

Metzler: Licht und Schatten in den Schwellenländern

Renditechancen – aber auch neue Anfälligkeiten für Krisen

Eine recht ruhige Woche steht an

In der kommenden Woche wird die Industrieproduktion im Februar in mehreren europäischen Ländern veröffentlicht, und zwar in Deutschland (Montag), Spanien (Montag), Großbritannien (Dienstag), Frankreich (Donnerstag) und Italien (Donnerstag). Insgesamt dürfte die Produktion in den meisten Ländern solide und im Einklang mit den durchaus optimistischen Ergebnissen der Unternehmensumfragen gestiegen sein. Damit dürften die Daten zur Industrieproduktion eine erfreuliche Wachstumsbeschleunigung in Europa im ersten Quartal signalisieren.

Die Bank of England (Donnerstag) müsste zwar infolge der zuletzt starken Konjunkturdaten langsam Leitzinserhöhungen vorbereiten, dürfte jedoch noch bis ins Jahr 2015 mit einem Zinsschritt warten, um keinen zu großen Abstand zur ersten Leitzinserhöhung der US-Notenbank zu haben. Ansonsten würde eine starke Aufwertung des britischen Pfunds drohen.

In den USA steht eine ruhige Woche an. Die „Daten-highlights“ sind die Erzeugerpreise und das Konsumentenvertrauen (beide Freitag). Darüber hinaus wird sich der Fokus auf das Protokoll der Fed-Sitzung vom 19. März richten und auf die Frage, wann die erste Leitzinserhöhung in den USA kommt. Wenn Richard Fischer, der Präsident der Federal Reserve Bank of Dallas, mit seiner Aussage den Konsensus innerhalb der Fed widerspiegelt, dass „QE 3“ im Oktober beendet sein wird, dann müsste eigentlich nach Aussage von Janet Yellen die erste Leitzinserhöhung im April 2015 kommen – sechs Monate nach dem Ende von „QE 3“.

Von den G20-Treffen der Finanzminister (Donnerstag) und dem Frühjahrestreffen der Weltbank und des Internationalen Währungsfonds (Freitag und Samstag) gehen erfahrungsgemäß kaum Impulse für die Finanzmärkte aus.

Die Basis der Kapitalmarktprognose

In der Vergangenheit gab es einen mehr oder weniger engen Zusammenhang zwischen dem Konjunkturzyklus und der Kursentwicklung am Renten- und Aktienmarkt. Dieser Zusammenhang ist seit den umfangreichen Liquiditätsmaßnahmen der großen Zentralbanken deutlich

schwächer geworden. So stiegen früher normalerweise die Aktienkurse nach der Veröffentlichung von starken Konjunkturdaten, während die Anleihekurse fielen; bei schwachen Konjunkturdaten kam es zu einer entgegengesetzten Entwicklung der Märkte. Die Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbanken haben jedoch maßgeblich dazu beigetragen, dass es kaum noch zu nennenswerten Kursverlusten kommt. Bei guten Konjunkturdaten steigen zwar die Aktienmärkte wie früher, die Anleihekurse sinken jedoch allenfalls geringfügig. Ebenso bei schwachen Konjunkturdaten: Die Anleihekurse steigen wie früher, die Aktienkurse sind dagegen oft stabil oder steigen sogar auch, da nach Lesart der Finanzmarktteilnehmer schwache Konjunkturdaten neue Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbanken auslösen könnten.

Vor diesem Hintergrund erscheint eine Prognose von steigenden Aktienkursen und gleichzeitig höheren Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen bis zum Jahresende 2014 mit der Datenlage nicht zu vereinbaren. Solange die Zentralbanken großzügig Liquidität bereitstellen und die Konjunkturdaten einen anhaltenden globalen Aufschwung signalisieren, ist nur ein Szenario mit steigenden Aktienmärkten und stabilen bis fallenden Renditen von Staatsanleihen mit dem aktuellen Finanzmarktumfeld konsistent.

Das Risiko für die Finanzmärkte kommt daher von einer unerwartet starken Beschleunigung der Inflation in den USA, da in diesem Falle die US-Notenbank schon viel früher als erwartet den Finanzmärkten die Liquidität entziehen müsste – mit der Folge, dass sowohl die Aktien- als auch die Anleihekurse fallen.

Schwellenländer mit Licht und Schatten

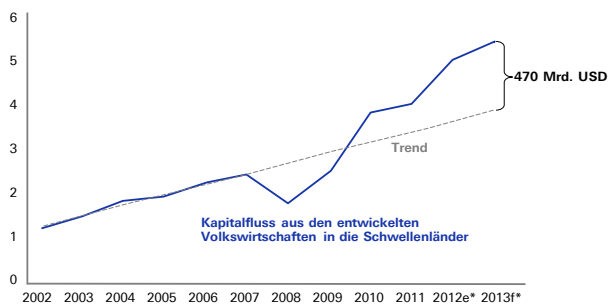
Die Turbulenzen an den Währungsmärkten der Schwellenländer in den vergangenen Monaten wurden zwar ausgelöst durch die Aussagen des damaligen US-Notenbankpräsidenten Ben Bernanke; die Heftigkeit der Marktreaktion war jedoch eine Folge übertrieben starker Kapitalzuflüsse aus den entwickelten Volkswirtschaften in den Schwellenländern.

Kapitalmarktausblick KW 15

Freitag, 4. April 2014

Exzessiver Kapitalfluss aus den entwickelten Volkswirtschaften in die höher rentierlichen Schwellenländer

in % des BIP der entwickelten Volkswirtschaften



* e = Erwartung, f = Vorhersage

Quellen: IWF Financial Stability Report, Berechnungen Metzler

Die obere Grafik basiert auf einer Analyse und auf Prognosen des Internationalen Währungsfonds und kann daher nur zur Erklärung der Vergangenheit und weniger zur Einschätzung zukünftiger Marktentwicklungen herangezogen werden. Einen zeitnahen Blick ermöglicht die Analyse der Zu- und Abflüsse in Schwellenländerfonds. Über viele Monate hinweg kam es laut BofA Merrill Lynch zu einem massiven Abfluss aus Schwellenländerfonds, der sogar vergleichbar mit der Finanzmarktkrise 2008 und der Schwellenländerkrise 1998 ist. Das könnte ein Signal dafür sein, dass die zuvor genannten exzessiven Kapitalflüsse weitestgehend abgebaut wurden.

Zuletzt kam es zu einer deutlichen Umkehr der Kapitalflüsse zurück in die entwickelten Volkswirtschaften



* Gleitender Durchschnitt über 4 Monate

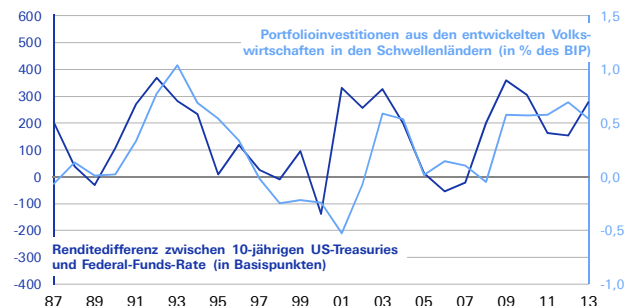
Anmerkung: indiziert (1. Januar 1995 = 100); Lipper von 1995–2003 EPFR seit 2003

Quellen: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, EPFR Global, Lipper

Ferner dürften im Jahresverlauf 2014 die Kapitalflüsse aus den entwickelten Volkswirtschaften in die Schwellenländer wieder merklich zunehmen. In der Vergangenheit gab es einen engen Zusammenhang zwischen der Ausrichtung der Geldpolitik der Fed und den Kapitalflüssen. In einem Umfeld einer sehr lockeren Geldpolitik und einer üppigen Liquiditätsversorgung durch die Zentralbank ist die Renditestrukturkurve in der Regel steil, da

die Marktteilnehmer aufgrund der stark stimulierenden Ausrichtung der Geldpolitik deutliche Leitzinserhöhungen in der Zukunft einpreisen. Erhöht die Fed den Leitzins, flacht sich die Renditestrukturkurve in der Regel ab und die Geldpolitik wird restriktiver. In einem Umfeld mit einer lockeren Geldpolitik und niedrigen Zinsen suchen Anleger oft Renditechancen im Ausland. Auch ist aufgrund der üppigen Liquidität die Kreditvergabebereitschaft der Banken aus den entwickelten Volkswirtschaften in die Schwellenländer hoch. Eine steile Renditestrukturkurve geht also meistens mit einem hohen Kapitalabfluss aus den entwickelten Volkswirtschaften in die Schwellenländer einher.

US-Geldpolitik beeinflusst maßgeblich die Portfolioinvestitionen in den Schwellenländern



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Stand: September 2013

Die derzeit steile Renditestrukturkurve in den USA spiegelt also eine sehr lockere Ausrichtung der Geldpolitik wider und schafft damit einen Anreiz, im Ausland höhere Renditen zu suchen. Dementsprechend dürften die Turbulenzen an den Währungsmärkten der Schwellenländer nur eine vorübergehende Korrektur vorhergegangener Übertreibungen gewesen sein. Die grundsätzlich lockere Ausrichtung der US-Geldpolitik dürfte jedoch bald wieder zu einer Rückkehr der Kapitalflüsse in die Schwellenländer führen.

Erst mehrere Leitzinserhöhungen in den USA und eine daraus folgende Abflachung der Renditestrukturkurve dürften eine nachhaltigere Währungsschwäche und stärkere Kursverluste an den Aktien- und Rentenmärkten der Schwellenländer verursachen, zumal viele Unternehmen in den Schwellenländern die derzeit niedrigen Zinsen in den USA zu Carry-Trades nutzen. Teilweise gründen die Unternehmen sogar außerbilanzielle Zweckgesellschaften, die in internationalen Finanzzentren agieren. Diese Zweckgesellschaften emittieren US-Dollar-Anleihen zu niedrigen Zinsen und legen den Erlös bei den Banken im Land des jeweiligen Mutterunternehmens an. Die Schulden tauchen nicht in der Unternehmensbilanz auf, und die Zweckgesellschaft über-

weist jedes Jahr den Ertrag des Carry-Trades an das Mutterunternehmen, das dadurch einen höheren Gewinn ausweisen kann. Dabei erinnert vieles an die Zweckgesellschaften, die die Immobilienblase in den USA finanzierten. Sollten die Leitzinsen in den USA nachhaltig und deutlich steigen, müssten die Unternehmen der Schwellenländer Gelder vom heimischen Bankensystem abziehen, um ihre US-Dollar-Schulden zu begleichen. Daraus könnten sich Liquiditätsprobleme im Bankensystem des betroffenen Schwellenlandes entwickeln und Panikkäufe von US-Dollars.

Aufgrund der in diesem Bereich noch sehr dünnen Datelage können die geschilderten grundsätzlichen Zusammenhänge zwar aufgezeigt aber noch nicht durch umfangreiches Zahlenmaterial belegt werden. Insgesamt sprechen das Umfeld und die damit verbundene Unsicherheit jedoch dafür, bei Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern größte Vorsicht walten zu lassen, auch wenn es bis zu einer merklichen Abflachung der Renditestrukturkurve in den USA voraussichtlich noch zwei bis drei Jahre dauern wird.

Insgesamt ergeben sich durch die zu erwartende Wiederkehr der Kapitalflüsse aus den entwickelten Volkswirtschaften in die Schwellenländer Kurschancen. Dabei sollten aber nicht die mittelfristigen Risiken einer steigenden Verschuldung im Unternehmenssektor der Schwellenländer unterschätzt werden.

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.