

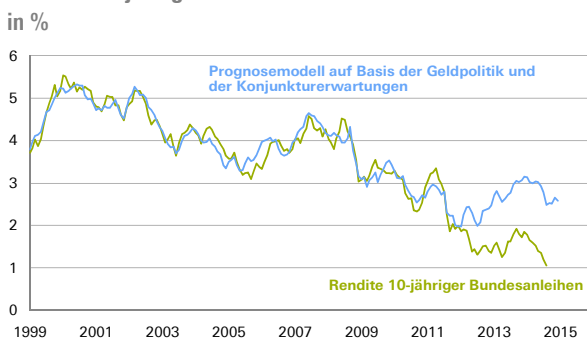
Metzler: Bundrendite im (Dauer-)Rausch der Tiefe Nur noch geringes Volumen an ausstehenden Anleihen mit hoher Bonität

Eurozone: Rendite von Bundesanleihen im Fokus

Am 15. August fiel die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen auf einen neuen historischen Tiefstand von 0,95 %. In einer Deflation oder in einem Umfeld mit einem umfangreichen Kaufprogramm von Staatsanleihen durch die Zentralbank (QE) könnte ein Renditeniveau von unter 1,0 % noch intuitiv einleuchten, aber bei einer Kerninflation von 0,8 % und einem Wirtschaftswachstum von etwa 1,0 % in diesem Jahr fällt eine Erklärung des Renditeniveaus auf Basis von Fundamentaldaten schwer.

Bis Ende 2011 konnte der Renditeverlauf 10-jähriger Bundesanleihen mithilfe der Geldpolitik der EZB und den Konjunkturerwartungen überraschend gut erklärt werden. Seitdem hat sich jedoch eine Schere von mehr als 100 Basispunkten geöffnet.

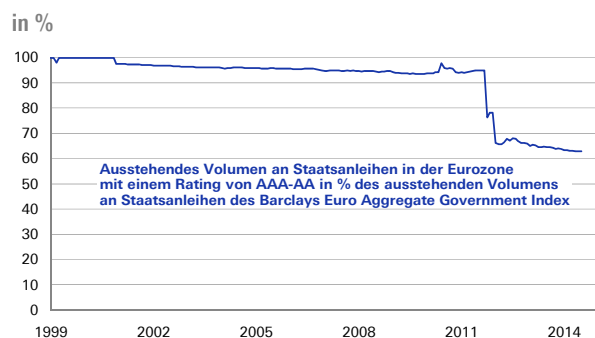
Divergente Entwicklung zwischen Fundamentaldaten und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen seit Ende 2011



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.7.2014

Eine Erklärung dafür könnte die zunehmende Knappheit an Anleihen mit einer hohen Bonität sein, die in unsicheren Zeiten als sicherer Hafen dienen können. So fiel im Barclays Euro Aggregate Government Index der Anteil der Staatsanleihen mit einem Rating von AAA-AA in der Eurozone – der bis 2011 bei knapp 100 % lag – auf zuletzt etwa nur 60 %.

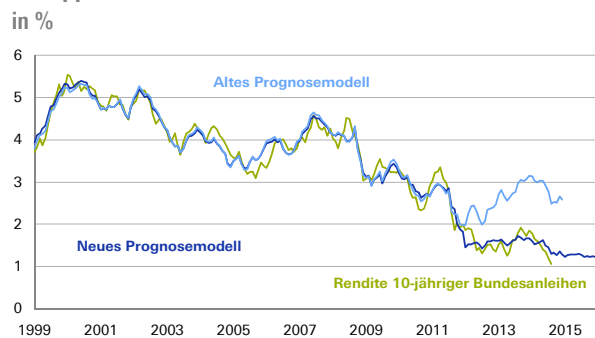
Deutlicher Rückgang der ausstehenden Staatsanleihen mit einer hohen Bonität



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.7.2014

Eine Ergänzung des Fundamentalmodells mit der Variable „Knappheit von Anleihen mit einer hohen Bonität“ lässt die Renditeentwicklung nach 2011 wieder gut erklären.

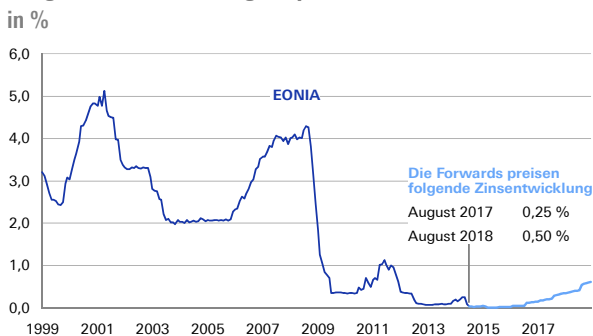
Neues Prognosemodell mit der zusätzlichen Variable „Knappheit an Anleihen mit hoher Bonität“



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.7.2014

Für Anleger bedeutet dies, dass die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen voraussichtlich bis Ende 2015 um einen Wert von nur 1,20 % schwanken dürfte. Sehr wahrscheinlich dürfte das Niedrigzinsniveau sogar noch über 2015 hinaus bestehen bleiben, da die EZB erst im Jahr 2018 den Leitzins wieder anheben dürfte. Derzeit rechnen die Finanzmarktteilnehmer erst im August 2018 mit einer Leitzinserhöhung auf 0,5 %.

Lang anhaltende Niedrigzinsphase in der Eurozone



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 22.8.2014

Sollte die EZB ein umfangreiches Kaufprogramm von Staatsanleihen beschließen, könnte zweifellos die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen deutlich unter 1,20 % fallen. In einem gewissen Sinne spiegelt das aktuelle Renditeniveau von unter 1,0 % schon eine nennenswerte Wahrscheinlichkeit für QE wider. Derzeit erscheint ein Kaufprogramm von Staatsanleihen jedoch nicht sehr wahrscheinlich – deutlich wahrscheinlicher ist dagegen ein Kaufprogramm von Wertpapieren aus dem privaten Sektor wie verbriefte Wertpapiere (ABS).

Im Endeffekt werden die Inflationsentwicklung und der Konjunkturverlauf in den kommenden Monaten die Entscheidung der EZB über weitere Maßnahmen entscheidend beeinflussen. Der zuletzt deutlich gesunkene Ölpreis dürfte maßgeblich dafür verantwortlich gewesen sein, dass die Inflation (Freitag) im August auf nur noch 0,3 % gefallen ist. Der niedrigere Ölpreis wirkt jedoch für die Eurozone wie ein Konjunkturpaket, da dadurch die Kaufkraft der privaten Haushalte steigt. Vor diesem Hintergrund ist die Kerninflation, die im August unverändert bei 0,8 % erwartet wird, deutlich aussagekräftiger im Hinblick auf den zugrunde liegenden Inflationstrend.

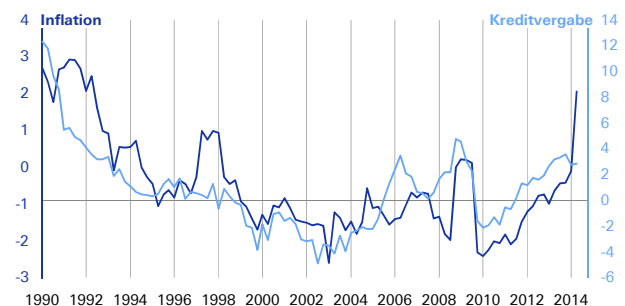
In diesem Zusammenhang werden die Geldmenge M1 (Donnerstag) sowie die Kreditvergabe (Donnerstag) im Juli wichtige Signale für die Zukunft senden. Die Geldmenge M1 ist dabei ein zuverlässiger Frühindikator für die Konjunktur, während die Kreditvergabe der Kerninflation in der Eurozone vorausläuft. Zuletzt enttäuschten die Konjunkturdaten in der Eurozone, was sich im Nachhinein nur als temporäre Wachstumsschwäche

herausstellen dürfte. Dementsprechend bestehen gute Chancen, dass sich der ifo-Index (Montag) sowie das europäische Geschäftsklima (Donnerstag) im August stabilisiert haben dürften.

In der volkswirtschaftlichen Theorie wird die Inflation maßgeblich durch die Geldmengenentwicklung bestimmt, die wiederum vollständig von der Zentralbankpolitik abhängt. In der Realität „drucken“ die Geschäftsbanken jedoch das Geld durch die Kreditvergabe und nicht die Zentralbanken, die eigentlich nur Liquidität ins Finanzsystem „pumpen“ können. Dementsprechend ist die Kreditvergabe ein aussagekräftiger Frühindikator für die Inflation. In Japan signalisierte eine schrumpfende Kreditvergabe Anfang der 1990er Jahre erhöhte Deflationsrisiken.

Schon in Japan erwies sich die Kreditvergabe als Deflations-Frühindikator

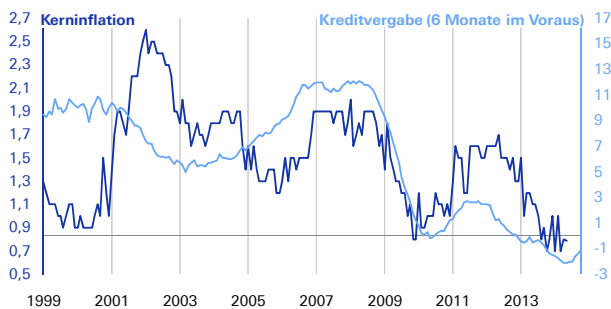
BIP-Deflator und Kreditvergabe in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand: 30.6.2014

Auch in der Eurozone verzeichnete die Wachstumsrate der Kreditvergabe in den vergangenen Monaten einen gefährlichen Rückgang – von noch 2,7 % im Juni 2011 auf -2,1 % im Januar 2014. Der Zusammenhang zwischen Kreditvergabe und Inflation ist dabei naturgemäß nicht sehr eng, da unter anderem auch Kredite vergeben werden, um schon bestehende Vermögenswerte wie Immobilien zu kaufen. Immobilienkredite beeinflussen hauptsächlich die Immobilienpreise, jedoch nicht die Konsumentenpreise. Nichtsdestotrotz signalisiert die Wachstumsdynamik der Kreditvergabe in der Eurozone frühzeitig Trendwenden bei der Kerninflation. So konnte sich die Wachstumsrate der Kreditvergabe von -2,1 % im Januar auf zuletzt -1,1 % im Juni verbessern.

Eurozone: Wachstumsdynamik der Kreditvergabe signalisiert frühzeitig Trendwenden bei der Kerninflation in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand: 31.7.2014

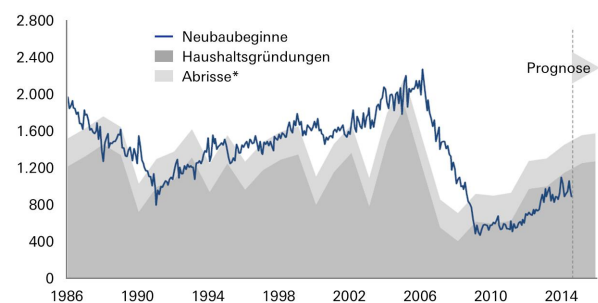
Die Umfrage der EZB bei den Geschäftsbanken zum Kreditgeschäft Anfang Juli zeigte darüber hinaus eine deutliche Verbesserung bei Kreditangebot und -nachfrage. Gegen Jahresende dürfte die Kerninflation in der Eurozone somit wieder in Richtung 1,0 % steigen. Ein umfangreiches Kaufprogramm für Staatsanleihen erscheint vor diesem Hintergrund eher unwahrscheinlich.

USA: Grandiose Wirtschaftszahlen

Die US-Wirtschaft glänzte in dieser Woche mit überraschend starken Konjunkturdaten. Auch in der kommenden Woche dürfte sich der Reigen guter US-Daten fortsetzen: Auftragseingänge langlebiger Wirtschaftsgüter (Dienstag), Konsumausgaben (Freitag) sowie Konsumentenvertrauen (Dienstag und Freitag).

Ebenso dürften die Neubauverkäufe (Montag) im Juli signifikant zugelegt haben – zumal sich die grundlegenden Faktoren für den Wohnimmobilienmarkt zuletzt merklich verbessert haben. So besteht eine natürliche Nachfrage nach Wohnimmobilien von etwa 1,5 Millionen Einheiten (annualisiert) pro Monat, da neue Haushalte gegründet und alte Wohnimmobilien abgerissen werden.

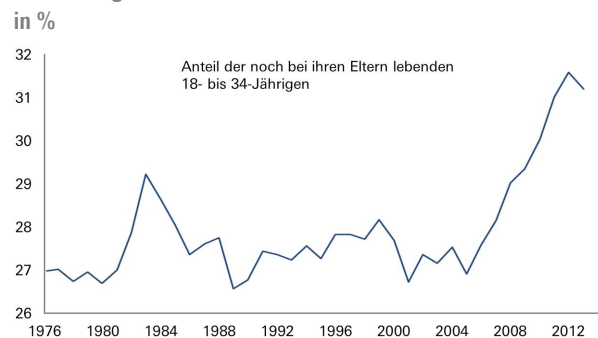
Anhaltendes Ungleichgewicht zwischen natürlicher Wohnimmobiliennachfrage und -angebot in Tausend Einheiten



* Es wird der Abriss von 300.000 Einheiten pro Jahr unterstellt
Quellen: Department of Commerce, Goldman Sachs Global Investment Research

Im Juli betragen die Neubaubeginne jedoch nur 1 Millionen Einheiten pro Monat (annualisiert), sodass in den kommenden Monaten noch gute Chancen für eine weitere Nachfragebelebung bestehen. Zumal immer noch viele junge Menschen bei ihren Eltern wohnen und bald einen eigenen Haushalt gründen könnten.

Viele junge Menschen könnten bald einen eigenen Haushalt gründen



Quellen: Department of Commerce, Goldman Sachs Global Investment Research

22. August 2014

Japan: Inflationsexperiment mit weiteren Erfolgen

In Japan überraschte der Einkaufsmanagerindex im August mit einem merklichen Anstieg und untermauert damit die Erholungstendenzen der japanischen Wirtschaft nach der Mehrwertsteuererhöhung am 1. April. Die Inflationsdaten (Freitag), die Arbeitslosenquote (Freitag) sowie die Industrieproduktion (Freitag) werden zeigen, dass Japan weiterhin auf einem guten Weg ist, sein Inflationsziel zu erreichen. Auch in Japan gibt es

nur eine geringe Wahrscheinlichkeit für weitere geldpolitische Maßnahmen der Bank von Japan.

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.