

Metzler: Droht eine neue Blase? Geldpolitik und Finanzmärkte

Es ist schon interessant: die US-Notenbank wird am 13. Dezember den Leitzins zum dritten Mal in diesem Jahr anheben, eigentlich mit dem Ziel, die Wirtschaft etwas zu bremsen – aber der monetäre Transmissionsmechanismus funktioniert nicht: So haben sich die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen in den USA im Jahresverlauf sogar noch verbessert.

Trotz Leitzinserhöhungen verbessern sich die Finanzierungsbedingungen in der US-Wirtschaft National Financial Conditions Index des Federal Reserve Bank of Chicago



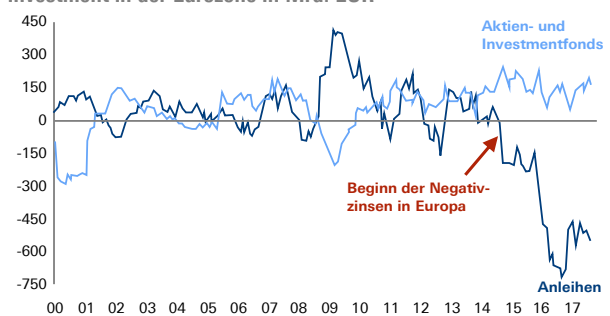
Stand 17.11.2017

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen bedeutet, dass der Staat, die Unternehmen und die privaten Haushalte leichter und günstiger an Kredite und Eigenkapital kommen, was eher das Wirtschaftswachstum stimuliert denn bremst. Es scheint so, als würde die etwas restriktivere Geldpolitik der US-Notenbank durch die ultralockere Geldpolitik der EZB und der Bank von Japan mehr als konterkariert werden.

So kam es beispielsweise seit Beginn der Negativzinsen in Europa zu einem erheblichen Kapitalabfluss aus Europa in den Anleihemarkt der USA:

Erheblicher Kapitalabfluss aus Europa in den amerikanischen Anleihemarkt Zahlungsbilanz → Kapitalverkehrsbilanz: Nettoportfolioinvestment in der Eurozone in Mrd. EUR



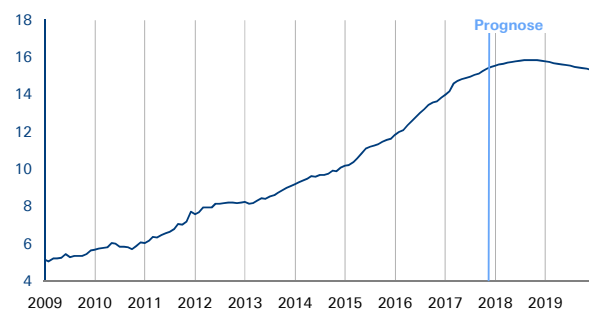
* Gleitende Summe über zwölf Monate

Quelle: EZB

Zur Beurteilung der Geldpolitik könnte es vor diesem Hintergrund zielführender sein, nicht mehr jede Zentralbank einzeln zu betrachten, sondern die aggregierte Bilanz der G3-Zentralbanken. Im Dezember 2016 betrug die aggregierte Bilanz der G3-Zentralbanken noch etwa 13,8 Billionen USD. Im Oktober 2017 war sie schon auf 15,3 Billionen USD gestiegen. Ihren Höhepunkt wird die aggregierte Zentralbankbilanz voraussichtlich mit etwa 15,9 Billionen USD im September 2018 erreichen und danach beginnen, langsam zu fallen.

Aggregierte Liquidität der G3-Zentralbanken übertrumpft die Fed

G3-Zentralbankbilanz in Billionen USD



Stand 31.10.2017

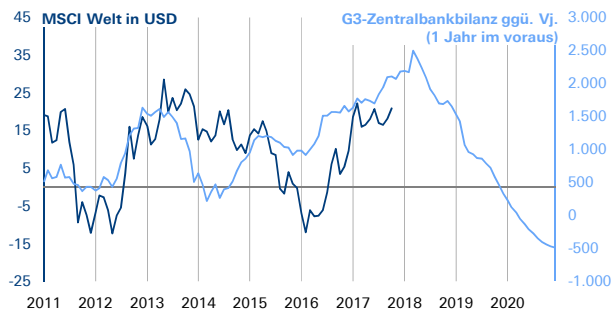
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Es ist sehr verführerisch, nach einem Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge und der globalen Aktienmarktentwicklung zu suchen. Die höchste Korrelation ergibt sich, wenn die Verände-

rungsrate der Zentralbankgeldmenge um ein Jahr verschoben wird, sodass sie zu einem Frühindikator für die Aktienmarktentwicklung wird. Sollte dieser Zusammenhang tatsächlich in der Realität bestehen, könnte auch 2018 ein sehr gutes Aktienjahr werden – vielleicht sogar so gut, dass die Ängste vor einer neuen Blase am Aktienmarkt zurückkehren könnten. Aufgrund der kurzen Historie sind jedoch durchaus Zweifel angebracht, ob dieser Zusammenhang beständig ist.

Globale Zentralbankliquidität: Vielleicht ein Indikator für die Aktienmärkte?

MSCI-Welt (gleichgewichtet) in % ggü. Vj. und G3-Zentralbankbilanz in USD



Stand 31.10.2017

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

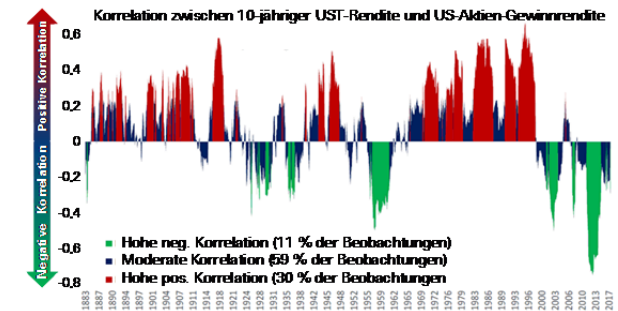
Aber schon die guten Konjunkturdaten sprechen für ein gutes erstes Halbjahr 2018 an den globalen Aktienmärkten: die nur langsam steigende Inflation sowie eine bis September 2018 expandierende G3-Zentralbankgeldmenge. Im zweiten Halbjahr könnte jedoch der ab Herbst absehbare Liquiditätsentzug für ein schwierigeres Umfeld und somit für eine Trendwende an den Aktienmärkten sorgen.

Bleiben die Diversifikationsvorteile einer negativen Korrelation Aktien/Staatsanleihen bestehen?

In den vergangenen Jahren profitierten Anleger in einem erheblichen Umfang von den Diversifikationsvorteilen einer negativen Korrelation zwischen Staatsanleihen und Aktienmärkten. Ein Blick in die US-Vergangenheit zeigt jedoch, dass historisch eher Phasen mit einer positiven Korrelation üblich waren.

Korrelation zwischen US-Aktien und US-Staatsanleihen ist nicht stabil

Drei Jahre rollende Korrelation (monatliche Daten – 1885 bis 2017)



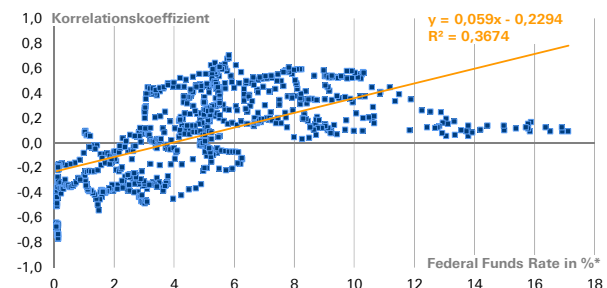
Quelle: Artemis Capital Management

Die spannende Frage ist nun, was in der Vergangenheit einen Wechsel der Phasen bewirkt hat und ob eine Rückkehr zu einer positiven Korrelation auf absehbare Zeit wahrscheinlich sein könnte.

Eine Analyse der Daten zeigt, dass das US-Leitzinsniveau unter den möglichen verdächtigen Einflussfaktoren den größten Zusammenhang mit dem Korrelationskoeffizienten zu haben scheint. So ist in den Daten seit 1955 ein positiver Zusammenhang zwischen Korrelationskoeffizient und Leitzinsniveau gut erkennbar.

US-Geldpolitik scheint einen Einfluss auf die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen zu haben

Korrelationskoeffizient sowie Federal Funds Rate in % seit 1955

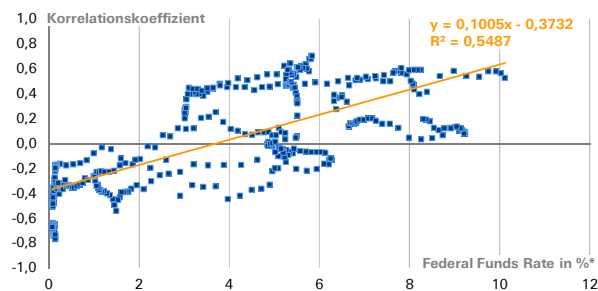


* Gleitender Durchschnitt über zwölf Monate

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Historisch scheint mit einem Blick auf die Regressionsgeraden ein Leitzinsniveau von 4 % eine kritische Marke zu sein, bei der der Korrelationskoeffizient das Vorzeichen wechselte. Auch wenn man die Daten ohne die turbulenten 1970er Jahren und ab 1985 betrachtet, ändert sich wenig an dieser Schlussfolgerung.

US-Geldpolitik scheint einen Einfluss auf die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen zu haben Korrelationskoeffizient sowie Federal Funds Rate in % seit 1985



* Gleitender Durchschnitt über zwölf Monate
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Die kritische Schwelle von 4 % kann auch so interpretiert werden, dass Leitzinserhöhungen im Bereich unterhalb der kritischen Schwelle nur den Staatsanleihe- markt belasten und den Aktienmarkt nicht, während Leitzinserhöhungen im Bereich oberhalb der kritischen Schwelle sowohl am Anleihe- als auch am Aktienmarkt für Kursverluste sorgen. Zudem ist die Regressionsgerade steil, sodass mit jeder Anhebung des Leitzinses der Korrelationskoeffizient tendenziell sinkt und damit die Diversifikationsvorteile abnehmen.

So könnte der Korrelationskoeffizient zwischen US-Aktien und Staatsanleihen zwar noch 2018 negativ bleiben, aber schon ab 2019 langsam gegen Null tendieren, da die US-Notenbank bis dahin den Leitzins auf ein Niveau zwischen 1,75 % und 2,0 % angehoben und die Bilanz der G3-Zentralbanken zu schrumpfen begonnen haben könnte. Darüber hinaus stellt sich ohnehin die Frage, ob ein Leitzins von 4 % nach der Finanzmarkt- krisen immer noch die kritische Schwelle darstellt oder ob diese nicht gesunken sein könnte.

Deutschland vor großen Herausforderungen

Die deutsche Wirtschaft hat mit großen Ungleichgewichten zu kämpfen. So ist das Zinsniveau zweifelsohne viel zu niedrig und der Wechselkurs zu schwach. Die Folgen sind ein Immobilienpreisboom und erhebliche Ungleichgewichte im Außenhandel, wie ein Leistungsbilanzüberschuss von etwa 8 % des BIP eindrücklich demonstriert. Die Fehlentwicklungen in der deutschen Wirtschaft sind jedoch nicht auf den ersten Blick erkennbar, sondern werden im Gegenteil vor dem Hintergrund eines künstlichen Booms oft als unproblematisch gesehen.

So dürften die Auftragseingänge (Mittwoch), die Industrieproduktion (Donnerstag) sowie die Exporte (Freitag) ein anhaltend starkes Wachstum der deutschen Wirtschaft ausweisen. Die deutsche Wirtschaftspolitik kann die Ungleichgewichte nicht direkt korrigieren, da sie weder Einfluss auf das Zinsniveau noch auf den Wechselkurs hat.

Im Endeffekt bleiben nur zweibeste Lösungen, wie eine scharfe Kontrolle der Kreditvergabeaktivitäten der Banken und Änderungen im Steuersystem. Das Steuersystem könnte dahingehend angepasst werden, dass es auf Zinszahlungen keine Steuererleichterungen, sondern Steuerbelastungen gibt und dass mit höheren Lohnnebenkosten und geringeren Lohnsteuern die Effekte einer Währungsaufwertung nachempfunden werden.

Globale Konjunkturdaten

Die Einkaufsmanagerindizes des Dienstleistungssektors (Dienstag) in den wichtigsten Regionen dürften ein anhaltend robustes Wachstum der Weltwirtschaft signalisieren. Auch dürfte der US-Arbeitsmarktbericht (Freitag) gut ausfallen, wobei die Lohnentwicklung sicherlich am aufmerksamsten verfolgt wird – vor allem die Frage, ob die niedrige Arbeitslosenquote nicht doch zu einer Beschleunigung des Lohnwachstums beitragen könnte.

Bisher war kein Zusammenhang zwischen Arbeitsmarktindikatoren und Lohndynamik erkennbar. Leider gibt es noch keine alternative Theorie der Inflation, die die Philips-Kurve ersetzen könnte. Daher halten die meisten Volkswirte daran fest und verschieben den Zeitpunkt einer Beschleunigung der Lohndynamik immer weiter nach hinten.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler-fonds.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.