

Metzler: Globaler Aufschwung gewinnt an Dynamik US-Notenbank zunehmend im Zielkonflikt

Globale Konjunktur im Fokus

Die europäische Industrieproduktion (Donnerstag) dürfte im April mit einem Zuwachs von mehr als 0,5 % gegenüber dem Vormonat kräftig zugelegt haben. Der Aufschwung in der Eurozone gewinnt damit zunehmend an Breite und Dynamik.

In Großbritannien boomt die Wirtschaft dagegen schon seit Mitte vergangenen Jahres. Dementsprechend dürfte die Arbeitslosenquote (Mittwoch) von dem Hoch im Dezember 2011 von 8,4 % auf 6,7 % im April gefallen sein. Darüber hinaus ist auch hier mit einem merklichen Zuwachs der Industrieproduktion (Dienstag) zu rechnen.

In Japan dürften die wichtigen Auftragseingänge (Donnerstag) im April nach dem starken Wachstumsschub im März moderat sinken.

In China werden zahlreiche wichtige Daten, etwa zur Außenhandelsbilanz (Sonntag), zur Inflation (Dienstag), zur Kreditvergabe (Dienstag) sowie zu Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätzen (jeweils Freitag) veröffentlicht. Grundsätzlich ist das Umfeld für die chinesische Wirtschaft eher schwierig, da sich der Immobilienmarkt stark abgeschwächt hat und die notleidenden Kredite bei den Geschäftsbanken deutlich wachsen. Vor diesem Hintergrund dürften die Daten eher enttäuschen als positiv überraschen – mit Ausnahme der Exporte, die zunehmend vom Konjunkturaufschwung der entwickelten Volkswirtschaften profitieren dürften.

US-Notenbank gerät zunehmend in Zielkonflikt

Einerseits erfordert nach Einschätzung der Fed die Entwicklung der Realwirtschaft nach wie vor eine sehr akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik, andererseits ruft die Gefahr von Übertreibungen an den Finanzmärkten nach einer Straffung der Geldpolitik.

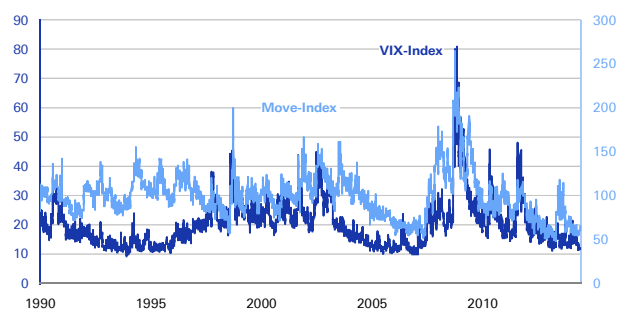
Der Wirtschaftsaufschwung gewinnt zwar mehr und mehr an Dynamik, wie unter anderem der Anstieg der Einzelhandelsumsätze (Donnerstag) im Mai um etwa 0,5 % zum Vormonat bestätigen dürfte, die Arbeitslosenquote liegt jedoch immer noch über dem von der Fed als angemessen betrachteten Niveau von 5,5 %.

Immerhin scheint die US-Inflation die Trendwende vollzogen zu haben und wieder nach oben zu tendieren. So dürften die Erzeugerpreise (Freitag) im Mai um 2,4 % gestiegen sein – nach 2,1 % im April.

Das Geschehen an den Finanzmärkten bereitet der Fed allerdings zunehmend Sorge. So warnten in den vergangenen Wochen immer wieder Mitglieder des Offenmarktausschusses vor einer Sorglosigkeit der Finanzmarktteilnehmer, die in impliziten Volatilitäten nahe historischen Tiefständen am Aktien- und Rentenmarkt ihren Ausdruck findet. Fed-Beobachter Hilsenrath, dem sehr enge Verbindungen zur Fed nachgesagt werden und der oft als inoffizielles Sprachrohr der Fed fungiert, schrieb zuletzt über die Sorgen der Fed um den zu großen Risikoappetit der Investoren.

Implizite Volatilitäten am US-Aktien- und Rentenmarkt nahe historischen Tiefständen

Indizes der impliziten Volatilität am US-Aktien- und Rentenmarkt



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 4.6.2014

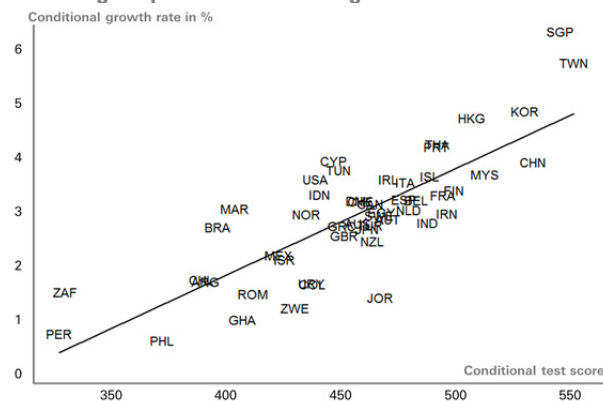
Die US-Notenbank gerät damit zunehmend in einen Zielkonflikt zwischen einer akkommodierenden und einer straffenden Geldpolitik. Sehr wahrscheinlich wird sie in den kommenden Monaten versuchen, zuerst mit verbalen Attacken und der Warnung vor regulatorischen Maßnahmen (macroprudential measures) die Finanzmarktteilnehmer aufzurütteln, um so wieder Volatilität an die Finanzmärkte zurückzubringen. Das wäre natürlich eine Gratwanderung für die Fed, da eine zu starke Warnung erhebliche Verwerfungen an den Finanzmärkten zur Folge haben und eine zu schwache Warnung einfach ignoriert werden könnte.

Langfristige Wachstumsperspektiven

Für Kapitalanleger spielen in der Regel langfristige Trends kaum eine Rolle in der Anlagestrategie, da an den schnelllebigen Finanzmärkten oft Keynes Credo gilt: „In the long run we are all dead.“ Nichtsdestotrotz kann es manchmal hilfreich sein, ein Gefühl für die langfristigen Wachstumsperspektiven einzelner Länder zu entwickeln.

In diesem Zusammenhang ist die Forschung von Ludger Wößmann, Professor am ifo-Institut München, von großem Interesse. Sein Fachgebiet ist die Bildungsökonomie. In einer Studie zeigte er, dass es einen sehr engen Zusammenhang zwischen den Fähigkeiten der Schüler und dem künftigen Wachstum des Einkommens pro Kopf eines Landes gibt. Die mathematischen Fähigkeiten der Schüler sind dabei der wichtigste Einflussfaktor für das Pro-Kopf-Einkommen. In einer Regression kann Professor Wößmann die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern beim Pro-Kopf-Einkommen (1960 bis 2000) zu nahe 75 % mit nur zwei Variablen erklären: dem Ausgangsniveau beim Pro-Kopf-Einkommen sowie den schulischen Fähigkeiten. Es ist sehr ungewöhnlich, dass nur zwei Faktoren einen so großen Erklärungsbeitrag liefern können.

Knowledge capital and economic growth

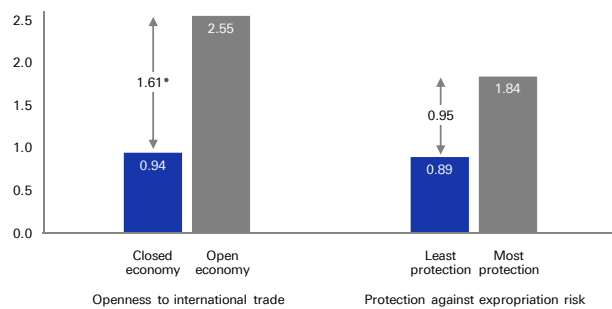


Added-variable plot of a regression of the average annual rate of growth (in percent) of real GDP per capita in 1960-2000 on average test scores on international student achievement tests, average years of schooling in 1960, and initial level of real GDP per capita in 1960 (mean of unconditional variables added to each axis)
Source: Hanushek/Woessmann (2014).

Addiert man zum Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens das Bevölkerungswachstum hinzu, ergibt sich das Wirtschaftswachstum. Darüber hinaus ist der positive Effekt gut ausgebildeter Schüler auf das Wirtschaftswachstum größer, je offener die Volkswirtschaft ist und je besser die Eigentumsrechte geschützt sind.

How the growth effect of knowledge capital varies with societal institutions

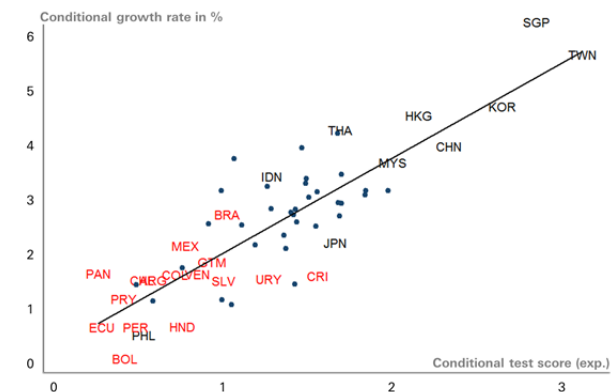
Estimated effect of test scores on growth



Estimated effect of average achievement test scores on the average annual rate of growth of real GDP per capita in 1960-2000, depending on the degree of openness to international trade and on the protection against expropriation risk of a country.
* Statistical significance at 5%
Source: Hanushek/Woessmann (2014)

Damit ist Professor Wößmann auch in der Lage, die enttäuschende Entwicklung der lateinamerikanischen Länder seit 1960 und den Wachstumserfolg der asiatischen Länder zu erklären:

Knowledge capital and economic growth: Latin America and East Asia



Added-variable plot of a regression of the average annual rate of growth (in percent) of real GDP per capita in 1960-2000 on average test scores (exponential) on international student achievement tests, average years of schooling in 1960, and initial level of real GDP per capita in 1960 (mean of unconditional variables added to each axis)
Source: Hanushek/Woessmann (2014)

Ein Blick auf den aktuellen Pisa-Test zeigt, dass die asiatischen Länder und vor allem China nach wie vor die vorderen Ränge belegen, die lateinamerikanischen Länder dagegen nach wie vor die hinteren. Die langfristigen Wachstumsperspektiven für Asien und insbesondere für China sind vor diesem Hintergrund unverändert sehr gut – auch wenn derzeit China mit einem merklichen Anstieg der Problemkredite zu kämpfen hat. Im

6. Juni 2014

Gegensatz dazu profitierte Lateinamerika in den vergangenen Jahren zwar vom Rohstoffboom, doch konnten die Schüler ihre Fähigkeiten nicht merklich verbessern, sodass in einem Umfeld fallender Rohstoffpreise die Wachstumsperspektiven nur als düster bezeichnet werden können.

Erfreulicherweise hat sich Deutschland in der Pisa-Tabelle kontinuierlich verbessert – damit sind die Aussichten beim Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens gut.

Asien hat die Nase beim Pisa-Mathematik-Test vorn

Mathematics			
	Mean score in PISA 2012	Share of low achievers in mathematics (below Level 2)	Share of top performers in mathematics (Level 5 or 6)
OECD average	494	23.1	12.6
Shanghai-China	613	3.8	55.4
Singapore	573	8.3	40.0
Hong Kong-China	561	8.5	33.7
Chinese Taipei	560	12.8	37.2
Korea	554	9.1	30.9
Macao-China	538	10.8	24.3
Japan	536	11.1	23.7
Liechtenstein	535	14.1	24.8
Switzerland	531	12.4	21.4
Netherlands	523	14.8	19.3
Estonia	521	10.5	14.6
Finland	519	12.3	15.3
Canada	518	13.8	16.4
Poland	518	14.4	16.7
Belgium	515	18.9	19.4
Germany	514	17.7	17.5
Viet Nam	511	14.2	13.3
.	.	.	.
Chile	423	51.5	1.6
Malaysia	421	51.8	1.3
Mexico	413	54.7	0.6
Montenegro	410	56.6	1.0
Uruguay	409	55.8	1.4
Costa Rica	407	59.9	0.6
Albania	394	60.7	0.8
Brazil	391	67.1	0.8
Argentina	388	66.5	0.3
Tunisia	388	67.7	0.8
Jordan	386	68.6	0.6
Colombia	376	73.8	0.3
Qatar	376	69.6	2.0
Indonesia	375	75.7	0.3
Peru	368	74.6	0.6

Quelle: OECD

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-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.