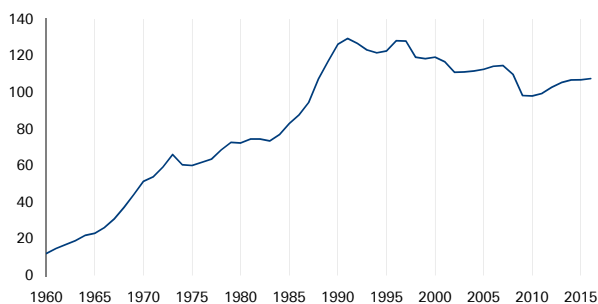


Metzler: Über die Diagnose der Wachstumsprobleme Zu wenig Nachfrage oder strukturelle Wachstumshemmnisse

Die Gründe der Wachstumsschwäche der Weltwirtschaft werden derzeit intensiv diskutiert. So wird argumentiert, dass Kredite aufgrund der hohen Verschuldung nicht nachgefragt werden und Banken aufgrund der Altlasten in ihren Bilanzen keine Kredite mehr vergeben können. Jeder geld- oder fiskalpolitische Stimulus verpufft in diesem Umfeld schon nach kurzer Zeit, wie die Erfahrung Japans seit Anfang der 1990er Jahre gezeigt hat. Die zahlreichen Stimulusmaßnahmen haben nur einen kontinuierlichen Anstieg der Staatsverschuldung bewirkt, ohne die Deflation nachhaltig zu überwinden. Die strukturellen Probleme Japans – fehlende Kreditnachfrage und eingeschränktes Kreditangebots – sind ablesbar an der Entwicklung der realen Bruttoanlageinvestitionen, die seit dem Erreichen des Hochpunkts im Jahr 1991 kontinuierlich gefallen sind. Japanische Unternehmen waren überschuldet und zahlten daher eher Kredite ab, als neue nachzufragen. Auch konnten die de facto lange Zeit insolventen japanischen Banken keine neuen Unternehmen finanzieren.

Japan: strukturelle Probleme in stetig sinkenden Investitionsausgaben sichtbar

Reale Bruttoanlageinvestitionen in Billionen Japanische Yen auf Basis der Preise von 2005

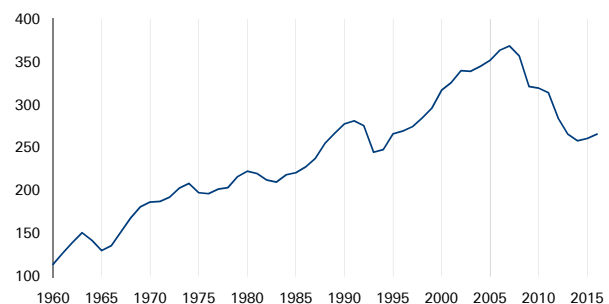


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.1.2017

Interessanterweise ist dieses Phänomen auch seit 2007 in Italien zu beobachten, das wie Japan von einer hohen Verschuldung und von Banken mit hohen Altlasten geprägt ist.

Italien: hohe Verschuldung und angeschlagene Banken sorgen für Kollaps der Investitionsausgaben wie in Japan

Reale Bruttoanlageinvestitionen in Mrd. EUR auf Basis der Preise von 2010

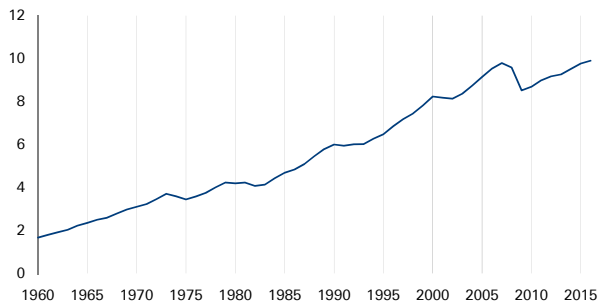


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.1.2017

Die spannende Frage ist nunmehr, ob dies für alle Industrieländer gilt. Ein Blick auf die Entwicklung der realen Bruttoanlageinvestitionen aller OECD-Länder zeigt, dass im vergangenen Jahr ein neuer Hochpunkt erreicht wurde und die Investitionsschwäche der vergangenen Jahre wahrscheinlich eher zyklischer Natur war. Darüber hinaus zeigen die Auftragseingänge für Investitionsgüter und Umfragen zu den Investitionsabsichten der Unternehmen in allen wichtigen Regionen in den vergangenen Monaten eine merkliche Belebung, was auf eine deutliche Beschleunigung der Investitionsausgaben in diesem Jahr schließen lässt. Es besteht somit eine große Wahrscheinlichkeit, dass die geld- und fiskalpolitischen Stimulusmaßnahmen nicht so schnell verpuffen, sondern einen kräftigen Aufschwung der Weltwirtschaft in diesem Jahr ermöglichen werden.

OECD-Staaten: bisher nur zyklische Schwäche der Investitionsausgaben

Reale Bruttoanlageinvestitionen in Billionen USD auf Basis der Preise von 2010



Damit spielt die Datenlage denjenigen in die Karten, die die Probleme der Weltwirtschaft in einer Nachfrageschwäche (säkularen Stagnation) sehen, die durch eine expansive Geld- und Fiskalpolitik behoben werden kann. Dabei sollte jedoch nicht vergessen werden, dass die Stimulusmaßnahmen keineswegs unproblematisch sind, sondern zu einer Fehlallokation von Kapital im privaten Sektor und zu einer weiter steigenden Staatsverschuldung beitragen können. Somit steigen mit den Stimulusmaßnahmen die Risiken einer neuen Schuldenkrise oder einer Beschleunigung der Inflation. Eine Schuldenkrise kann dabei jederzeit von politischen Ereignissen ausgelöst werden. Auch werden die Risiken einer steigenden Inflation zunehmend sichtbar, wie unter anderem der Anstieg der Kerninflation in den USA von 2,2 % im Dezember auf 2,3 % im Januar zeigt.

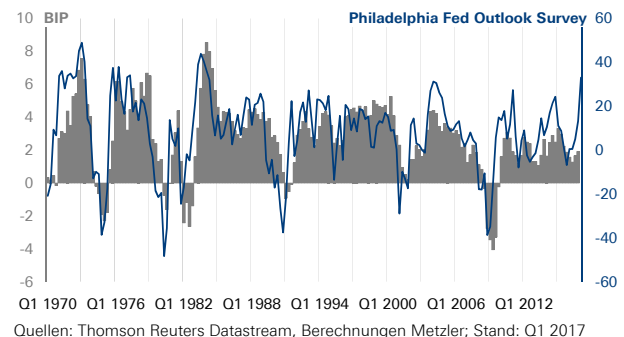
Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass die in den kommenden Jahren tendenziell steigenden Inflationsraten in Kombination mit historischen Niedrigzinsen für anhaltend fallende negative Realzinsen sorgen werden. Konservative Anleger werden dadurch bestraft und gezwungen, höhere Risiken in ihrer Anlagepolitik einzugehen. Eine Wirtschaftspolitik, die Stimulusmaßnahmen nur vorsichtig einsetzt und für eine schnelle Bereinigung der Bilanzen hoch verschuldeter Unternehmen und Banken sorgt, würde dagegen eine auskömmliche Verzinsung konservativer Anlagen ermöglichen und automatisch wieder Risiko und Rendite in Einklang bringen. Damit würde sich auch das Risiko einer Fehlallokation von Kapital merklich reduzieren.

Derzeit ist die globale Wirtschaftspolitik jedoch eher auf Stimulus denn auf Strukturreformen ausgerichtet. Und die Stimulusmaßnahmen scheinen dabei zu greifen (vielleicht sogar zu gut), wie die kräftig steigenden Früh-

indikatoren für die Bruttoanlageinvestitionen im gesamten OECD-Raum zeigen. Ein Beispiel von vielen ist der merkliche Anstieg des Philadelphia Fed Index im Februar auf den höchsten Stand seit Anfang der 1980er Jahre. Der Philadelphia Fed Index ist besonders aussagekräftig, da er ein überraschend guter Frühindikator für das US-Wirtschaftswachstum ist.

USA: Philadelphia Fed Index und Wirtschaftswachstum

BIP in % ggü. Vj. und Philadelphia Fed Index (Durchschnitt Januar/Februar für Q1 2017)



Im Einklang mit den guten US-Konjunkturdaten dürften die Einkaufsmanagerindizes weltweit im Februar (erste Schätzung, Dienstag) sowie der ifo-Index (Mittwoch) gestiegen sein. Trotz der Leitzinserhöhung im Dezember und der zuletzt gestiegenen Rendite 10-jähriger US-Treasuries dürften darüber hinaus die Daten zum US-Wohnimmobilienmarkt einen anhaltenden Aufschwung signalisieren: Verkäufe bestehender Häuser (Mittwoch) sowie Neubauverkäufe (Freitag).

Die überraschend guten Konjunktur- und hohen Inflationsdaten rücken die nächste Sitzung der US-Notenbank am 15. März wieder in den Fokus. Derzeit sehen die Finanzmarktakteure die Wahrscheinlichkeit für eine Leitzinserhöhung im März bei 36 % und im Mai bei 57 %. Das Protokoll der vergangenen US-Notenbank-sitzung (Mittwoch) könnte für eine Neubewertung der Zinserhöhungswahrscheinlichkeiten vor dem Hintergrund der aktuellen Datenlage sorgen. Derzeit prognostiziert Metzler Asset Management noch zwei Zinsschritte der US-Notenbank im Mai und im September 2017. Das Risiko steigt jedoch mit jeder guten Wirtschaftszahl, dass die Fed den Leitzins in diesem Jahr um mehr als 100 Basispunkte anheben muss.

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.