

Münstersche Schriften zur Kooperation

Band 125

**Manuel Peter**

**Der Einfluss des makroökonomischen Umfeldes  
nach der Finanzkrise auf die Aktienmärkte**

Eine Analyse der Herausforderungen  
bei Anlageentscheidungen für Investoren

Shaker Verlag  
Aachen 2017

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Münster (Westfalen), Univ., Diss., 2016

Copyright Shaker Verlag 2017

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

D6

ISBN 978-3-8440-5231-2

ISSN 1617-6561

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: [www.shaker.de](http://www.shaker.de) • E-Mail: [info@shaker.de](mailto:info@shaker.de)

## Vorwort

Vermögensanlageentscheidungen liegen nicht nur einzelwirtschaftliche Kalküle zugrunde, sondern Wirkungen und Determinanten aus dem makroökonomischen Umfeld sind ebenso von großer Bedeutung. Selbstverständlich zählen Aktien zu den wichtigen Anlageobjekten, deren Risiko-, Ertrags- und Liquiditätsmerkmale sie von anderen unterscheiden. In den Wertpapierportfolios deutscher Anleger sind sie seit jeher weniger stark vertreten als in jenen ausländischer Akteure. Die Finanzmarktkrise von 2007 ff und die darauf folgende monetäre Politik der Notenbanken sowie die realwirtschaftliche Entwicklung und die niedrige Inflation haben zusätzliche Herausforderungen für die Vermögensanlageentscheidungen von privaten Haushalten, institutionellen Investoren und Banken mit sich gebracht.

Unter Ertragsgesichtspunkten ist es naheliegend vermehrt risikoreichere Anlagen, wie Aktien, in die Anlagekalküle einzubeziehen. Ob dies eine überlegene Option darstellt, langfristig die erwarteten oder garantierten Renditen zu sichern, untersucht Manuel Peter im Rahmen seiner Dissertation. Er thematisiert erstens den Zusammenhang eines Zinsanstiegs und der Aktienmarktentwicklung vor den aktuell sich mehrenden Anzeichen einer geldpolitisch initiierten Zinserhöhung. Zweitens interessiert ihn unter Berücksichtigung der Verschuldungssituation privater Haushalte im Umfeld der Krise und einer langfristig zu erwartenden Rückführung der Verschuldung, welchen Einfluss eine gesamtwirtschaftliche Entschuldung auf die Aktienmärkte ausübt. Drittens beschäftigt sich Manuel Peter mit dem heterogenen Euroraum, in dem über einen längeren Zeitraum von den Anlegern keine Differenzierung einzelner Staaten auf den Rentenmärkten stattfand, und prüft, ob auch auf den Aktienmärkten eine Differenzierung fehlte.

Herzlich gedankt sei neben der Forschungsgesellschaft für Genossenschaftswesen Münster für die Anregung zu dieser Untersuchung und die vielfältige Unterstützung der Grafschafter Volksbank eG, insbesondere Herrn Dipl. Kaufm. Jürgen Timmermann und Herrn Klaus Taube sowie allen Teilnehmern zahlreicher Diskussionsrunden. Die Arbeit richtet sich sowohl an Vertreter der Bankenpraxis als auch an Wissenschaftler, die Finanzmarkt- und Bankenthemen bearbeiten.

Münster, im März 2017

Univ.-Prof. Dr. Theresia Theurl



## **Vorwort des Verfassers**

Die vorliegende Dissertation entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster. Ich möchte mich an dieser Stelle bei den Menschen bedanken, die zum Gelingen der Arbeit beigetragen haben.

In erster Linie bedanke ich mich bei meiner Doktormutter Prof. Dr. Theresia Theurl für die Möglichkeit meine Dissertation am Institut für Genossenschaftswesen anzufertigen und für die geleistete Betreuung während der Erstellung dieser, durch die wichtige Impulse für die Arbeit gegeben wurden. Des Weiteren danke ich mich bei Prof. Dr. Pfister für die Zweitbegutachtung der Arbeit sowie für die zahlreichen Hinweise der methodischen Verfeinerung der Arbeit.

Wesentliche Impulse und Denkanstöße aus der Praxis kamen von der Graf-schafter Volksbank, die als Kooperationspartner die Arbeit begleitete und mir so ermöglichte, die Relevanz der untersuchten makroökonomischen Herausforderungen für das Bankengeschäft einzuordnen.

Zudem möchte ich meinen Kollegen am Institut für Genossenschaftswesen danken für anregende fachliche wie auch persönliche Gespräche sowie eine stets freundliche Arbeitsatmosphäre. Insbesondere gilt der Dank meinem Bürokollegen Benedikt Lenz, der mir in allen Phasen meiner Zeit am IfG zur Seite stand.

Schließlich gilt mein Dank auch all jenen, die mich außerhalb des Arbeitsplatzes unterstützt haben und so am Gelingen der Arbeit ihren Anteil haben. Dies sind neben meiner Familie, Lukas Steinbrink, Dennis Heinrich und Patrick Hog.



## **Inhaltsverzeichnis**

|   |            |
|---|------------|
| <b>Vorwort</b> .....  | <b>VII</b> |
| <b>Inhaltsverzeichnis</b> .....   | <b>XI</b>  |
| <b>Abbildungsverzeichnis</b> .....  | <b>XV</b>  |
| <b>Tabellenverzeichnis</b> .....  | <b>XIX</b> |
| <b>Abkürzungsverzeichnis:</b> .....   | <b>XXI</b> |
| <b>1 Einleitung</b> .....   | <b>1</b>   |
| 1.1 Ausgangssituation und Zielsetzung.....  | 1          |
| 1.2 Aufbau der Arbeit.....  | 5          |
| <b>2 Asset Allocation und Performance ausgewählter Anlageklassen seit der Finanzkrise</b> ..... | <b>7</b>   |
| 2.1 Portfoliomanagement .....   | 7          |
| 2.2 Überblick über die Performance ausgewählter Anlageklassen....                               | 10         |
| 2.3 Attraktivität auf Zeit? .....   | 13         |
| <b>3 Methodische Fundierung und Klassifikation von Risiken der Aktienmärkte</b> .....           | <b>17</b>  |
| 3.1 Grenzen von Finanzmarktanalysen im Lichte effizienter Märkte .....                          | 17         |
| 3.2 Systematisierung von Risiken bei Aktienanlagen.....   | 20         |
| 3.2.1 Systematisches vs. unsystematisches Risiko .....  | 20         |
| 3.2.2 Klassifizierung von systematischen Einflussfaktoren .....                                 | 23         |
| <b>4 Herausforderung 1: Historische Niedrigzinsen</b> .....                                     | <b>33</b>  |
| 4.1 Ursachen und Entwicklung .....  | 33         |

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| 4.1.1    | Ursachen: Die Geldpolitik in der Krise .....  | 33        |
| 4.1.2    | Die Zinsentwicklung .....   | 35        |
| 4.1.3    | Die Taylor-Regel.....   | 36        |
| 4.1.4    | Implikationen für Aktien.....   | 39        |
| 4.2      | Methodenauswahl .....   | 43        |
| 4.3      | Methodologie und Daten.....   | 44        |
| 4.3.1    | Methodologie .....  | 44        |
| 4.3.2    | Daten .....   | 49        |
| 4.4      | Empirische Ergebnisse .....   | 49        |
| 4.4.1    | Unit-Root Tests .....   | 52        |
| 4.4.2    | Test auf Kointegration der Zeitreihen.....  | 54        |
| 4.4.3    | Schätzung der VECMs.....  | 56        |
| 4.4.4    | Robustheitstests.....   | 62        |
| 4.5      | Untersuchung des Fallbeispiels.....   | 64        |
| 4.5.1    | Identifikation historischer Phasen geringer Realzinsen.....                                       | 64        |
| 4.6      | Analyse der Fallbeispiele – Deutschland (1871-1873), Frankreich (1958-1961), USA (2003-2005)..... | 67        |
| 4.6.1    | Historischer Kontext .....  | 67        |
| 4.6.2    | Reales Zinsniveau und der Konjunkturzyklus .....  | 74        |
| 4.6.3    | Zu geringe reale Zinsen?.....   | 76        |
| 4.6.4    | Reales Zinsniveau und Geldmengenentwicklung.....  | 81        |
| 4.6.5    | Übertreibung an den Aktienmärkten?.....   | 83        |
| 4.7      | Fazit.....  | 87        |
| <b>5</b> | <b>Herausforderung 2: Entschuldung der Volkswirtschaften .....</b>                                | <b>89</b> |
| 5.1      | Verschuldung und Überschuldung.....   | 89        |
| 5.1.1    | Liberalisierung der Finanzmärkte und ansteigende Verschuldung .....                               | 89        |
| 5.1.2    | Gestiegene Risiken und Deleveraging.....  | 93        |
| 5.1.3    | Einfluss von Deleveraging auf den Aktienmarkt.....  | 96        |
| 5.2      | Methodenauswahl .....   | 101       |



|          |   |            |
|----------|---|------------|
| 5.3      | Methodologie und Daten .....  | 102        |
| 5.3.1    | Turning Point Analyse .....   | 103        |
| 5.3.2    | Vergleich der Aktienmarktentwicklungen .....  | 105        |
| 5.3.3    | Vergleich unterschiedlicher Branchen .....  | 107        |
| 5.3.4    | Daten .....   | 109        |
| 5.4      | Empirische Auswertung .....   | 110        |
| 5.4.1    | Turning Point Analyse .....   | 110        |
| 5.4.2    | Zusammenhang der Aktienmarktentwicklung und der<br>Verschuldung des privaten Sektors..... | 114        |
| 5.4.3    | Entschuldung in rezessiven Phasen .....   | 116        |
| 5.4.4    | Einfluss der Entschuldung auf unterschiedliche Sektoren                                   | 122        |
| 5.5      | Bestimmung des Fallbeispiels.....   | 130        |
| 5.5.1    | Analyse der Entschuldungsperioden.....  | 130        |
| 5.6      | Analyse des Fallbeispiels – Schweden und Finnland in den<br>1990er Jahren .....           | 132        |
| 5.6.1    | Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung ..                                    | 133        |
| 5.6.2    | Gründe für den Verschuldungsanstieg.....  | 135        |
| 5.6.3    | Der Ausbruch der Krise .....  | 137        |
| 5.6.4    | Aktienmarktentwicklungen im historischen Vergleich ....                                   | 140        |
| 5.6.5    | Determinanten der Kursentwicklung .....   | 143        |
| 5.7      | Fazit .....   | 151        |
| <b>6</b> | <b>Herausforderung 3: Der Einfluss des Euro-Währungsraums .....</b>                       | <b>153</b> |
| 6.1      | Der Einfluss der Währungsunion .....  | 153        |
| 6.1.1    | Entwicklung der europäischen Aktienmärkte seit<br>Vollendung der Währungsunion .....      | 153        |
| 6.1.2    | Implikationen einer Währungsunion auf die nationalen<br>Aktienmärkte.....                 | 155        |
| 6.2      | Methodenauswahl.....  | 159        |
| 6.2.1    | Ökonometrisches Modell .....  | 159        |
| 6.2.2    | Begrenzte Anzahl an regionalen Währungsunionen.....                                       | 161        |
| 6.2.3    | Identifikation geeigneter Analyseobjekte .....  | 163        |

|          |   |            |
|----------|---|------------|
| 6.2.4    | Euroeinführung als natürliches Experiment?.....   | 165        |
| 6.3      | Methodologie und Daten.....   | 168        |
| 6.3.1    | Ökonometrische Modellierung.....  | 168        |
| 6.3.2    | Daten.....  | 174        |
| 6.4      | Empirische Auswertung.....  | 175        |
| 6.4.1    | Korrelationsanalyse.....  | 175        |
| 6.4.2    | Ökonometrische Analyse.....   | 179        |
| 6.5      | Untersuchung unterschiedlicher Währungsordnungen als<br>Fallbeispiele – Der Goldstandard, das Bretton-Woods-System<br>und die Post-Bretton-Woods Ära..... | 198        |
| 6.5.1    | Grundlage und Beschreibung der Währungsregime.....  | 198        |
| 6.5.2    | Betrachtung der Aktienmarktintegration in den<br>unterschiedlichen Währungsregimen.....   | 203        |
| 6.6      | Fazit.....  | 212        |
| <b>7</b> | <b>Zusammenfassung und Ausblick.....</b>  | <b>214</b> |
| 7.1      | Ergebnisse der drei Herausforderungen.....  | 214        |
| 7.2      | Bewertung des aktuellen Marktumfeldes.....  | 216        |
| 7.3      | Ausblick.....   | 219        |
|          | <b>Anhang.....</b>  | <b>221</b> |
|          | Anhang.....   | 221        |
| <b>8</b> | <b>Literaturverzeichnis.....</b>  | <b>237</b> |