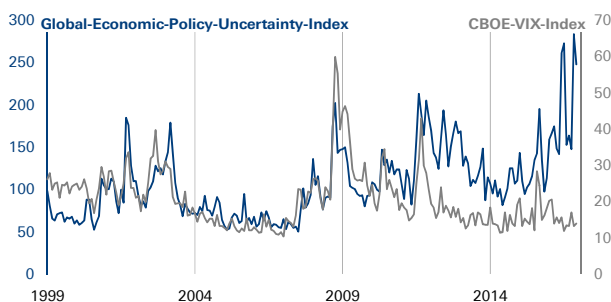


## Metzler: Finanzmärkte anfällig für Turbulenzen Rückkehr des politökonomischen Risikofaktors wahrscheinlich

Die Konjunkturdaten geben derzeit wenig Anlass zur Sorge. Die Wahl Donald Trumps zum 45. Präsidenten der USA sorgte im November vergangenen Jahres für einen massiven Stimmungsumschwung – erst an den Finanzmärkten und nun auch bei den Geschäftsklima- und Konsumentenvertrauensindizes. So dürften die Einkaufsmanagerindizes (Dienstag) in den USA und in Europa im Januar gestiegen sein, der ifo-Index (Mittwoch) dürfte sein hohes Niveau gehalten haben. Die gute Stimmung sollte sich auch zunehmend auf das Ausgabeverhalten der Konsumenten und Unternehmen übertragen haben. Wir erwarten, dass die US-Auftragseingänge (Freitag) im Dezember merklich gestiegen sind und die US-Wirtschaft (Freitag) im vierten Quartal über 2 % gewachsen ist.

Trotz der guten Konjunktur besteht ein großes Risiko, dass der Jahresauftakt an den internationalen Aktienmärkten schwierig werden wird und das erste Quartal 2017 mit einer negativen Wertentwicklung endet. So könnte sich mit der Inauguration von Donald Trump der Fokus wieder auf die problematischen Aspekte seines Regierungsprogramms wie protektionistische Schritte richten – umso mehr, als steigende Inflation und Zinsen im ersten Quartal eine weitere Belastung sind, da die Zentralbanken in diesem Umfeld eher über restriktivere Schritte nachdenken, als weitere Lockerungen in Aussicht stellen werden.

### Politökonomische Unsicherheiten sind Risikofaktor für Aktienmärkte in Indexpunkten



Bis 2011 haben die Aktienmärkte sehr sensibel auf eine Zu- oder Abnahme der politökonomischen Risiken reagiert – ablesbar an der bis dahin hohen Korrelation

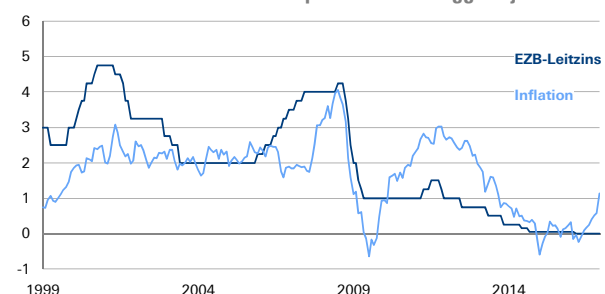
zwischen dem VIX-Index (erwartete Volatilität am US-Aktienmarkt in den nächsten 30 Tagen) und einem Indikator der politischen Unsicherheit (siehe Grafik). Im vergangenen Jahr sank jedoch untypischerweise der VIX-Index trotz einer Zunahme der politökonomischen Unsicherheiten. Die starke Abschwächung der Korrelationsbeziehung in den letzten Jahren dürfte nicht zuletzt der Interventionspolitik der großen Notenbanken geschuldet sein, die jedoch aufgrund steigender Inflationsraten im Jahr 2017 weniger Spielraum für Interventionen haben. Insgesamt könnte daher der politökonomische Risikofaktor in den kommenden Wochen wieder für Unruhe an den Aktienmärkten sorgen.

### EZB gefangen im QE-Programm

Die Wirtschaftsdaten in der Eurozone überraschten in den vergangenen Wochen positiv – getragen unter anderem auch von einer Normalisierung der Kreditvergabe der Banken (Freitag). Gleichzeitig machte die Inflation im Dezember einen Sprung auf 1,1 % und dürfte im Februar sogar zwischen 1,6 % und 1,8 % liegen. In der Vergangenheit regierte die EZB auf steigende Inflationsraten mit Leitzinserhöhungen. So stieg die Inflationsrate von 0,9 % im Mai 1999 bis auf 3,1 % im Mai 2001, der Leitzins stieg im gleichen Zeitraum von 2,5 % bis auf 4,75 %. Zwischen 2005 und 2008 erhöhte die EZB schon vor einem merklichen Anstieg der Inflation den Leitzins von 2,0 % im Oktober 2005 auf 4,25 % im August 2008. Zuletzt erhöhte sie den Leitzins im Jahr 2011, als die Inflation von -0,7 % im Juli 2009 bis auf 3,0 % im September 2011 gestiegen war.

### EZB kann trotz höherer Inflationsraten auf absehbare Zeit kaum die Zinsen erhöhen

Leitzins in % und Konsumentenpreisindex in % ggü. Vj.



Aufgrund der Entscheidung der EZB im März und Dezember vergangenen Jahres, das QE-Programm substantiell zu vergrößern und bis Dezember 2017 zu verlängern, kann die EZB kaum einen schnellen Richtungswechsel in der Geldpolitik vollziehen, ohne einen größeren Schock an den Finanzmärkten auszulösen. Sie dürfte erst 2018 das QE-Programm langsam auslaufen lassen und wahrscheinlich frühestens 2019 über Leitzinserhöhungen nachdenken. Somit ist die EZB in ihrem QE-Programm gefangen. Im Nachhinein könnten sich die geldpolitischen Entscheidungen der EZB vom März und Dezember 2016 als große Fehler erweisen, da sie damals nur auf die volatile Ölpreisentwicklung reagiert haben könnte. Die Folge werden tendenziell fallende Realzinsen in der Eurozone sein, was die Enteignung der Sparer beschleunigen und die Überhitzung am deutschen Immobilienmarkt anfeuern dürfte.

### **Der Brexit ist eine Wette auf den Kollaps der EU**

Premierministerin May verkündete in dieser Woche den Austritt aus dem EU-Binnenmarkt und der Zollunion, um für Großbritannien die größtmögliche Eigenständigkeit zurückzuerhalten. Dabei erscheint es zunehmend unwahrscheinlich, dass es zu einem Verhandlungserfolg zwischen Großbritannien und der EU kommen wird. Der Handel zwischen Großbritannien und der EU könnte also künftig auf den Regeln der Welthandelsorganisation basieren. Der Hauptgrund für das wahrscheinliche Scheitern der Verhandlungen ist, dass die Verhandlungen äußerst komplex sind – und zwei Jahre dafür viel zu kurz. Allein die Verhandlungen über die Abschlagszahlungen, die Großbritannien in den EU-Haushalt zahlen muss, bergen schon politischen Sprengstoff. Nach Berechnungen der EU muss Großbritannien nach einem Austritt etwa 60 Mrd. EUR bezahlen, um alle in der Vergangenheit eingegangenen Verpflichtungen ordnungsgemäß zu erfüllen. Die britische Regierung kommt dagegen nur auf einen Wert von etwa 20 Mrd. EUR.

Bisher blieb der befürchtete Wachstumseinbruch (Donnerstag) in Großbritannien aus, was Premierministerin May zu der optimistischen Aussage bewog, dass auch in Zukunft kaum negative Folgen für die Wirtschaft zu erwarten sind. Wahrscheinlich war das eher Zweckoptimismus, da erst die kommenden Jahre den tatsächlichen wirtschaftlichen Schaden zeigen werden.

Sollte die EU oder die Europäische Währungsunion in den kommenden Jahren auseinanderbrechen, wäre der Brexit Großbritanniens in dieser harten Form die richtige Entscheidung gewesen, da dadurch der wirtschaftliche und politische Schaden für Großbritannien minimiert wäre. Sollte der Binnenmarkt und der Euro jedoch überleben, wäre der wirtschaftliche Schaden für Großbritannien immens, da es zu erheblichen Verlagerungen von Unternehmen und Arbeitsplätzen in die EU kommen würde. Derzeit besteht immer noch eine große Unsicherheit über die Zukunft Europas, wie beispielsweise auch der Vorstandsvorsitzende von JP Morgan James Dimon in Davos mit der Aussage zum Ausdruck brachte, dass der Euro vielleicht nicht überleben werde. Wahrscheinlich werden noch viele Unternehmen die Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland abwarten, bis sie über eine Verlagerung ihrer Produktion aus Großbritannien entscheiden.

Vielleicht gibt es doch noch eine Hintertür, den Brexit zu vermeiden. Dabei müsste jedoch der Einfluss des Parlaments gestärkt werden – unter anderem vom Verfassungsgericht (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-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.