

### **Rentenmärkte: Ruhiges erstes Quartal zu erwarten**

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen pendelte sich im vierten Quartal bei 0,55 % ein, während zweijährige Bundesanleihen im Durchschnitt zu einer Rendite von -0,33 % gehandelt wurden. Vor der Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) Anfang Dezember hatte die Rendite zweijähriger Bundesanleihen noch einen historischen Tiefstand von -0,44 % erreicht, der jedoch aufgrund der für die meisten Finanzakteure dann doch enttäuschenden Beschlüsse der Notenbanker um Mario Draghi nicht zu halten war. Auch die Renditen zehnjähriger Anleihen aus Italien und Spanien tendierten im vierten Quartal seitwärts: In Italien schwankten sie um knapp 1,6 % – und in Spanien um etwa 1,72 %. Europäische Unternehmens- und High-Yield-Anleihen erzielten im vierten Quartal einen leichten Wertzuwachs und kopelten sich damit von den Turbulenzen am US-amerikanischen Markt für Unternehmens- und High-Yield-Anleihen ab.

Die im vierten Quartal merklich zurückgegangenen Rohstoffpreise werden weltweit noch für einige Monate für eine niedrige Inflation sorgen. Ein merklicher Anstieg der Renditen im ersten Quartal 2016 erscheint daher eher unwahrscheinlich, und es ist damit zu rechnen, dass sich der Seitwärtstrend aus dem vierten Quartal 2015 fortsetzen wird – umso mehr, als die US-Notenbank zunächst noch eine abwartende Haltung einnehmen und erst im Mai oder Juni 2016 einen weiteren Zinsschritt beschließen dürfte.

Die Unsicherheit über die Wachstumsperspektiven der US-Wirtschaft ist derzeit ungewöhnlich groß, was für ein vorsichtiges Agieren der Federal Reserve spricht. Auch die EZB dürfte abwarten und keine weiteren geldpolitischen Schritte im Jahr 2016 beschließen, weil die Konjunkturerholung in der Eurozone an Dynamik gewinnen und die Kerninflation weiter steigen dürfte. Wenn sich das Wirtschaftswachstum in den USA und in China im Jahr 2016 nicht merklich verlangsamten sollte, sondern beide Volkswirtschaften stabil wachsen sollten, dürften wahrscheinlich vor allem im zweiten Halbjahr die Anleihenrenditen steigen: Bis Jahresende 2016 könnte die Rendite zehnjähriger US-Treasuries auf 3,0 % steigen – und die von zehnjährigen Bundesanleihen auf 1,25 %.

### **Aktienmärkte: Europa und Japan in der Regionenallokation gegenüber den USA zu favorisieren**

Im vierten Quartal erholten sich die Aktienmärkte der entwickelten Volkswirtschaften leicht von ihren Kursverlusten im dritten Quartal, und die Aktienmärkte der

Schwellenländer stabilisierten sich immerhin – jeweils in lokaler Währung gerechnet.

Der Aktienindex EURO STOXX 50 gewann von Quartalsbeginn bis zur EZB-Sitzung Anfang Dezember zwar mehr als 13 % an Wert, gab jedoch in der Folge einen großen Teil seiner Kursgewinne wieder ab, weil die Finanzmarktakteure mit einem größeren Schluck aus der EZB-Liquiditätspulle gerechnet hatten und in ihrer Enttäuschung in erheblichem Umfang Aktien abstießen. Die Leitzinserhöhung der US-Notenbank Mitte Dezember wirkte sich dagegen kaum auf den Aktienmarkt aus, da der Zinsschritt schon weitestgehend erwartet und in die Kurse eingepreist worden war.

Die hohe Volatilität an den Aktienmärkten im zweiten Halbjahr 2015 war sicherlich eine Folge der großen Unsicherheiten über die Wachstumsperspektiven der beiden Volkswirtschaften USA und China. Auch änderte sich in den vergangenen Monaten die Rolle der Zentralbanken von einem positiven Impulsgeber für die Aktienmärkte zu einer mehr oder weniger neutralen Kraft. So wollte die EZB auf ihrer Sitzung im Dezember anscheinend nicht mehr die sehr hohen Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer erfüllen, und die US-Notenbank dürfte 2016 die Überschussliquidität in mehreren kleinen Schritten vorsichtig verringern.

Das Jahr 2016 an den Aktienmärkten verspricht volatil zu bleiben, da den Finanzmarktakteuren viele Unsicherheiten erhalten bleiben dürften, zum Beispiel in puncto Wachstumsausblick für die Wirtschaft in den USA und China. Auch drohen von politischer Seite immer wieder Störfeuer für die Aktienmärkte. Hinzu kommt, dass US-Aktien schon hoch bewertet sind und darunter leiden dürften, dass die Federal Reserve die Liquidität im Markt stetig verringern wird. Zudem sprechen die jüngsten Turbulenzen am Markt für Unternehmensanleihen in den USA dafür, dass US-Unternehmen im kommenden Jahr deutlich weniger Kredite werden aufnehmen können, um eigene Aktien zurückzukaufen.

Bestenfalls dürften US-Aktien in diesem Umfeld 2016 eine „Nullnummer“ abliefern. Dagegen sind die Aktienmärkte in Europa und Japan aus unserer Sicht normal bewertet, und der Trend der Unternehmensgewinne zeigt nach oben – grundsätzlich eine gute Voraussetzung für einen Wertzuwachs von europäischen und japanischen Dividentiteln und damit eine Outperformance gegenüber US-Aktien.

### **Konjunktur Eurozone: Ultraexpansive Geldpolitik schiebt Wachstum an**

Die europäische Wirtschaft profitiert ungemein von den gesunkenen Rohstoffpreisen, da nahezu der gesamte Energiebedarf durch Importe gedeckt werden muss. Dank der geringeren Ausgaben für Energie konnten die Privathaushalte in der Eurozone mehr Geld in den Konsum stecken, sodass diese Ausgaben im Jahr 2015 um etwa 1,7 % wuchsen – und damit merklich stärker als 2014 mit nur 0,9 %.

Zusätzlich wird die Konjunktur vom schwachen Euro angefacht, der im Jahr 2015 maßgeblich zu einem Leistungsbilanzüberschuss von 3,0 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) beigetragen haben dürfte. 2011 hatte die Eurozone noch eine ausgeglichene Leistungsbilanz. Der stetige Kapitalzufluss aus dem Ausland bedeutet, dass der Euro im kommenden Jahr eher unter Aufwertungsdruck geraten dürfte – umso mehr, als sich aufgrund der merklichen Konjunkturerholung die Wachstumsdifferenz zu den anderen Regionen tendenziell verringern wird.

Der Aufschwung in der Eurozone basiert jedoch auch auf einem deutlich verbesserten monetären Transmissionsmechanismus und der ultralockeren Geldpolitik der EZB. So zeigen Berechnungen auf Basis des „Schattenleitzins“-Konzepts, dass die bisher beschlossenen unorthodoxen Schritte der EZB einer Leitzinssenkung auf -5 % entsprechen. Dank des „Schattenleitzins“-Konzepts lassen sich mithilfe der Optionstheorie die unorthodoxen Schritte der EZB in einen Leitzins umrechnen, um die Ausrichtung der Geldpolitik der EZB fundiert beurteilen zu können. Um den Schattenleitzins zu berechnen, wird vom aktuellen Leitzins der Wert einer Call-Option auf Bargeld mit einer Verzinsung von 0 % abgezogen, deren Wert von der gesamten Renditestrukturkurve abhängt. Wahrscheinlich war die Geldpolitik der EZB mit einem Schattenleitzins von -5 % im November 2015 schon zu expansiv. Daher war es unverständlich, warum die EZB im Dezember nochmals nachlegen musste – umso mehr, als eine Lockerung der Geldpolitik ungewöhnlich ist in einem Umfeld mit steigender Kreditvergabe, höher ausgelasteten Kapazitäten und einem sich beschleunigenden Wachstum.

Die Wirtschaft in der Eurozone könnte vor diesem Hintergrund im Jahr 2016 deutlich stärker zulegen als um die von uns erwarteten 1,5 %, zumal die Unternehmen ihre Lagerbestände im Jahr 2015 erheblich abbauten und somit das BIP-Wachstum um 0,3 %-Punkte minderten. Wenn die Unternehmen 2016 auf einen weiteren Lagerabbau verzichten sollten, könnte allein dadurch das

BIP-Wachstum um 0,3 %-Punkte höher ausfallen.

Darüber hinaus spricht vieles dafür, dass der in nunmehr mehreren Wahlen zum Ausdruck gekommene politische Widerstand gegen die Austeritätspolitik eine Trendwende in der Fiskalpolitik zur Folge haben wird und daher 2016 mit einem entsprechenden moderaten Stimulus zu rechnen ist.

### **Konjunktur USA: Stabil genug, um die erste Zinserhöhung seit fast zehn Jahren zu verkraften**

Es ist vollbracht: Die Federal Reserve erhöhte im Dezember 2015 zum ersten Mal nach nahezu zehn Jahren den Leitzins. Darin sehen wir einen ersten Schritt, um der Nullzinsfalle zu entkommen, wobei die Unsicherheit nach wie vor groß ist, ob dies tatsächlich gelingen wird. Die Bank von Japan und die Schwedische Reichsbank sind in der Vergangenheit jeweils daran gescheitert und mussten in relativ kurzer Zeit eine Umkehr in ihrer geldpolitischen Ausrichtung vollziehen und den Leitzins wieder senken.

Die US-Wirtschaft zeigte zuletzt aufgrund des starken US-Dollar und der sinkenden Rohstoffpreise bedenkliche Schwächen in der Industrie. Darüber hinaus verteuerten sich die Finanzierungskosten der US-Unternehmen in den vergangenen Wochen am Markt für Unternehmensanleihen zum Teil erheblich. Die spannende Frage für 2016 wird nunmehr sein, ob die Schwächetendenzen in einzelnen Segmenten die gesamte US-Wirtschaft nach unten ziehen werden oder ob das dynamische Wachstum im Dienstleistungssektor ausreichend stabil bleibt, um dies zu verhindern. Der Wohnimmobilienmarkt in den USA ist aufgrund seiner hohen Sensibilität gegenüber Veränderungen in den allgemeinen Finanzierungsbedingungen frühzyklisch und daher ein wertvoller Frühindikator für den Konjunkturverlauf. Zuletzt verbesserte sich in dieser Branche die Datenlage sogar etwas, was einen anhaltenden Aufschwung der US-Wirtschaft signalisiert – umso mehr, als die wöchentlich veröffentlichten Daten zur Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und Konsumenten zuletzt einen beschleunigten Anstieg von etwa 5 % vor einigen Wochen auf mehr als 7 % widerspiegeln.

Die US-Wirtschaft dürfte demnach im Jahr 2016 mit 2,0 % oder sogar mehr stärker als das Potenzialwachstum von 1,5 % zulegen. Die Folgen wären eine weiter auf etwa 4,5 % zurückgehende Arbeitslosenquote und ein sich weiter beschleunigendes Lohnwachstum, das die Unternehmen zunehmend über höhere Verkaufsprei-

se auf die Konsumenten abwälzen dürften. Eine moderat steigende Inflationsrate gekoppelt mit einem stabilen Wirtschaftswachstum würden demnach den Weg für weitere Leitzinserhöhungen freimachen. Gegen Ende 2016 dürfte die Federal Reserve in diesem Umfeld in drei weiteren Schritten den Leitzins auf 1,0 % angehoben haben.

### **Konjunktur Asien: Vorsichtig optimistischer Ausblick für Japan, stabil moderates Wachstum in China**

Es gibt gute Gründe, in Japan vorsichtig optimistisch ins Jahr 2016 zu blicken. So zeigten die Daten für das dritte Quartal merklich sich erholende Unternehmensinvestitionen und einen anhaltend optimistischen Unternehmenssektor, der die Investitionsausgaben weiter erhöhen könnte. Dadurch wird ein selbsttragender Aufschwung immer wahrscheinlicher, der infolge steigender Löhne dafür sorgen könnte, dass sich die Konsumausgaben im Jahr 2016 endlich erholen. Schon im Jahr 2014 waren die Konsumausgaben um 1,1 % gegenüber dem Vorjahr gefallen – und im Jahr 2015 um voraussichtlich 0,8 %. Die Konjunkturerholung dürfte mit steigenden Inflationsraten einhergehen und damit für einen Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen der Unternehmen und Konsumenten sorgen. Erfahrungsgemäß ändern sich tiefsitzende Erwartungen nur langsam, und es wird noch einige Zeit mit positiven Inflationsraten brauchen, bis bei den Unternehmen und Konsumenten die Deflationserwartungen überwunden sind und in Zukunft wieder mit steigenden Preisen gerechnet wird. Die Erwartung steigender Preise dürfte den Aufwärtstrend der Konsum- und Investitionsausgaben noch verstärken, da es sich immer weniger lohnt, auf fallende Preise zu warten. Dabei ist es jedoch nahezu unmöglich, den genauen Zeitpunkt der Erwartungsänderung vorher-

zusagen. Erst ein höheres Wirtschaftswachstum wird den Stimmungsumschwung sichtbar machen.

In China mehren sich die Anzeichen, dass sich das Wirtschaftswachstum auf niedrigem Niveau stabilisiert. Die antizyklischen Programme der chinesischen Regierung scheinen langsam zu greifen. So hat die chinesische Zentralregierung seit August den lokalen Gebietskörperschaften zunehmend Zugang zu Krediten von Staatsbanken eröffnet. Der dafür bereitgestellte Betrag summiert sich über den Zeitraum von 2015 bis 2017 insgesamt auf etwa 15 % des BIPs. Die lokalen Gebietskörperschaften scheinen die zusätzlichen Finanzmittel recht zügig genutzt zu haben, was sich am beschleunigten Wachstum der Infrastrukturausgaben von 12 % im Oktober auf 24 % im November ablesen lässt. Zudem versucht die chinesische Regierung, durch eine kontinuierlich gelockerte Geldpolitik und durch eine gegenüber dem US-Dollar abgewertete chinesische Währung die Wirtschaft zu stimulieren. Insgesamt dürfte der Renminbi in den kommenden zwölf Monaten um etwa 10 % gegenüber dem US-Dollar abgewertet werden. Jedoch bestehen nach wie vor erhebliche Konjunkturrisiken, wie der Kollaps vieler Indikatoren für Chinas Außenhandel zeigt. So sind die Frachtraten von Schiffstransporten von und nach Asien teilweise schon auf historische Tiefstände gefallen, das Transportvolumen von und nach Asien ist ungewöhnlich gering, und die gefallenen Rohstoffpreise signalisieren eine schwache Nachfrage aus China. Im Jahr 2016 dürften jedoch die stabilisierenden Faktoren die Oberhand behalten und für ein stabil moderates Wachstum sorgen, das eher vom Dienstleistungssektor angetrieben wird als von der Industrie.

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.