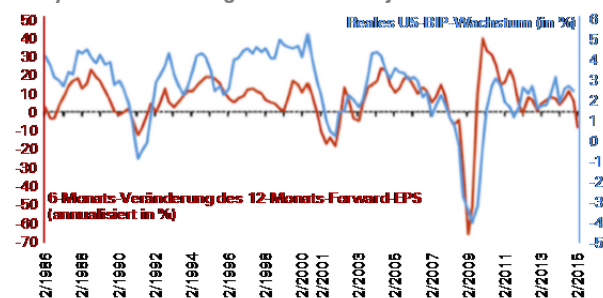


Metzler: US-Wachstum mit zunehmenden Fragezeichen US-Konjunkturdaten überraschen zunehmend negativ

USA: Nur temporäre Wachstumsschwäche?

Im vergangenen Jahr sorgte der ungewöhnlich kalte und lange Winter in den USA für einen heftigen Wachstumseinbruch im ersten Quartal, der jedoch schnell wieder aufgeholt wurde. Auch dieses Jahr scheint der Winter die Wirtschaftstätigkeit zu bremsen, wobei die negativen Effekte deutlich geringer als im vergangenen Jahr ausfallen dürften. Vor diesem Hintergrund besteht ein gewisses Risiko, dass die zuletzt enttäuschenden Konjunkturdaten ein sich länger abschwächendes Wachstum signalisieren. So korrigierten beispielsweise die IBES-Analysten ihre Gewinnerwartungen für den US-Aktienmarkt im Februar deutlich nach unten – vor allem wegen des starken US-Dollar und der einbrechenden Gewinne bei den Energiefirmen. Trotzdem war die Korrektur der Gewinnerwartungen in der Vergangenheit oft mit dem Wirtschaftswachstum korreliert.

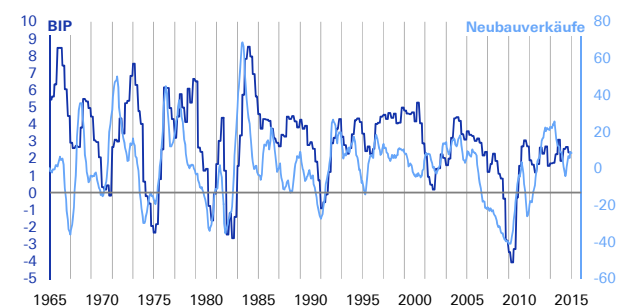
Deutlich zurückgenommene Gewinnerwartungen der IBES-Analysten als Warnsignal für US-Konjunktur



Quellen: Société Générale, IBES; Stand: Februar 2015

Derzeit spricht vieles eher nur für eine vorübergehende Wachstumsschwäche. Insbesondere die Signale vom frühzyklischen Wohnimmobilienmarkt sind in diesem Zusammenhang ermutigend. Nach einer Schwächephase verzeichneten die Neubauverkäufe in den vergangenen Monaten wieder einen robusten Anstieg.

USA: Frühindikatoren haben sich verbessert in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Stand 31.1.2015

Aufgrund der Unsicherheit über den Wachstumsausblick dürfte die US-Notenbank nur sehr vorsichtig im dritten oder vierten Quartal den Leitzins anheben. Immerhin dürften die Einzelhandelsumsätze (Donnerstag) auf Basis verfügbarer Daten von Einzelhandelsunternehmen nach zwei schwachen Monaten im Februar wieder um etwa 0,5 % gegenüber dem Vormonat gestiegen sein. Auch die Erzeugerpreise (Freitag), die im Januar ihren Tiefpunkt erreichten, dürften sich im Februar wieder erhöht haben.

Euroland: Griechenland und Industrieproduktion

Griechenland scheint das Geld auszugehen, und daher will die griechische Regierung von der Euro-Gruppe schon in der kommenden Woche eine Zusage für Finanzhilfen. Die Bedingungen dafür sind klar: Die griechische Regierung muss im Gegenzug Strukturreformen umsetzen. Das griechische Drama geht in der kommenden Woche also in eine neue Runde. Derzeit sieht es danach aus, als würde die griechische Regierung nachgeben und tatsächlich die geforderten Reformen umsetzen. Im Gegensatz zu den Problemen in Griechenland zeigt die europäische Konjunktur erkennbare Anzeichen für eine Erholung. Ein robuster Zuwachs der Industrieproduktion (Mittwoch) im Januar dürfte mehr oder weniger bestätigen, dass sich die Konjunkturlage weiter verbessert hat.

Asien: Wichtige Konjunkturdaten aus China und Japan

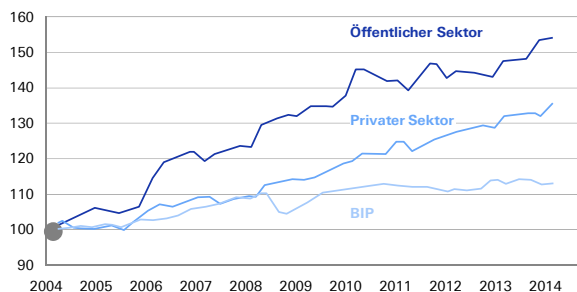
In der kommenden Woche werden zahlreiche Daten wie die Inflation (Dienstag) sowie die Industrieproduktion aus China (Mittwoch) veröffentlicht. Insgesamt befindet sich China in einem sehr schwierigen Konjunkturfeld, schafft jedoch mit umfangreichen Strukturformen die Grundlage für zukünftig stabileres Wachstum.

In Japan werden die Auftragseingänge (Dienstag) zeigen, dass die Abenomics wieder zurück auf die Erfolgspur gefunden haben.

Brasilien: Schlechte Aussichten

Die brasilianische Wirtschaft wuchs im vergangenen Jahr nur um 0,1 % und dürfte in diesem Jahr sogar um 0,2 % schrumpfen. Der Hauptgrund für die katastrophale Entwicklung ist der Lohnanstieg im öffentlichen Sektor in den vergangenen Jahren, der sich von jedem fundamental angemessenen Niveau entfernt hat.

Brasilien hat massiv an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt Reallohn und reales BIP (indexiert; 31.3.2004 = 100)



Quellen: Zentralbank von Brasilien; The Economist, Metzler

Dementsprechend ist der brasilianische Real eine der wenigen Währungen, die laut Kaufkraftparität gegenüber dem US-Dollar überbewertet sind. Nur erhebliche Strukturformen und eine umfassende Lohnzurückhaltung können Brasilien wieder auf Wachstumskurs bringen. Ansonsten bleiben die Perspektiven für Brasilien eher schwierig.

Exkurs: Implikationen der Zinstheorie für den Zinsausblick

In theoretischen Modellen wird immer vom „risikolosen Zins“ gesprochen. In einer Volkswirtschaft gibt es jedoch ein nahezu unendliches Spektrum an Zinssätzen. Der Leitzins einer Zentralbank scheint dem theoretisch risikolosen Zins am ehesten zu entsprechen, da mit ihm kein Laufzeiten- und Bonitätsrisiko verbunden ist.

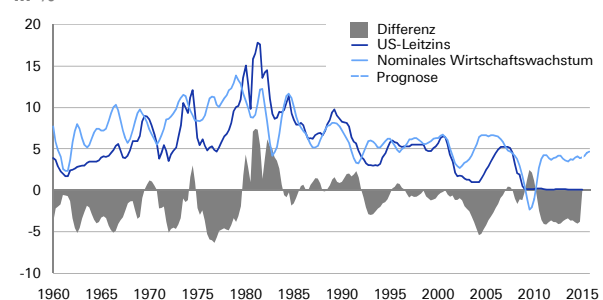
Im bekanntesten Zinsmodell für den Leitzins, die Taylor-Regel, wird ein natürlicher Realzins plus eine angemessene Inflation als Ausgangspunkt postuliert. Davon soll

die Zentralbank in ihrem festgesetzten Zins dann abweichen, wenn die tatsächliche Inflation vom Inflationsziel abweicht und die Kapazitäten der Gesamtwirtschaft unter- oder überausgelastet sind. Der Erfinder der Taylor-Regel, John Taylor, setzte dabei aufgrund empirischer Untersuchungen den natürlichen Realzins bei etwa 2 % an, ohne dies theoretisch zu fundieren. Derzeit werden in den meisten Taylor-Regel-Modellen der natürliche Realzins plus die angemessene Inflation rein empirisch und als konstanter Wert über die Zeit geschätzt.

Interessanterweise gibt es bisher keine wirklich überzeugende und empirisch nutzbare Theorie zur Erklärung des natürlichen Zinsniveaus. So postulieren beispielsweise Vertreter der österreichischen Schule wie der Ökonom Böhm-Bawerk, dass der Zins Ausdruck der Zeitpräferenz der privaten Haushalte sei. Bei hoher Zeitpräferenz werde aus dem laufenden Einkommen viel konsumiert und wenig gespart. Als eine Folge dessen steige der Zins. Bei abnehmender Zeitpräferenz erhöhe sich das Sparangebot, und der Zins sinke. Grundsätzlich klingt der beschriebene Zusammenhang intuitiv einleuchtend, ist jedoch in der Anwendung äußerst problematisch, da sich die Zeitpräferenz nicht direkt messen lässt. Hilfreicher ist dagegen die neoklassische Wachstumstheorie, in der ein Zusammenhang zwischen Realzins und Potenzialwachstum hergeleitet wird. Potenzialwachstum ist dabei als Bevölkerungswachstum plus Produktivitätswachstum definiert. Zwar lässt sich auch das Potenzialwachstum nicht direkt messen, jedoch durch einen gleitenden Durchschnitt des Wirtschaftswachstums annäherungsweise bestimmen. Ein Blick auf die USA zeigt, dass sich mit dem nominalen Wachstumstrend (gleitender Durchschnitt des nominalen Wirtschaftswachstums) der Leitzinstitrend in den USA einigermaßen gut erklären lässt.

Ungewöhnlich lange Phase der Niedrigzinspolitik in den USA

Nominales BIP in % ggü. Vj. (geglättet) und Federal Funds Rate in %



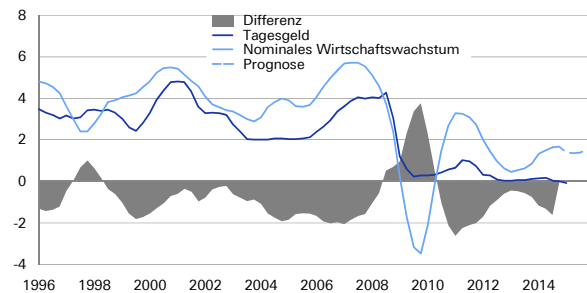
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand: März 2015

Dabei sollte jedoch nicht vergessen werden, dass bis etwa 1980 in den USA eine finanzielle Repression mit dem Ziel betrieben wurde, durch ein künstlich niedriges Zinsniveau einen Abbau der Schulden aus dem Zweiten Weltkrieg zu ermöglichen. Auffallend ist auch die extreme Abweichung zwischen nominalem Wachstumstrend und Leitzins bis 2005, was maßgeblich dazu beigetragen hat, dass eine Immobilienpreisblase entstehen konnte. So arbeiteten Ökonomen der österreichischen Schule wie von Hayek folgenden Zusammenhang heraus: Wenn der Leitzins unter den natürlichen Zins gedrückt wird, werden Investitionen in Maschinen, Fabriken und Wohnimmobilien angestoßen, die ohne sinkende Zinsen nicht getätigt worden wären und deren Wirtschaftserfolg von fortgesetzt niedrigen Zinsen abhängt (siehe unter anderem Thorsten Polleit in der F.A.Z. vom 13.3.2011). Auch seit 2010 hat sich eine erhebliche Divergenz zwischen nominalem Wachstumstrend und Leitzins aufgebaut, die zur Entstehung von Subprime-Autokrediten und zu einem hohen Emissionsvolumen von High-Yield-Anleihen beigetragen haben dürfte. Interessanterweise hat sich die Divergenz seit 2010 nicht noch weiter auseinander entwickelt, da man vermuten könnte, dass eine zu lockere Geldpolitik das reale Wirtschaftswachstum und die Inflation immer stärker stimuliert. Eigentlich dürfte erst ein sichtbar beschleunigender nominaler Wachstumstrend die Fed dazu bringen, den Leitzins wieder anzuheben.

Allerdings bestimmt nicht nur der Wachstumstrend den natürlichen Leitzins, sondern auch das Leitzinsniveau beeinflusst wiederum den nominalen Wachstumstrend. Die beiden Leitzinserhöhungen der Europäischen Zentralbank (EZB) im Jahr 2011 zeigen, dass die europäische Wirtschaft damals trotz eines bis dahin robusten nominalen Wachstumstrends die Leitzinserhöhungen nicht verkraftete und sich in der Folge massiv abschwächte. Der Grund dafür ist die hohe Verschuldung, die bei einer steigenden Zinslast die Solvenz vieler Schuldner gefährdet. Solange die Verschuldung hoch bleibt, ist die Geldpolitik in der Nullzinsfalle gefangen.

Eurozone: Anstieg des nominalen BIP um 2 % Voraussetzung für EZB-Leitzinserhöhung

Nominales BIP in % ggü. Vj. (geglättet) und Tagesgeld in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand: März 2015

Aber auch am aktuellen Rand öffnet sich zunehmend die Schere zwischen nominalem Wachstumstrend und Leitzins der EZB. Damit steigen die Risiken für Fehlentwicklungen an den europäischen Finanzmärkten. Ein Beispiel dafür ist, dass derzeit viele amerikanische Firmen Unternehmensanleihen in Euro begeben, da sie in der Eurozone eine um etwa 1 %-Punkt niedrigere Risikoprämie für ihre Bonität in der Eurozone bezahlen müssen als in den USA. So haben Unternehmensanleihen von US-Unternehmen seit Jahresanfang einen Anteil von etwa 25 % an den insgesamt in der Eurozone emittierten Unternehmensanleihen erreicht.

Aktuelle Entwicklungen im österreichischen Bankensektor

Was passiert derzeit im österreichischen Bankensektor? Dazu eine Einschätzung von Michel Lesnik, Senior-Portfolio-Manager im Metzler-Credit-Team: Am 1. März 2015 beschloss die österreichische Regierung, mit sofortiger Wirkung keine Zins- und Tilgungszahlungen im Falle der Bad Bank der verstaatlichten Hypo Alpe Adria zu leisten. Das Moratorium gilt bis zum 31. Mai 2016. In den nächsten Monaten wird die Finanzaufsicht über die Höhe des Kapitalschnitts entscheiden. In ersten Schätzungen gehen Experten von bis zu 70 % aus. Aktuell notieren die betroffenen Anleihen bei rund 50–60 % ihres Nennwertes.

Ausschlaggebend für die Entscheidung war eine erneute Bilanzprüfung mit dem Ergebnis, dass weitere Milliardenbeträge benötigt werden, obwohl seit 2009 bereits rund 5,5 Mrd. EUR an Steuergeldern zur Rekapitalisierung des Instituts herangezogen worden sind. Dass die Entscheidung schnell fiel, hängt damit zusammen, dass im März großvolumige Anleihen fällig werden, die nun nicht mehr bedient werden.

Bereits im vergangenen Jahr wurden die nachrangigen Anleihen der Hypo Alpe Adria weitestgehend wertlos – trotz einer Garantie des Bundeslandes Kärnten und mittels eines rechtlich umstrittenen Vorgehens. Von der Besonderheit der Garantie abgesehen, kam das Vorgehen für die Finanzmärkte jedoch nicht überraschend, da es inzwischen üblich ist, Aktionäre und Gläubiger im Nachrangsegment bei Bankenschieflagen an den Verlusten zu beteiligen.

Zum damaligen Zeitpunkt waren die Senior-Anleihen der Bank nicht betroffen. Nach Inkrafttreten des neuen Bail-in-Gesetzes in Österreich zum Jahresanfang war nun die rechtliche Grundlage für Senior-Anleihen geschaffen. Jedoch sind auch diese Anleihen mit einer Garantie des Bundeslandes Kärnten ausgestattet. Das ausstehende Volumen übertrifft den jährlichen Haushalt des Bundeslandes um ein Mehrfaches, sodass die Ga-

rantie in der Praxis nicht in Anspruch genommen werden kann, zumal die Republik Österreich nicht für Kärnten haften wird. Um das Risiko weiterer Rechtsstreitigkeiten – wie im Falle der nachrangigen Anleihen – zu minimieren, wird derzeit erwogen, sich mit den Gläubigern außergerichtlich zu einigen. Eine Variante wäre, dass Kärnten oder Österreich die Anleihen von den Investoren zu einem für beide Seiten akzeptablen Preis zurückkauft.

Das österreichische Vorgehen könnte ein Muster für die künftige Abwicklung von insolventen Banken in Europa werden. Wenn eine Bank nicht mehr überlebensfähig ist, wird zuerst ein Moratorium verhängt. Damit gewinnt die Finanzaufsicht genügend Zeit, den dann folgenden Kapitalschnitt bzw. die Gläubigergespräche vorzubereiten. Solange die Stabilität des Finanzsystems gewährleistet ist, könnten sogar Gläubiger von Senior-Anleihen künftig immer stärker in diesen Prozess involviert werden.

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.