



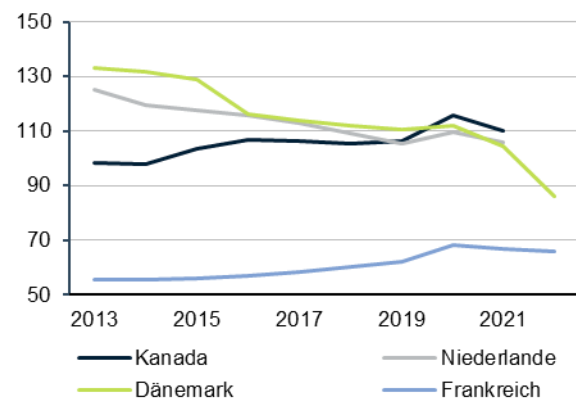
Finanzmarktstabilität – Zielkonflikt für Notenbanken?

Die US-Notenbank hat jüngst mit Liquiditätsspritzen den Bankenmarkt stabilisiert und zudem wohl ihren Leitzinsgipfel erreicht. Dies nährte insbesondere unter Aktienmarktteilnehmern die Hoffnung, dass die Zentralbanken die Finanzmarktstabilität priorisieren, die Inflationsbekämpfung zurückstellen und die Finanzierungsbedingungen sich bald wieder besser würden. Wir denken jedoch nicht, dass die Märkte über den Sommer in diesem ruhigen Fahrwasser weiter „segeln“ werden. Die Risiken für die Finanzmarktstabilität und auch die weiterhin vorhandenen Inflationsrisiken dürften an den Finanzmärkten für Volatilität sorgen. Es bleibt für die Notenbanken ein Vabanquespiel. Letztlich werden sie die Leitzinsen noch geraume Zeit auf restriktiven Niveaus halten. Dies dürfte die Aktienmärkte belasten.

Nach den rasanten Leitzinserhöhungen durch die US-Notenbank Fed haben die Risiken für die Finanzmarktstabilität zugenommen: der zinsensitive Immobiliensektor zeigte bereits im vergangenen Jahr deutliche Bremsspuren. So ist die Wertschöpfung im Vergleich zu 2021 in den USA um 11,2% gefallen. In diesem Jahr offenbarte sich dann, dass sich einige US-Banken nicht ausreichend gegen einen Wertverfall der von ihnen gehaltenen Anleihen abgesichert hatten. Was sind die nächsten Dominosteine, die fallen könnten? Besonders anfällig für einen Zinsschock – wie ihn viele Volkswirtschaften derzeit zu verkraften haben – sind alle Sektoren, die hoch verschuldet sind. Dazu zählen beispielsweise die privaten Haushalte in den Niederlanden oder Kanada.

Die beschriebenen Risiken und zu beobachtenden Verwerfungen sind eine erwartbare Nebenwirkung der Medizin zur Inflationsbekämpfung mit Namen „Zinserhöhungen“. Da die Inflation in den Industrienationen weiterhin zu hoch ist, stellt sich die Frage, ob die Zentralbanken sich auf die Wahrung der Preisstabilität konzentrieren können oder ob ein Zielkonflikt zu der ebenfalls essentiellen Finanzmarktstabilität droht, siehe Kasten Seite 2. Die Notenbanken haben auf ihren vergangenen Sitzungen betont, dass sie die geldpolitische Ausrichtung von den Maßnahmen zur Unterstützung der Banken separieren können (Separationsprinzip).

Verschuldung der privaten Haushalte



Quelle: Verschuldung der privaten Haushalte in % des BIP, EU

Im Zuge ihrer neuen Finanzierungsinstrumente hat die Fed zwar die Liquidität im Interbankenmarkt seit März deutlich erhöht. Gleichzeitig wird sie aber zur Inflationsbekämpfung ihre Bilanzsumme in den kommenden Wochen weiter reduzieren, in dem sie die Positionen in den Staatsanleihen und Kreditverbriefungen reduziert. Diese Zweigleisigkeit hat jedoch Grenzen. Erhöht die Notenbank die Überschussliquidität in einer Volkswirtschaft über einen längeren Zeitraum massiv, um beispielsweise einem Vertrauensverlust im Bankensektor entgegen zu wirken, wird diese Liquidität das Zinsniveau beeinflussen (absenken). Das heißt, wenn die Nebenwirkungen der Zinserhöhungen mit weiteren Medikamenten unterdrückt werden, wird auch die Wirkung der „Zinserhöhungsmedizin“ gemildert.

Theorie: Preis- vs. Finanzmarktstabilität

Die Wahrung der Preisstabilität ist das zentrale Ziel der Notenbanken in den Industrieländern. Es ist unbestritten ein hehres Ziel, denn bei hoher Inflation kommt es zu hohen volkswirtschaftlichen Ineffizienzen. Die Definition von Preisstabilität ist weitgehend unstrittig. Über ein konkretes numerisches Ziel für die Inflationsraten wird jedoch unter Volkswirten debattiert. „Nach Auffassung des EZB-Rats kann Preisstabilität am besten gewährleistet werden, wenn er mittelfristig eine Inflationsrate (der Verbraucherpreise) von 2% anstrebt. Dieses Ziel ist symmetrisch, d.h. negative Abweichungen von diesem Zielwert sind ebenso unerwünscht wie positive.“¹

Für die Stabilität des Finanzmarkts ist eine klare Definition deutlich schwerer.² Der Ökonom Mishkin definierte sie als einen Zustand, der eine effiziente Allokation von Ersparnissen zu Investment-Möglichkeiten ohne nennenswerte Störungen ermöglicht.³ Dies ist jedoch schwer messbar. Daher verwenden Analysten in der Praxis beobachtbare Daten wie Wertpapierkurse und deren Volatilität, Wachstum von Krediten, Anzahl von Bankenpleiten und die Verschuldung in wesentlichen Sektoren, um die Situation zu bewerten.

Wechselseitige Abhängigkeit

Konventionell herrschte die Einschätzung, dass Preisstabilität nahezu eine hinreichende Bedingung ist für Finanzmarktstabilität. Spätestens die Finanzmarktkrise 2008/09 hat Ökonomen eines Besseren gelehrt, denn in den Jahren zuvor herrschte zumindest keine Verbraucherpreise-Inflation.

Heute würden die meisten Ökonomen von einer wechselseitigen Beeinflussung sprechen. So können Zinserhöhungen zu einem Schock an den Märkten führen und Vermögenspreisblasen platzen. Die Vermögenspreise und das Kreditwachstum haben zudem einen indirekten Einfluss auf die Verbraucherpreise.

Der Glaube an das Separationsprinzip

EZB-Ratsmitglied Isabel Schnabel hat sich in einer Rede Mitte Mai 2023 zuversichtlich gezeigt, dass die Europäische Zentralbank derzeit ein restriktives Zinsniveau setzen könne, ohne dass die Finanzmarktstabilität gefährdet sei. Grundsätzlich wird ein unmittelbarer Zielkonflikt häufig dadurch verhindert, dass ein signifikanter Stress im Finanzsystem die Inflationsraten deutlich drückt. Schnabel spricht diesbezüglich sogar von einem deflationären Schock, so dass kein Konflikt zur Preisstabilität eintrete.

Mit Blick auf die USA lässt sich zudem festhalten, dass die aktuellen Liquiditätsspritzen der Fed für den angeschlagenen Bankensektor kurzfristig angelegt sind und sich somit von den breitangelegten Anleihekaufprogrammen der Vergangenheit differenzieren. Diese Programme sehen wir jedoch kritischer. Denn sie waren zwar dazu angelegt, deflationären Tendenzen in der Pandemie oder den vorangegangenen Rezessionen entgegenzuwirken. Sie haben aber nicht nur in der Krise, sondern über einige Jahre hinweg zu einem erhöhten Niveau der breiten Geldmengenaggregate geführt. Das heißt, dass den westlichen Volkswirtschaften insgesamt zu viel Liquidität zur Verfügung steht, also auch unproduktiven Sektoren. Insofern hätte das ursprüngliche EZB-Ziel eines konstanten Geldmengenwachstums unseres Erachtens durchaus eine Daseinsberechtigung. Denn Geldmengenziele wirken grundsätzlich einer liquiditätsinduzierten Blasenbildung entgegen, die letztlich zu mehr Volatilität von Preisen und Zinsen und somit zu Wohlfahrtsverlusten führen.

Blasenverhinderung durch die Politik

Beim Thema Finanzmarktstabilität sind auch die Regierungen gefragt. Im Nachgang der Großen Finanzkrise 2007-09 hat die EU-Kommission eine neue makroprudenzielle Regulierung aufgesetzt, um makroökonomischen Ungleichgewichten vorzubeugen. Zudem wurden die Bankenregulierung und die Regulierung im Immobilienmarkt verschärft.

¹ Bundesbank, <https://www.bundesbank.de/de/service/schule-und-bildung>, Definition: Preisstabilität.

² Otmar Issing, "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle", <https://www.ecb.europa.eu/press>

³ Mishkin, Frederic S., Anatomy of a Financial Crisis (December 1991). NBER Working Paper No. w3934

So müssen Häuslebauer heutzutage ein höheres Eigenkapital mitbringen.

Ungleichgewichte: Lage heute

Laut Internationalem Währungsfonds⁴ könnten sich die Auswirkungen der restriktiveren Finanzierungsbedingungen noch verschärfen. Risiken gäbe es im Bereich der Gewerbeimmobilien, aber auch aufgrund der hohen Verflechtungen des Nichtbanken-Finanzsektors mit den traditionellen Banken. Dies erhöht das Risiko von Spannungen in einigen Sektoren – Venture Capital und der Technologiebranche.

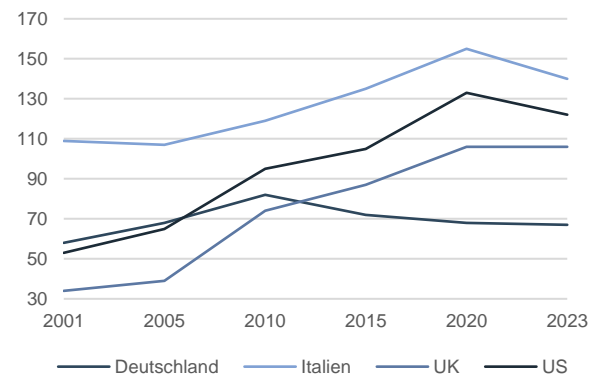
Nicht zuletzt aufgrund stärkerer (makro-) prudentialer Regulierung sind in den vergangenen 15 Jahren die Ungleichgewichte in vielen Wirtschaftssektoren gesunken. Konkret ist beispielsweise die Privatsektor-Verschuldung in vielen Regionen zurückgegangen. Allerdings gibt es auch Ausnahmen, wie die Beispiele Niederlande und Kanada beweisen. Hier hat sich die Verschuldung der privaten Haushalte in jüngster Zeit nochmals erhöht, siehe Grafik Seite 1. Allerdings ist es in diesen Ländern bisher – entgegen so manchen Prognosen – auch nicht zu massiven Verwerfungen an den Immobilienmärkten gekommen. Den Immobilienmarktblasen in den skandinavischen Ländern scheint zwar die Luft zu entweichen, aber sie sind bisher nicht – durch eine signifikante Korrektur der Preise – geplatzt.

Verschuldung spielt wichtige Rolle

Das größte Problem ist jedoch die in weiten Teilen der Welt horrende Staatsverschuldung. In den vergangenen Jahren ist die Staatsverschuldung in % des BIP deutlich gestiegen. Dies ist insbesondere auf die fiskalpolitischen Antworten auf die Finanzkrise 2007/2009, die Corona-Krise und den Ukraine-Krieg zurückzuführen. Dieses erhöhte Verschuldungsniveau der Staaten wirkt in bestimmten Situationen – insbesondere bei rapiden (Leitzins-)Erhöhungen seitens der Zentralbanken – als Verstärker für Finanzmarktinstabilität. Denn steigen die Refinanzierungskosten der Staaten zu schnell, können Zweifel an Zahlungsfähigkeit einzelner Staaten aufkommen.

Zudem haben Zins- und Renditeänderungen, ausgehend von rapiden geldpolitischen Manövern, Auswirkungen auf weitere Wirtschaftsteilnehmer: private Haushalte und Unternehmen müssen plötzlich in einer deutlich veränderten Zinslandschaft Entscheidungen treffen.

Staatsverschuldung in % des BIP



Quelle: IWF; 2023er Werte sind Prognosen

Ausblick Geldpolitik

Unseres Erachtens dürfte die EZB die Leitzinsen in zwei weiteren Schritten à 25 Basispunkte anheben. Dass die Finanzmarktstabilität an erster Stelle steht, getreu dem Motto: Zinserhöhungen sind nur bei sehr stabilen Märkten möglich, hat die Notenbank der Eurozone nachhaltig entkräftet. Denn ein solches Vorgehen würde ihr höchstes Gut, ihre Glaubwürdigkeit, beschädigen. Damit dürfte die EZB beweisen, dass sie dem „Moral Hazard“ entschieden entgegentritt.

Auf der anderen Seite des Atlantiks dürfte die Fed unter Beweis stellen, dass sie – entgegen einiger Markterwartungen – den Leitzins im Jahresverlauf nicht senken wird.

Fazit: Die Welt ist komplexer geworden

Die Inflationsdynamik unter der Nebenbedingung der Finanzmarktstabilität zu bändigen, ist alles andere als eine triviale Aufgabe für die Notenbanken. Die Risiken, dass umfangreiche Zinserhöhungen zu einer Form von Finanzmarktkrise führen, sind in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen: Die Bankenbranche hat wesentlich vielfältigere Geschäftsfelder

⁴Global Financial Stability Report, Chapter 1, April 2023, „A Financial System Tested by Higher Inflation and Interest Rates.“

erschlossen, sodass sich die Komplexität erhöht hat. Und die Finanzmärkte sind international integriert und äußerst agil⁵. Diese Kombination führt dazu, dass eine Krise zu einer höheren Unsicherheit führt und eine Kapitalflucht aus bestimmten Wertpapieren oder Unternehmen rasend schnell vorstättengeht.

Die intensivere Analyse von Übertreibungen nach der Großen Rezession 2008/09 hat bisher noch nicht versagt. Die Pleite der Silicon Valley Bank und die staatliche initiierte Übernahme der Credit Suisse unterstreichen die Dringlichkeit von Abwicklungsmechanismen und die Bedeutung der Zentralbanken als „Lender of last resort“, das heißt als Notfallkreditgeber.

Die Rückkehr der Inflation wird jedoch unseres Erachtens bedeuten, dass die Geldpolitik zukünftig deutlich stärker darauf achten muss, dass die bereitgestellte Krisenliquidität nicht direkt den Grundstein für die nächste Übertreibung legt. So sollten Kriseninstrumente – wie beispielsweise die langfristige Liquiditätsversorgung (TLTROs) durch die EZB – nicht über einen gesamten Konjunkturzyklus bestehen bleiben. Eine schnelle Rückkehr zu einem normalen Liquiditätsmanagement der Zentralbanken würde den Interbankenmarkt stärken. Zudem würden weniger Fehlanreize gesetzt und die Effizienz der Finanzmärkte gestärkt.

⁵ Prof. Adalbert Winkler, Wirtschaftsdienst, 2023, 103(4), „Inflationsbekämpfung und Finanzkrisen“.

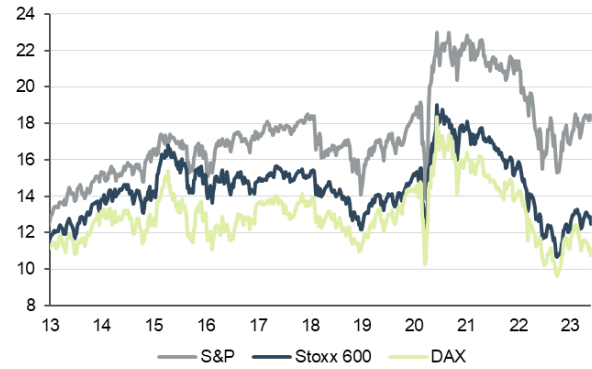
Appendix

Performance Aktien



Quelle: Bloomberg, Index: Jan 2018=100, Stand: 26.05.23

Bewertung Aktien



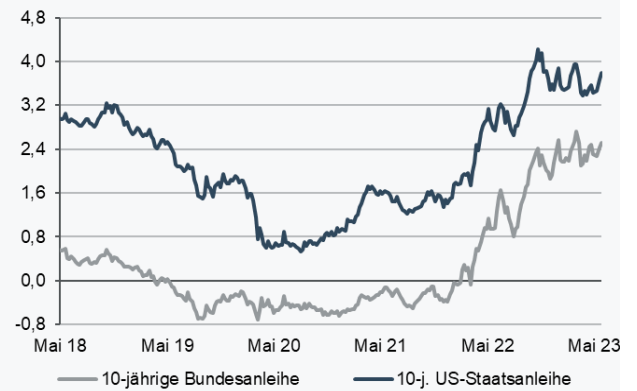
Quelle: Bloomberg, Stand: 26.05.23

Konjunkturüberraschungen



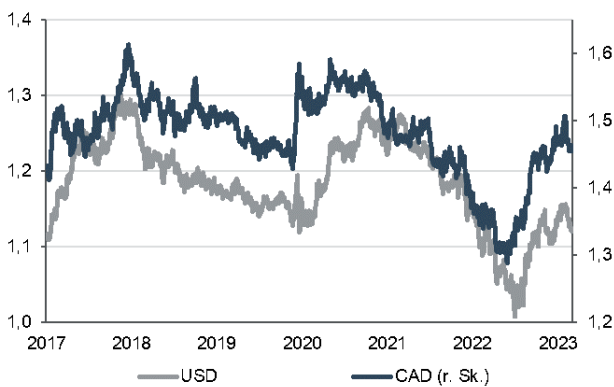
Quelle: Bloomberg, Stand: 26.05.23

10-j. Renditen in %



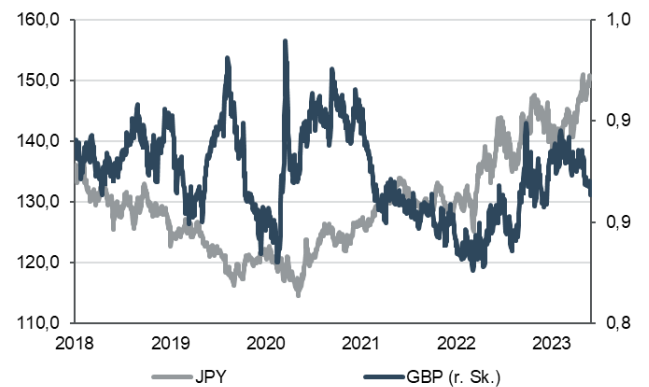
Quelle: Bloomberg, Stand: 26.05.23

EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 26.05.23

EUR/JPY und EUR/GBP



Quelle: : Bloomberg, Stand: 26.05.23

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Rechtliche Hinweise

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Lampe Asset Management GmbH noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Publikation erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Lampe Asset Management GmbH entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Lampe Asset Management GmbH veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Lampe Asset Management GmbH.

Aufsicht
unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber dieser Studie ist die Lampe Asset Management GmbH,

Verantwortliche Redakteure sind:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 - 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: ulrike.rondorf@lampe-am.de; daniel.winkler@lampe-am.de

Internet: <https://www.lampe-am.de>

Redaktionsschluss: 25. Mai 2023