

### Rentenmärkte: Trend zu fallenden Renditen

Der europäische Rentenmarkt startete mit einer positiven Wertentwicklung ins neue Jahr. So sank das Renditeniveau 10-jähriger Bundesanleihen von 0,63 % zu Jahresanfang bis auf 0,10 % Ende Februar; in der Folge stabilisierte die Rendite sich auf einem leicht höheren Niveau. Die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen fiel sogar von einem Niveau von -0,35 % zu Jahresanfang bis auf knapp -0,6 % vor der Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) Anfang März und handelte danach in einem Korridor zwischen -0,45 % und -0,5 %. Deutsche Bundesanleihen profitierten von den Finanzmarkturbulenzen zu Jahresanfang als sicherer Hafen, vom merklichen Inflationsrückgang infolge gesunkener Ölpreise und den umfangreichen geldpolitischen Entscheidungen der EZB. Aber auch Staatsanleihen aus Italien und Spanien profitierten mit moderaten Renditerückgängen im Quartalsverlauf – nach einem holprigen Start zum Jahresauftakt. Die Kurse europäischer Unternehmens- und High-Yield-Anleihen verloren im Zuge der Finanzmarkturbulenzen zunächst noch erheblich, glänzten jedoch nach der EZB-Sitzung Anfang März mit massiven Kurssprüngen, sodass die Wertentwicklung im ersten Quartal insgesamt noch positiv war. Dafür reichte schon allein die Ankündigung, da die EZB erst im Juni tatsächlich Unternehmensanleihen kaufen will und erst in den kommenden Wochen die Details des Kaufprogramms bekanntgeben wird.

Aufgrund der umfangreichen geldpolitischen Maßnahmen der EZB im März signalisiert unser Prognosemodell, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf nur noch 0,1 % fallen und in den kommenden Monaten dort verharren könnte. Somit besteht noch moderates Potenzial für fallende Renditen im zweiten Quartal. Gleichzeitig haben sich jedoch die Wachstumsperspektiven in den USA aufgehellt, und die Inflation befindet sich in einem Aufwärtstrend. Bislang sind die Finanzmarktakteure jedoch noch sehr skeptisch, ob die positiven Wachstums- und Inflationstrends in den USA nachhaltig sind, sodass es voraussichtlich noch einige Monate bis zu einer Neubewertung dauern wird. Die Folge einer Neubewertung wäre ein dramatischer Renditeanstieg in den USA. Das wiederum würde die Frage aufwerfen, ob sich Bundesanleihen aufgrund der unorthodoxen Maßnahmen der EZB davon abkoppeln könnten oder auch ihre Renditen merklich steigen würden. Derzeit erscheint das Szenario eines nur moderaten Anstiegs der Renditen von Bundesanleihen im Falle einer Trendwende am US-Rentenmarkt wahrscheinlicher. Darüber hinaus würde sich eine Neubewertung des Ausblicks vorwiegend auf die derzeit ungewöhnlich niedrigen Inflationswartungen in den USA und in der Eurozone auswirken.

### Aktienmärkte: Turbulenter Jahresauftakt

Das erste Quartal 2016 startete an den internationalen Aktienmärkten turbulent. Für viele Aktienmärkte war es der schlechteste Jahresauftakt seit dem Zweiten Weltkrieg. Die Kurse japanischer Aktien brachen sogar um fast 20 % innerhalb weniger Tage ein, was an den großen Aktiencrash von 1987 erinnerte. Ängste vor einer harten Landung der chinesischen Wirtschaft, um die Stabilität des europäischen Bankensystems und vor einer Rezession in den USA zogen die Kurse in die Tiefe und sorgten für eine zunehmend geringere Risikobereitschaft der Anleger. Als Reaktion auf die Turbulenzen lockerten die chinesische Zentralbank, die Bank von Japan und die Europäische Zentralbank (EZB) die Geldpolitik. Die US-Notenbank verzichtete auf weitere Leitzinserhöhungen und nahm eine abwartende Haltung ein. Der monetäre Stimulus in Kombination mit mehrheitlich leicht besseren Konjunkturdaten aus den USA und Europa sorgten im Quartalsverlauf für einen Stimmungsumschwung an den Aktienmärkten. Sogar die Aktienmärkte der Schwellenländer erholten sich im Quartalsverlauf wieder nennenswert nach einem Kursrückgang von mehr als 10 % im Januar in lokaler Währung.

Das Brexit-Referendum in Großbritannien am 23. Juni dürfte die Aktienmarktentwicklung im zweiten Quartal stark beeinflussen: Sollten sich die Briten für einen Verbleib in der Europäischen Union (EU) entscheiden, könnte es zu einer Erleichterungsrally an den europäischen Aktienmärkten kommen. Ein Votum für einen Austritt hätte jedoch sehr wahrscheinlich zur Folge, dass die britische Währung aufgrund des hohen strukturellen Leistungsbilanzdefizits einbrechen würde, was wahrscheinlich in eine schwere Rezession in Großbritannien münden dürfte. Entsprechend negativ würden die europäischen Aktienmärkte darauf reagieren. Derzeit scheinen die Befürworter eines Verbleibs in der EU immer noch einen kleinen Vorsprung zu haben. Darüber hinaus dürfte das Umfeld für die Aktienmärkte schwierig bleiben: Schlechte Konjunkturdaten aus den USA könnten die Rezessionsängste wiederbeleben, starke Konjunkturdaten dagegen die Zinserhöhungsängste verstärken. Insgesamt scheint jedoch die US-Wirtschaft wieder auf einen dynamischen Wachstumspfad zurückgekehrt zu sein, sodass eher die Zinsängste im zweiten Quartal dominieren dürften.

### **Konjunktur Eurozone: Übertriebene Wachstumssorgen**

Zu Jahresauftakt mehrten sich bei vielen Finanzmarktakteuren die Sorgen vor einer merklichen Wachstumsabkühlung der europäischen Wirtschaft. Sie befürchteten, dass die Wachstumsschwäche in den Schwellenländern und die gestiegenen Konjunkturrisiken in den USA auch die europäische Wirtschaft beeinträchtigen könnten. Darüber hinaus wurde zunehmend die Stabilität des europäischen Finanzsystems infrage gestellt. Die Europäische Zentralbank (EZB) reagierte darauf im März mit einem umfassenden Paket geldpolitischer Maßnahmen – mit dem vorrangigen Ziel, die Banken mit üppiger Liquidität zu äußerst günstigen Konditionen auszustatten. Aufgrund der gesunkenen Rohstoffpreise und der eingetrübten Konjunkturperspektiven sanken die durchschnittlichen Inflationserwartungen laut Inflationsswaps über die kommenden zehn Jahre signifikant – von 1,35 % zu Jahresanfang bis auf nur noch 1,04 % Ende Februar. Trotz der EZB-Maßnahmen Anfang März erholten sich die langfristigen Inflationserwartungen im Monatsverlauf nur geringfügig. Die Finanzmarktakteure scheinen demnach mit einer lange anhaltenden niedrigen Inflation und mit erhöhten Deflationsrisiken zu rechnen und nicht davon auszugehen, dass die EZB ihr Inflationsziel von 2,0 % auf absehbare Zeit erreichen wird. Somit besteht aus Sicht der EZB das Risiko von Zweitrundeneffekten, bei denen sich die niedrigen Inflationserwartungen im Sinne einer selbsterfüllenden Erwartung in der tatsächlichen Inflationsentwicklung materialisieren könnten. Gegen Quartalsende signalisierten jedoch ein Anstieg des ifo-Index und der Einkaufsmanagerindizes, dass die Wachstumsängste übertrieben waren und die Wirtschaft in der Eurozone nach wie vor gute Chancen hat, ein Wirtschaftswachstum von etwa 1,5 % in diesem Jahr zu erreichen. Ein großer Wachstumsbeitrag von etwa 0,5 %-Punkten des BIP dürfte dabei von der Fiskalpolitik kommen, die jegliche Sparanstrengungen eingestellt hat. Auch ist die Inflation hauptsächlich nur wegen der gesunkenen Rohstoffpreise so niedrig. So verzeichnete der BIP-Deflator in der Eurozone im vierten Quartal 2015 einen Anstieg von 1,3 % gegenüber dem Vorjahr; seinen Tiefpunkt hatte er schon im zweiten Quartal 2014 mit 0,7 % erreicht. Der BIP-Deflator misst die Preisentwicklung der binnenwirtschaftlichen Wertschöpfung ohne die Importpreise. Eine Stabilisierung der Rohstoffpreise würde bedeuten, dass die Inflationsrate in den kommenden Monaten langsam wieder auf über 1,0 % steigen könnte. Es bedarf wahrscheinlich noch einiger Monate mit guten Konjunkturdaten und tendenziell steigenden Inflationsraten, bevor es zu einer Neueinschätzung der mittelfristigen Inflationsperspektiven an den Finanzmärkten kommt.

Ein großes Risiko für Europa im zweiten Quartal wäre es, wenn die Briten für einen Austritt aus der Europäischen Union (EU) votierten. Aufgrund des hohen strukturellen Leistungsbilanzdefizits von etwa 5 % des BIP ist Großbritannien ungemein krisenanfällig. Ein Austritt aus der EU könnte einen Währungskollaps des britischen Pfundes und stark steigende Zinsen nach sich ziehen. Eine schwere Rezession in Großbritannien hätte zweifelsohne auch Folgen für die Wirtschaft der EU-Länder. Darüber hinaus zeigen viele Studien langfristige negative Folgen für das Wirtschaftswachstum in Großbritannien und in Kontinentaleuropa.

### **Konjunktur USA: Leitzinserhöhung gut verkraftet**

Die erste Leitzinserhöhung seit fast zehn Jahren im Dezember 2015 beruhigte die Märkte zunächst nicht, sondern bewirkte eine wachsende Unsicherheit im Hinblick auf die Wachstumsperspektiven. So wurde zunächst befürchtet, dass die Leitzinserhöhung die Abschwungstendenzen der US-Wirtschaft infolge des starken US-Dollars und des gefallenen Ölpreises sogar noch verstärken könnte. In dieses Bild passte, dass der ISM-Geschäftsklimaindex der US-Industrie im Dezember auf nur 48,0 fiel und sich im Januar mit einem Anstieg um 0,2 %-Punkte kaum erholte. Im Gegensatz dazu zeigte der Arbeitsmarkt im Verlauf des ersten Quartals kaum Schwächen, was auf einen anhaltend stabil wachsenden Dienstleistungssektor schließen lässt. Gegen Ende des Quartals verbesserten sich sogar einige regionale Geschäftsklimaindizes der Industrie außergewöhnlich stark. Insgesamt scheint die US-Wirtschaft nach anfänglichen Irritationen die Leitzinserhöhung gut verkraftet und schnell wieder auf einen dynamischen Wachstumspfad zurückgefunden zu haben. Die Daten stehen damit im Einklang mit der Metzler-Wachstumsprognose von 2,0 % in diesem Jahr bei geringen Abwärtsrisiken. In diesem Umfeld setzte die Kerninflation ihren Aufwärtstrend bis auf 2,3 % im Februar fort. Der Anstieg der Kerninflation war überwiegend auf einen zunehmenden Kostendruck zurückzuführen: Im vierten Quartal 2015 reichte schon ein moderater Lohnzuwachs von 2,6 % bei einem Produktivitätszuwachs von nur 0,5 % aus, dass die Lohnstückkosten um 2,1 % stiegen. Trotz des verbesserten Wirtschaftsklimas sind die Finanzmarktakteure nach wie vor sehr skeptisch. Ablesbar ist dies unter anderem an den niedrigen langfristigen Inflationserwartungen, die mit etwa 1,85 % für 10-jährige Inflationsswaps immer noch deutlich unter dem Durchschnitt seit 2004 von etwa 2,5 % liegen. Die US-Notenbank wird wahrscheinlich erst abwarten, bis sich die Inflationserwartungen normalisieren, bevor sie das nächste

Mal die Leitzinsen erhöht. Insgesamt scheinen zwei Leitzinserhöhungen wahrscheinlich: im Juli nach dem Brexit-Referendum und im Dezember. Mit dieser Politik geht die US-Notenbank bewusst das Risiko ein, dass die Inflation für einige Zeit über das Inflationsziel hinausschießen könnte, was in Abwägung der Risiken das kleinere Übel zu sein scheint.

### **Konjunktur Asien: Schwache Wachstumsdynamik**

Die Wachstumsdynamik der japanischen Wirtschaft enttäuschte zuletzt aufgrund sinkender Konsumausgaben. Im Gegensatz zu den privaten Haushalten in den USA und in Europa hielten japanischen Konsumenten ihren Geldbeutel fest verschlossen – trotz eines guten Arbeitsmarktes, steigender Einkommen und sinkender Rohstoffpreise. So gingen die realen Konsumausgaben seit dem ersten Quartal 2014 schmerzlich um 5,4 % zurück. Die Mehrwertsteuererhöhung am 1. April 2014 scheint somit einen langanhaltenden wirtschaftlichen Schaden verursacht zu haben. Diese Erfahrung zeigt, dass die japanische Regierung auf die nächste Mehrwertsteuererhöhung im April 2017 verzichten sollte. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Unternehmensinvestitionen mit einem Zuwachs von mehr als 4 % seit dem vierten Quartal 2014 erfreulich. Langsam scheinen die japanischen Unternehmen ihre hohen Gewinne und Cashbestände verstärkt für Investitionen zu nutzen, was auch Hand in Hand mit (Netto-)Neueinstellungen von etwa einer Million Menschen seit dem vierten Quartal 2014 einherging. Eigentlich sind vor diesem Hintergrund die Voraussetzungen für eine Konjunkturerholung gut. Wahrscheinlich benötigt die japanische Wirtschaft nur einen fiskalpolitischen und geldpolitischen An Schub, um

wieder auf Wachstumskurs zu kommen. Allerdings ist es erfahrungsgemäß weit schwieriger, die Konsumausgaben wirtschaftspolitisch zu beeinflussen, als einfach die Staatsausgaben zu erhöhen.

In China begann das Jahr 2016 turbulent. So gab es keine Anzeichen für eine Stabilisierung des Wachstums, sondern nur einen anhaltenden Abwärtstrend der Konjunkturdaten. Auch nahmen die Sorgen vor einer steigenden Kapitalflucht und einer damit verbundenen unkontrollierten Abwertung der chinesischen Währung zu. Im Quartalsverlauf beruhigte sich die Lage jedoch wieder, da die chinesische Regierung die Devisenverkehrskontrollen verschärfte und damit die Kapitalflucht eindämmen konnte. Infolge der nachlassenden Kapitalflucht stieg der Spielraum für die chinesische Regierung, den geld- und fiskalpolitischen Stimulus merklich auszuweiten. Insbesondere mehrten sich die Anzeichen für eine spürbare Erholung des Wohnimmobilienmarktes, der in der Vergangenheit oft ein zuverlässiger Frühindikator für die chinesische Wirtschaft war. Somit stehen die Chancen gut, dass sich die Konjunktur in den kommenden Monaten etwas besser entwickelt. Für die chinesische Regierung bedeutet das eine Gratwanderung, da jeder Stimulus die Verschuldung zu erhöhen droht und die Schuldenkrise in die Zukunft verlagert. Andererseits kann es durchaus sinnvoll sein, einen Stimulus mit Reformen und Konkursen überschuldeter Unternehmen zu kombinieren. Die kommenden Monate werden zeigen, ob die chinesische Regierung stark genug ist, die geplanten Entlassungen im Stahl- und Kohlesektor umzusetzen.

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.