

Metzler: Neubewertung der Geldpolitik als Auslöser für die Finanzmarkturbulenzen

In einer Rede in Frankfurt am Main gab ein Mitglied der US-Notenbank interessante Einblicke: So habe die Digitalisierung zu einer Verschiebung der Preismacht von den Unternehmen zu den Konsumenten geführt. Die Unternehmen seien aufgrund der mit dem Internet einhergehenden Transparenz nur noch zu Preisnehmern geworden. Darüber hinaus begrenze die Digitalisierung den Lohnanstieg, da Arbeit immer einfacher durch stetig im Preis fallendes Kapital ersetzt werden könne. Insgesamt spreche das Umfeld für eine anhaltend niedrige Inflation. Die US-Notenbank müsse demnach den Arbeitsmarkt massiv überhitzen, um ihr Inflationsziel zu erreichen, was jedoch zu gefährlichen Ungleichgewichten beitragen könne. Für die US-Notenbank sei damit eine anhaltende Vollbeschäftigung bei einer anhaltend zu niedrigen Inflation das bevorzugte Szenario. Daher erhöhe die US-Notenbank auch die Zinsen trotz niedriger Inflation, damit die Arbeitslosenquote nicht zu stark falle.

Immerhin erwartet der Notenbank-Redner, dass sich das Lohnwachstum aufgrund der erreichten Vollbeschäftigung in den kommenden Monaten beschleunigt. Preisüberwälzungsspielraum bei den Unternehmen sieht er aber kaum, sodass die Gewinnmargen sinken dürften. Als mögliches Risikoszenario für den Inflationausblick nannte er die nicht-lineare Phillips-Kurve, das heißt einen plötzlichen Inflationsschub, sobald die Arbeitslosenquote ein kritisches Niveau unterschreitet. Da ein mögliches kritisches Niveau der Arbeitslosenquote unbekannt ist, wird die allmonatliche Veröffentlichung der Inflationsdaten (Mittwoch) stark im Fokus der Finanzmarktakteure stehen.

Interessant war auch, dass der Notenbanker die mit der Digitalisierung verbundenen gesellschaftlichen Probleme ansprach. So erfordere die Digitalisierung ein grundsätzlich höheres Bildungsniveau sowie Möglichkeiten, sich lebenslang weiterbilden zu können. In den USA gebe es zwar eine hochqualifizierte Elite, die Mehrheit der Arbeitnehmer sei jedoch eher schlecht qualifiziert, und die Chancen auf Weiterbildung seien gering. Die USA müssten demnach viel mehr in Bildung investieren.

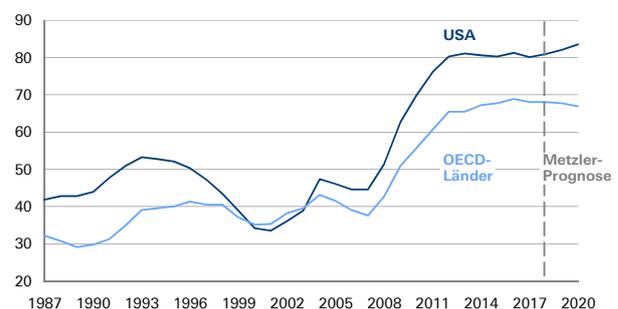
Darüber hinaus beurteilte er die Steuerreform sehr differenziert. Einerseits lobte er die Unternehmenssteuerreform, da sie Anreize für mehr Investitionen schaffe. Andererseits kritisierte er, dass die gesamten Steuer-senkungen schuldenfinanziert seien. Die Staatsverschuldung in den USA sei schon jetzt hoch, und sie werde durch die Steuersenkungen noch steigen. In der nächsten Rezession hätten die USA damit weniger Spielraum, um mit einer expansiven Fiskalpolitik gegen-zusteuern. Der Notenbanker sprach sogar davon, dass die US-Staatsschulden schon jetzt nicht mehr tragfähig seien. So hätten die USA immer noch ungedeckte Verbindlichkeiten im Gesundheits- und Rentensystem von etwa 45 Billionen USD, was den Staatshaushalt in den kommenden Jahren immer stärker belasten werde.

US-Staatsschulden als Risikofaktor für den US-Dollar

Ein Blick auf die Nettostaatsverschuldung (Bruttostaatsverschuldung abzüglich der Finanzanlagen) in den USA zeigt einen Anstieg von etwa 80 % des BIP im Jahr 2017 auf voraussichtlich 83,5 % des BIP im Jahr 2020.

Während die Staatsverschuldung in den USA aufgrund der Steuerreform steigt, sinkt sie im Rest der Welt tendenziell

Staatsverschuldung abzgl. Finanzvermögen in % des BIP



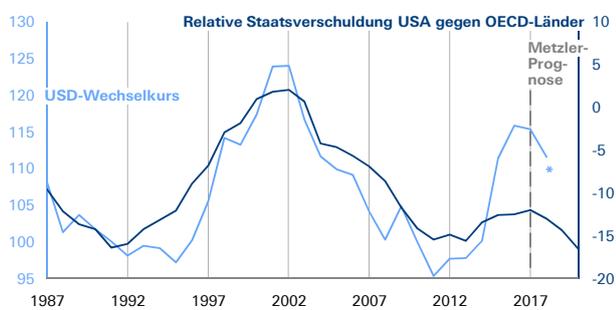
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.12.2017

Ein Anstieg der Staatsschulden in einer Aufschwungphase ist eher ungewöhnlich, da in der Regel die Steuereinnahmen aufgrund einer fallenden Arbeitslosenquote sprudeln. Dagegen dürfte die Nettostaatsverschuldung im gesamten OECD-Raum in den kommenden Jahren tendenziell fallen. Es ist sicherlich übertrieben,

schon von einer Staatsschuldenkrise in den USA zu sprechen – zumal die USA kaum zahlungsunfähig werden können, da die US-Notenbank im Notfall immer die Möglichkeit hat, Staatsanleihen zu kaufen. Die steigenden Staatsschulden in den USA im Vergleich zum Rest der Welt dürften jedoch dazu führen, dass der US-Dollar schwächer wird.

Steigende Staatsschulden in den USA sprechen dafür, dass der US-Dollar schwächer wird

Realer handelsgewichteter US-Dollar und Differenz der Staatsverschuldung in %-Punkten des BIP



* Januar 2018

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.12.2017

Der reale handelsgewichtete US-Dollar folgte in der Vergangenheit überraschend eng der Entwicklung der relativen Staatsverschuldung zwischen den USA und den OECD-Staaten. Eine Abwertung des US-Dollar gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner von mehr als 10 % in den nächsten ein bis zwei Jahren erscheint vor diesem Hintergrund wahrscheinlich.

Turbulenzen an den Finanzmärkten

Es ist auffällig, dass Bundesanleihen und US-Treasuries als sichere Häfen von den erheblichen Turbulenzen an den Aktienmärkten nicht profitieren konnten. Einen Grund dafür sehen wir darin, dass die Entwicklungen am Rentenmarkt der Auslöser für die Kursturbulenzen am Aktienmarkt sind. So ist der Renditeanstieg 10-jähriger US-Treasuries von 45 Basispunkten seit Jahresanfang zurückzuführen auf einen Anstieg der Inflationserwartungen von nur 10 Basispunkten und des Realzinses von 35 Basispunkten.

Steigende Realzinsen belasten Bewertungen von Finanzanlagen

Realzins 10-jähriger US-Treasuries in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 9.2.2018

Diese Marktentwicklung reflektiert eine stabile Inflationserwartung auf niedrigem Niveau sowie die Erwartung von Leitzinserhöhungen, die bei einer stabilen Inflation steigende Realzinsen bewirken. Ein Anstieg der Realzinsen wirkt sich jedoch auf die Bewertung aller Finanzanlagen aus, da damit zukünftige Cashflows abdiskontiert werden müssen. Bei anhaltend guten Konjunkturdaten dürften die Realzinsen daher noch etwas steigen und damit auch die Bewertung etwas unter Druck bringen. Daten zur Konjunktur liefern die US-Einzelhandelsumsätze (Mittwoch), die US-Industrieproduktion (Donnerstag) sowie die US-Wohnungsbaubeginne und -genehmigungen (Freitag).

Gute Konjunkturdaten sorgen jedoch auch für ein dynamisches Wachstum der Unternehmensgewinne und damit für positive Vorzeichen an den Finanzmärkten, sodass ein neuer Bärenmarkt an den Aktienmärkten unwahrscheinlich erscheint. Auch bleibt abzuwarten, ob sich die Finanzmarkturbulenzen schon auf die Stimmung ausgewirkt haben: NAHB-Index (Donnerstag), Philadelphia-Fed-Index (Donnerstag) sowie Konsumentenvertrauen (Freitag).

Dass die geldpolitischen Perspektiven schon jetzt neu bewertet wurden, war überraschend – die Neubewertung trug maßgeblich zu den aktuellen Finanzmarkturbulenzen bei. Verantwortlich dafür waren die Verabschiedung der Steuerreform in den USA mit ihren Implikationen für die US-Geldpolitik sowie die merklich an Intensität gewinnenden Diskussionen um einen Exit der EZB und der Bank von Japan aus der ultralockeren Geldpolitik.

EZB und Bank von Japan im Spotlight

Die EZB und die Bank von Japan dementierten zwar vehement jegliche Absichten, ihre geldpolitische Ausrichtung bald zu ändern. Doch waren die Konjunkturdaten in beiden Regionen zuletzt sehr stark, sodass immer mehr Zweifel an der Standfestigkeit beider Zentralbanken aufkamen.

In Japan dürfte das BIP (Mittwoch) im vierten Quartal zum achten Mal in Folge gestiegen sein und damit den längsten Aufschwung seit mehr als 16 Jahren fortsetzen. Gleichzeitig wird der Arbeitsmarkt in Japan immer enger. Die Wirtschaft der Eurozone (Mittwoch) dürfte im vierten Quartal mit etwa 2,7 % deutlich über dem Potenzialwachstum von geschätzten 1,3 % gewachsen sein.

Die großen Zentralbanken reagierten bisher nicht stärker auf die guten Konjunkturdaten, da die Inflation in nahezu allen Regionen unter den Inflationszielen lag und keine sonderlich ausgeprägte Neigung zeigte, sich diesen Zielen zu nähern. Inflationsüberraschungen könnten sich daher viel stärker im aktuellen Umfeld auf die Finanzmärkte auswirken als in der Vergangenheit, da sie direkt Folgen für die erwartete Geldpolitik haben würden. So dürfte in der kommenden Woche nicht nur die US-Inflation mit Spannung erwartet werden, sondern sicherlich auch die Inflation in Großbritannien (Dienstag).

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.com/asset-management

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.