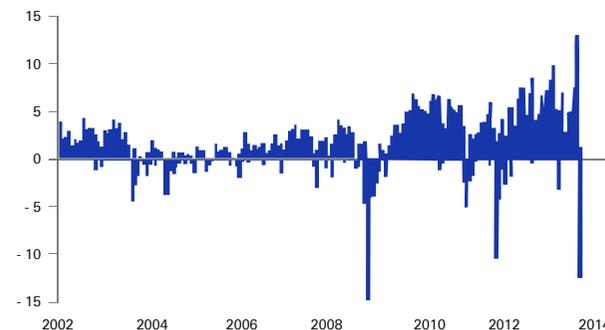


## Heftige Turbulenzen an den Finanzmärkten Ängste vor einem Ende der ultralockeren Geldpolitik in den USA

### Ist die Fed in ihrer Geldpolitik gefangen?

Bis Mitte Mai erweckte die US-Notenbank immer wieder den Eindruck, auf absehbare Zeit an ihrer ultralockeren Geldpolitik festhalten zu wollen. Damit begünstigte die US-Notenbank ohne Zweifel sogenannte „Carry Trades“ – die Aufnahme von billigen USD-Krediten, um damit in höher-rentierliche Anlagen zu investieren. Der Schock an den Finanzmärkten war daher immens, als US-Notenbankpräsident Ben Bernanke in einer Rede im Mai von der Möglichkeit sprach, den monetären Stimulus noch in diesem Jahr zu reduzieren. Als eine Folge dessen stiegen die Zinsen in den USA und verteuerten damit die USD-Kredite für die Carry-Trades. Entsprechend wurden in einem immer größeren Umfang Carry-Trades aufgelöst und Kapital floss aus den höher-rentierlichen Anlagen ab. So verzeichneten beispielsweise Rentenfonds Anfang Juni einen der stärksten wöchentlichen Abflüsse jemals.

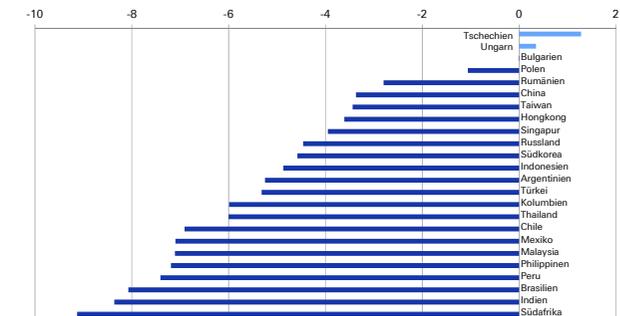
Zuletzt verzeichneten Anleihen die zweitgrößten  
Fondsabflüsse seit 2002  
Wöchentliche Fondsbewegungen in Mrd. USD



Quellen: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, EPFR Global

Davon waren auch die Rentenmärkte der Schwellenländer betroffen. Dementsprechend kamen auch die Währungen vieler Schwellenländer zum Teil massiv unter Druck. So verloren der südafrikanische Rand, die indische Rupie und der brasilianische Real in den vergangenen Wochen nahezu 10 % gegenüber dem Euro.

Kursverluste ausgewählter Landeswährungen  
gegenüber dem Euro  
in %



Quelle: Steven Gjerstad und Vernon Smith (2012): Balance Sheet Crises: Causes, Consequences and Responses

In diesem Zusammenhang von einer neuen Krise der Schwellenländer zu sprechen, erscheint aber völlig übertrieben. Die großen Schwellenländer haben genug Devisenreserven, um die eigene Währung zu stützen. In der Vergangenheit gerieten Schwellenländer oft in einen Teufelskreis, da sie den Leitzins anheben mussten, um attraktiver für dringend benötigtes ausländisches Kapital zu werden. Die Leitzinserhöhungen schädigten jedoch

## Kapitalmarktausblick KW 25

Freitag, 14. Juni 2013

gleichzeitig die Binnenwirtschaft und reduzierten damit die Attraktivität heimischer Anlagen für ausländische Investoren. Es gibt jedoch immer noch einzelne Schwellenländer, die eine hohe Abhängigkeit von ausländischem Kapital haben und daher auch eher krisenanfällig sind. Dazu gehören beispielsweise Südafrika und die Türkei, die ein hohes Leistungsbilanzdefizit und eine relativ zu den Devisenreserven hohe kurzfristige Auslandsverschuldung aufweisen. Anhaltende Finanzmarkturbulenzen würden beiden Ländern vor diesem Hintergrund sehr schaden.

Aus Sicht der US-Notenbank sind die Finanzmarkturbulenzen der vergangenen Wochen ein Warnsignal. Wenn allein schon die Ankündigung, den monetären Stimulus reduzieren zu wollen, die Finanzmärkte in helle Aufregung zu versetzt – was würde an den Finanzmärkten geschehen, wenn tatsächlich der Leitzins eines Tages angehoben werden würde? Ist die US-Notenbank damit in ihrer Geldpolitik gefangen?

Die US-Notenbank (Mittwoch) steht vor diesem Hintergrund bei ihrer Sitzung vor einer schwierigen Entscheidung, zumal die US-Wirtschaft eine Reduktion des Stimulus gut verkraften dürfte. So revidierten viele Analysten nach den robusten Einzelhandelsumsätzen im Mai ihre Wachstumsprognose für das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal von etwa 1,0 % auf knapp 2,0 %. Darüber hinaus dürften vom Immobilienmarkt anhaltend gute Nachrichten kommen: NAHB-Index (Montag),

Baubeginne sowie -genehmigungen (Dienstag) und der Verkauf bestehender Häuser (Donnerstag). Der Empire State Index (Montag), die Verbraucherpreise (Dienstag) sowie der Philadelphia Fed Index (Donnerstag) haben eher eine geringe Bedeutung im aktuellen Umfeld.

Zudem halten sich auch hartnäckig Gerüchte, dass Ben Bernanke im Dezember 2012 nur deshalb seine Kollegen im Offenmarktausschuss von der Notwendigkeit von QE3 überzeugen konnte, weil er erhebliche Konjunkturrisiken infolge der staatlichen Sparmaßnahmen sah und proaktiv gegensteuern wollte. Den Gerüchten zufolge hat Bernanke eine Reduktion des Kaufprogramms von derzeit 85 Mrd. USD bei einem Ausbleiben einer Rezession ab Mitte 2013 versprochen. Die Fed könnte vor diesem Hintergrund tatsächlich schon in der kommenden Woche das Kaufprogramm von 85 Mrd. USD auf einen niedrigeren Wert reduzieren, wobei Metzler Asset Management ein solcher Schritt als zu früh und erst im September wahrscheinlich erscheint.

### **Moderate Verbesserung der Konjunkturdaten in der Eurozone**

In der Eurozone dürfte sich die zögerliche Aufwärtstendenz der Konjunkturindikatoren seit Jahresanfang fortsetzen. Der ZEW-Index (Dienstag) und die Einkaufsmangerindizes (Donnerstag) dürften dabei signalisieren,

dass die Eurozone langsam aus der Rezession herauskommt und ab dem dritten Quartal wieder zu einem positiven Wachstum zurückkehrt. Beim Treffen der Euro-Gruppe (Donnerstag) und des ECOFIN (Freitag) geht es im Kern um die Bankenunion.

### **Sonderthema: die unterschätzte Bedeutung des US-Immobilienmarktes für die Gesamtwirtschaft**

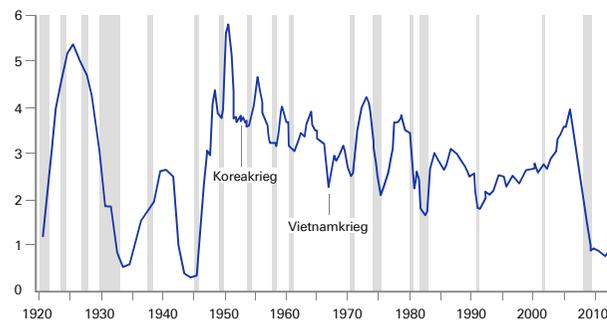
Die Ausgaben für Wohnimmobilien liegen im historischen Durchschnitt zwar nur bei etwa 3 % des BIP, die Schwankungsbreite ist jedoch enorm. Die Ausgaben für Wohnimmobilien haben sich damit als extrem konjunktursensitiv erwiesen und laufen sogar dem Konjunkturzyklus voraus. Zwischen 1929 und 2010 gab es 14 Rezessionen, wobei die Ausgaben für Wohnimmobilien in elf Fällen schon im Vorfeld der Rezession einen deutlichen Rückgang verzeichneten und sich damit als ein zuverlässiger Frühindikator erwiesen. Auch erholten sich die Ausgaben für Wohnimmobilien als erste Komponente des BIP und signalisierten damit schon sehr früh ein Ende der Rezession.

## Kapitalmarktausblick KW 25

Freitag, 14. Juni 2013

### Ausgaben für Ein- und Mehrfamilienhäuser in den USA

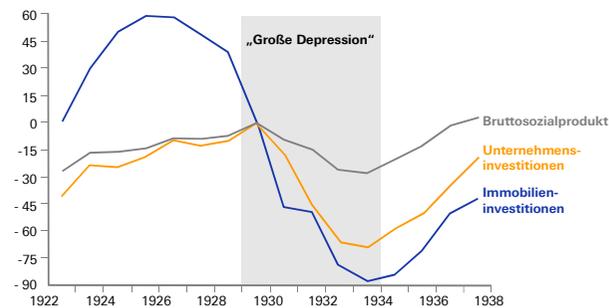
Neue Wohneinheiten in % vom Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Steven Gjerstad und Vernon Smith (2012): Balance Sheet Crises: Causes, Consequences and Responses

So war im Vorfeld der Großen Depression eine Übertreibung am Immobilienmarkt zu beobachten, die zu einem Anstieg der Ausgaben für Wohnimmobilien bis auf 5,3 % des BIP im Jahr 1925 führte. Insbesondere in den beiden Jahren vor der Großen Rezession setzte eine heftige Korrektur ein, sodass die Ausgaben für Wohnimmobilien bis auf 2,9 % des BIP im Jahr 1929 fielen.

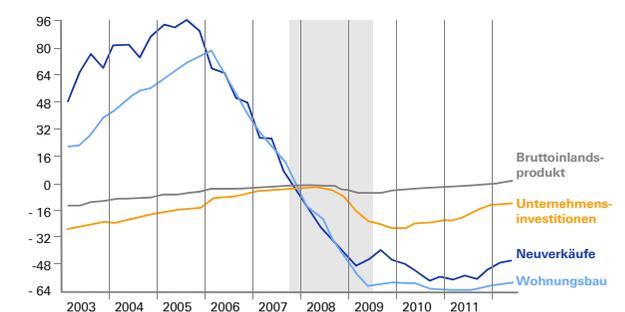
### Gravierender Einbruch beim Wohnungsbau zwei Jahre vor der „Großen Depression“ im Vergleich zu anderen Ausgaben in %



Quelle: Steven Gjerstad und Vernon Smith (2012): Balance Sheet Crises: Causes, Consequences and Responses

Ein ähnliches Bild wie damals in den 1930er Jahren zeigt die Entwicklung am Immobilienmarkt und beim BIP in der derzeitigen großen Rezession. Hier brachen die Ausgaben von 3,9 % des BIP im Jahr 2005 auf 2,1 % des BIP im Jahr 2007 ein.

### Verkauf neuer Wohneinheiten erreichte seinen Höhepunkt neun Quartale, der Wohnungsbau sieben Quartale vor Beginn der Krise



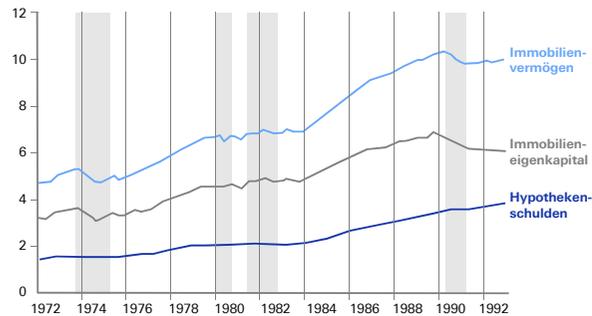
Quelle: Steven Gjerstad und Vernon Smith (2012): Balance Sheet Crises: Causes, Consequences and Responses

In beiden Fällen gab es eine lange und starke Übertreibungsphase, die zu einer sehr ausgeprägten Korrektur in der Krise führte. Im Gegensatz dazu fiel der Rückgang der Ausgaben für Wohnimmobilien in normalen Rezessionsphasen deutlich moderater aus. Dementsprechend verzeichneten die Konsumenten in normalen Rezessionsphasen nur geringe Rückgänge beim Eigenkapital ihrer Immobilien.

## Kapitalmarktausblick KW 25

Freitag, 14. Juni 2013

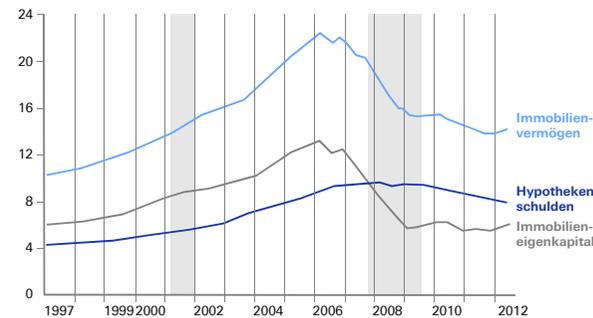
### Relativ stabiles Eigenkapital in Rezessionsphasen in Billionen USD



Quelle: Steven Gjerstad und Vernon Smith (2012): Balance Sheet Crises: Causes, Consequences and Responses

Der Vermögensverlust in der Großen Depression und in der Großen Rezession war dagegen deutlich stärker ausgeprägt. So reduzierte sich das Eigenkapital der Immobilien der US-Haushalte in der Großen Rezession von etwa 12 Billionen USD auf nur noch 6 Billionen USD.

### Dramatischer Vermögensverlust am Immobilienmarkt in der großen Rezession in Billionen USD

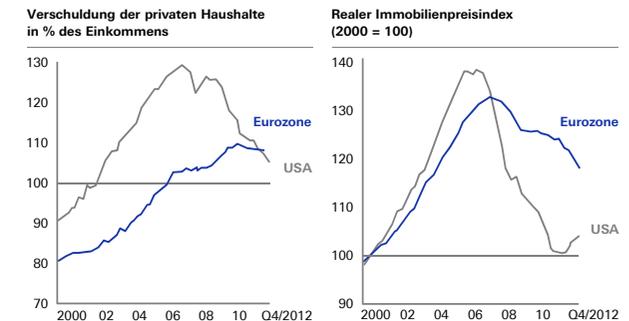


Quelle: Steven Gjerstad und Vernon Smith (2012): Balance Sheet Crises: Causes, Consequences and Responses

Der erhebliche Vermögensverlust am Immobilienmarkt führte in beiden Fällen dazu, dass die Bilanzen der privaten Haushalte und der Banken in Schieflage gerieten und die Wirtschaft in der Krise in eine Liquiditätsfalle fiel. Die Liquiditätsfalle hielt solange an, bis die Bilanzen wieder bereinigt waren.

Vor diesem Hintergrund konnten die USA schon große Fortschritte erzielen. Insbesondere die schnelle Rekapitalisierung der Banken war dabei ein wichtiger Schritt. Auch der Abbau der Verschuldung der privaten Haushalte erfolgte schnell und die Immobilienpreise befinden sich nach der Korrektur wieder im Aufwärtstrend.

### USA: Große Fortschritte bei der Bereinigung der Fehlentwicklungen in den USA

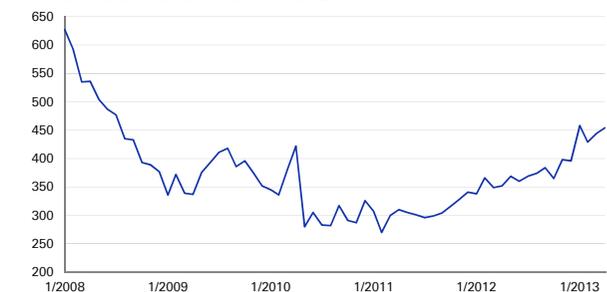


Quellen: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, EPFR Global

Auch spricht die aktuelle Erholung der Umsätze bei den Neubauten dafür, dass der US-Aufschwung zunehmend an Nachhaltigkeit gewinnt.

### Deutliche Erholung bei den Ausgaben für Wohnimmobilien seit 2012

#### Neubauverkäufe in Tsd. Einheiten



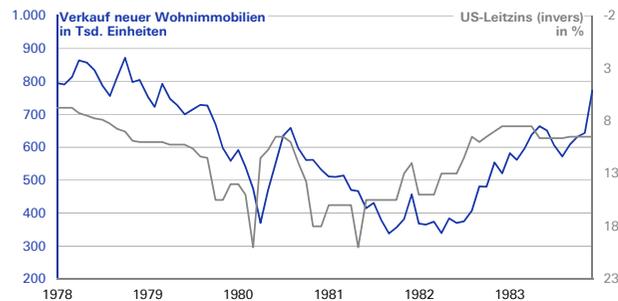
Quellen: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, EPFR Global

## Kapitalmarktausblick KW 25

Freitag, 14. Juni 2013

Die große Bedeutung des Immobilienmarktes in den USA für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung kann einerseits damit erklärt werden, dass der Immobilienmarkt einen großen Einfluss auf das Vermögen der privaten Haushalte hat und andererseits damit, dass der Immobilienmarkt extrem zinssensitiv ist. Die beiden Rezessionen in den 1980er Jahren zeigen sehr schön den Zusammenhang zwischen Leitzins und Ausgaben für Wohnimmobilien.

### Die doppelte Rezession in den 1980er Jahren ist ein gutes Beispiel für die hohe Zinssensitivität des Immobilienmarktes



Quellen: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, EPFR Global

Die Entwicklung am privaten Immobilienmarkt ist damit auch immer ein Gradmesser dafür, wie expansiv oder restriktiv die Geldpolitik ausgerichtet ist.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk

Chefvolkswirt Metzler Asset Management

