

Metzler: USA fängt sich „holländische Krankheit“ ein Zweigeteilte US-Wirtschaft stellt Wirtschaftspolitik vor große Probleme

USA: Konjunkturdaten im Fokus

Die Konjunkturdaten in den USA zeigten in dieser Woche ein bedenkliches Bild: Die Industrie kämpft mit erheblichen Schwächen, während sich der Dienstleistungssektor nahezu unverändert dynamisch entwickelt. Aufgrund des großen Gewichts des Dienstleistungssektors blieben die Arbeitsmarktdaten einigermaßen robust.

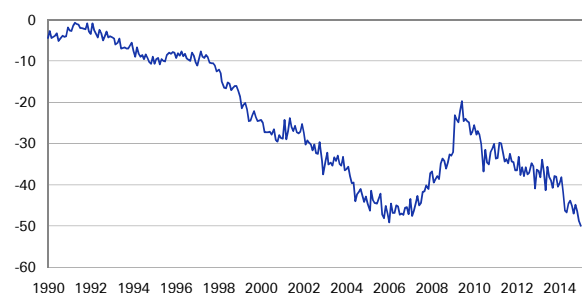
Die Schwäche der Industrie scheint überwiegend eine Folge des starken US-Dollar zu sein, was beispielsweise ein weiterer Rückgang der Komponente der Exportaufträge im Einkaufsmanagerindex (Mittwoch) signalisieren dürfte. Auch sanken insbesondere die Auftragseingänge für Baumaschinen, Stahlprodukte und Industriemaschinen in den vergangenen sechs Monaten signifikant – teilweise im hohen zweistelligen Bereich. Historisch betrachtet, reagieren diese Produktgruppen am stärksten auf Veränderungen des Wechselkurses.

Im Gegensatz dazu scheint der Dienstleistungssektor kaum an Dynamik verloren zu haben und weiterhin als Jobmotor zu funktionieren. So konzentrierten sich beispielsweise die kräftig wachsenden realen Konsumausgaben (Montag) in den vergangenen Monaten stark auf den Dienstleistungssektor und weniger auf den Einzelhandel. Dementsprechend dürfte der Arbeitsmarkt (Freitag) auch im März robust geblieben sein.

Für die US-Notenbank bedeutet diese „Zweiteilung“ der US-Wirtschaft große Probleme, da ein einseitiger Fokus auf den Dienstleistungssektor schon frühere und stärkere Leitzinserhöhungen erfordern würde mit der Folge, dass der US-Dollar weiter aufwerten und sich die Probleme in der Industrie verschärfen würden. Schon im Januar 2015 sank das Handelsbilanzdefizit ohne Ölprodukte (Donnerstag) der USA unter das Rekordvorkrisenniveau – ein Trend, der sich im Februar verstärkt haben dürfte.

Handelsbilanzdefizit in den USA ohne Öl schon wieder auf Vorkrisenniveau

US-Handelsbilanzdefizit ohne Ölprodukte in Mrd. USD



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand 15.1.2015

Die oft beschworene Renaissance der US-Industrie wäre damit wieder zunichte gemacht. Die USA würden dadurch immer stärkere Symptome der „holländischen Krankheit“ zeigen, die exportierende Staaten treffen kann, wenn sie unter Wechselkursentwicklungen leiden, und von der normalerweise nur Staaten mit einem hohen Rohstoffvorkommen betroffen sind.

Wahrscheinlich wird die US-Notenbank versuchen, mit nur späten und vorsichtigen Zinsschritten eine Art Mittelweg zu finden, um eine weitere signifikante Aufwertung des US-Dollar zu verhindern. Die Inflationserwartungen der Finanzmarktteilnehmer sind immer noch ungewöhnlich niedrig, was der Fed den Spielraum für eine abwartende Haltung in der Geldpolitik eröffnet.

Japan: Moderater Aufschwung intakt

Die Konjunkturdaten in der kommenden Woche, Industrieproduktion (Montag) und Tankan-Geschäftsklimaindex (Mittwoch), dürften eine anhaltend moderate Erholung der japanischen Wirtschaft signalisieren. Inwieweit das Nachfragewachstum höhere Preise zur Folge hat, werden die Inflationsdaten im April zeigen, wenn der Effekt der Mehrwertsteuererhöhung rechnerisch entfällt. Derzeit signalisieren die Indikatoren, dass die japanische Inflation im April wieder in Richtung 0 % fallen könnte. Die voraussichtlich niedrige Inflation dürfte zweifellos die Ängste besänftigen, dass die Bank von Japan schon früher als erwartet gezwungen sein könnte, das Staatsanleihekaufprogramm zu beenden. Derzeit wäre der japanische Rentenmarkt sehr anfällig

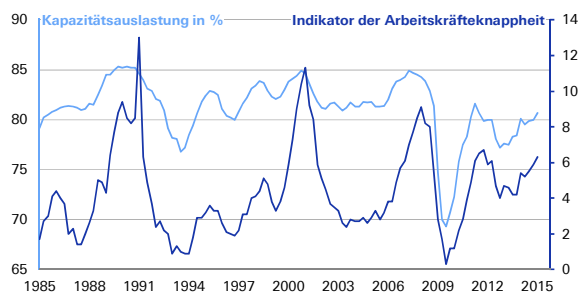
für eine Verringerung der Nachfrage nach Staatsanleihen von der Bank von Japan, da das Haushaltsdefizit immer noch recht groß ist und gleichzeitig viele bedeutende institutionelle Investoren ihre Bestände an heimischen Staatsanleihen verkaufen, um ihre Anlagen international zu diversifizieren.

Eurozone: Konjunkturdaten im Fokus

Die Wirtschaft in der Eurozone steht vor einem kräftigen Aufschwung, wie der Geschäftsklimaindex der EU-Kommission (Montag) und der Einkaufsmanagerindex (Mittwoch) in der kommenden Woche bestätigen dürften. Damit stellt sich zunehmend die Frage, ob das Wertpapierkaufprogramm der EZB aufgrund einer Überschätzung der Deflationsrisiken nicht übertrieben groß ausgefallen ist.

So liegt die Kapazitätsauslastung in der Eurozone derzeit nahezu beim historischen Durchschnitt, und die Unternehmen berichten von zunehmenden Schwierigkeiten, adäquat ausgebildete Arbeitskräfte zu finden – trotz einer Arbeitslosenquote von voraussichtlich 11,1 % im Februar (Dienstag).

Eurozone: Durchschnittliche Kapazitätsauslastung und zunehmende Knappheit an Arbeitskräften



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand März 2015

Vor diesem Hintergrund scheint ein großer Teil der Arbeitslosigkeit in der Eurozone struktureller Natur zu sein – und die Schätzung der OECD für die gleichgewichtige Arbeitslosenquote für die Eurozone von 9,6 % vielleicht zu optimistisch. Daher besteht durchaus das Risiko, dass die Inflation (Dienstag) in den kommenden Monaten tendenziell die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer übertrifft. Im März dürfte ein Wert von -0,1 % bis -0,2 % einer Markterwartung von -0,3 % gegenüberstehen.

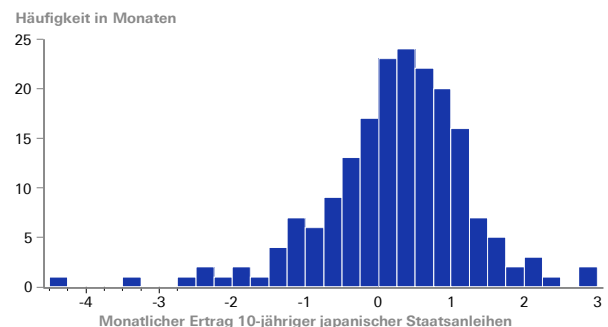
Immerhin hat sich die EZB die Tür offengehalten, das Wertpapierkaufprogramm schon vor dem September

2016 zu beenden, falls sich der Inflationsausblick merklich verändern sollte.

Bundesanleihen: Eine sinnlose Anlageklasse

Ein Blick nach Japan zeigt, was Anlegern in Bundesanleihen in den kommenden Jahren drohen könnte: Seit Beginn der Nullzinspolitik im Jahr 1999 haben japanische 10-jährige Staatsanleihen einen durchschnittlichen monatlichen Ertrag von etwa 0,22 % erwirtschaftet, was einer durchschnittlichen Wertentwicklung von knapp 3 % pro Jahr entspricht. Die Verteilung der Erträge ist jedoch für einen Staatsanleihemarkt sehr untypisch, denn in den meisten Monaten stieg der Wert nur gering, es gab aber überraschend viele Monate mit großen Kursverlusten. Die Verteilung der monatlichen Erträge ist damit linksschief, was eigentlich typisch für riskante Carry-Strategien ist. Normalerweise ist die Verteilung der Erträge von Staatsanleihen rechtsschief, da es in Krisenzeiten oft zu großen Kursgewinnen aufgrund von Kapitalzuflüssen in den sicheren Hafen der Staatsanleihen kommt. Damit sind japanische Staatsanleihen kein sicherer Hafen mehr.

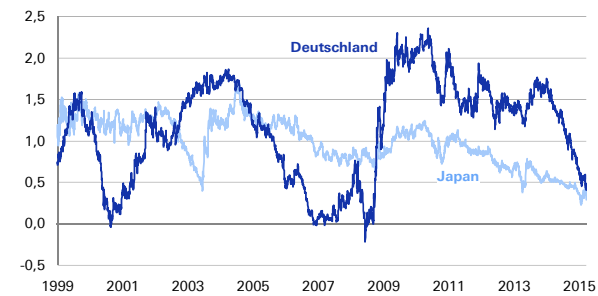
Japanische Staatsanleihen sind kein sicherer Hafen mehr



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Eviews, Metzler; Stand: Februar 2015

Aufgrund des erreichten niedrigen Renditeniveaus von 10-jährigen Bundesanleihen besteht daher auch kaum mehr Spielraum für signifikante Kursgewinne in Krisenzeiten, zumal die Renditestrukturkurve in Japan über den betrachteten Zeitraum hinweg relativ steil war und die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen im Durchschnitt um 1 %-Punkt höher war als die Rendite 2-jähriger Staatsanleihen. Diese Renditedifferenz kann auch als eine Risikoprämie für das Laufzeitrisiko gesehen werden.

Keine Risikoprämie mehr für das Laufzeitrisiko bei 10-jährigen Bundesanleihen
Renditedifferenz zwischen 10- und 2-jährigen Staatsanleihen in %-Punkten



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand 23.3.2015

Ein Renditeniveau bei 10-jährigen Bundesanleihen von nur noch etwa 0,2 % und eine flache Renditestrukturkurve signalisieren, dass Bundesanleihen nur noch ein zinsloses Risiko sind. Anleger können so gut wie keine Erträge mehr erwarten und haben jederzeit das Risiko größerer Kursverluste. Natürlich fällt es derzeit schwer, sich für die kommenden Monate ein Szenario vorzustellen, in dem die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen signifikant steigen könnte – auch vor dem Hintergrund, dass in den kommenden vier Monaten das Netto-Emissionsvolumen von Staatsanleihen in der Eurozone um etwa 100 Mrd. EUR kräftig schrumpfen wird, da die Neuemission von Staatsanleihen deutlich unter den

Kuponzahlungen, den Rückzahlungen von Staatsanleihen und den EZB-Käufen liegen wird. Nichtsdestotrotz könnte gegen Jahresende oder Anfang nächsten Jahres die EZB vom Erfolg ihrer Maßnahmen völlig überrascht werden und daher ein frühzeitiges Ende des Wertpapierkaufprogramms beschließen – mit negativen Folgen für den europäischen Rentenmarkt.

Anleger in europäischen Staatsanleihen weichen vor diesem Hintergrund zunehmend auf globale Staatsanleihenportfolios aus, da die Renditen in einigen Rentenmärkten auf währungsgesicherter Basis, beispielsweise in den USA, immer noch einigermaßen attraktiv sind und dort in Krisenzeiten immer noch das Potenzial für Kursgewinne besteht.

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.