

Rentenmärkte: Renditetiefststände bei Bundesanleihen nach Nein der Briten zur EU

Der europäische Rentenmarkt erreichte im zweiten Quartal neue Rekorde. So fiel die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf -0,17 %, als die Anleger nach dem Brexit-Schock in den sicheren Hafen der deutschen Staatspapiere flohen. Die Rendite zweijähriger Bundesanleihen fiel sogar bis auf -0,74 %. In einer ersten Reaktion verzeichneten Staatsanleihen aus Italien und Spanien Kursverluste, die sich jedoch schnell wieder in deutliche Kursgewinne umkehrten, weil die Finanzmarktakteure mit neuen geldpolitischen Schritten der Europäischen Zentralbank (EZB) rechneten und mit einem aufgestockten oder verlängerten Wertpapierkaufprogramm der EZB. Im Zuge der hohen Unsicherheit über die wirtschaftlichen Folgen des Brexit-Schocks erwarten die meisten Finanzmarktakteure nunmehr, dass die EZB den Leitzins erst Mitte 2022 auf 0,25 % erhöhen wird. Interessanterweise fiel auch die Rendite zehnjähriger britischer Staatsanleihen von knapp 1,4 % vor dem Brexit-Referendum bis auf unter 0,9 % in den Folgetagen. Offensichtlich behielten britische Staatsanleihen ihren Status als sicherer Hafen und profitierten darüber hinaus von der Erwartung, dass die Bank von England ihre Geldpolitik nun erheblich lockern wird. Die Angst vor einer merklich steigenden Inflation infolge des deutlich abwertenden britischen Pfund spielte dagegen nur eine sehr untergeordnete Rolle: Die von den Akteuren am Markt für Staatsanleihen erwartete Inflation in den kommenden zehn Jahren stieg nur moderat von durchschnittlich 2,3 % auf 2,4 % pro Jahr.

Vieles spricht dafür, dass die Rendite zehnjähriger britischer Staatsanleihen in den kommenden Monaten wieder steigen wird, da wir einen deutlichen Inflationsschub sogar bis auf 4,0 % im Jahr 2017 bei fortgesetzter Währungsschwäche für möglich halten. Dagegen dürften die Renditen von Staatsanleihen in der Eurozone bis Jahresende auf den derzeitigen Niveaus seitwärts tendieren. Dafür spricht schon der dominante Einfluss des Anleihekaufprogramms der EZB auf den Rentenmarkt der Währungsunion, auch wenn die Inflation wegen des höheren Ölpreises ebenfalls in der Eurozone steigen dürfte – von 0,1 % im Juni auf über 1,0 % im Dezember.

Aktienmärkte: Volatile Seitwärtsbewegung als wahrscheinlichstes Szenario

Die internationalen Aktienmärkte beendeten das zweite Quartal mit einer positiven Bilanz trotz der Kursturbulenzen nach dem überraschenden Ausgang des Brexit-Re-

ferendums am 24. Juni. Die großen Notenbanken waren gut auf das Referendum vorbereitet und sorgten sofort für ausreichend Liquidität in Inlands- und Fremdwährungen. Auch stellten die Bank von England und die EZB neue geldpolitische Schritte in Aussicht. Der Aktienindex MSCI Europa gewann etwa 1,3 % im zweiten Quartal, der MSCI Welt etwa 4,2 % und der MSCI-Schwellenländerindex sogar 5,3 % – jeweils gerechnet in lokaler Währung und mit einer Reinvestition von Dividenden. Die internationalen Aktienmärkte profitierten bis zum Referendum von steigenden Rohstoffpreisen, der ab März nochmals deutlich gelockerten Geldpolitik der EZB und der Erwartung eines langsameren Leitzinserhöhungszyklus in den USA – umso mehr, als sich die Konjunkturdaten weltweit bis zum Brexit-Referendum tendenziell verbesserten.

Der Ausblick für die internationalen Aktienmärkte ist mit großen Unwägbarkeiten verbunden. Ein Unsicherheitsfaktor ist das Ausmaß des durch den Ausgang des Brexit-Referendums verursachten Schadens für die europäische Wirtschaft. Erst die Konjunkturdaten in den kommenden Monaten können hierüber Aufschluss geben. Darüber hinaus scheinen die Erwartungen der Finanzmarktakteure übertrieben vorsichtig, dass die US-Notenbank erst Mitte 2018 den Leitzins wieder erhöhen wird. Stabile US-Konjunkturdaten und eine anhaltend steigende Inflation könnten im Verlauf des dritten Quartals dafür sorgen, dass die Finanzmarktakteure ihre Erwartungen zu weiteren US-Leitzinserhöhungen korrigieren, sodass dann der nächste Zinsschritt schon im ersten Halbjahr 2017 in die Anleihekurse eingepreist werden wird.

Die Erwartung eines früheren Zinsschritts könnte vor allem die Aktienmärkte der Schwellenländer belasten. Für die Aktienmärkte sprechen die überwiegend günstige Bewertung und das Negativzinsumfeld in vielen Volkswirtschaften. Weltweit sind bereits mehr als 10 Bio. USD an ausstehenden Staatsanleihen negativ verzinst, was die Attraktivität von Investments in Aktien deutlich erhöht. Insgesamt erachten wir daher eine volatile Seitwärtsbewegung der großen Aktienmärkte in den entwickelten Volkswirtschaften und den Schwellenländern als das wahrscheinlichste Szenario für das dritte Quartal.

Konjunktur Eurozone: Folgen des Brexit-Schocks noch schwer einzuschätzen

Der Ausgang des Brexit-Referendums ist ein großer Schock für Europa, dessen politische und wirtschaftliche Tragweite kaum abzuschätzen ist. Noch ist es sogar

möglich, dass Großbritannien nicht aus der Europäischen Union (EU) austritt oder eine sehr enge Zusammenarbeit mit der EU anstrebt, weil die Brexit-Befürworter bisher keinen überzeugenden Plan für ein Großbritannien außerhalb der EU vorgelegt haben und daher die proeuropäischen Politiker an Gewicht zu gewinnen scheinen. Dagegen erscheint es immer unwahrscheinlicher, dass Großbritannien ohne jegliches Abkommen in etwa zwei Jahren aus der EU austreten wird. Bei einer bald absehbaren Einigung zwischen der EU und Großbritannien könnte der makroökonomische Schaden geringer ausfallen als zunächst befürchtet. Offene Flanken Großbritanniens sind jedoch das hohe Leistungsbilanzdefizit von knapp 6 % des Bruttoinlandsprodukts (BIPs) und die zurzeit schwache Währung.

Wenn es zu einem anhaltenden Vertrauensverlust in die Zukunftsfähigkeit Großbritanniens kommen und das britische Pfund in einen längeren Abwertungstrend eintreten sollte, wäre mit negativen Folgen für die Wirtschaft des Vereinigten Königreiches zu rechnen: In diesem Fall würden die Einkommen der britischen Konsumenten real an Kaufkraft verlieren und die Importe deutlich sinken. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt jedoch, dass vor allem die Reaktion der Unternehmen auf einen exogenen Schock das Ausmaß eines Wachstumseinbruchs determiniert. In der Regel reagieren die Unternehmen mit einer Reduktion ihrer Investitionsausgaben aufgrund der erhöhten Unsicherheit und eines erschwerten Zugangs zu Bankkrediten am schnellsten. Bei einem moderaten Schock beginnen sich die Unternehmensinvestitionen jedoch schon wieder ab dem dritten Quartal nach dem Ereignis zu erholen. Bei einem schweren Schock entlassen die Unternehmen zudem einen Teil ihrer Belegschaft, sodass neben den Investitionen die Konsumausgaben sinken. Derzeit spricht vieles dafür, dass der Ausgang des Brexit-Referendums als moderater Schock einzuordnen ist – vor allem die Stabilität der Finanzmärkte in der ersten Woche nach dem Nein der Briten zur EU. So beeinflussen sich die Finanzmärkte und die Realwirtschaft gegenseitig.

Dementsprechend haben wir unsere Wachstumsprognose für die Eurozone für 2017 von 1,5 % auf 1,0 % reduziert. In Großbritannien dürfte sich das Wirtschaftswachstum deutlich verlangsamen, wobei natürlich zu berücksichtigen ist, dass alle Prognosen derzeit noch sehr unsicher sind. Die EZB dürfte ihr Wertpapierkaufprogramm (Quantitative Easing – QE) über März 2017 hinaus bis September 2017 verlängern, und die Bank von England ihren Leitzins senken und sogar ein neues QE-Programm auflegen.

Konjunktur USA: Nur vorübergehende Schwäche am US-Arbeitsmarkt

Zwar dürften die Schockwellen des Brexit-Referendums die US-Wirtschaft nur geringfügig treffen, trotzdem wird die US-Notenbank in den kommenden Monaten erst die möglichen Folgen für die US-Wirtschaft abwarten wollen, bis sie eine weitere Leitzinserhöhung beschließt. Darüber hinaus verlangsamte sich das US-Beschäftigungswachstum in den vergangenen Monaten merklich, was sich laut US-Notenbank als erstes Anzeichen für eine sich abkühlende Konjunktur interpretieren lässt – falls dieser Trend sich fortsetzen sollte. Ein Frühindikator für das Beschäftigungswachstum sind die Gewinne der Unternehmen, die im vierten Quartal 2015 um 11,5 % gegenüber dem Vorjahr sanken. Insbesondere Rohstoffunternehmen meldeten herbe Gewinneinbußen. Da die Unternehmensgewinne im ersten Quartal 2016 aber wieder um 1,8 % zum Vorquartal stiegen, reduzierte sich der Rückgang der Unternehmensgewinne auf nur noch 4,3 % gegenüber dem Vorjahr. Das sich voraussichtlich auf etwa 2,5 % beschleunigende Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal spricht dafür, dass die Unternehmensgewinne im Jahresvergleich schon bald wieder auf positives Terrain zurückkehren werden.

Im Zuge dessen dürfte sich die Schwäche am Arbeitsmarkt nur als vorübergehende Delle erweisen. Nur im Falle überraschend starker Ansteckungseffekte des Brexit-Votums auf die US-Wirtschaft sehen wir eine gewisse Wahrscheinlichkeit für Leitzinssenkungen und für ein weiteres Wertpapierkaufprogramm: QE4. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass die US-Notenbank nach einer längeren Pause den Leitzins im Jahr 2017 in mindestens zwei Schritten anheben wird. Die Finanzmarktakteure sind dagegen deutlich skeptischer und erwarten die nächste Leitzinserhöhung der US-Notenbank erst für Mitte 2018, obwohl die Inflation im Umfeld einer anhaltend fallenden Arbeitslosenquote tendenziell weiter moderat steigen dürfte. Dies wäre ein klares Signal der US-Notenbanker, dass sie bereit sind, ein gewisses Überschießen der Preissteigerung über ihr ursprüngliches Inflationsziel zu akzeptieren. Damit könnten sie nach unserer Einschätzung wahrscheinlich auch erreichen, dass sich die ungewöhnlich niedrigen Inflationserwartungen der Konsumenten und Finanzmarktakteure wieder auf normalen Niveaus einpendeln.

Konjunktur Asien: Japan neigt zur Schwäche, China stabilisiert sich

Die japanische Wirtschaft zeigte im zweiten Quartal erkennbare Schwächetendenzen. So sank der Einkaufsmangerindex der Industrie von 50,5 im ersten Quartal auf nur noch 47,9 im zweiten Quartal. Ein Grund dafür war, dass der japanische Yen seit Jahresanfang um mehr als 15 % an Wert gegenüber den Währungen der Haupthandelspartner gewonnen hat. Die Aufwertung des japanischen Yen wurde noch dadurch beschleunigt, dass die Bank von Japan auf ihren Notenbanksitzungen am 27. April und am 15. Juni jeweils keine neuen Schritte in ihrer Geldpolitik beschloss und damit die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer enttäuschte.

Die hohe Unsicherheit nach dem Brexit-Votum der Briten und der starke Yen sprechen dafür, dass die Bank von Japan auf ihrer Sitzung am 29. Juli weitere Schritte beschließen wird. Die Bank von Japan muss dabei neue Wege gehen, um mit ihrer Geldpolitik nicht nur wie bisher die Liquidität im Bankensystem und die Kurse an den Finanzmärkten beeinflussen zu können, sondern auch direkte Effekte auf die Realwirtschaft zu erreichen. Idealerweise würde die japanische Zentralbank einen moderaten fiskalischen Stimulus mit der Notenpresse finanzieren. Wahrscheinlich wird die Realität dem sehr nahe kommen, da die japanische Regierung im dritten Quartal ein Konjunkturpaket schnüren und die Bank von Japan beschließen dürfte, ihre Wertpapierkäufe auszuweiten. Vertreter der Regierungspartei haben schon konkrete Vorschläge für ein Konjunkturprogramm von etwa 200 Mrd. USD unterbreitet.

Chinas Wirtschaft zeigte erste Stabilisierungstendenzen im zweiten Quartal. So pendelten sich die Devisenreserven zwischen Februar und Mai bei 3,2 Bio. USD ein, womit der seit Juni 2014 anhaltende Abwärtstrend gestoppt wurde. Stabile Devisenreserven ermöglichen es der chinesischen Regierung, die Wirtschaft mit geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen zu stimulieren, ohne die chinesische Währung unter starken Abwärtsdruck zu setzen. Seit Jahresanfang hat der Yuan nur um etwa 2,5 % gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Auch die Konjunkturdaten fielen gemischt aus. Der Konsum und die staatlichen Infrastrukturausgaben entwickelten sich positiv, während sich der Anstieg bei den Investitionsausgaben der Unternehmen deutlich verlangsamte. Hier scheinen vor allem die Schritte der Regierung zum Abbau von Überkapazitäten zu greifen: Die Regierung hatte den Banken untersagt, Investitionsprojekte in Sektoren mit Überkapazitäten zu finanzieren. Geringere Überkapazitäten erhöhen die Preissetzungskraft der verbliebenen Unternehmen, wie der Anstieg der Erzeugerpreis-inflation von -5,9 % im Dezember 2015 auf nur noch -2,8 % im Mai 2016 zeigt.

Insgesamt scheint das Risiko einer harten Landung von Chinas Wirtschaft infolge der antizyklischen Schritte der Regierung geringer geworden zu sein. Die Wirtschaft im Reich der Mitte ist damit wieder auf einen nur noch moderat abfallenden Wachstumspfad zurückgekehrt.

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.