

## Metzler: Schrödingers Weltwirtschaft Konjunkturdaten sprechen zugleich für Abschwung und Aufwärtstrend

Wir leben wirklich in ungewöhnlichen Zeiten. Das spiegelt sich auch darin wider, dass derzeit viele Konjunkturdaten gleichzeitig in völlig unterschiedliche Richtungen zeigen. Ein gutes Beispiel dafür war der Einkaufsmanagerindex des US-Dienstleistungssektors in dieser Woche, der im Februar auf unter 50 fiel und damit auf den ersten Blick signalisierte, dass sich die Rezession in der US-Industrie auf den Dienstleistungssektor ausgedehnt hat. Gleichzeitig lag jedoch die Beschäftigungssubkomponente nahezu unverändert bei 54,2, was sehr ungewöhnlich ist, da normalerweise ein in die Rezession abgleitender Sektor nicht in diesem hohen Tempo neue Jobs schafft. Ein weiteres Beispiel ist der ifo-Index. Dessen Erwartungskomponente fiel im Februar auf unter 100 und damit auf den niedrigsten Stand seit Dezember 2012. Gleichzeitig verzeichneten die konkreteren Export- und Produktionserwartungen der Unternehmen nur geringe Rückgänge und liegen immer noch deutlich über den Niveaus von 2012.

### Deutschland: Export- und Produktionserwartungen deutscher Unternehmen seit 2013 im Seitwärtstrend Subkomponenten des ifo-Index für Industrieunternehmen



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 15.2.2016

Die Datenlage könnte einerseits dafür sprechen, dass sich die Stimmung aufgrund der Turbulenzen an den Finanzmärkten deutlich stärker eingetrübt hat, als die tatsächliche Wirtschaftsdynamik rechtfertigt. Andererseits sind die damit verbundenen Konjunkturrisiken nicht von der Hand zu weisen, und es könnte ein Abschwung infolge einer sich selbst erfüllenden Erwartung entstehen – umso mehr, als die weiter eskalierende politische Krise in Europa die Unsicherheit bei europäischen Unternehmen und Konsumenten in den kom-

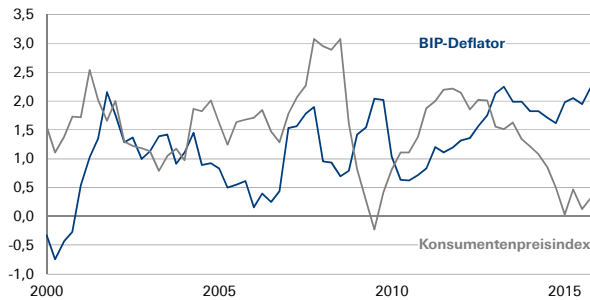
menden Monaten erhöhen und zu einer Zurückhaltung bei den Ausgaben führen könnte.

Vor diesem Hintergrund könnten die Geschäftsklimaindizes wie die globalen Einkaufsmanagerindizes für die Industrie (Dienstag) und für den Dienstleistungssektor (Donnerstag) zuletzt an Signalkraft verloren haben und die Bedeutung der realwirtschaftlichen Daten wie dem US-Arbeitsmarktbericht (Freitag) dürfte noch steigen. Dabei sollte nicht vergessen werden, dass die USA aufgrund ihrer gegenwärtigen Altersstruktur der Bevölkerung nur einen Anstieg der Beschäftigung von etwa 80.000 Personen pro Monat benötigen, um die Arbeitslosenquote stabil zu halten. Jeder Beschäftigungsanstieg darüber signalisiert einen überdurchschnittlich guten Arbeitsmarkt und steht im Einklang mit einer tendenziell fallenden Arbeitslosenquote. In diesem Umfeld wird sich auch der Fokus verstärkt auf das Beige Book (Mittwoch) richten, das eher einen Blick auf die Qualität der US-Konjunkturdynamik ermöglicht. Bisher haben wir unsere Wachstumsprognosen für 2016 noch nicht angepasst; derzeit ist die Wahrscheinlichkeit deutlich höher, dass wir die Zahlen nach unten korrigieren müssen statt nach oben.

### Deutschland & übrige Eurozone: Unsicherer Inflationsausblick

Ein ähnliches Phänomen wie bei den Konjunkturindikatoren zeigt sich auf der Inflationsseite. In Deutschland lag die Inflation im vierten Quartal 2015 nur leicht über der 0%-Marke, während der BIP-Deflator um mehr als 2 % stieg.

### Deutschland: Inländischer Inflationsdruck kontra Importpreisdeflation in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.12.2015

Der BIP-Deflator spiegelt den reinen Inflationsdruck aus der Binnenwirtschaft wider, da die Importpreise aus der Kennziffer herausgerechnet werden. Der merklich sich beschleunigende Anstieg beim BIP-Deflator spricht dafür, dass die Kerninflation in den kommenden Monaten in Deutschland und in der übrigen Eurozone den eingeschlagenen Aufwärtstrend fortsetzen dürfte. Aufgrund der seit Jahresanfang merklich gefallen Rohstoffpreise wird jedoch die Inflationsrate (Montag) in den kommenden Monaten nur um 0 % schwanken. Die niedrige Inflation und die deutlich gefallen Inflationserwartungen erhöhen jedoch das Risiko von Zweitrundeneffekten, sodass der Inflationsdruck aus der Binnenwirtschaft aufgrund eines zunehmend geringeren Lohnwachstums in den kommenden Quartalen wieder nachlassen könnte. Wenn aber die Zweitrundeneffekte ausbleiben würden und sich der deutsche Arbeitsmarkt als robust erweisen sollte, könnte die Inflation in Deutschland im zweiten Halbjahr überraschend stark steigen.

### Japan: Ergänzender Fiskalstimulus wahrscheinlicher

In Japan gilt es als fast schon sicher, dass die Bank von Japan die Geldpolitik auf ihrer nächsten Sitzung am 15. März erneut lockern wird. Die spannende Frage ist nunmehr, ob der Stimulus vonseiten der Geldpolitik noch durch einen fiskalischen ergänzt wird. So sieht sich Japan einer steigenden internationalen Kritik an seiner Negativzinspolitik ausgesetzt – zuletzt vom Präsidenten der Bank von England, Mark Carney. Kern der

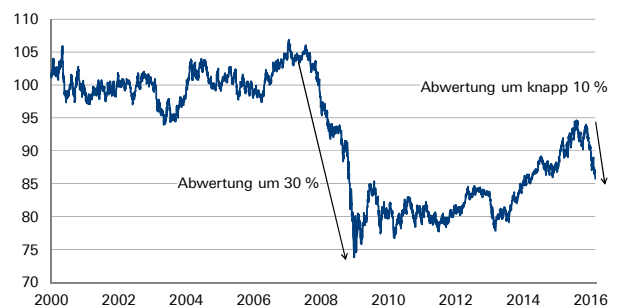
Kritik: Die negativen Zinsen könnten aufgrund der fehlenden Weitergabe von den Banken an Unternehmen und Konsumenten keine positiven Effekte auf die Binnenwirtschaft entfalten und seien vielmehr nur dazu gedacht, die eigene Währung zu schwächen. Die japanische Regierung könnte den Vorwurf, einen Währungskrieg anzuzetteln, durch ein Konjunkturpaket leicht entkräften. Die Industrieproduktion (Montag) und der Arbeitsmarktbericht (Dienstag) dürften sicherlich auch eine Rolle bei der Entscheidung darüber spielen. Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit für einen fiskalischen Stimulus gestiegen.

### Großbritanniens gefährliches Spiel mit dem Feuer

Die steigenden Risiken eines Brexit sind bisher nur auf dem Devisenmarkt sichtbar. So wertete das britische Pfund gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner in den vergangenen Wochen um knapp 10 % ab.

### Britisches Pfund im Sturzflug aufgrund steigender Brexit-Risiken

#### Index des handelsgewichteten Wechselkurses des britischen Pfunds

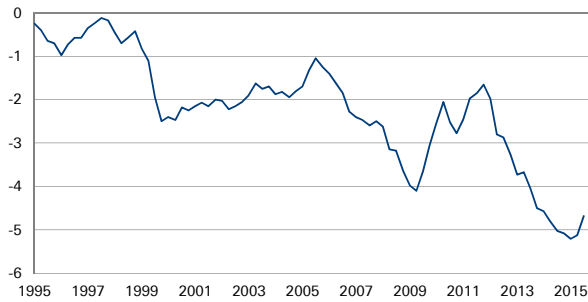


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 23.2.2016

Dabei ist gerade Großbritannien vom Zufluss von ausländischem Kapital im großen Stil abhängig. So verschlechterte sich das Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr bis auf 5 % des BIPs. Ein Leistungsbilanzdefizit in dieser Höhe ist kritisch einzustufen, da es in der Vergangenheit schon Währungsturbulenzen in Ländern mit ähnlich hohen Leistungsbilanzdefiziten auslöste.

### Hohes Leistungsbilanzdefizit macht das britische Pfund krisenanfällig

Leistungsbilanz in % des BIPs (gleitender Durchschnitt über vier Quartale)

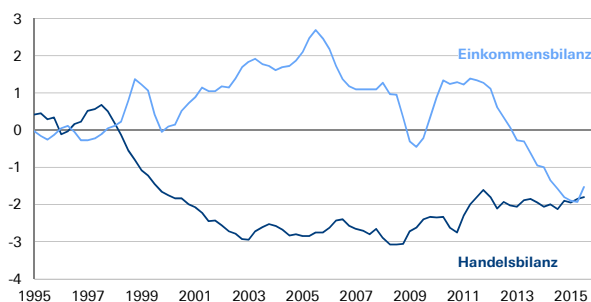


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 30.9.2015

Das sich in den vergangenen Quartalen verschlechternde Leistungsbilanzdefizit ist überwiegend auf strukturelle Faktoren zurückzuführen, sodass von einer erhöhten Krisenanfälligkeit gesprochen werden kann. Die Leistungsbilanz setzt sich dabei aus der Handels-, der Einkommens- und Übertragungsbilanz zusammen. Großbritannien ist in den vergangenen Jahren von einer Gläubignation zu einer Schuldernation geworden, was automatisch höhere Zins- und Dividendenzahlungen an das Ausland bedeutet – mit negativen Effekten auf die Einkommensbilanz. Darüber hinaus sanken die Zins- und Dividendeneinnahmen aus dem Ausland in den vergangenen Quartalen merklich. Britische Unternehmen sind international stark im Rohstoffsektor engagiert und leiden daher unter geringeren Einnahmen aus dem internationalen Geschäft.

### Britisches Leistungsbilanzdefizit hat sich aufgrund sinkender Dividenden- und Zinseinnahmen aus dem Ausland strukturell verschlechtert

Einkommens- und Handelsbilanz in % des BIPs (gleitender Durchschnitt über vier Quartale)



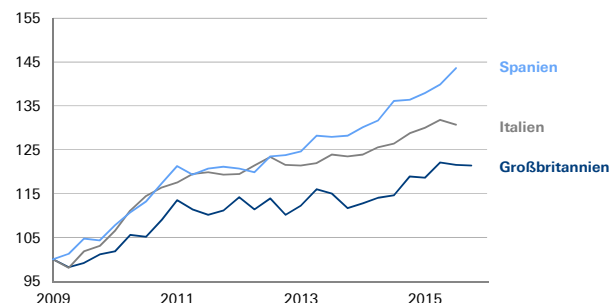
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 30.9.2015

Dementsprechend hat sich die Einkommensbilanz von einem Überschuss von über 1 % des BIPs im Jahr 2012

auf ein Defizit von knapp 2 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) strukturell verschlechtert. Nur signifikant steigende Rohstoffpreise könnten der Einkommensbilanz zu einer positiveren Entwicklung verhelfen. Im Gegensatz dazu verbesserte sich die Handelsbilanz in den vergangenen Quartalen von einem Defizit von etwa -3 % des BIPs im Jahr 2008 auf -2 % des BIPs im Jahr 2015. Auf den ersten Blick ist dies zwar positiv zu werten, auf den zweiten Blick jedoch enttäuschend. Das britische Pfund wertete in der Finanzmarktkrise 2008 um etwa 30 % ab, was einen signifikanten Wettbewerbsvorteil für die britische Industrie zur Folge hatte. Trotzdem entwickelten sich die britischen Exporte merklich schlechter als die in Spanien und Italien, die nicht von ähnlich starken Währungsabwertungen profitieren konnten.

### Britische Exporte haben von der Abwertung des britischen Pfunds um 30 % in der Finanzmarktkrise nicht profitiert

Reale Exporte von Waren und Dienstleistungen (indexiert, 31.3.2009 = 100)



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.12.2015

Im Falle eines Brexit könnte es aufgrund der Unsicherheit über den zukünftigen Rechtsrahmen und aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit von Bonitätsherabstufungen durch die Ratingagenturen zu erheblichen Kapitalabflüssen kommen. Das britische Pfund könnte in diesem Fall unter starken Abwärtsdruck geraten. Großbritannien hat schon jetzt Vollbeschäftigung erreicht, sodass eine schwache Währung eher Inflationsdruck als merklich sich erholende Exporte bewirken dürfte. Ein Brexit könnte daher sehr negative Konsequenzen für Großbritanniens Wirtschaft haben.

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.