

Weltwirtschaft startet dynamisch ins neue Jahr

Gute Konjunkturdaten aus den großen Volkswirtschaften

USA und Europa im Aufschwung

Die US-Wirtschaft und die Wirtschaft der Eurozone sind mit guten Konjunkturdaten ins Jahr gestartet, die eine Beschleunigung der Wachstumsdynamik in den kommenden Monaten signalisieren. Der Hintergrund dafür sind die deutlich geringeren staatlichen Sparanstrengungen auf beiden Seiten des Atlantiks sowie ein wieder expandierender privater Sektor. Dementsprechend dürfte die Industrieproduktion in der Eurozone (Dienstag) im November um 1,5 % gegenüber dem Vormonat gestiegen sein und die Industrieproduktion in den USA (Freitag) um etwa 0,4 % im Dezember gegenüber dem Vormonat. Auch die US-Einzelhandelsumsätze (Dienstag) dürften im Dezember mit einem Zuwachs von etwa 0,2 % im Monatsvergleich gegläntzt haben und damit eine anhaltend hohe Konsumdynamik in den USA widerspiegeln.

Auch dürften der Empire State Index (Mittwoch) und der Philadelphia Fed Index (Donnerstag) in den USA moderat gestiegen sein. Beide Indikatoren sind zwar die ersten Datenpunkte im Januar, haben jedoch in der Vergangenheit nur geringe Prognoseeigenschaften für den Konjunkturverlauf gezeigt.

Der Wohnimmobilienmarkt zeigte sich bisher resistent gegen den Anstieg der Hypothekenzinsen. In den vergangenen Wochen zeigten die Frühindikatoren jedoch ein sehr uneinheitliches Bild. Daher werden der NAHB-Baugeschäftsklimaindex (Donnerstag), die Neubaubeginne und die Baugenehmigungen (Freitag) mit Spannung erwartet.

Niedrige Inflation trotz umfangreichem Gelddrucken der Zentralbanken

Die US-Notenbank dürfte im vierten Quartal dieses Jahres das Wertpapierkaufprogramm beenden. Insgesamt dürfte sich damit die Bilanz der US-Notenbank von 890 Mrd. USD im Jahr 2007 auf dann etwa 4,5 Billionen USD etwa verfünffachen. Die US-Notenbank finanzierte mit dem umfangreichen Kauf von Staatsanleihen den US-Staat und erleichterte die Finanzierung der US-Staatsschulden. In der Vergangenheit verursachte eine Staatsfinanzierung durch die Zentralbank in der Regel eine Beschleunigung der Inflation.

In den USA dürfte die Inflation (Donnerstag) im Dezember jedoch nur bei 1,5 % gelegen haben und in der Eurozone (Donnerstag) sogar nur bei 0,8 %. In der Eurozone ist die niedrige Inflation zu einem gewissen Grad

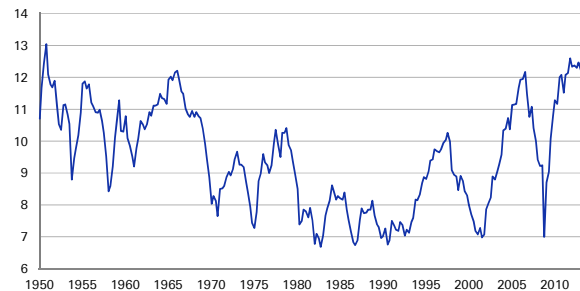
durch die lange Rezession und durch die fallende Kreditvergabe erklärbar. Schon in Japan signalisierte Anfang der 1990er Jahre eine fallende Kreditvergabe erhöhte Deflationsrisiken.

Die Hintergründe für die niedrige Inflation in den USA sind jedoch deutlich komplexer und hängen mit dem unnatürlichen Verhalten des US-Unternehmenssektors zusammen. So gehören eigentlich die Unternehmensgewinne zu den wichtigen konjunkturellen Frühindikatoren. Eine hohe Gewinnmarge eines Unternehmens schafft beispielsweise den Anreiz für das Unternehmen, die Investitionsausgaben deutlich zu erhöhen, oder für Konkurrenten, in den Markt des überdurchschnittlich profitablen Unternehmens einzutreten. Infolge der gestiegenen Investitionen werden Arbeitsplätze geschaffen und die Löhne steigen. Damit sinken die Gewinnmargen wieder und der Investitionsanreiz geht zurück. Die Gewinnmarge ist vor diesem Hintergrund zyklisch und signalisiert frühzeitig das Investitionsverhalten der Unternehmen. In den USA befindet sich die gesamtwirtschaftliche Gewinnmarge derzeit nahezu auf dem höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg.

Kapitalmarktausblick KW 3

Freitag, 10. Januar 2014

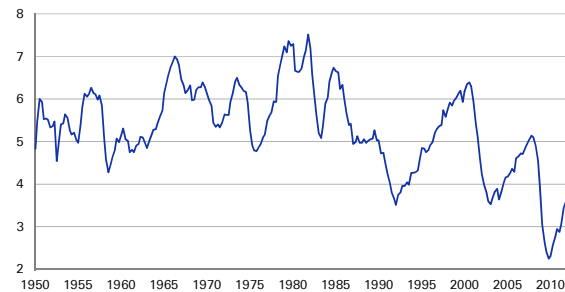
Gesamtwirtschaftliche Gewinnmarge der US-Unternehmen auf historischem Höchststand Unternehmensgewinne in % des BIP



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand Q3 2013

Dementsprechend müsste es eigentlich einen Investitionsboom in den USA geben mit einem sehr kräftigem Beschäftigungsaufbau und Lohndruck. Tatsächlich sind die Investitionsausgaben abzüglich der Abschreibungen (Kapitalverzehr) nahe historischer Tiefstände.

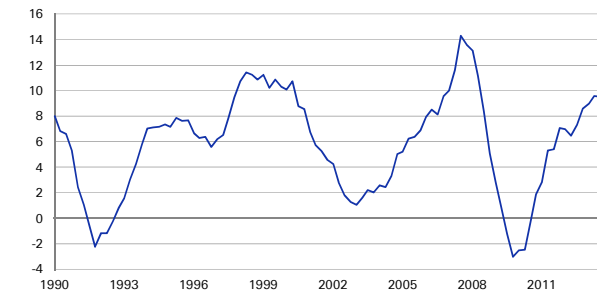
Die Nettoinvestitionsausgaben der US-Unternehmen sind nahe historischer Tiefstände Investitionsausgaben abzüglich Abschreibungen in % des BIP



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand Q3 2013

Die Investitionsschwäche der US-Unternehmen ist keine Folge der Finanzmarktkrise und des erschwerten Zugangs zu Krediten. Ganz im Gegenteil konnte sich die Kreditaufnahme der Unternehmen bei den Banken und am Kapitalmarkt in den vergangenen Quartalen wieder normalisieren.

Normalisierung der Kreditaufnahme der US-Unternehmen bei Banken und am Kapitalmarkt Kreditaufnahme des US-Unternehmenssektors in % ggü. Vj.



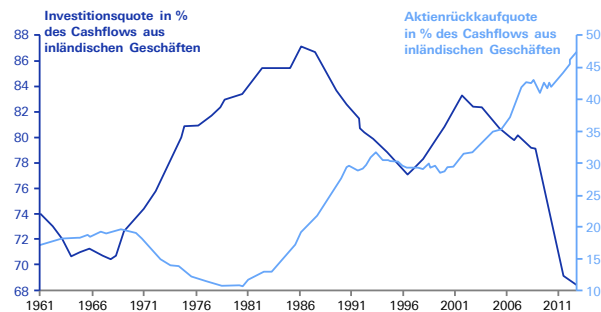
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand Q3 2013

Die Unternehmen nutzen die „billigen Kredite“ jedoch nicht, um Investitionsausgaben zu finanzieren, sondern um Aktien zurückzukaufen.

Kapitalmarktausblick KW 3

Freitag, 10. Januar 2014

US-Unternehmen verwenden ihren Cashflow und die Kreditaufnahme verstärkt für den Rückkauf von Aktien



Quelle: Andrew Smithers: The Road to Recovery

Die kreditfinanzierten Aktienrückkäufe der Unternehmen sind ein Grund dafür, dass die lockere Geldpolitik der US-Notenbank zu einer Vermögenspreisinflation führt – jedoch nicht zu einer Konsumentenpreisinflation, da die realwirtschaftlichen Investitionsausgaben ausbleiben.

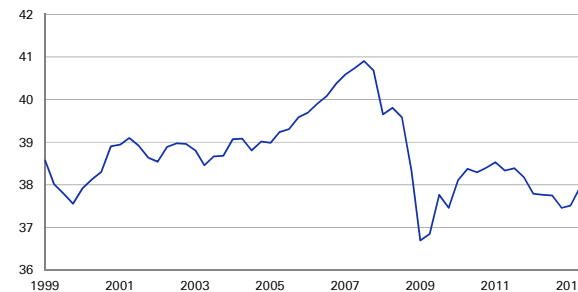
Der Grund für das Verhalten der Unternehmen und für das Ausbleiben der realwirtschaftlichen Anpassungsmechanismen ist unklar. Eine Erklärung könnte eine Monopolisierung der US-Wirtschaft sein, für die es jedoch kaum Anhaltspunkte gibt. Ein weitere Erklärung könnte die Bonuskultur in den USA sein: Um einen hohen Bonus zu bekommen, hat die Unternehmensleitung einen großen Anreiz, den Aktienkurs kurzfristig nach oben zu treiben. Diese Entwicklungen könnten die sehr hohe Bewertung des US-Aktienmarktes erklären. Unter lang-

fristigen Gesichtspunkten erscheint der US-Aktienmarkt vor diesem Hintergrund unattraktiv. Zumal der Kapitalstock aufgrund der geringen Investitionen kaum noch steigt und es in einem Umfeld steigender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage sehr schnell zu Kapazitätsengpässen kommen kann. Die Folge wäre, dass eine Beschleunigung der Inflation – zwar später – aber doch noch kommt.

In der Eurozone sind die Gewinnmargen immer noch leicht unterdurchschnittlich. Daher ist es auch nicht verwunderlich, dass sich die Unternehmen mit neuen Investitionen eher zurückhalten. Grundsätzlich ist das unnatürliche Verhalten der US-Unternehmen bisher in der Eurozone noch nicht zu beobachten.

Die gesamtwirtschaftliche Gewinnmarge in der Eurozone ist immer noch leicht unterdurchschnittlich

Unternehmensgewinne in % des BIP



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand Q3 2013

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk

Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Kapitalmarktausblick KW 3

Freitag, 10. Januar 2014

14,32	4217,03	▼	8,5%	55,84	POM	1945,65	9376,51	0,00	256,07	9376,51	▲	531,35	-6,1%	24,51	POW	1945,65	9376,51	0,00
2,55	1003,74	▲	7,2%	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
18,20	2491,17	▲	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
49,04	3169,31	▼	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
0,71	1428,78	▶	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
23,54	2093,10	▼	0,0%	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
7,22	7581,09	▲	16,4%	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
10,45	3467,17	▼	1,2%	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
33,09	2012,94	▲	0,0%	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
29,44	2194,71	▲	0,0%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81	7,22	2093,10	▲	14,71	4,4%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81
			0,2%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62	10,45	7581,09	▼	3,90	0,2%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62
			13,4%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45	33,09	3467,17	▼	63,75	13,4%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45
			7,8%	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
			11,6%	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

Metzler Asset Management

Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38
60605 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 13 50

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.