

Metzler: USA im Aufwind – China noch schwach

Gegensätzliche Konjunkturdaten aus den USA und China

US-Wirtschaft taut langsam aus der Winterstarre auf

Die US-Konjunkturdaten dürften im März mit deutlichen Zuwächsen gegläntzt haben: Nach den witterungsbedingten Ausfällen in den Vormonaten sollten Einzelhandelsumsätze (Montag), Neubaubeginne und -genehmigungen (Mittwoch) sowie die Industrieproduktion (Mittwoch) von Aufholeffekten profitiert haben. Darüber hinaus dürfte sich auch der NAHB-Index – ein Geschäftsklimaindex für die Baubranche (Dienstag) – im April seiner alten Stärke vom Dezember 2013 annähern. Die Dynamik der US-Wirtschaft dürfte sich zudem in einem optimistischeren Ton des Beige Books (Mittwoch) widerspiegeln.

In den USA erreichte die Inflation (Dienstag) mit 1,1 % im Februar den Tiefpunkt. Schon im März ist die Inflation mit aller Wahrscheinlichkeit wieder auf 1,4 % gestiegen; in den kommenden Monaten dürfte sie sich wieder recht schnell an die 2 %-Marke annähern.

China hat den Tiefpunkt noch nicht durchschritten

Im März beschleunigte sich der Verfall der Erzeugerpreise auf -2,3 % gegenüber dem Vorjahresmonat. Viele chinesische Unternehmen leiden damit unter erheblichem Margendruck und sehen sich erhöhten Konkursrisiken ausgesetzt. Erst eine nachlassende Deflation bei den Erzeugerpreisen würde Entwarnung an der Konjunkturfront geben. Vor diesem Hintergrund ist eine Enttäuschung bei den Einzelhandelsumsätzen, Industrieproduktion und Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal (Mittwoch) nur wahrscheinlich. Die Konjunkturschwäche wird mit großer Wahrscheinlichkeit neue wirtschaftspolitische Gegenmaßnahmen sowohl von der Geld- als auch von der Fiskalpolitik auslösen. Von daher bestehen gute Chancen, dass die chinesischen Aktien sogar positiv auf die enttäuschenden Daten reagieren könnten.

Solide Konjunkturdaten aus Europa

In Großbritannien dürfte die Inflationsrate (Dienstag) im März mit 1,7 % den Tiefpunkt erreicht haben und in den kommenden Monaten wieder steigen. Der starke Arbeitsmarkt (Mittwoch) dürfte jedoch die Bank von England zunehmend unter Erklärungsdruck im Hinblick auf ihre Untätigkeit bringen.

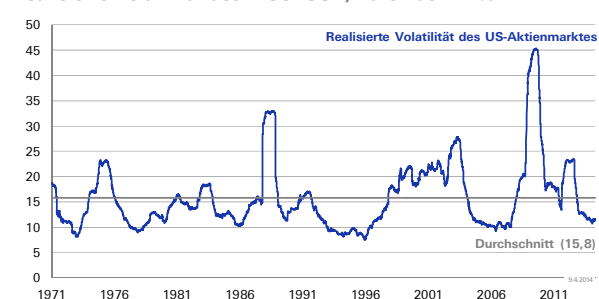
Die Industrieproduktion in der Eurozone (Montag) ist im Februar voraussichtlich um 0,2 % gestiegen. Ein moderater Anstieg des ZEW-Index (Dienstag) dürfte ein anhaltend gutes wirtschaftliches Umfeld für die Eurozone in den kommenden Monaten signalisieren. Zuletzt dürften die finalen Inflationsdaten (Mittwoch) die erste Schätzung im März von 0,5 % bestätigen.

Mittelfristig kaum noch Renditechancen am US-Aktienmarkt

Die Liquiditätsmaßnahmen der Fed (QE1, QE2 und QE3) hatten bisher eine dämpfende Wirkung auf die Volatilität am US-Aktienmarkt – in dem Sinne, dass größere Kursverluste ausblieben. So ist auch die realisierte Volatilität am US-Aktienmarkt trotz Schuldenkrise und geopolitischen Verwerfungen deutlich unter den langfristigen Durchschnitt gefallen.

Liquiditätsmaßnahmen der Fed sorgen für merklichen Rückgang der Volatilität am US-Aktienmarkt

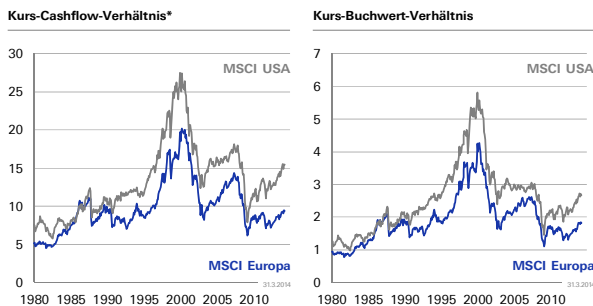
Realisierte Volatilität des MSCI USA, Kursindex in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die niedrige Volatilität hat zweifelslos die Risikobereitschaft der Finanzmarktteilnehmer befeuert und damit zu einem Rückgang der Aktienrisikoprämie beigetragen (das heißt zu einem deutlichen Anstieg der Bewertung). Der US-Aktienmarkt hat vor diesem Hintergrund schon fast wieder die hohen Bewertungsniveaus von vor der Finanzmarktkrise 2007 erreicht. Im Gegensatz dazu sind europäische Aktien immer noch niedrig bewertet.

Hohe Bewertung von US-Aktienmärkten



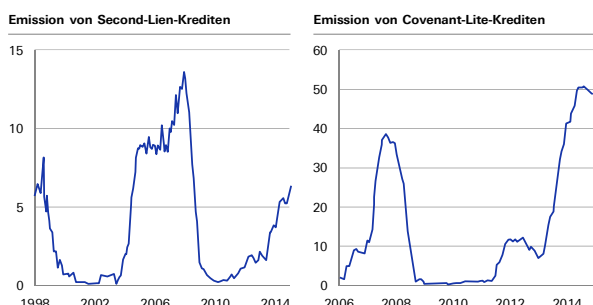
* Konjunkturbereinigt (Gleitender Durchschnitt über 10 Jahre)
Quellen: Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler

Sollte dieser beobachtete Zusammenhang zwischen niedriger Volatilität des US-Aktienmärkte und der Liquiditätsmaßnahmen der Fed weiterhin Bestand haben, dürfte es bis zum Ende des Wertpapierkaufprogramms der Fed – voraussichtlich im Oktober – zu keiner größeren Kurs-korrektur am US-Aktienmarkt kommen– solange exogene Schocks wie geopolitische Krisen ausbleiben. Erst nach einem Ende des Wertpapierkaufprogramms dürfte der US-Aktienmarkt aus sich heraus wieder deutlich stärker für Kurskorrekturen und eine höhere Volatilität anfällig sein.

Die große Risikobereitschaft der Finanzmarktteilnehmer in den USA zeigt sich auch im riskantesten Segment am Rentenmarkt: So ist die Neuemissionen von zweitrangigen Darlehen (2nd Lien Loans) zuletzt auf über 5 % des gesamten Darlehenmarktes (Leveraged Loans) gestiegen und ist damit ähnlich dynamisch wie in den Jahren 2004 und 2005. Die Emission von Darlehen mit nur noch wenigen Kreditklauseln (Covenant Lite Loans) hat sogar das Niveau von vor der Finanzmarktkrise deutlich überschritten.

Hohe Risikobereitschaft der Finanzmarktteilnehmer in den USA

Marktanteil in % (12 Monate)

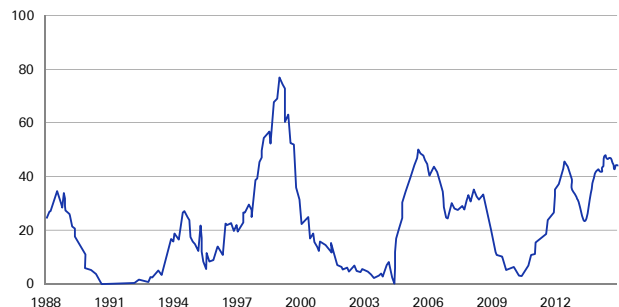


Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research

Auch das Emissionsvolumen von Anleihen mit einem CCC-Rating nimmt deutlich zu.

CCC-Emittenten erschließen Primärmarkt

Marktanteil in % (12 Monate)



Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research

Das sind alles Anzeichen für äußerst lockere Kreditvergabebedingungen und für eine gewachsene Bereitschaft, hoch riskante Projekte zu finanzieren. Im nächsten Zins-erhöhungszyklus, der sehr wahrscheinlich im zweiten oder dritten Quartal 2015 beginnt, dürfte sich zeigen, dass sich viele der riskanten Projekte in einem höheren Zinsumfeld nicht mehr selbst tragen. Die Folge wäre ein deutlicher Anstieg der Kreditausfälle mit einer nur geringen Wiedergewinnungsrate (Recovery-Rate).

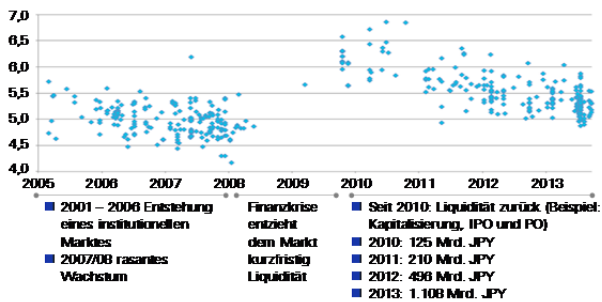
Überraschende Renditechancen in Japan

In Japan hat die Etablierung eines REIT-Markts zu einer deutlichen Verbesserung der Transparenz am Immobilienmarkt geführt. Insbesondere seit 2011 ist wieder Liquidität an den japanischen Wohnimmobilienmarkt zurückgekehrt, wie die merklich zunehmende Anzahl der von REITs durchgeführten Transaktionen zeigt (siehe Grafik: ein Punkt ist der Zeitpunkt einer Transaktion und die Ankaufsrendite). Damit scheint der japanische Wohnimmobilienmarkt die Katastrophe von Fukushima überwunden zu haben. Derzeit liegt die durchschnittliche Ankaufsrendite (Mieteinnahmen im ersten Jahr abzüglich der Kosten im Verhältnis zum Kaufpreis) bei etwa 5 % im Raum Tokyo – gegenüber einem Geldmarktzins von 0 % und einer Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen von etwa 0,7 % ein äußerst attraktives Renditeniveau. Dabei ist die Region Tokyo ein Zuwanderungsgebiet innerhalb Japans und erwirtschaftet grob geschätzt ein Bruttosozialprodukt, das etwa der Hälfte des deutschen BSP entspricht.

Auch bedeutet die Rückkehr der Inflation negative reale Sparzinsen für japanische Sparer. Im April dürfte die Inflation auf über 3 % gestiegen sein.

Japanische Wohnobjekte zahlen deutlich höhere Renditen als japanische Staatsanleihen

Entwicklung der Ankaufsrenditen einzelner Transaktionen (J-REIT-Käufe in Tokio-Stadt, innerhalb Yamanote Line)



Quellen: Kenzo, Metzler Real Estate

Japan könnte damit der Entwicklung Deutschlands mit einer gewissen Zeitverzögerung folgen. In Deutschland sorgte der negative Realzins unter anderem für steigende Immobilienpreise in den Metropolen.

Eine merkliche Belebung des Wohnimmobilienmarktes in Japan könnte das Wirtschaftswachstum direkt über eine steigende Bautätigkeit und indirekt über den Wohlfahrtseffekt positiv beeinflussen.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk

Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.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.