

Ist die Eurozone in einer Liquiditätsfalle? Enttäuschende Wirtschaftsdaten und sinkende Inflationsraten erfordern monetären Stimulus

Europäische Zentralbank (EZB) unter Handlungsdruck

Die erste Schätzung der Einkaufsmanagerindizes in der Eurozone und der ifo-Index enttäuschten im April auf ganzer Linie und zeigten deutliche Schwächetendenzen. In diesem Umfeld sprachen immer mehr Mitglieder des EZB-Rats über steigende Abwärtsrisiken für die Wirtschaft der Eurozone. Vor diesem Hintergrund erscheint eine Leitzinssenkung der EZB (Donnerstag) von 0,75 % auf 0,5 % sehr wahrscheinlich. Leider werden von einer Leitzinssenkung kaum expansive Impulse ausgehen, da Geldmarktzinsen wie beim EONIA schon bei 0,08 % liegen und kaum mehr Spielraum nach unten haben. Die Leitzinssenkung wird nur die Zinskosten der Banken in den Ländern an der Peripherie der Eurozone für die EZB-Kredite reduzieren. Die EZB müsste eigentlich mit ihren Maßnahmen dafür sorgen, dass sich die Kreditversorgung von kleineren und mittleren Unternehmen wieder nachhaltig verbessert. Leider hat die EZB kaum Möglichkeiten, direkt die Lage für die kleineren und mittleren Unternehmen zu verbessern, sondern nur indirekt und in Zusammenarbeit mit der Fiskalpolitik. So könnte beispielsweise die Europäische Investitionsbank mithilfe der EZB in Zukunft eine größere Rolle bei staatlichen Kreditprogrammen in der Eurozone spielen. Es wäre daher

sehr wünschenswert, dass EZB-Präsident Draghi in der Pressekonferenz über Überlegungen und einen möglichen Beitrag der EZB zu einem europäischen Kreditprogramm berichtet. Ansonsten könnte der Eindruck entstehen, dass der EZB die Instrumente ausgegangen sind, die die Wirtschaft zu stimulieren. Ängste vor einer Liquiditätsfalle in der Eurozone könnten dadurch geweckt werden – umso mehr, als die Inflation in den kommenden Monaten aufgrund der sinkenden Rohstoffpreise deutlich fallen wird. Schon im April dürfte die Inflation in der Eurozone (Dienstag) laut der ersten Schätzung von Eurostat auf nur noch 1,5 % gefallen sein.

Auch macht sich zunehmend eine Sparmüdigkeit unter der Bevölkerung in vielen europäischen Ländern breit. Die EU-Kommission kommt dem entgegen, indem sie den europäischen Ländern längere Zeit als ursprünglich vereinbart einräumt, um die Konsolidierungsziele zu erreichen. So verkündete die spanische Regierung heute, erst im Jahr 2016 – und damit zwei Jahre später als vereinbart – das Haushaltsdefizit unter die Marke von 3 % drücken zu können. Damit wird der voraussichtliche Schuldenhöchststand für viele Länder um teilweise mehrere Jahre nach hinten verschoben. Ohne Zweifel drohen vor diesem Hintergrund bald wieder Herabstu-

fungeren der Ratingagenturen. Dabei könnte Spanien das Investmentgrade-Rating verlieren und dadurch gezwungen werden, unter den Rettungsschirm zu flüchten. Trotz aller Risiken für die Eurozone ist die Frage nach den Konjunkturrisiken nach unserer Einschätzung noch ungeklärt. So stiegen beim ifo-Index im April die Exporterwartungen deutscher Unternehmen, während die Baubranche deutliche Rückgänge verzeichnete. Die Schwäche der Baubranche dürfte jedoch vor allem auf den Kälteeinbruch zurückzuführen und daher nur temporär sein, während die gestiegenen Exporterwartungen ein sehr positives Konjunktursignal sind. Wir rechnen daher damit, dass sich die Konjunkturdaten im Mai verbessern werden, und sehen die Schwäche im März und April als nur wetterbedingt an. Damit dürften sich auch die Ängste vor einer Liquiditätsfalle als übertrieben erweisen. Trotzdem werden die in der kommenden Woche publizierten Daten aus der Eurozone die Investoren noch enttäuschen: Also sind Rückgänge beim Economic Sentiment (Montag) und beim Einkaufsmanagerindex (Mittwoch) zu erwarten.

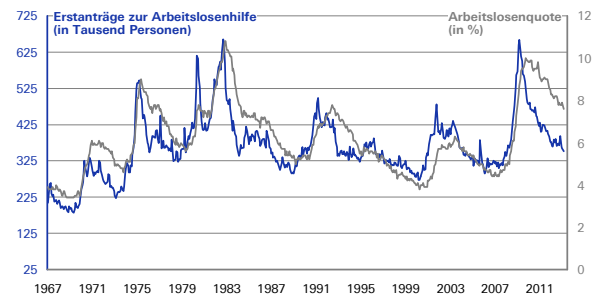
Kapitalmarktausblick KW 18

Freitag, 26. April 2013

US-Wirtschaft zuletzt mit Schwächetendenzen

Die Wirtschaftsdaten aus den USA fielen zuletzt wenig überzeugend aus. Bisher spricht vieles dafür, dass die US-Wirtschaft nach einem starken ersten Quartal im zweiten Quartal nur eine Verschnaufpause einlegt. So zeigen die aktuellen Daten sowohl ein anhaltend steigendes Kreditangebot als auch eine dynamisch sich entwickelnde Kreditnachfrage. Die USA sind damit weit entfernt von einer Liquiditätsfalle, und die lockere Geldpolitik kann ohne Zweifel die Wirtschaft stimulieren – umso mehr, als sich in vielen Segmenten der US-Wirtschaft eine hohe Nachfrage aufgestaut hat. So liegt das Durchschnittsalter aller US-amerikanischen Autos mit elf Jahren so hoch wie nie zuvor. Trotzdem wird die Verschnaufpause der Wirtschaft Spuren in den Konjunkturdaten hinterlassen haben. Die Ausgaben der privaten Haushalte (Montag), der ISM-Index (Mittwoch) und der ISM-Index für den Dienstleistungssektor (Freitag) dürften durch die Bank gefallen sein. Der Arbeitsmarktbericht (Freitag) dürfte sehr interessant werden, da sich die Arbeitslosenquote entgegen den Erwartungen weiter von 7,6 % auf 7,5 % reduziert haben dürfte.

Arbeitslosenquote in den USA dürfte in den kommenden Monaten fallen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: März 2013

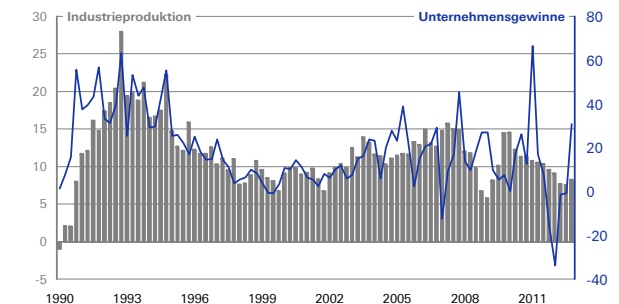
In diesem Umfeld wird die US-Notenbank (Mittwoch) abwarten, also keine neuen Schritte beschließen. Vielleicht könnte US-Notenbankpräsident Bernanke in der Pressekonferenz Klarheit darüber schaffen, unter welchen Bedingungen die Federal Reserve das Kaufprogramm für Staats- und Hypothekenanleihen beenden wird.

China mit stabilem Ausblick

Das chinesische Politbüro sieht laut einer Presseerklärung das Wirtschaftswachstum von 7,7 % im ersten Quartal als angemessen an. Die chinesische Führung dürfte vor diesem Hintergrund erst bei einer merklich schwächeren Konjunktur ein neues Stimulusprogramm beschließen. Neue Stimuli sind derzeit unseres Erachtens sowieso nicht notwendig, weil die Wirtschaftsindi-

katoren für ein stabiles Wirtschaftswachstum von etwa 8 % sprechen. Insbesondere die sich erholenden Unternehmensgewinne werten wir als positives Konjunktur-signal.

Sich erholende Unternehmensgewinne stabilisieren Aufschwung in China in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler, Stand: Dezember 2012

So dürfte auch der Einkaufsmanagerindex (Mittwoch) von 50,9 im März auf über 51 im April gestiegen sein. Große Sorgen macht sich das Politbüro über die Finanzen der lokalen Regierungen und über das rapide Kreditwachstum, sodass die chinesische Führung sehr wahrscheinlich neue Schritte beschließen wird, um das sogenannte Schattenbanksystem einzudämmen.

Kapitalmarktausblick KW 18

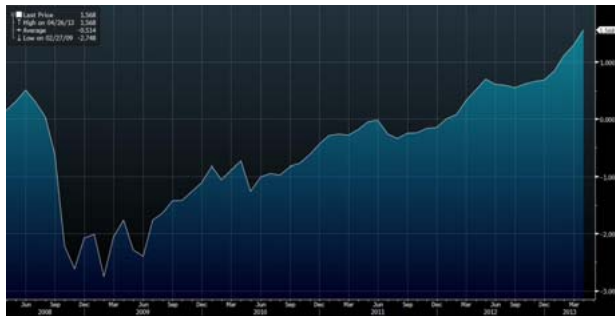
Freitag, 26. April 2013

Japan: Erste Folge der Abenomics sichtbar

Die psychologischen Effekte von substantziellen Kurswechseln in der Wirtschaftspolitik sollten niemals unterschätzt werden. So sind die Inflationserwartungen am japanischen Rentenmarkt in den vergangenen Monaten in die Höhe geschossen und liegen derzeit bei knapp 1,6 %.

Inflationserwartungen in Japan liegen schon nahe dem Inflationsziel von 2 %

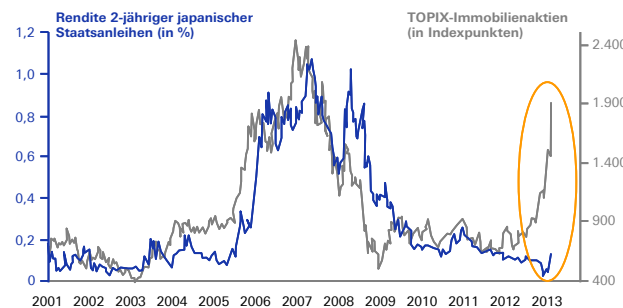
Break-even-Inflationsrate für 6-jährige Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, Stand: 26. April 2013

Demersprechend sind die Ex-ante-Realzinsen gefallen, was erfahrungsgemäß den Immobilienmarkt stimuliert. Gemäß der Erwartung vieler Investoren, dass sich der japanische Immobilienmarkt erholen wird, sind die Aktienurse von Immobilienunternehmen in Japan bereits kräftig gestiegen.

Die deutlich ins Minus gerutschten Ex-ante-Realzinsen stimulieren den Immobilienmarkt

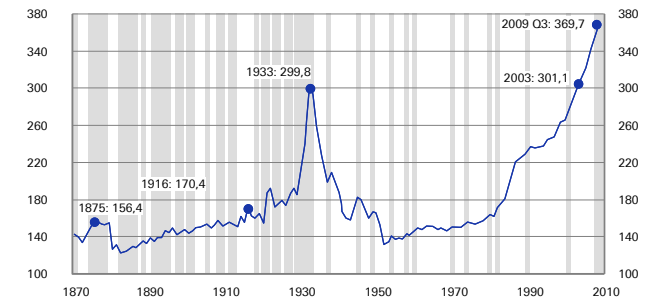


Quellen: BoFA Merrill Lynch, Bloomberg, Stand: April 2013

Spezialthema: Vermögenspreisblase noch nicht bereinigt

Am Beispiel der öffentlichen und privaten Verschuldung in den USA kann man sehr interessante Rückschlüsse auf die aktuelle Lage ziehen. Schon 1933 erreichte die Verschuldung einen Höchststand von knapp 300 % des BIP. Dies war jedoch nur eine Folge des Kollapses des nominalen BIP in der Großen Depression, die Verschuldung an sich stieg damals nicht.

Außergewöhnliche Verschuldungsdynamik in den Industrienationen seit den 1980er-Jahren Beispiel: Öffentliche und private Verschuldung in den USA (in % des BIP)



Quellen: Bureau of Economic Analysts, Federal Reserve, Census Bureau: Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970 through Q3 2009

Als sich das nominale BIP wieder erholte, sank die Verschuldung sehr schnell wieder auf das Vorkrisenniveau. Vor diesem Hintergrund ist der Anstieg der Verschuldung seit den 1980er-Jahren umso bemerkenswerter, da es dafür keinen Vergleich in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte gibt. Auch in den 1920er-Jahren sprachen Historiker von einem Kreditboom, mit dem jedoch hauptsächlich Transaktionen in der Realwirtschaft finanziert wurden. So stiegen die Verschuldung und das nominale BIP gleichermaßen, sodass per saldo der Verschuldungsquotient konstant blieb. Aufgrund der damals sehr hohen Produktivität hatte der Kreditboom keine inflationären Folgen.

Kapitalmarktausblick KW 18

Freitag, 26. April 2013

Auch ist seit den 1980er-Jahren ein Kreditboom zu beobachten. Kredite wurden jedoch nicht aufgenommen, um Transaktionen in der Realwirtschaft zu finanzieren, sondern um Vermögenswerte zu kaufen. Das Resultat ist eine anhaltende Vermögenspreisinflation. In den 1980er-Jahren wurden High-Yield-Anleihen erfunden, um riskante Unternehmensübernahmen zu finanzieren, und es bildete sich in den USA eine Immobilienpreisblase. Eine natürliche Korrektur der Übertreibungen durch den Aktienmarktcrash 1987 und die Krise am US-amerikanischen Immobilienmarkt wurde durch wirtschaftspolitische Maßnahmen verhindert, und die geschaffene Überschussliquidität verblieb somit in den Finanzmärkten. In den 1990er-Jahren floss die Liquidität in die Schwellenländer und in den Aktienmarkt. Auch traten zunehmend Hedgefonds auf, die mit einem hohen Leverage in die Rentenmärkte investierten und damit auch wieder neue Schulden aufnahmen. In den Jahren zwischen 2000 und 2010 bildete sich eine weltweite Immobilienpreisblase.

Die Wirtschaftspolitik sah in der steigenden Verschuldung kein Warnsignal, da in der vorherrschenden Wirtschaftstheorie nur eine kreditfinanzierte Überhitzung der Konjunktur mit entsprechenden Auswirkungen auf die Inflation vorkommt und Vermögenspreisblasen aufgrund der unterstellten Rationalität der Finanzmarktteilnehmer bisher als ein Ding der Unmöglichkeit angenommen wurden.

Die umfassenden Rettungsschritte nach dem Kollaps von Lehman Brothers haben das Finanzsystem und die Realwirtschaft erfolgreich stabilisiert – allerdings mit dem Nebeneffekt, dass die in den vergangenen 30 Jahren geschaffene immense Überschussliquidität weiter im Finanzsystem blieb und neue Vermögenspreisblasen schuf. Ein Blick auf die historisch niedrigen Renditen von Staatsanleihen in einem Umfeld mit sich zunehmend verschlechternden Fundamentaldaten zeigt, dass die Überschussliquidität überwiegend in die Rentenmärkte als gefühlter sicherer Hafen geflossen ist. Unter welchen Voraussetzungen sich die aktuelle Vermögenspreisblase korrigieren lässt und welches Szenario dabei am wahrscheinlichsten ist, wird Thema des nächsten Wochen-ausblicks sein. Fortsetzung folgt.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Kapitalmarktausblick KW 18

Freitag, 26. April 2013

14,32	4217,03	▼	883,76	9,8%	55,84	POM	1945,65	9376,51	0,00	256,07	9376,51	▼	531,35	6,4%	24,51	POW	1945,65	9376,51	0,00	256,07	9376,51	▼	531,35	6,4%
2,55	1003,74	▲	290,33	8,5%	81,41	RAS	2833,08	7091,48	0,00	93,86	7091,48	▲	85,22	9,8%	55,84	RAS	2833,08	7091,48	0,00	93,86	7091,48	▲	85,22	9,8%
18,20	2491,17	▲	17,26	4,3%	38,74	SAN	4612,71	9178,72	0,00	388,21	9178,72	▲	683,76	8,5%	81,41	SAN	4612,71	9178,72	0,00	388,21	9178,72	▲	683,76	8,5%
49,04	3169,31	▼	4,17	0,5%	0,00	TAF	2498,93	8043,12	0,00	173,98	8043,12	▼	290,33	7,2%	38,74	TAF	2498,93	8043,12	0,00	173,98	8043,12	▼	290,33	7,2%
0,71	1428,78	▶	20,21	11,2%	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73	14,32	4217,03	▲	17,26	4,3%	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73	14,32	4217,03	▲	17,26	4,3%
23,54	2093,10	▲	44,09	16,4%	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31	2,55	1003,74	▲	4,17	0,5%	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31	2,55	1003,74	▲	4,17	0,5%
7,22	7581,09	▼	2,56	1,2%	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64	18,20	2491,17	▼	20,21	11,2%	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64	18,20	2491,17	▼	20,21	11,2%
10,45	3467,17	▼	14,71	4,4%	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59	49,04	3169,31	▶	44,09	16,4%	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59	49,04	3169,31	▶	44,09	16,4%
33,09	2012,94	▼	3,90	0,2%	0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05	0,71	1428,78	▼	2,56	1,2%	0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05	0,71	1428,78	▼	2,56	1,2%
29,44	2194,71	▲	63,75	13,4%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81	23,54	2093,10	▲	14,71	4,4%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81	23,54	2093,10	▲	14,71	4,4%
			16,38	7,8%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62	7,22	7581,09	▼	3,90	0,2%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62	7,22	7581,09	▼	3,90	0,2%
			33,51	11,6%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45	10,45	3467,17	▼	63,75	13,4%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45	10,45	3467,17	▼	63,75	13,4%
					0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76	33,09	2012,94	▼	16,38	7,8%	0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76	33,09	2012,94	▼	16,38	7,8%
					0,00	CHE	29518,30	2194,71	31,65	29,44	2194,71	▲	33,51	11,6%	0,00	CHE	29518,30	2194,71	31,65	29,44	2194,71	▲	33,51	11,6%

Metzler Asset Management

Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38
60605 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 14 14

www.metzler-fonds.com

Grundsätzliche 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. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des gültigen Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des gültigen Jahres- und Halbjahresberichts sowie der wesentlichen Anlegerinformationen (KID). Vergangene Werte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeiten hat. 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.