



Globale Liquiditätsschwemme und Vermögenspreisinflation

Fakt oder Fiktion?

11. Juli 2007

Infolge der sehr expansiven Geldpolitik der USA, Eurolands und Japans zwischen 2002 und 2005 ist die weltweite Geldmenge mit rasantem Tempo gewachsen. Da diese Liquiditätsschwemme bisher nicht zu deutlich höheren Inflationsraten der Verbraucherpreise geführt hat, wird häufig argumentiert, dass sie in die internationalen Vermögenmärkte geflossen sei.

Es scheint, als hätte die reichlich vorhandene Liquidität zumindest teilweise zur Rallye an den Aktien- und Anleihemärkten beigetragen. Allerdings kann man anhand fundamentaler Bewertungskennzahlen, wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, nur schwer zu dem Schluss kommen, dass die Aktienkurse in den hoch entwickelten Volkswirtschaften überbewertet sind. Dagegen waren Staatsanleihen während der letzten Jahre im Vergleich zu Aktien relativ teuer.

Das Wachstum der globalen „engen“ Geldmenge hat sich aufgrund weltweiter Leitzinserhöhungen bereits spürbar abgeschwächt, während die globale „weite“ Geldmenge mit unvermindert hohem Tempo weiter gewachsen ist. Sollte die weite Geldmenge dem Abwärtstrend der engen Geldmenge folgen, könnte dies zunehmend zum Belastungsfaktor für riskantere Finanzmarktsegmente werden.

Es gibt grundsätzlich zwei Szenarien (bzw. eine Kombination aus beiden), wie die globale Überschussliquidität wieder auf ein „normales“ Niveau gebracht werden könnte: (1) durch eine weitere Straffung der Geldpolitik – vor allem weitere Leitzinserhöhungen der EZB, der Bank von England oder der Bank von Japan – oder zumindest keine baldigen Zinssenkungen, und (2) durch ein anhaltend hohes Wachstum der Weltwirtschaft, das längere Zeit deutlich über dem der globalen Geldmenge liegt.

Das erste Szenario scheint in vollem Gange und könnte letztlich eine ausgeprägte Neubewertung von Risiken in den internationalen Kredit- und Aktienmärkten auslösen. Das auch für die Finanzmärkte freundlichere zweite Szenario hat ebenfalls eine nennenswerte Wahrscheinlichkeit.

www.
dbresearch.de

Autor

Sebastian Becker
+49 69 910-30664
sebastian.becker@db.com

Editor

Jens Dallmeyer

Publikationsassistenz

Bettina Giesel

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland

Internet: www.dbresearch.de

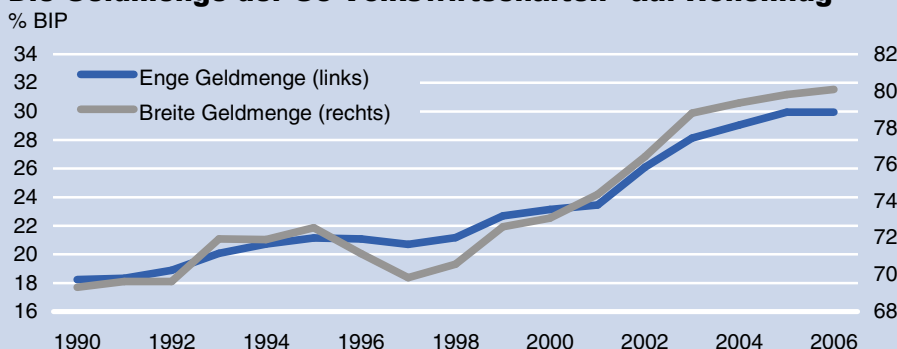
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Norbert Walter

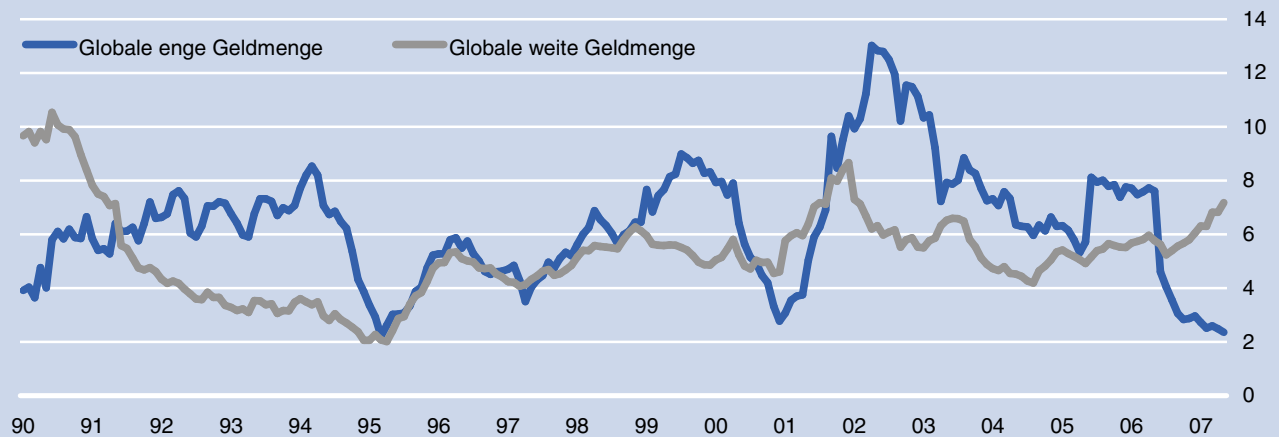
Die Geldmenge der G5-Volkswirtschaften* auf Höhenflug



*Bezieht sich auf die G5-Volkswirtschaften (USA, Euroland, Japan, Großbritannien und Kanada) und wird auf Basis laufender US-Dollar und von Periodendurchschnittswerten berechnet. Quellen: Global Insight, DB Research, BoE

Wachstum der globalen engen und weiten Geldmenge*: Am Scheideweg?

% gg. Vj.

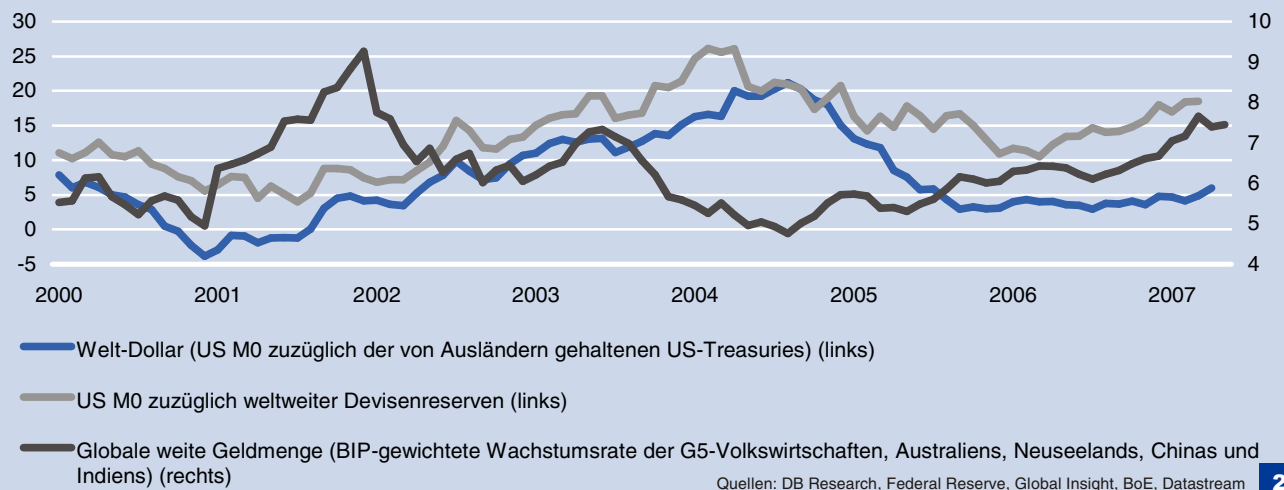


*G5-BIP-gewichtete Wachstumsrate der eng und weit gefassten Geldmengen (G5: USA, Euroland, Japan, Großbritannien & Kanada).
Quellen: DB Research, Global Insight, BoE

1

Alternative Kenngrößen zur Bestimmung der globalen Liquidität

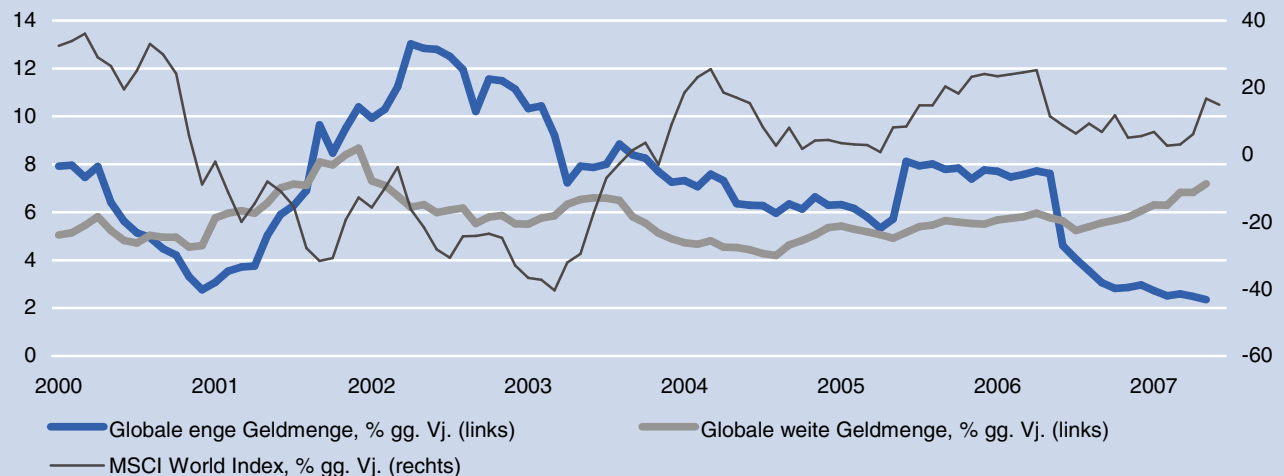
% gg. Vj.



Quellen: DB Research, Federal Reserve, Global Insight, BoE, Datastream

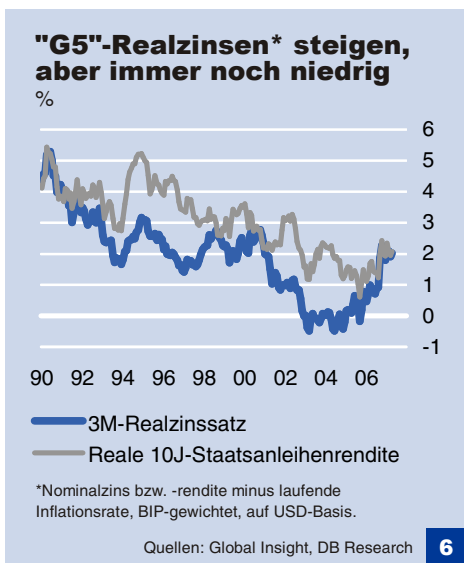
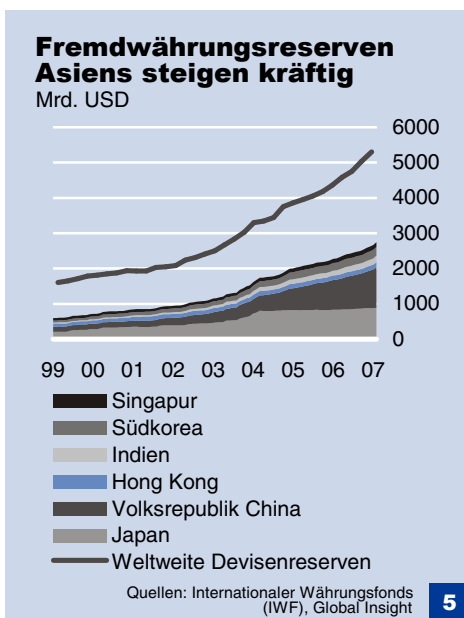
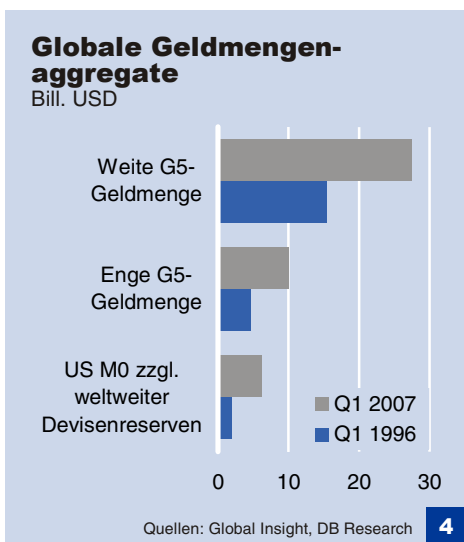
2

Wachstum der globalen Geldmenge und Performance des MSCI World Index



Quellen: Global Insight, DB Research, BoE

3



Es wird oft behauptet, dass die außerordentlich expansive Geldpolitik der USA, Eurolands und Japans zwischen 2002 und 2005 in Verbindung mit Devisenmarktinterventionen vieler asiatischer Währungsbehörden (z.B. in China, Taiwan und Südkorea) zu einer weltweit sehr hohen oder sogar übermäßigen Liquiditätsversorgung geführt hat. Viele Finanzmarktakteure vertreten die These, dass diese Liquiditätsschwemme rund um die Welt in die Vermögensmärkte geströmt ist und dass diese Jagd nach Rendite („Search for Yield“) erheblich zu der guten Asset-Market-Performance beigetragen hat (sichtbar vor allem in steigenden Aktien- und Immobilienpreisen, historisch niedrigen Renditen von Staatsanleihen sowie sehr geringen Risikoprämien von Schwellenländer- oder Unternehmensanleihen). Da die anhaltende Diskussion über die reichliche Liquidität oftmals eher aus dem Bauch heraus als auf Basis klar definierter Fakten geführt wird, versuchen wir zu analysieren, was man genau unter Liquidität versteht, wie man diese messen kann und ob die These einer globalen Liquiditätsschwemme eine plausible Erklärung für die weltweit nach wie vor niedrigen Refinanzierungskosten und geringen Risikoprämien liefert.

Monetäre Liquidität versus Marktliquidität

Obwohl es keine allseits anerkannte Definition oder Messgröße von Liquidität gibt, kann man grundsätzlich zwischen zwei Liquiditätskonzepten unterscheiden: „monetärer“ Liquidität und „Marktliquidität“.¹ Mit monetärer Liquidität werden in der Regel makroökonomische Variablen wie kurzfristige Zinssätze oder Geldmengenaggregate in Verbindung gebracht. Das Geldmengenangebot (oder kurz gesprochen die Geldmenge) wird üblicherweise durch die Zentralbanken bestimmt und durch den Kreditmultiplikatoreffekt des Bankensystems² vergrößert. Darüber hinaus kann monetäre Liquidität über den Wertpapiermarkt geschöpft werden, indem z.B. das inländische Bankensystem den Haushalten oder Unternehmen Anleihen abkauft oder die Zentralbank dem Bankensystem durch den Ankauf von Anleihen Liquidität bereitstellt.

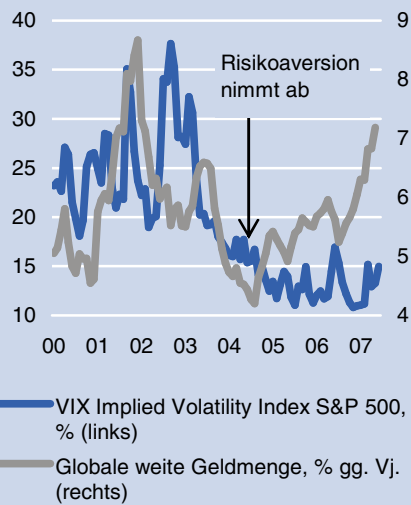
Marktliquidität bezieht sich dagegen primär auf das Handelsvolumen, also Angebot und Nachfrage nach einem Produkt in einem speziellen Finanzmarktsegment. Bei hoher Marktliquidität können selbst Finanzmarkttransaktionen mit großem Volumen schnell und problemlos ausgeführt werden, ohne den Marktpreis wesentlich zu beeinflussen.³ Kann ein Finanztitel entweder überhaupt nicht oder nur unter Inkaufnahme größerer Preisschwankungen gekauft oder verkauft werden, spricht man von geringer Marktliquidität. Während das erste Liquiditätskonzept an den in den Geld- und Kreditmärkten vorgefundenen Finanzierungsbedingungen ansetzt, stellt das zweite Konzept auf Begriffe wie Markttiefe, Marktbreite und Widerstandsfähigkeit einzelner Finanzmarktsegmente ab. Im weitesten Sinne hat

¹ Siehe Baks, Klaas und Charles Kramer (1999). Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications and Spillovers. Internationaler Währungsfonds WP/99/168.

² Um die Funktionsweise des „traditionellen“ Geldschöpfungsprozesses zu verstehen, ist es am besten, einen Blick auf die Mikroebene zu werfen: eine Geschäftsbank vergibt einen Kredit an ein Unternehmen (oder einen privaten Haushalt), um ein Investitionsprojekt (oder ein Konsumgut) zu finanzieren. Da die ausgezahlte Kreditsumme i. d. R. nicht vollständig verausgabt wird, fließt ein Teil dieses Geldes wieder an das Bankensystem zurück. Auf der Basis dieser zurückgeflossenen Einlagen kann der Bankensektor wiederum neue Kredite an weitere Kunden vergeben („Kreditmultiplikatoreffekt“ des Bankensystems).

³ Siehe Fernandez, Frank A. (1999). Liquidity Risk – New Approaches to Measurement and Monitoring. Securities Industry Association, Working Paper.

Monetäre Liquidität bedeutet nicht zwangsläufig Marktliquidität!



Quellen: Global Insight, DB Research, Bloomberg

7

Liquidität auch etwas mit der Risikoaversion, dem Vertrauen sowie der Markteinschätzung von Investoren zu tun. In der Regel stehen die zuvor skizzierten Liquiditätskonzepte in engem Zusammenhang, jedoch gibt es auch Phasen wo dies nicht der Fall ist. So steigt in konjunkturellen Erholungsphasen normalerweise nicht nur die monetäre Liquidität, sondern auch die Marktliquidität, da sowohl die Geldnachfrage als auch die Risikobereitschaft der Investoren zunimmt (und damit tendenziell auch die Markttiefe und Marktbreite in riskanteren Marktsegmenten). Allerdings kann die Marktliquidität in bestimmten Marktsegmenten trotz hoher oder steigender monetärer Liquidität niedrig bleiben (z.B. im Markt für riskante „high-yield“ Unternehmensanleihen), wenn die Investoren die allgemeine Marktentwicklung bzw. die Entwicklung dieses Marktsegmentes negativ einschätzen. Im Folgenden richten wir unsere Aufmerksamkeit auf die monetäre Liquidität.

Globale monetäre Liquidität: Schwierig zu messen

Es fällt schwer, die globale Liquiditätsversorgung exakt zu quantifizieren. Noch schwieriger ist es allerdings eine Aussage darüber zu treffen, ab welchem Niveau die Liquidität zu hoch wird und damit eine Gefahr für die Verbraucher- und Vermögenspreisstabilität⁴ darstellt, d.h. ab wann diese zu einer höheren Inflation von Güter- und Dienstleistungspreisen oder zur Blasenbildung an den Märkten für Vermögenstitel führen kann.

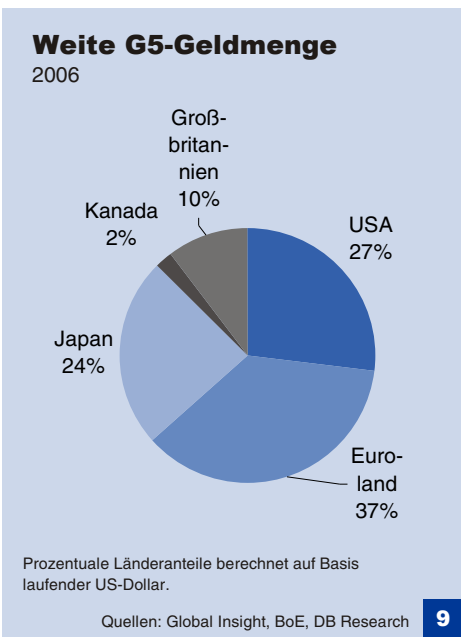
EZB-Definition der Geldmengenaggregate Eurolands

M1	Eng gefasstes Geldmengenaggregat	Bargeldumlauf sowie täglich fällige Einlagen
M2	Mittleres Geldmengenaggregat	M1 sowie Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten
M3	Weit gefasstes Geldmengenaggregat	M2 sowie Rückkaufsvereinbarungen und Geldmarktfondsanteile und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren

Quelle: EZB **8**

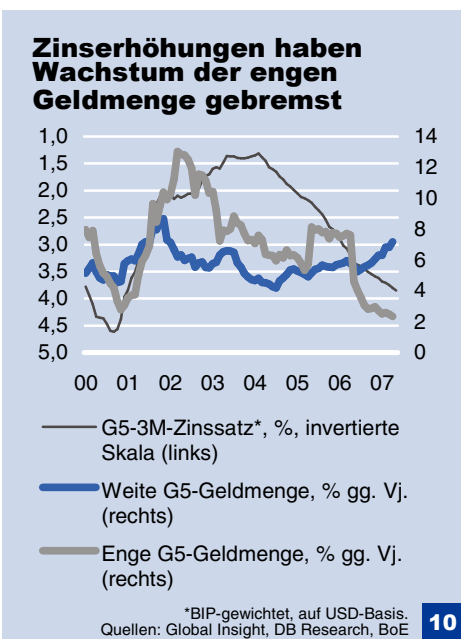
Grundsätzlich eignen sich zwei Variablen zur Messung monetärer Liquidität: einerseits der Preis für Geld (d.h. kurzfristige Zinssätze wie der Leit- oder Dreimonatszinsatz) und andererseits Quantitätsgrößen wie „eng“, „mittel“ oder „weit“ gefasste Geldmengenaggregate. Die von der EZB für den Euro-Währungsraum eng, mittel und weit definierten monetären Aggregate sind im obigen Kasten näher beschrieben. Da die Zentralbankgeldmenge nur einen Bruchteil der gesamten Geldmengen- und Kreditaggregate ausmacht, die üblicherweise zur Erklärung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage herangezogen werden können, liegt es nahe, die „weit“ definierte (kurz: „weite“) Geldmenge zu betrachten. Da die „eng“ definierte (kurz: „enge“) Geldmenge als Teilkomponente der weiten Geldmen-

⁴ So wird derzeit eine kontroverse Diskussion darüber geführt, ob das starke M3-Wachstum in Euroland Anlass zur Sorge geben sollte oder einen Strukturbruch in der Geldnachfrage widerspiegelt. Hintergrund ist, dass aus der Geldmengenentwicklung nur dann verlässliche Rückschlüsse auf die mittel- bzw. langfristige Güterpreis-inflation gezogen werden können, sofern die Geldnachfrage im Zeitablauf stabil ist.



9

ge mehr oder weniger der direkten Kontrolle der Zentralbanken unterliegt, dürfte sie zumindest hin und wieder eine Frühindikatorfunktion für die weite Geldmenge besitzen. Auch wenn die Konstruktion eines globalen Geldmengenaggregates mit einigen Problemen behaftet ist – zu nennen sind u.a. die länderspezifischen Unterschiede in der Abgrenzung der eng und weit definierten Geldmengenaggregate sowie die unterschiedliche Datenverfügbarkeit – schlagen wir zwei globale Liquiditätsmaße vor. In deren Berechnung fließen lediglich die Daten der bedeutenden „G5“-Volkswirtschaften mit hoch entwickelten Finanzmärkten ein, nämlich die Geldmengen der USA, Eurolands, Japans, Großbritanniens und Kanadas.⁵ Während der erste Liquiditätsindikator auf Grundlage der nationalen, engen Geldmengen berechnet wird, baut der zweite Indikator auf dem weiten Geldmengenkonzept auf. Zur Berechnung des ersten Indikators verwenden wir vorzugsweise das Geldmengenaggregat M1, sofern dies von der jeweiligen nationalen Zentralbank veröffentlicht wird.⁶ In die Berechnung des zweiten Liquiditätsindikators fließt das am weitesten definierte (und verfügbare) Geldmengenaggregat eines Landes ein. Die Jahreswachstumsraten der globalen engen und weiten Geldmenge werden als BIP-gewichtete Wachstumsraten der jeweiligen nationalen Geldmengenaggregate berechnet. Die länderspezifischen Gewichte bestimmen sich entsprechend des BIP-Anteils einer Volkswirtschaft an der aggregierten Wirtschaftsleistung der G5-Volkswirtschaften (d.h. auf Basis des nominalen, in US-Dollar berechneten BIP). Ziel ist es, der relativen wirtschaftlichen Bedeutung der fünf betrachteten Volkswirtschaften in der globalen Liquiditätsschöpfung Rechnung zu tragen.⁷



10

Wie man in Grafik 1 erkennt, stieg ab 2001 – also jenem Jahr, in dem die US Federal Reserve ihren Leitzinssatz von 6.5% auf 1.75% herunterschraubte, um die US-Wirtschaft und Finanzmärkte zu stützen – sowohl die Wachstumsrate der globalen engen als auch der weiten Geldmenge rasant an. Während die enge Geldmenge im April 2002 mit einem Spitzenwert von 13% gg. Vorjahr wuchs, erreichte die Jahreswachstumsrate der weiten Geldmenge mit knapp 9% bereits im Dezember 2001 ihren Höchststand. Obwohl sich die Jahreswachstumsrate der engen Geldmenge schon seit einiger Zeit verlangsamt, konnten die bisherigen Zinserhöhungen in den G5-Volkswirtschaften nicht nachhaltig das Wachstumstempo der weiten Geldmenge bremsen: vielmehr hat sich das Wachstumstempo unseres weiten Liquiditätsindikators seit Mitte 2004 sogar wieder beschleunigt.

Da unsere beiden globalen Liquiditätsindikatoren lediglich auf den nationalen Geldmengenaggregaten der G5-Volkswirtschaften basieren, können sie eine andere, zunehmend wichtige Liquiditätsquelle nicht direkt erfassen: die derzeitige Rolle der Volksrepublik China im globalen Liquiditätsschöpfungsprozess. Da China durch seine massiven Devisenmarktinterventionen den Außenwert des Renmimbi künstlich niedrig hält und die infolge beträchtlicher Außenhandels-

⁵ Diese fünf Volkswirtschaften haben einen Anteil von ca. 2/3 am globalen (auf US-Dollar-Basis berechneten) nominalen BIP.
⁶ In Großbritannien wird die Geldmenge M1 nicht veröffentlicht. Daher haben wir bis einschließlich des 1. Quartals 2006 die britische Zentralbankgeldmenge M0 in unsere Berechnungen einbezogen. Da die Bank von England jedoch die Veröffentlichung von M0 im April 2006 eingestellt hat, haben wir ab dem 2. Quartal 2006 die Daten für in Umlauf befindliche Banknoten und Münzen verwandt.
⁷ Die nominalen (auf US-Dollar-Basis berechneten) BIP-Gewichte sind per 1995. Allerdings würden sich die Ergebnisse nicht stark verändern, wenn man die BIP-Gewichte anderer Jahre, wie z. B. 2000 oder 2005, heranziehen würde.

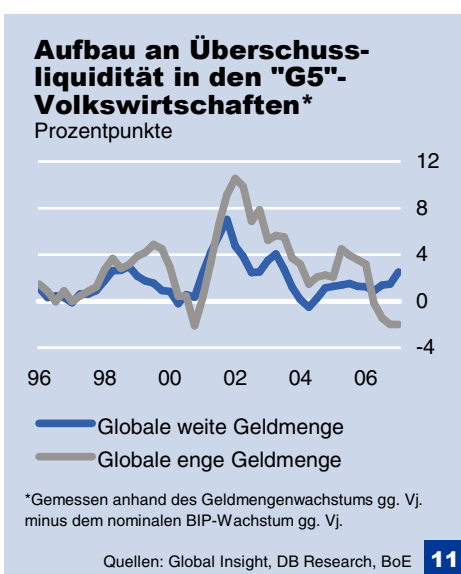
überschüsse entstehende Anhäufung von Fremdwährungsreserven der People's Bank of China wesentlich zur Aufblähung der globalen Liquidität beiträgt, wollen wir der Vollständigkeit halber unseren Blick auf drei weitere, alternative Liquiditätsindikatoren richten:

- (1) die US-Zentralbankgeldmenge zuzüglich der weltweit gehaltenen Devisenreserven;
- (2) die US-Zentralbankgeldmenge zuzüglich der von Ausländern gehaltenen Anleihen der US-Treasury („Welt-Dollar“);
- (3) sowie die BIP-gewichtete Wachstumsrate der weiten Geldmenge unter Berücksichtigung der G5-Volkswirtschaften, Australiens, Neuseelands, Chinas sowie Indiens („G5 plus“-Aggregat)⁸.

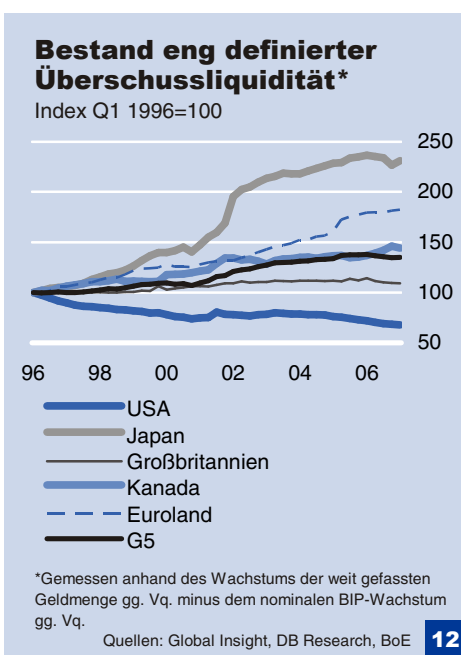
Alle drei Indikatoren haben den Vorteil, dass sie die starke Anhäufung der Fremdwährungsreserven Chinas (mittlerweile deutlich über 1 Bill. US-Dollar) und das damit einhergehende globale Geldmengenwachstum berücksichtigen – auch wenn zugegebenermaßen das Wachstum der chinesischen Geldmenge wiederum etwas durch die Sterilisierungsmaßnahmen der dortigen Zentralbank abgeschwächt wird. Wie man anhand von Grafik 2 erkennt, liegt die Jahreswachstumsrate unserer drei alternativen Liquiditätsindikatoren wieder deutlich unter den in den vergangenen Jahren verzeichneten Höchstständen. Allerdings deuten alle drei Indikatoren darauf hin, dass sich das Wachstum der globalen Liquidität erneut beschleunigt hat: So hat sich beispielsweise das Wachstum unseres „G5 plus“-Liquiditätsindikators von 4,8% gg. Vorjahr im August 2004 auf über 7% gg. Vorjahr im Mai 2007 erhöht.

Gibt es zuviel Liquidität auf der Welt?

Zur Beantwortung dieser Frage reicht es nicht aus, die Wachstumsraten unserer globalen Geldmengenaggregate zu betrachten, da der Bedarf an liquiden Mitteln mit wachsender Wirtschaftsleistung zunimmt bzw. die Nachfrage nach „Transaktionskasse“ steigt. Deshalb ist es sinnvoll, sich das Verhältnis der Geldmenge zum nominalen BIP über die Zeit anzuschauen. Wenn die Geldmenge dauerhaft stärker wächst als das nominale BIP, wird „überschüssige“ Liquidität produziert bzw. ein Liquiditätsüberhang gebildet. Diese Interpretationsweise unterliegt der zugegebenermaßen sehr unsicheren Annahme, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes im Zeitablauf konstant bleibt und das nominale BIP ein guter Indikator für die Nachfrage nach Transaktionskasse ist. Unter dieser Prämisse ist die globale monetäre Liquidität in der Tat seit dem Jahr 1996 deutlich stärker gewachsen als die nominale Wirtschaftsleistung. Besonders zwischen 2001 und 2003, als die Zentralbanken im Zuge der weltwirtschaftlichen Abschwächung das Finanzsystem umfangreich mit Liquidität versorgten, stiegen unsere G5-„Überschussliquiditätsindikatoren“ mit ca. 7 Prozentpunkten für die weite und 10,5 Prozentpunkten für die enge Geldmenge sprunghaft an (siehe Grafik 11). Hinsichtlich der engen Geldmenge wurden in allen Volkswirtschaften mit Ausnahme der USA seit dem Jahr 1996 Liquiditätsüberschüsse gebildet; die Bildung von Überschussliquidität war zwischen dem 3. Quartal 2001 und dem 2. Quartal 2002 besonders hoch. In diesem Kontext sticht vor allem ein Land hervor: Japan. In dieser Volkswirtschaft hat die langjährige Nullzinspolitik der Bank von Japan zu einem enormen Wachstum der engen Geldmengenaggregate geführt.

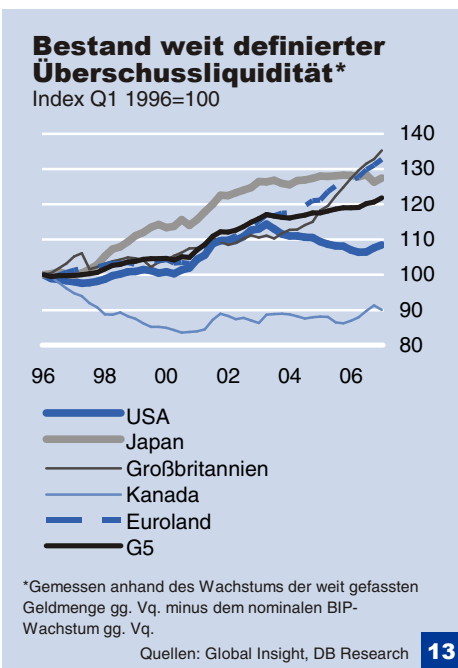


11

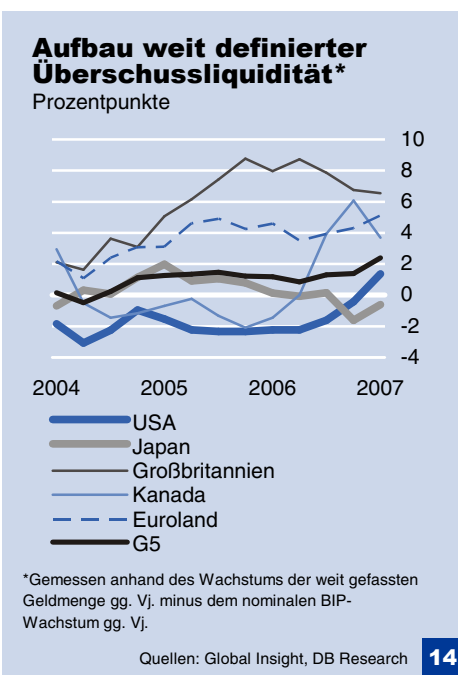


12

⁸ Diese neun Volkswirtschaften produzieren ca. 75% des globalen (auf US-Dollar-Basis berechneten) nominalen BIP.



13



14

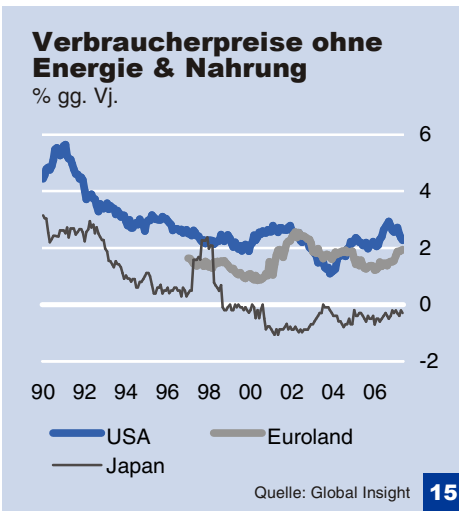
Schaut man sich die Entwicklung der weiten Geldmenge an, so stellt man fest, dass in allen Ländern mit Ausnahme Kanadas seit dem Jahr 1996 Liquiditätsüberschüsse gebildet wurden. Allerdings bleibt hier festzuhalten, dass in den fünf betrachteten Ländern im Hinblick auf den seither gebildeten Liquiditätsüberhang teilweise erhebliche Niveaunterschiede bestehen.⁹

Wie Grafik 13 zeigt, hat sich in Euroland, Japan und Großbritannien der größte Liquiditätsüberhang gebildet. In den USA wurde insbesondere zwischen Anfang 2001 und Ende 2003 überschüssige Liquidität produziert – allerdings wurde dieser Überhang zwischen dem 4. Quartal 2003 und dem 4. Quartal 2006 wieder deutlich zurückgeführt. Erst seit kurzem wurde in den USA wieder ein Liquiditätsüberschuss hinsichtlich der weiten Geldmenge produziert, der hauptsächlich auf die Abschwächung des nominalen US-BIP-Wachstums zurückzuführen ist. Anders stellt sich die Situation in Europa dar: In Euroland übertrifft die Wachstumsrate der weiten Geldmenge M3 mittlerweile seit über sechs Jahren die Expansionsrate der nominalen Wirtschaftsleistung und trotz der anhaltenden Hochkonjunktur dürfte sich dies auf absehbare Zeit kaum ändern. Unter den G5-Volkswirtschaften wächst der Liquiditätsüberhang in Großbritannien derzeit am kräftigsten, was auf die enorme Kreditexpansion und das entsprechend hohe M4-Geldmengenwachstum zurückzuführen ist (siehe Grafik 14).

Im Ländervergleich ist in Japan sowohl die enge als auch die weite Geldmenge im Verhältnis zum nominalen BIP mit ca. 75% bzw. 140% noch immer mit Abstand am höchsten. Allerdings hat sich seit dem Ende der Nullzinspolitik im Juli 2006 das Wachstum der engen und breiten Geldmengenaggregate merklich abgeschwächt. Aufgrund sinkender bzw. derzeit negativer Jahreswachstumsraten der engen Geldmenge sowie des anhaltend robusten BIP-Wachstums wird derzeit der in den Vorjahren gebildete Liquiditätsüberhang in der japanischen Volkswirtschaft sogar abgebaut. Auf globaler Ebene wächst die weite Geldmenge nach wie vor stärker als das nominale BIP. Das starke M3-Wachstum in Euroland spielt dabei eine große Rolle. Im Gegensatz zur weiten Geldmenge konnte der Aufbau des engen Liquiditätsüberhangs jedoch allmählich und dauerhaft gebremst werden. Als Folge weltweiter Leitzinserhöhungen wird der eng definierte Liquiditätsüberhang seit dem 2. Quartal 2006 sogar seit längerem erstmals wieder abgebaut.

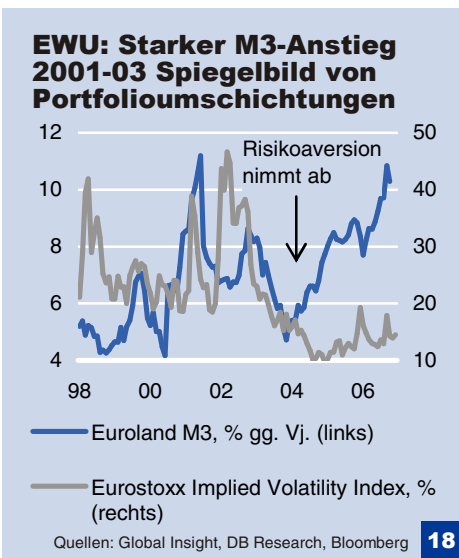
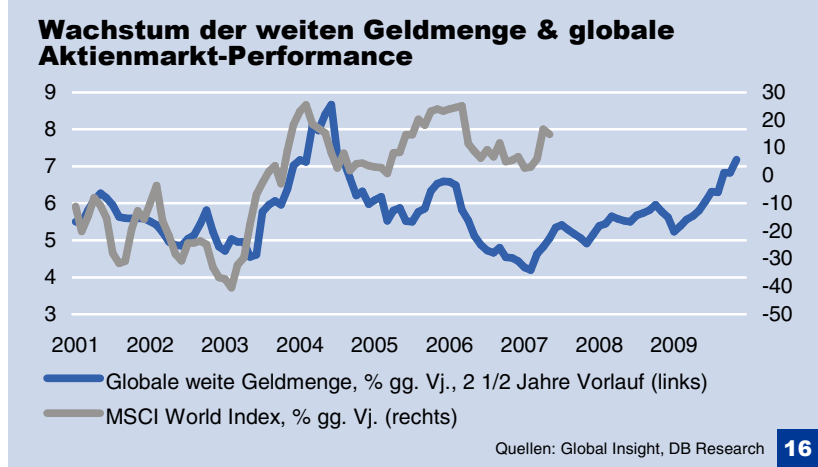
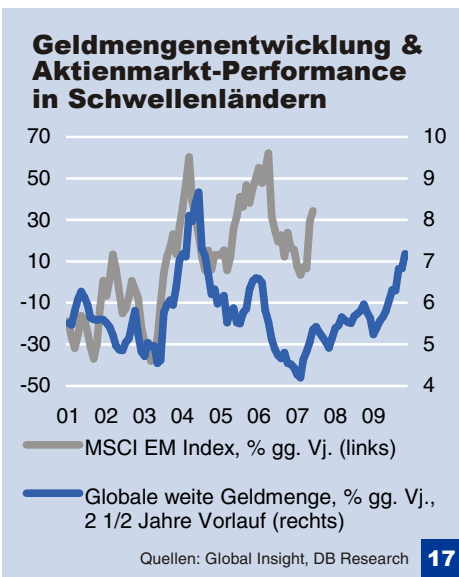
Welche Schlussfolgerungen können wir aus diesen Beobachtungen ziehen? Da sich die weite Geldmenge über einen langfristigen Zeitraum tendenziell im Gleichlauf mit der engen Geldmenge bewegt, dürfte sich der Aufbau des weit definierten Liquiditätsüberhangs in der Zukunft ebenfalls abschwächen oder sogar – wie dies momentan schon bei der engen Geldmenge der Fall ist – vorübergehend negativ werden. Allerdings deutet die bisher noch sehr rasante Kreditexpansion in Euroland und Großbritannien darauf hin, dass mit einer ausgeprägten Wachstumsabschwächung der weiten Geldmenge in nächster Zeit nicht zu rechnen ist.

⁹ Es sei angemerkt, dass die engen und breit gefassten Geldmengenaggregate der hier betrachteten Länder aufgrund unterschiedlicher nationaler Definitionen bzw. definitorischer Abgrenzungen liquider Vermögenswerte nicht hundertprozentig vergleichbar sind.



Hat die weltweite Überschussliquidität die Vermögenspreise in die Höhe getrieben?

Obwohl die Verbraucherpreise auch in diesem Konjunkturzyklus mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung auf das starke Geldmengenwachstum zu reagieren scheinen (insbesondere in den USA und Großbritannien), sind sie bisher auf erstaunlich niedrigem Niveau geblieben. Dies gilt vor allem für die so genannten Kerninflationsraten ohne die tendenziell volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise (siehe Grafik 15). Daher stellt sich die Frage, wohin die überschüssige Liquidität geflossen ist, wenn nicht in die Güter- und Dienstleistungsmärkte.¹⁰ Eine weit verbreitete Antwort ist, dass diese Mittel in die internationalen Vermögenmärkte geflossen sind – d.h. primär in die Anleihen-, Aktien- und Immobilienmärkte – und damit nicht die Verbraucherpreise, sondern vielmehr die Vermögenspreise „inflationiert“ haben.



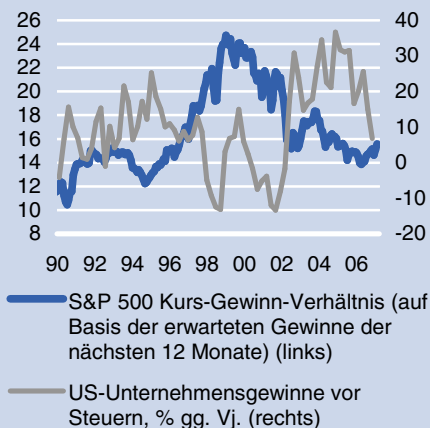
Vergleicht man die Jahreswachstumsrate unserer globalen Geldmengenaggregate mit der Jahresveränderungsrate des MSCI World Index bzw. des MSCI Emerging Markets Index, so scheint von dem globalen Liquiditätswachstum kein unmittelbarer Effekt auf die weltweite Aktienkursentwicklung ausgegangen zu sein.¹¹ Allerdings gibt es Anzeichen für einen zeitlich verzögerten Effekt (siehe Grafik 16 und 17). Das deutet darauf hin, dass eine höhere monetäre Liquidität nicht zwangsläufig bzw. unmittelbar mit einem höheren Investorenvertrauen und folglich einer höheren Marktliquidität einhergehen muss, sondern oftmals einen zeitversetzten Effekt hat. Solange die Investoren eine hohe Risikoaversion haben (gemessen z.B. am amerikanischen VIX-Index, der die aus Optionen auf den S&P500 abgeleitete, erwartete Marktvolatilität abbildet), macht sich die reichliche Liquidität zunächst nicht an den Vermögenmärkten bemerkbar, sondern führt zunächst zu einer Hortung von Liquidität.

Wie die Erfahrungen Eurolands zeigen, war das starke M3-Geldmengenwachstum zwischen 2001 und 2003 zu einem nicht unbe-

¹⁰ Eine mögliche Erklärung für die trotz des starken globalen Liquiditätswachstums relativ niedrig gebliebene Verbraucherpreisinflation ist die These von „preisdämpfenden Globalisierungseffekten“. Diese besagt, dass sich die hoch entwickelten Volkswirtschaften aufgrund der Globalisierung in einem disinflationären Umfeld befinden, in welchem der verstärkte internationale Wettbewerb auf den Produkt- und Arbeitsmärkten größere Preissteigerungen verhindert.

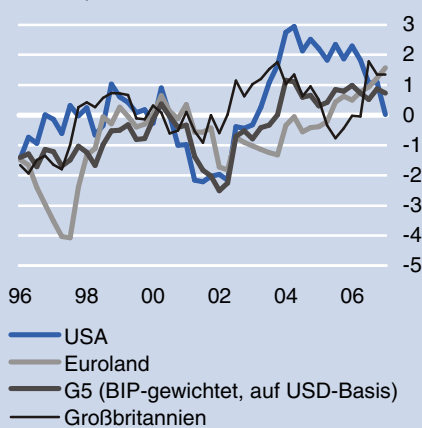
¹¹ Vielmehr besteht sogar eine negative Korrelation zwischen der Jahreswachstumsrate des MSCI World Index (bzw. des MSCI Emerging Markets Index) und der Wachstumsrate unserer globalen weiten Geldmenge.

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis dank hoher Gewinne noch moderat



Quellen: Global Insight, DB Research **19**

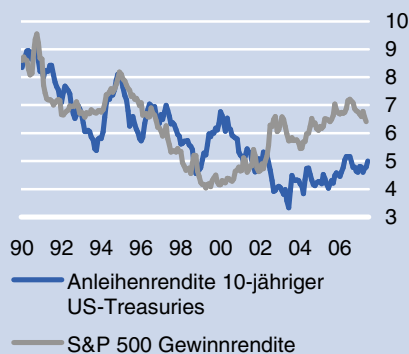
Renditen für Staatsanleihen nähern sich wieder dem BIP-Wachstum an*
 Prozentpunkte



*Auf Basis der Differenz zwischen nominalem BIP-Wachstum gg. Vj. und den Nominalrenditen 10-jähriger Staatsanleihen.

Quellen: Global Insight, DB Research **20**

Aktien immer noch vergleichsweise günstig
 %



Quellen: IBES, Global Insight, DB Research **21**

deutenden Teil auch eine Folge der hohen wirtschaftlichen, finanziellen und geopolitischen Unsicherheit bzw. auf massive Portfolioumschichtungen zwischen Unternehmen & Haushalten einerseits und inländischen Finanzinstituten und Nicht-EWU-Gebietsansässigen andererseits zurückzuführen. Wie man anhand von Grafik 18 sieht, hat diese Flucht der Ersparnisse in sichere liquide Mittel die M3-Geldmenge stark aufgebläht. Das damalige rasante Geldmengenwachstum war also nicht primär auf den traditionellen Kreditschöpfungsprozess zurückzuführen, sondern vor allem auf strukturelle Veränderungen in den Anlageentscheidungen von Haushalten und Unternehmen.¹²

Zurück auf die internationale Bühne: Unseren Berechnungen nach hat sich das starke Wachstum der weiten Geldmenge erst nach über zwei Jahren spürbar positiv auf die weltweite Aktienkursentwicklung ausgewirkt. Trotz der Kursgewinne der letzten Jahre und Monate wirken Aktien im Hinblick auf Bewertungsgrößen, wie z.B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), noch immer relativ günstig. Wie man in Grafik 19 erkennt, hat insbesondere in den USA die außerordentliche Gewinnwachstumsdynamik der Unternehmen dazu beigetragen, dass das KGV noch immer unter seinem langjährigen Durchschnitt liegt. Allerdings hat sich im 1. Quartal 2007 das Gewinnwachstum von noch 15% gg. Vj. in Q4 2006 auf lediglich 6,8% gg. Vj. abgeschwächt (auf Basis der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung).

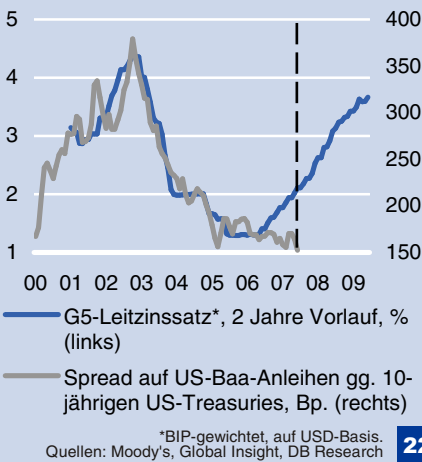
In einem einfachen Bewertungsansatz von Anleihen kommt man zu dem Ergebnis, dass die Renditen langlaufender Staatsanleihen während der letzten Jahre zu niedrig und die Kurse folglich zu hoch gewesen sind. Ausgangspunkt dieser Überlegungen ist, dass die nominale Rendite einer risikolosen Anleihe in etwa den Ertrag abwerfen sollte, den die zugrunde liegende Volkswirtschaft Jahr für Jahr erwirtschaftet, d.h. die Rendite einer Staatsanleihe sollte ungefähr so hoch sein wie das nominale BIP-Wachstum. Tatsächlich ist die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in den letzten Jahren teilweise deutlich hinter dem Wachstum des nominalen BIP zurückgeblieben. Unsere G5-BIP-gewichtete Rendite 10-jähriger Staatsanleihen lag seit Ende 2003 jedes Quartal unter der Wachstumsrate des nominalen G5-BIP, was auf eine Überbewertung von Staatsanleihen hindeutet. Allerdings hat sich die Differenz zwischen BIP-Wachstum und langfristigem Renditeniveau in der ersten Hälfte von 2007 aufgrund des konjunkturellen Abschwungs in den USA und weltweit anziehender Anleiherenditen etwas verringert (siehe Grafik 20). Während nach diesem zugegeben groben Maßstab US-Treasuries zwischen Mitte 2003 und Ende 2006 besonders überbewertet schienen¹³, sind derzeit eher die Staatsanleihen in Euroland und Großbritannien im Hinblick auf die Zins-Wachstums-Differenz als relativ teuer einzustufen.¹⁴ Auch im Vergleich zu Aktien erscheinen Anleihen trotz des jüngsten Renditeanstiegs noch immer relativ hoch bewertet: So liegt die Rendite 10-jähriger US-Treasuries nach wie vor unter der „Gewinnrendite“ (d.h. dem reziproken Wert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses) der im S&P 500 notierten Unternehmen (siehe Grafik 21).

¹² Siehe Europäische Zentralbank. Monatsbericht Oktober 2004.

¹³ Eine Erklärung dafür ist, dass in den vergangenen Jahren ein Großteil der von Asien (bzw. der Volksrepublik China) angehäuften Devisenreserven in US-Treasuries reinvestiert wurde und diese Käufe das US-Renditeniveau niedrig gehalten haben.

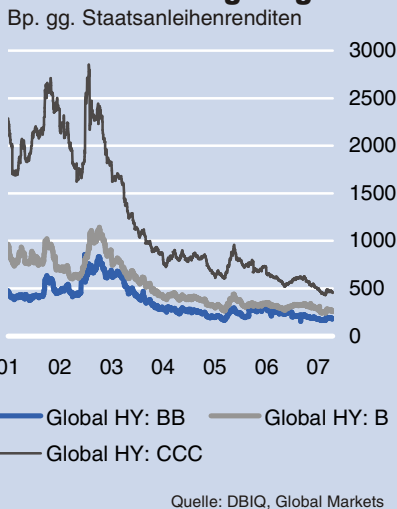
¹⁴ Natürlich könnte eine solche „national“ beschränkte Betrachtungsweise im Zeitalter der Globalisierung an Erklärungskraft verloren haben.

"G5"-Leitzins & Spread von US-Unternehmensanleihen: Bald wieder aufwärts?



22

High-Yield-Spreads haben sich weiter eingeeengt



23

Im Markt für Unternehmensanleihen sieht es so aus, als hätte die reichliche Liquidität zumindest teilweise zum niedrigen Renditeniveau und der deutlichen Einengung der Risikoprämien (gg. risikolosen Staatsanleihen gleicher Laufzeit) beigetragen. Wie Grafik 22 zeigt, haben sich die Risikoaufschläge von US-amerikanischen Baa-bewerteten Unternehmensanleihen von ca. 160 Basispunkten Anfang 2000 bis auf 380 Basispunkte im Oktober 2002 stark ausgeweitet. Erst nach ca. zwei Jahren haben sich die massiven Leitzinssenkungen und die damit deutlich gefallen Kurzfristzinsen (gemessen anhand des G5-BIP-gewichteten Leitzinses) positiv am Markt für Unternehmensanleihen bemerkbar gemacht und zu einer allmählichen Einengung der Risikoprämien geführt. Natürlich haben auch Fundamentalfaktoren wie verbesserte Unternehmensbilanzen und das hohe Gewinnwachstum der vergangenen vier Jahre im großen Maße dazu beigetragen, die Refinanzierungskosten von Unternehmen auf niedrigem Niveau zu halten. Allerdings kam eine Studie von Deutsche Bank Global Markets Research¹⁵ kürzlich zu dem Schluss, dass die Halter von Unternehmensanleihen mit schlechter Bonität (d.h. mit einer Ratingnote von B oder schlechter) durch die aktuellen Risikoprämien (Stand März 2007) nicht angemessen für das historische Zahlungsausfallrisiko entschädigt werden, was auf eine gewisse Überbewertung dieser Asset-Klasse hindeutet.

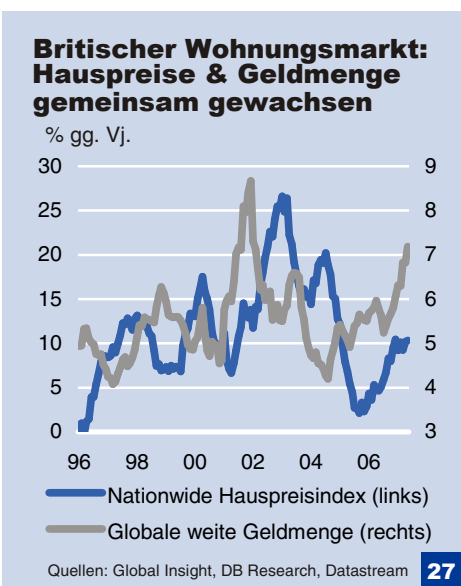
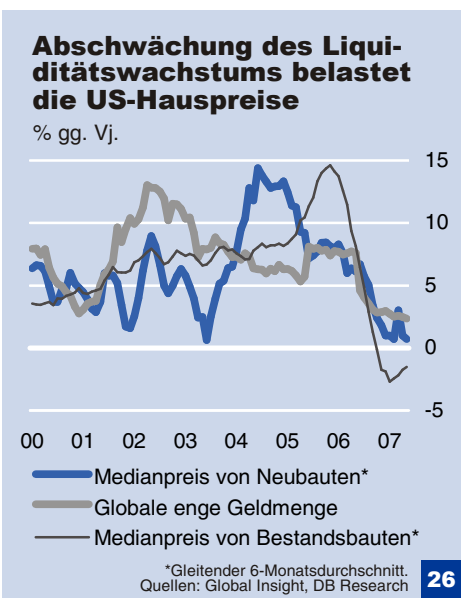
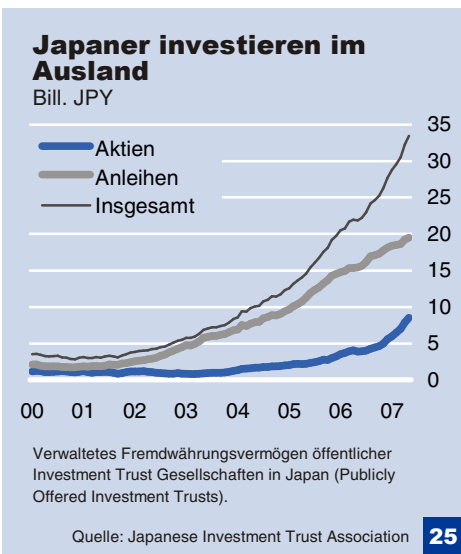
Yen-Carry-Trades tragen zum kräftigen globalen Liquiditätswachstum bei



24

Ein weiterer Faktor, der die Vermögenspreise in den letzten Jahren und Monaten zusätzlich angeheizt haben könnte, ist die zunehmende Bedeutung so genannter „Yen-Carry-Trades“. Ein „Yen-Carry-Trade“ ist eine Anlagestrategie, in der japanische und/oder internationale Investoren Kredite in japanischen Yen zu günstigen Zinskonditionen aufnehmen, um diese Mittel umgehend in ausländische, höher verzinsten Anlagen zu reinvestieren.¹⁶ „Yen-Carry-Trades“ können verschiedene Formen annehmen und das Gesamtvolumen dieser Geschäfte kann nur schwer geschätzt werden. Betrachtet man lediglich den japanischen Tagesgeldmarkt, stellt man fest, dass die in Japan tätigen ausländischen Banken ihre Kreditaufnahme sprunghaft von ca. 290 Mrd. JPY im Juli 2004 auf knapp 8,86 Billionen JPY (bei einem derzeitigen Wechselkurs von ca. USD/JPY 123

¹⁵ Siehe Reid, Jim und Nick Burns (7. März 2007). „Fundamental Credit Strategy“, Deutsche Bank Global Markets Research.
¹⁶ Solange die Refinanzierungswährung gegenüber der Anlagewährung abwertet, werden neben der Zinsdifferenz noch Wechselkursgewinne vereinnahmt. Wertet die niedrig verzinsten Refinanzierungswährung jedoch gegenüber der hoch verzinsten Anlagewährung auf, können die Wechselkursverluste die Zinsdifferenz schmälern oder sogar vollständig aufzehren.



entspricht dies ungefähr 72 Mrd. USD) im Juni 2007 erhöht haben, um von dem extrem niedrigen Zinsniveau in Japan zu profitieren. Dementsprechend hat sich der Anteil der von ausländischen Banken aufgenommenen Gelder am japanischen Tagesgeldmarkt über diesen Zeitraum von anfänglich nur 2,7% auf mittlerweile 41,5% des insgesamt ausstehenden Tagesgeldvolumens erhöht. Im März 2007 lag der Anteil ausländischer Banken noch bei einem Rekordwert von 42,9% (siehe Grafik 24). Auch ein Blick auf das Anlageverhalten japanischer Sparer bestätigt, dass diese Investorengruppe in großem Stil in höher verzinsliche Fremdwährungsanlagen investiert. Der Wert der in Fremdwährungsfonds investierten Mittel beläuft sich mittlerweile auf ca. 33,5 Billionen JPY oder umgerechnet etwa 27 Mrd. US-Dollar (siehe Grafik 25).

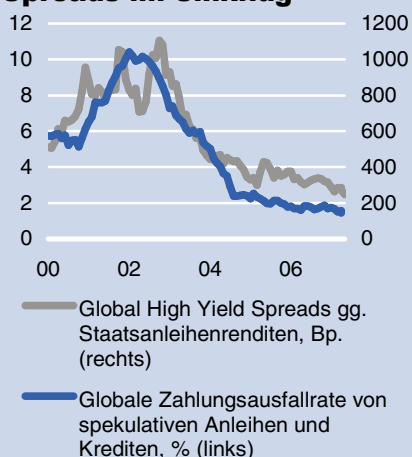
Die Entwicklungen an den US-amerikanischen und britischen Immobilienmärkten deuten darauf hin, dass die überschüssige Liquidität die Hauspreise von Wohnimmobilien in die Höhe getrieben hat – insbesondere durch die sehr niedrigen Hypothekenmarktzinsen. Am Beispiel des US-Wohnungsbaumarkts lässt sich feststellen, dass dem starken Wachstum der G5-Geldmengenaggregate mit einer gewissen Zeitverzögerung ein kräftiger Anstieg der Preise für Bestands- und Neubauten folgte. Die jüngste Abschwächung der US-Immobilienpreise könnte z.T. auf die Wachstumsverlangsamung der engen G5-Geldmenge und dem damit verbundenen Anstieg der (Hypotheken-)Zinsen zurückzuführen sein. In Großbritannien scheint das kräftige Liquiditätswachstum die Hauspreisinflation ebenfalls mit einer entsprechenden Zeitverzögerung gefördert zu haben. Im Gegensatz zu den USA hat sich allerdings dort die derzeitige Verlangsamung der engen G5-Geldmenge bisher noch nicht negativ auf die britische Hauspreisinflation ausgewirkt – stattdessen lag die Jahresveränderungsrate gemessen anhand des Nationwide-, Halifax- oder Rightmove-Hauspreisindex im Juni 2007 noch immer im zweistelligen Bereich. Es sieht so aus, als würde die Hauspreisinflation in Großbritannien mit einer gewissen Zeitverzögerung auf das Wachstum der weiten G5-Geldmenge reagieren. Am aktuellen Rand scheint diese Zeitverzögerung jedoch nicht mehr zu bestehen, da seit Ende 2005 sowohl die Jahreswachstumsrate der weiten G5-Geldmenge als auch die der britischen Immobilienpreise kräftig angezogen hat (siehe Grafik 27). Interessanterweise weisen die britischen Häuserpreise eine höhere Korrelation mit unserem breiten G5-Liquiditätsindikator auf als mit der weiten Geldmenge Großbritanniens (M4). Eine plausible Erklärung könnte die herausragende Rolle Großbritanniens als internationaler Finanzplatz sein.

Schlussfolgerung und Ausblick

Unsere Analyse unterstützt die These, dass die weltweite monetäre Liquiditätsausstattung sehr oder sogar übermäßig hoch war und noch ist. Zwar haben die in den letzten Jahren und Monaten stattgefundenen Leitzinserhöhungen bedeutender Notenbanken bereits zu einer starken Wachstumsabschwächung unseres engen Liquiditätsindikators geführt; das Wachstum der weiten G5-Geldmenge konnte sie allerdings noch nicht dauerhaft und nennenswert bremsen. Vielmehr hat sich das Wachstum unseres weit definierten G5-Liquiditätsindikators seit Mitte 2004 wieder beschleunigt.

Der Vergleich unserer Liquiditätsmaße mit der Finanzmarktentwicklung deutet darauf hin, dass das günstige Liquiditätsumfeld die gute Performance der Vermögensmärkte begünstigt hat. Allerdings ist letztere in erheblichem Maße auch auf verbesserte Fundamental-

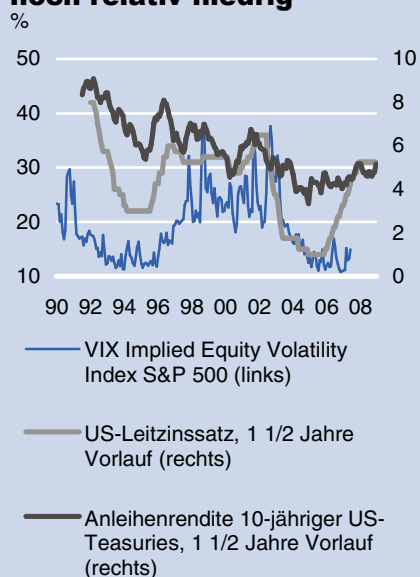
Zahlungsausfallrate und Spreads im Sinkflug



Quellen: DBIQ Global Markets, Moody's

28

USA: Aktienmarktvolatilität trotz höherer Zinsen noch relativ niedrig



Quellen: Global Insight, Bloomberg, DB Research

29

daten zurückzuführen, u.a. auf das starke Wachstum der Unternehmensgewinne. Während die Aktienmärkte in den großen Industrieländern historisch betrachtet nicht überbewertet erscheinen, wirken Staatsanleihen trotz des jüngsten Renditeanstiegs im Vergleich zu Aktien noch immer relativ teuer. Auch die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität erscheinen trotz der noch immer relativ günstigen Fundamentaldaten (u.a. den äußerst niedrigen Zahlungsausfallraten) außergewöhnlich niedrig.¹⁷

Grundsätzlich kommen zwei Szenarien (oder eine Kombination aus beiden) in Frage, wie die global verfügbare Liquidität auf mittlere bis lange Sicht auf ein „normaleres“ Niveau zurückgeführt werden könnte:

- (1) durch weitere Zinserhöhungen der bedeutenden Zentralbanken bzw. zumindest keine baldigen Zinssenkungen, und
- (2) durch ein anhaltend hohes Wachstum der Weltwirtschaft, das in den nächsten Jahren deutlich über dem der globalen Geldmenge liegt.

Das erste Szenario scheint in vollem Gange, da die Märkte von der EZB, der Bank von England sowie der Bank von Japan weitere Zinsanhebungen erwarten, und von der US Federal Reserve zumindest keine baldige Zinssenkung. Weltweit weiter steigende Leitzinsen und Anleiherenditen könnten insbesondere für die riskanteren Asset-Klassen, die bislang große Unterstützung von der Liquiditätsseite erhalten haben, zu einem Belastungsfaktor werden. Eine aggressivere Gangart der bedeutenden Zentralbanken könnte letztlich zu einer Neubewertung von Risiken führen oder sogar eine anhaltende Marktkorrektur auslösen. Allerdings ist bisher die implizierte Aktienmarktvolatilität – z.B. gemessen am US-amerikanischen VIX-Index – trotz höherer Leitzinsen noch relativ niedrig geblieben. Das zweite Szenario, in dem die Weltwirtschaft schneller wächst als die Geldmenge, wäre die für die Finanzmärkte freundlichere Konstellation und ist mit Blick auf die aktuelle Wachstumsdynamik Eurolands und Japans ebenfalls nennenswert wahrscheinlich.

Sebastian Becker (+49 69 910-30664, sebastian.becker@db.com)

¹⁷ Moody's global errechnete Ausfallrate für spekulative Anleihen & Kredite lag im Juni bei nur 1,38%

© Copyright 2007. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640