

## Metzler: Lohndynamik in den USA nimmt Fahrt auf US-Notenbank Fed kommt zunehmend unter Zugzwang

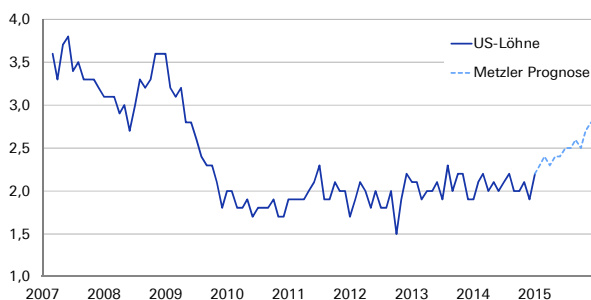
### USA: Arbeitsmarktbericht im Fokus

In den USA ist das Konsumentenvertrauen wieder auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt. Der Aufschwung der US-Wirtschaft kommt somit zunehmend bei den privaten Haushalten an, da sich die Arbeitsmarkt- und Einkommensperspektiven zuletzt signifikant verbessert haben. Dementsprechend dürften die Arbeitslosenquote (Freitag) im Februar auf 5,6 % gefallen und die Beschäftigung um mehr als 200.000 Personen gestiegen sein. Nach Berechnungen der Fed bedarf es eines Beschäftigungsaufbaus von nur etwa 80.000 Personen pro Monat, um die Arbeitslosenquote stabil zu halten. Es ist sehr interessant, dass der robuste Beschäftigungsaufbau in einem Umfeld einer äußerst geringen Investitionsdynamik stattfindet. Offensichtlich sind „Maschinen“ als typisches Investitionsgut zu teuer und werden durch billige Arbeitskräfte ersetzt oder der Dienstleistungssektor mit seinem geringen Investitionsbedarf wächst robust.

Das Hauptaugenmerk wird sich jedoch auf die Lohnentwicklung richten, da diese maßgeblich für die Zinsentscheidung der US-Notenbank sein wird.

### Merkliche Beschleunigung der Lohndynamik im zweiten Halbjahr

Durchschnittlicher Stundenlohn in % ggü. Vj.



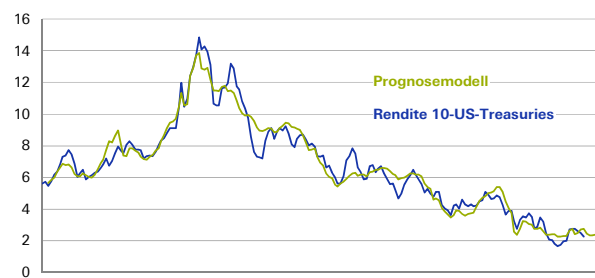
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand 31.1.2015

Insgesamt spricht das wirtschaftliche Umfeld dafür, dass das Lohnwachstum in den kommenden Monaten nur moderat ausfällt, im zweiten Halbjahr aber an Dynamik gewinnt. Eigentlich müsste die US-Notenbank schon jetzt beginnen, den Leitzins anzuheben. Die Angst bei den Mitgliedern des Offenmarktausschusses ist jedoch groß, durch eine zu frühe Leitzinswende die Konjunktur abzuwürgen und eine Deflation zu verursa-

chen. Vor diesem Hintergrund wird die Fed nur sehr zögerlich den Leitzinserhöhungszyklus einleiten und eher eine höhere Inflation riskieren als Konjunkturrisiken in Kauf zu nehmen. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries könnte vor diesem Hintergrund in den kommenden Wochen von derzeit 2,05 % wieder in Richtung 2,4 % steigen.

### Angemessenes Renditeniveau von 10-jährigen US-Treasuries liegt bei 2,4 %

in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand 31.12.2014

Sollte die Fed aggressiver als erwartet an der Leitzinschraube drehen und den Leitzins auf 1,5 % bis Jahresende anheben, würde sich das angemessene Niveau für die Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf 2,75 % erhöhen.

Neben dem Arbeitsmarktbericht werden noch der ISM-Index (Montag) sowie der ISM-Dienstleistungsindex (Mittwoch) veröffentlicht. Beide Indizes dürften einigermaßen stabil geblieben sein und damit ein solides Wirtschaftswachstum signalisieren. Darüber hinaus werden noch die Konsumausgaben im Januar (Montag) im Fokus stehen, da die Einzelhandelsumsätze im Januar überraschend schwach waren. Viele Finanzmarktteilnehmer rechnen damit, dass die Ausgaben für Dienstleistungen robust gewachsen sind und die Schwäche der Einzelhandelsumsätze mehr als kompensiert haben. Interessanterweise hat das Beige Book (Mittwoch) in der Konjunkturanalyse völlig an Bedeutung verloren. Ursprünglich sollte das Beige Book die harten Zahlen der Konjunkturindikatoren durch eine qualitative Einschätzung der konjunkturellen Lage ergänzen. Zuletzt ging jedoch der zusätzliche Informationsgehalt des Beige Books gegen Null.

### Eurozone: EZB vor Anleihekäufen

Die EZB (Do) wird auf ihrer Sitzung die genauen Modalitäten ihres Wertpapierkaufprogramms bekannt geben. Eigentlich ist schon jetzt klar, dass die EZB kaum das geplante Kaufvolumen von etwa 11 Mrd. EUR pro Monat an Bundesanleihen erreichen können wird. Die spannende Frage ist nun, ob die EZB das Kaufvolumen reduzieren wird oder ob sie auf Staatsanleihen aus anderen Euro-Mitgliedsländern ausweicht oder ob sie nicht doch früher oder später auch Unternehmensanleihen kauft. Insgesamt koppelte sich der Rentenmarkt in der Eurozone zuletzt ab vom allgemeinen Renditeanstieg in Erwartung der EZB-Käufe – die Renditen gingen sogar zurück. Sehr wahrscheinlich dürften die tatsächlichen Käufe der EZB voraussichtlich ab dem 9. März die Knappheitsprämien für Staatsanleihen aus der Eurozone nochmals erhöhen und damit für noch niedrigere Renditen sorgen.

Somit findet der Renditerückgang völlig untypisch in einem Umfeld einer zunehmenden Wachstumsdynamik in der Eurozone statt. So zeigte die erste Schätzung der Einkaufsmangerindizes – die finale Fassung wird am Montag und Mittwoch veröffentlicht – für den Februar eine moderate Verbesserung der konjunkturellen Lage. Dabei darf jedoch nicht vergessen werden, dass der Stimulus des schwächeren Euros und der gefallenen Energiepreise noch in der Pipeline ist und erst ab Sommer in einer merklichen Beschleunigung der Konjunkturdynamik sichtbar werden wird. Bestätigt wird dieses Bild durch die Geldmenge M1, die ein sehr robuster Frühindikator für die Eurozone ist. Die zuletzt guten Konjunkturdaten haben schon zu den ersten Wachstumsrevisionen für Deutschland geführt und viele Volkswirte haben ihre Prognose für das deutsche Wachstum in Richtung 2 % erhöht. Zu Jahresanfang lag die Prognose im Durchschnitt noch bei 1,2 %. Dementsprechend dürften die deutschen Auftragseingänge (Donnerstag) und die deutsche Industrieproduktion (Freitag) grundsätzlich durch Stärke geblänzt haben.

Auch ist der Renditerückgang vor dem Hintergrund einer steigenden Inflation (Montag) ungewöhnlich. So dürfte die Inflation von -0,6 % im Januar wieder auf -0,2 % im Februar gestiegen sein.

### UK: Bank von England weiter in der Zwickmühle

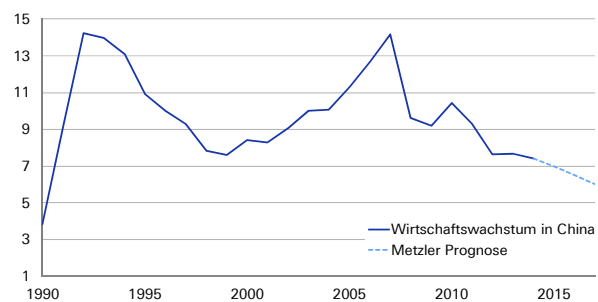
Die Bank von England (Donnerstag) sieht sich einer robusten Konjunktur, einer kräftig wachsenden Beschäftigung und einer zunehmenden Lohndynamik gegenüber – eigentlich auch ein Umfeld, schon jetzt

den Leitzins anzuheben. Aber auch die Bank von England hat Angst, zu früh zu agieren und die Konjunktur abzuwürgen. Nichtsdestotrotz besteht ein gewisses Risiko für eine Überraschung in dem Sinne, dass die Bank von England eine Leitzinserhöhung in den kommenden Monaten ankündigt.

### China: verbesserte mittelfristige Perspektiven

Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einer Phase eines sich verlangsamenen Wirtschaftswachstums – ein Trend, der sich auch in den kommenden Jahren weiter fortsetzen dürfte.

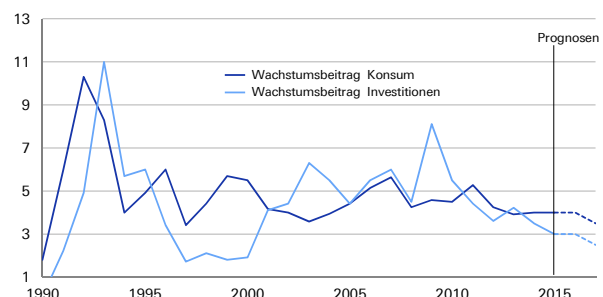
### Merkliche Wachstumsabschwächung in China zu erwarten BIP in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand 31.12.2014

Einen wichtigen Wachstumsbeitrag lieferten in China traditionell die Investitionsausgaben. In einer entwickelten Volkswirtschaft wie den USA tragen Investitionen etwa 20 % zum Wirtschaftswachstum bei und liefern einen Wachstumsbeitrag von etwa 0,5 %-Punkten pro Jahr. In China trugen dagegen seit 1990 die Investitionsausgaben in Fabriken, Maschinen und Wohnimmobilien knapp 50 % zum Wirtschaftswachstum bei und lieferten einen durchschnittlichen Wachstumsbeitrag von etwa 4,5 %-Punkten pro Jahr.

### Höhere Qualität des Wirtschaftswachstum in China Wachstumsbeitrag zum BIP-Wachstum in %-Punkten



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand 31.12.2014

Das exorbitant hohe Wachstum der Investitionen ist für den erfolgreichen wirtschaftlichen Aufholprozess Chinas seit 1990 verantwortlich. Das bis dato erfolgreiche Wachstumsmodell stößt jedoch zunehmend an seine Grenzen, da es am Wohnimmobilienmarkt und in einzelnen Branchen erhebliche Überkapazitäten gibt und die Verschuldung im Unternehmenssektor massiv gestiegen ist. Auch wird es für China immer schwieriger, die neu geschaffenen Produktionskapazitäten mit Exporten auszulasten, da China schon ein großes Gewicht auf den Weltmärkten erreicht hat und die Weltwirtschaft insgesamt langsamer wächst als vor der Finanzmarktkrise. Die heimischen Produktionskapazitäten können also in Zukunft hauptsächlich nur durch die inländischen Konsumausgaben ausgelastet werden. Dementsprechend muss das Wachstumsmodell so umgebaut werden, dass die Investitionsausgaben in Zukunft langsamer wachsen, während der Konsum dynamisch bleibt. Dazu muss die chinesische Regierung versteckte Subventionen an die Unternehmen wie die in China vorherrschende finanzielle Repression durch eine Liberalisierung der Finanzmärkte abbauen. Auch müssen insgesamt dem privaten Sektor mehr

Entfaltungsmöglichkeiten gegeben und viele Staatsunternehmen privatisiert werden. Die Vorzeichen stehen dabei sehr gut, dass der Umbau des chinesischen Wachstumsmodells gelingen kann. Die chinesische Regierung hat schon viele Reformen angepackt und plant, weitere Reformen umzusetzen. Die Strukturformen gehen notwendigerweise damit einher, dass die chinesische Regierung immer stärker die Kontrolle über die Wirtschaft und das Finanzsystem abgeben muss. Damit steigt tendenziell das Risiko von durch den privaten Sektor initiierte Fehlentwicklungen und Krisen. Nichtsdestotrotz gibt es zu dem eingeschlagenen Weg kaum sinnvolle Alternativen. Insgesamt sind trotz aller Risiken die mittelfristigen Wachstumsperspektiven für China dank des eingeleiteten Reformprozesses sehr gut.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk  
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

### **Metzler Asset Management**

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 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.