

Metzler: Fed-Sitzung mit ungewissem Ausgang Der Fed ist die hohe Risikobereitschaft der Anleger ein Dorn im Auge

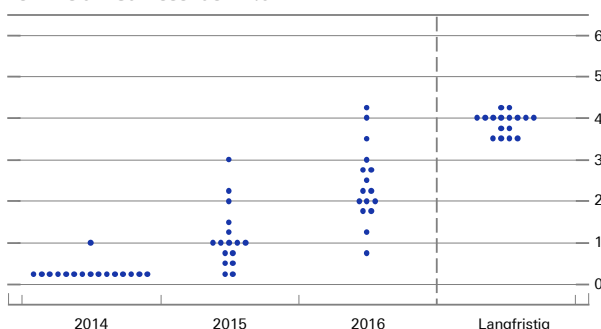
US-Notenbanksitzung im Fokus

Die Sorglosigkeit und die hohe Risikobereitschaft der Anleger – ablesbar an den extrem niedrigen impliziten Volatilitäten am Aktien-, Renten- und Devisenmarkt – bereitet immer mehr Mitgliedern des Offenmarktausschusses (FOMC) Sorgen. So scheinen einige FOMC-Mitgliedern wie der Präsidenten der Federal Reserve Bank of San Francisco John Williams zu befürchten, dass die gegenwärtige extrem lockere Ausrichtung der Geldpolitik die Initialzündung für eine nicht nachhaltige Vermögenspreis-inflation gewesen sein könnte (siehe Kapitel über die Effizienz der Finanzmärkte). Bisher hat sich die Fed-Präsidentin Janet Yellen noch mit Aussagen über die Risiken der ultralockeren Geldpolitik zurückgehalten und bescheinigte dem US-Aktienmarkt sogar bis vor kurzem noch eine angemessene Bewertung.

Sollte sich die Meinung von Janet Yellen nicht grundsätzlich geändert haben, dürfte sie sich als Fed-Präsident durchsetzen und das Wertpapierkaufprogramm am Mittwoch auf der FOMC-Sitzung wie allgemein erwartet um 10 Mrd. USD auf 35 Mrd. USD pro Monat reduzieren sowie keine größeren Änderungen am Ausblick der Geldpolitik vornehmen. Nichtsdestotrotz wird sich der Fokus der Finanzmarktteilnehmer auch auf die zuletzt berühmt-berüchtigt gewordene Punktewolke richten. Dabei handelt es sich um die grafisch dargestellten persönlichen Einschätzungen der 16 Mitglieder des Offenmarktausschusses der Federal Reserve über den zukünftigen Verlauf des US-Leitzinses.

Leitzinsprognose der 16 Mitglieder des FOMC

Leitzins am Jahresende in %



Quelle: Federal Reserve, Ergebnis des FOMC vom März 2014

Bei der Umfrage im März lag der Medianwert bei 1 % bis Jahresende 2015 und bei 2,25 % bis Jahresende 2016. Am Finanzmarkt wurden zuletzt die Risiken steigender Leitzinsen deutlich niedriger gesehen und eine Leitzinserwartung von nur 0,75 % bis Ende 2015 und von nur etwa 1,5 % bis Ende 2016 eingepreist. Die Aussagen zahlreicher FOMC-Mitglieder lassen jedoch den Schluss zu, dass aufgrund der zuletzt guten US-Konjunkturdaten der Medianwert für den Leitzins Ende 2016 von 2,25 % in der März-Umfrage auf 2,5 % oder sogar 2,75 % in der Juni-Umfrage steigen könnte. Der Medianwert für 2015 dürfte sich dagegen nicht ändern. Die Abweichung zu den Marktpreisen dürfte damit weiter steigen und könnte vor diesem Hintergrund einen Anstieg der Marktzinsen verursachen.

Sollten jedoch ihre Kollegen Janet Yellen von den Risiken von Übertreibungen an den Finanzmärkten überzeugen können, ist es durchaus möglich, dass das Wertpapierkaufprogramm um 15 Mrd. USD reduziert wird und Janet Yellen in der der FOMC-Sitzung anschließenden Pressekonferenz die Finanzmärkte auf einen aggressiveren Leitzinserhöhungszyklus einschwört.

Ein Vorbild dafür wäre Mark Carney, der Präsident der Bank von England, der in dieser Woche überraschend ankündigte, dass die Zinsen früher als bisher gedacht angehoben werden könnten – Großbritannien befindet sich in einer sehr guten wirtschaftlichen Verfassung und der Immobilienmarkt zeige deutliche Anzeichen einer Überhitzung. Zumal die Inflation (Dienstag) mit voraussichtlich 1,8 % im Mai schon sehr nahe am Inflationsziel der Bank von England von 2 % ist.

Insgesamt wird es für das FOMC eine schwierige Entscheidung werden, deren Ausgang wahrscheinlich völlig offen ist. Zumal vor der Fed-Sitzung noch wichtige Konjunkturdaten veröffentlicht werden.

Die Industrieproduktion (Montag) dürfte im Mai um mehr als 0,6 % gegenüber dem Vormonat gestiegen sein und damit den Rückgang vom Vormonat mehr als aufholen. Insbesondere aber die Daten zum Wohnimmobilienmarkt werden zeigen, ob der Wohnimmobilienmarkt langsam die negativen Effekte des vergange-

nen Zinsanstiegs abschütteln kann: NAHB-Index (Montag), Neubaubeginne (Dienstag) und Neubaugenehmigungen (Dienstag). Darüber hinaus dürfte sich die Inflation (Dienstag) im Mai bei 2 % stabilisieren, während die Kerninflation den Aufwärtstrend der vergangenen Monate fortsetzen und auf 1,9 % steigen dürfte.

Ruhige Datenwoche in der Eurozone

In der kommenden Woche werden an Daten aus der Eurozone nur der ZEW-Index (Dienstag) und das Konsumentenvertrauen (Freitag) veröffentlicht. Auch von den Treffen der Eurogruppe (Donnerstag) und der europäischen Finanzminister (Freitag) sind keine größeren Neuigkeiten zu erwarten.

Geopolitisches Risiko: Irak

Geopolitische Risiken im Nahen Osten werden in der Regel durch den Ölpreis auf die Finanzmärkte übertragen. So ist der Ölpreis der Sorte Brent Blend von etwa 108 USD pro Barrel am 4. Juni auf zuletzt etwa 113 USD pro Barrel gestiegen. Der Ölpreisanstieg ist bisher eher moderat verlaufen. Schon im Dezember 2013 war der Ölpreis auf etwa dem gleichen Niveau.

Es ist immer schwierig, die Eigendynamik politischer Entwicklungen abzuschätzen. Die größten Ölreserven befinden sich im Süden des Landes und im kurdischen Autonomiegebiet. Zu beiden Regionen haben die Dschihadisten keinen Zugang. Das Förderfeld in Kirkuk ist seit der Zuspitzung der Lage unter die Kontrolle der kurdischen Autonomiebehörde genommen worden. Selbst der Stopp der Förderung von geschätzten 150.000 Barrel pro Tag aus Kirkuk dürfte keinen nennenswerten Einfluss auf das Weltölangebot haben und daher unkritisch sein. Zumal die Dschihadisten bis auf die Metropole Mossul hauptsächlich unbewohntes Wüstenland im Irak unter ihre Kontrolle gebracht haben. Bei einer geschätzten Stärke von 10.000 bis 20.000 Kämpfern erscheint es auch eher unwahrscheinlich, dass der Durchbruch zu den Ölquellen gelingen kann. So stehen im kurdischen Teil des Iraks ungefähr 50.000 Kämpfer bereit, die Dschihadisten zurückzuschlagen. Die große Unbekannte ist die Stärke der regulären irakischen Armee und deren Verteidigungskraft. Erst die nächsten Tage werden zeigen, ob die USA eingreifen und wie gefährdet die Ölproduktion tatsächlich ist.

Das übergeordnete geopolitische Risiko des aktuellen Konflikts ist, dass es zu einem Flächenbrand im Nahen

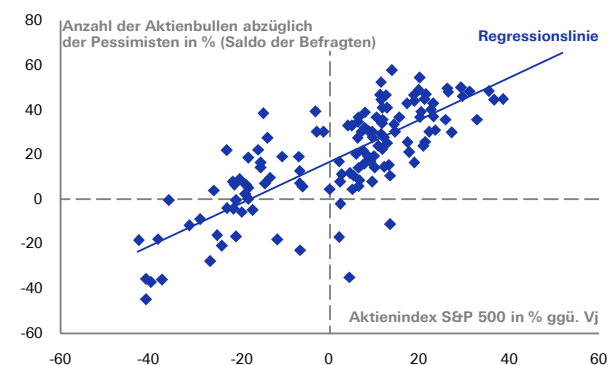
Osten und zu einer überregionalen Auseinandersetzung zwischen Sunniten und Schiiten kommen kann.

Über die Effizienz der Finanzmärkte

Die vorherrschende neoklassische Theorie postuliert rationale Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer und effiziente Finanzmärkte. Die Realität ist jedoch eine völlig andere, wie zuletzt die Finanzmarktkrise seit 2007 zeigt. Mit einer einfachen Datenanalyse lässt sich die Ineffizienz der Finanzmärkte belegen. So steigt beispielsweise der Kurs einer Aktie nur dann, wenn der Unternehmensgewinn zulegt oder wenn das Unternehmen höher bewertet wird. Eine höhere Bewertung impliziert automatisch einen Rückgang der Risikoprämie und damit niedrigere zukünftige Erträge. Rationale Finanzmarktteilnehmer müssten demnach im Zuge einer steigenden Bewertung ihre zukünftigen Ertragsersparungen senken. Tatsächlich geschieht genau das Gegenteil. Eine höhere Bewertung von Aktien und Wohnimmobilien geht mit steigenden zukünftigen Renditeerwartungen der Finanzmarktteilnehmer einher. So hatten die Finanzmarktteilnehmer im Jahr 2000 die bisher optimistischsten Ertragsersparungen für Aktien, zu einem Zeitpunkt als die Aktienmärkte schon extrem hoch bewertet waren.

Die Finanzmarktteilnehmer scheinen ihre zukünftigen Ertragsersparungen sehr stark an der vergangenen Kursentwicklung zu orientieren, wie eine Untersuchung für den US-amerikanischen Aktien und Immobilienmarkt zeigt.

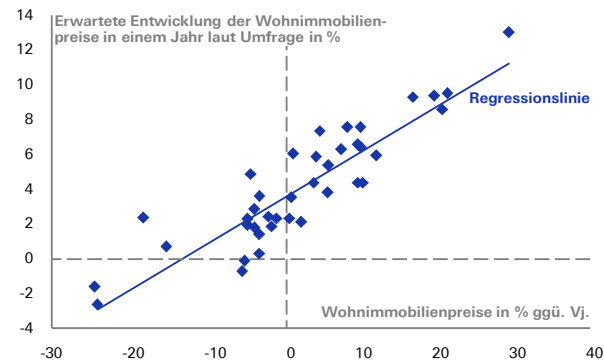
Vergangene Kurssteigerungen beim S&P 500 verursacht optimistischere Kurserwartungen der Finanzmarktteilnehmer



Quelle: Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter; Stand 9.6.2014

13. Juni 2014

Vergangene Kurssteigerungen bei Wohnimmobilien hat optimistischere Preisprognosen zur Folge



Quelle: Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter; Stand 9.6.2014

Somit können Ereignisse, die eigentlich nur einen einmaligen Kurseffekt haben, einen sich selbst verstärkenden Aufwärts- oder Abwärtstrend an den Finanzmärkten auslösen.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Große Gallusstraße 18
60311 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.