



Aquila & Co. AG | 8. Februar 2016

Die Notenbanken verlieren die Kontrolle über die Aktienmärkte

Als Reaktion auf die Finanzkrise von 2008/ 2009 haben die Notenbanken der Industrieländer die Finanzmärkte in einem noch nie dagewesenen Ausmass mit Liquidität geflutet. Während die Aktienmärkte im Schlepptau der Geldpolitik während 7 Jahren aufblühten, scheinen sie sich Mitte 2015 von den Notenbanken abgekoppelt zu haben.

In den USA haben die Makrodaten das Börsendiktat übernommen.

Die amerikanische Notenbank hat im Rahmen ihrer Wertschriftenkaufprogramme Q1, Q2 und Q3 ihre Bilanz seit Mitte 2008 verfünffacht. Der S&P 500 legte in der Folge im gleichen Zeitraum um mehr als 100% zu. Seit Mitte 2015 orientiert sich der amerikanische Aktienmarkt mehr und mehr nach der Wirtschaftsentwicklung. So hat er im September sehr negativ reagiert, als die Notenbank wegen der unsicheren Wirtschaftsentwicklung auf eine Zinserhöhung verzichtete. Bemerkenswert ist auch, dass die implizite geldpolitische Lockerung der letzten 4 Wochen den Aktien keinen Auftrieb zu geben vermochte. Im Gegenteil. Der Umstand, dass die Zinsmärkte für dieses Jahr keine Zinserhöhung mehr erwarten, wurde im Hinblick auf die uneinheitlichen Makrodaten negativ interpretiert. Vor einem Jahr waren schlechte Nachrichten von der Makrofront noch gute Nachrichten, weil damit eine länger anhaltende akkommodierende Geldpolitik in Verbindung gebracht wurde. Heute werden schlechte Makrodaten auch als solche interpretiert.

Die Hoffnung auf eine weitere geldpolitische Lockerung der EZB half den Aktien nur kurz.

Die EZB hat ihre Bilanzsumme seit Mitte 2008 zwar weniger stark ausgeweitet als die US-Notenbank, verfolgt aber seit März 2015 mit monatlichen Wertschriftenkäufen von 60 Milliarden Euro ein aggressives Programm. Dies hat den europäischen Aktienmarkt mindestens in den ersten Monaten des letzten Jahres nochmals zusätzlich angekurbelt. Als die EZB den hochgesteckten Erwartungen der Investoren im Dezember 2015 nicht gerecht wurde, reagierte der Aktienmarkt verschnupft. An der Pressekonferenz zur Januarsitzung reichte M. Draghi den Investoren aber wieder die Hand, indem er die Türen für eine weitere Lockerung der Geldpolitik im März weit öffnete. Die Aktien sprangen darauf an. Der DAX Index stieg in den folgenden 4 Handelstagen um rund 5%. Bezeichnend ist, dass damit die positive geldpolitische Wirkung bereits verpufft war und die Aktien ihren Abwärtstrend danach wieder aufnahmen.

Die positive Wirkung einer weiteren Lockerung der Geldpolitik der Bank of Japan hielt nicht lange an.

Die japanische Notenbank (BoJ) verfolgt die mit Abstand aggressivste Geldpolitik der grossen Notenbanken. So kauft sie bis auf weiteres pro Jahr Wertschriften im Umfang von rund 15% der japanischen BIP. Dabei beträgt die Bilanz der BoJ bereits jetzt 60% der jährlichen Wirtschaftsleistung. Seit der Lancierung des Wertschriftenkaufprogramms der BoJ im Frühling 2013 hat der Nikkei Index um rund 70% zugelegt. Am 29. Januar 2016

überraschte die BoJ durch die Einführung von Minuszinsen mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung. Auch darauf reagierten die Aktien positiv und der Nikkei Index legt in den folgenden 3 Handelstagen knapp 5% zu, allerdings nur, um anschliessend wieder ins alte Fahrwasser zurückzukehren.

Die geldpolitische Handlungsfähigkeit der chinesischen Notenbank ist eingeschränkt.

Die chinesische Notenbank (PBoC) senkte die Leitzinsen im November 2014 seit 2 Jahren zum ersten Mal. Das war gleichsam der Auftakt zu einer Zinssenkungsrunde, die bis zum Oktober 2015 insgesamt 6 Reduktionen umfasste. Während die chinesische Börse bis im Juni 2015 stark anstieg, fand der anschliessende Absturz losgelöst von der Geldpolitik der Notenbank statt. Erschwerend kommt hinzu, dass sich die PBoC in einem Zielkonflikt befindet. Sie ist einerseits angehalten, die Wirtschaft mit einer expansiven Geldpolitik zu unterstützen. Auf der anderen Seite muss sie den Yuan stabilisieren, damit der anhaltende Kapitalabfluss, der sich über die Spirale einer schwächeren Währung verstärkt, nicht ausser Kontrolle gerät. George Soros, der 1992 die Bank of England in die Knie zwang und jetzt öffentlich gegen den Yuan wettet, macht die Sache für die PBoC nicht einfacher. Die Sicherstellung einer geordneten Abschwächung des Yuan über den Verkauf von Währungsreserven wirkt restriktiv und schränkt die geldpolitische Handlungsfähigkeit der PBoC stark ein.

Wir halten an unserer neutralen Aktienquote fest.

Aufgrund unserer Beobachtungen gehen wir davon aus, dass der Grenznutzen der expansiven Geldpolitik für die Aktienmärkte seit Mitte letzten Jahres stark abnahm und mittlerweile zum Erliegen gekommen ist. Geldpolitische Lockerungsschritte wirken nur noch kurzfristig stimulierend. Insofern können die Notenbanken die Börsen nicht mehr nachhaltig steuern. Diese stehen wieder im Bann realwirtschaftlicher Daten, was wir begrüssen. Die Makrodaten, die in den ersten 4 Wochen dieses Jahres schwächer als erwartet ausfielen, lösten bei vielen Investoren einmal mehr Wachstums- oder sogar Rezessionsängste aus. Wir sind aber nach wie vor der Meinung, dass die Wirtschaftsdaten weder in den USA, in Europa noch in China auf eine Rezession hindeuten. Wir gehen vielmehr davon aus, dass die grossen Volkswirtschaften auch 2016 ein bescheidenes Wachstum an den Tag legen werden. Dies, gekoppelt mit der Erwartung einer nach wie vor grosszügigen Liquiditätszufuhr durch die Notenbanken lässt uns für dieses Jahr eine wohl verhaltene Börse mit hoher Volatilität aber keinen Absturz derselben erwarten. Insofern halten wir an unserer neutralen Aktienquote fest.