

Metzler: US-Notenbank wartet weiter ab Schwache US-Konjunkturdaten mahnen zur Vorsicht

Bauchlandung der US-Wirtschaft im ersten Quartal

Das Wirtschaftswachstum (Mittwoch) verlangsamte sich in den USA im ersten Quartal merklich. Die in den vergangenen Monaten veröffentlichten Konjunkturdaten enttäuschten die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer so sehr wie zuletzt 2009.

Immerhin dürfte der Wachstumseinbruch im Vergleich zu 2009 diesmal deutlich geringer ausgefallen sein. Verschiedene Ansätze zur Berechnung des laufenden Wirtschaftswachstums signalisieren derzeit ein Wachstum zwischen 0,0 % und 1,0 % im ersten Quartal. In diesem Zusammenhang wird sich der Fokus auf die Konsumausgaben (Donnerstag) im März, die Automobilsätze (Freitag) im April und den ISM-Index (Freitag) richten, da die Dynamik dieser Daten im März und April einen signifikanten Einfluss auf das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal haben wird. Darüber hinaus wird noch das Konsumentenvertrauen (Dienstag und Freitag) veröffentlicht.

Der US-Notenbank (Mittwoch) bleibt in diesem Umfeld wohl oder übel nichts anderes übrig, als weiter abzuwarten. Es ist daher kaum mit Überraschungen vom Treffen der US-Notenbank zu rechnen.

Eurozone: Ende der Deflationsdiskussion

Das Thema „Deflationsrisiken in der Eurozone“ wird voraussichtlich in der kommenden Woche wieder zu den Akten gelegt, da die Inflationsrate (Donnerstag) von -0,1 % im März auf 0,1 % im April gestiegen sein dürfte. Darüber hinaus dürfte auch die Kerninflation von 0,6 % im März auf 0,7 % im April einen neuen Aufwärtstrend begonnen haben. So sprechen die guten Konjunkturdaten wie der Geschäftsklimaindex der Europäischen Kommission (Mittwoch) für anhaltend steigende Preise. Zumal die Kapazitäten nur leicht unterausgelastet sind. Auch die Erholung des Geldmengen- und Kreditwachstums (Mittwoch) untermauert die Perspektive mittelfristig höherer Inflationsraten.

In der Eurozone ist die Kreditvergabe ein Frühindikator für die Kerninflation.

Vergebliche Hoffnung auf weitere geldpolitische Lockerung in Japan

Vor der Sitzung der japanischen Notenbank (Donnerstag) steigen die Hoffnungen, dass ein weiterer Schritt beschlossen wird. So dürfte zwar die Inflation (Freitag) im März bei 2,2 % gelegen haben, die Mehrwertsteuererhöhung im April vergangenen Jahres verzerrt die Inflation jedoch immer noch erheblich. Für den Großraum Tokyo werden die Inflationszahlen (Freitag) schon für den April veröffentlicht. Ohne den Effekt der Mehrwertsteuererhöhung ist mit einem Rückgang der Inflation auf nur noch 0,7 % zu rechnen – immerhin ein Wert über 0 %, aber auch deutlich unter dem Inflationsziel von 2,0 %.

Die Erholung der Wirtschaft in Japan spricht jedoch dafür, dass die Inflation in den kommenden Monaten wieder moderat anspringt, sodass eine weitere Lockerung der Geldpolitik eigentlich zum derzeitigen Zeitpunkt nicht erforderlich ist. Die Industrieproduktion (Donnerstag) wird zwar im Februar noch etwas Schwäche gezeigt haben, der Arbeitsmarkt im März wird dagegen mit Stärke gegläntzt haben und die Phantasie von zukünftigen Lohnsteigerungen aufrechterhalten.

Großbritannien mit vielen Fragezeichen

Das Wirtschaftswachstum in Großbritannien beschleunigte sich von 0,7 % 2012 auf 2,6 % im Jahr 2014 und auf voraussichtlich 2,6 % in diesem Jahr. So dürfte das BIP (Dienstag) im ersten Quartal um 0,6 % gestiegen sein und damit die gute konjunkturelle Verfassung der britischen Wirtschaft untermauern.

Normalerweise trägt eine steigende Produktivität das Wirtschaftswachstum, die über die Zeit den Wohlstand einer Volkswirtschaft erhöht. Der Hauptmotor für eine steigende Produktivität sind Innovationen und Investitionen. Erschreckenderweise verläuft die Arbeitsproduktivität in Großbritannien seit etwa 2006 seitwärts. Eine tendenziell steigende Produktivität in der Industrie wird durch eine tendenziell fallende Produktivität im Dienstleistungssektor ausgeglichen. Wahrscheinlich hemmen die erheblichen regulatorischen Anforderungen an den Finanzsektor seit der Finanzmarktkrise die Produktivität im gesamten britischen Dienstleistungssektor.

Dementsprechend basiert der Aufschwung in Großbritannien nur auf einer rapide steigenden Beschäftigung. Bei einem erwarteten Wirtschaftswachstum von 2,6 % in diesem Jahr dürfte die Beschäftigung weiter deutlich steigen und die Arbeitslosenquote fallen.

Irgendwann gehen Großbritannien die Arbeitskräfte aus und ohne ein Anspringen der Produktivität drohen erhebliche Lohnsteigerungen. In diesem Zusammenhang ist es nach wie vor unerklärlich, warum die Lohndynamik bisher keine Anzeichen einer Belebung zeigt. Wahrscheinlich ist es nur eine Frage der Zeit, bis eine Lohnpreisspirale in Gang kommt.

Die stagnierende Produktivität erschwert darüber hinaus die Rückzahlung der Staatsschulden von knapp 90 % des BIP, da der Wachstumstrend der britischen Wirtschaft mittelfristig sinken wird. Zumal laut den Prognosen des Internationalen Währungsfonds das Staatsdefizit von etwa 4,5 % des BIP in diesem Jahr vollständig von ausländischen Investoren finanziert werden muss, wie das prognostizierte Leistungsbilanzdefizit von etwa 4,5 % des BIP zeigt. Glücklicherweise verfolgt die britische Regierung eine konsequente Sparpolitik und schafft damit Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Staatsschulden. Sollte eine neue britische Regierung nach den Wahlen den Sparkurs aufweichen, könnte es zu erheblichen Turbulenzen an den britischen Währungs- und Anleihemärkten kommen, da die ausländischen Investoren das Vertrauen verlieren könnten.

Die neue Rolle des Euro als sicherer Hafen

Die Eurozone war bis 2012 hauptsächlich geprägt von einer überwiegend ausgeglichenen Leistungsbilanz mit zwei Phasen von substanziellen Defiziten. Seit 2012 erwirtschaftet die Eurozone jedoch Überschüsse mit einer rapide steigenden Tendenz. Zunächst sorgten die rezessiven Tendenzen in der europäischen Binnenwirtschaft für eine Schwäche bei den Importen und zuletzt verstärkte die Abwertung des Euro-Wechselkurses den Exportüberschuss. Der hohe Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone bewirkt eine natürliche Aufwertungstendenz des Euros.

Dem gegenüber stehen jedoch die Kapitalflüsse, die in den vergangenen Monaten den Leistungsbilanzüberschuss deutlich übertrafen und damit eine Abwertung des Euros bewirkten. Vor allem flossen sehr viele Gelder aus dem Euroraum in ausländische Anleihen – wahrscheinlich vor allem in US-Treasuries.

Zuletzt wurde jedoch der Kapitalabfluss aus der Eurozone in ausländische Anleihen von Kapitalzuflüssen in die Aktienmärkte der Eurozone aus dem Ausland nahezu kompensiert. Das ist sicherlich ein Grund dafür, dass der Euro trotz der extrem expansiven Geldpolitik der EZB nicht weiter abwertete sondern sich stabilisieren konnte. In turbulenten Zeiten versiegen oft schnell die Kapitalflüsse und die Leistungsbilanz wird zum dominanten Einflussfaktor für die Währungsentwicklung. In den vergangenen Dekaden konnte dieses Muster im wieder in Japan beobachtet werden. In ruhigen Zeiten floss aufgrund der lockeren Geldpolitik in Japan Kapital ins Ausland und der Yen schwächte sich als eine Folge dessen tendenziell ab. Sobald jedoch die Risikoaversion zunahm, versiegt die Kapitalflüsse aus Japan und der japanische Leistungsbilanzüberschuss verursachte eine Aufwertung des japanischen Yen, die noch durch die Rückzahlung von Krediten in japanischen Yen verstärkt wurde. Vor diesem Hintergrund war es nicht überraschend, dass der Euro aufwertete, als es kürzlich zu einer Ausweitung der Spreads von Anleihen aus der europäischen Peripherie und zu einem merklichen Rücksetzer am europäischen Aktienmarkt infolge einer Zuspitzung der Krise in Griechenland kam. Der Euro ist zu einem sicheren Hafen in Krisenzeiten geworden.

Die Reaktion der japanischen Banken auf die Nullzinspolitik in Japan

Die Nullzinspolitik in Japan ist zweifelslos eine Folge der geplatzten Blase am Aktien- und Immobilienmarkt Anfang der 1990er Jahre.

Der Rückgang der Kurse am Aktienmarkt und die fallenden Immobilienpreise verursachten einen Vermögensverlust bei den Unternehmen und privaten Haushalten in Höhe von 1.500 Bio. Yen, was in etwa dem dreifachen des japanischen BIPs entspricht.

In der Großen Depression entsprach der geschätzte Vermögensverlust in den USA etwa dem BIP. Vor allem japanische Unternehmen nahmen in den 1980er Jahren Kredite auf, um Aktien und Immobilien zu kaufen. So stieg die Unternehmensverschuldung von etwas mehr als 200 Bio. Yen bis auf 600 Bio. Yen 1991.

Aufgrund des Vermögensverlusts nach dem Platzen der Finanzmarktblase war ein großer Teil der japanischen Unternehmen de facto pleite und die Banken litten unter einem erheblichen Anteil an de facto notleidenden Krediten. Die japanische Wirtschaftspolitik vermied damals eine umfassende Marktbereinigung, sodass

24. April 2015

Zombieunternehmen und -banken entstehen konnten. Erst 2002 begann die japanische Regierung, die Probleme im Bankensystem ernsthaft anzugehen. Die überschuldeten Unternehmen nutzten ihren Cashflow daher überwiegend zum Schuldenabbau und nicht für neue Investitionsvorhaben. Als eine Folge dessen sank im Bankensystem trotz der Nullzinspolitik die Kreditvergabe. Gleichzeitig stiegen jedoch die Einlagen bei den Banken.

Aufgrund der fehlenden Kreditnachfrage schwamm das japanische Bankensystem in Liquidität, die vor allem in Staatsanleihen investiert wurde.

Japanische Banken investierten jedoch nicht nur in heimische Staatsanleihen, sondern vermehrt in ausländische Wertpapiere – darunter vor allem in ausländische Staatsanleihen.

Für die japanischen Banken war die Nullzinspolitik über lange Zeit nur insoweit problematisch, als dass sie eine fehlende Kreditnachfrage signalisierte. Eine relativ steile Renditestrukturkurve ermöglichte es jedoch den Banken in Kombination mit einer Bilanzexpansion durch den Kauf von Staatsanleihen, ihre Nettozinserträge stabil zu halten.

So sind die Nettozinserträge per Saldo über einen längeren Zeitraum stabil. Bisher haben die japanischen

Banken es noch nicht geschafft, ihr Provisions- und Kommissionsgeschäft nennenswert auszubauen.

Derzeit ist die Renditestrukturkurve in Japan und in Deutschland jedoch sehr flach geworden, sodass die Banken in beiden Regionen kaum mehr durch die Fristentransformation oder durch den Kauf von Anleihen mit einer langen Restlaufzeit profitieren können.

Damit zeigt sich immer deutlicher, dass die unorthodoxe Geldpolitik der Bank von Japan und der EZB negative Nebenwirkungen hat. Nur ein gesundes Bankensystem kann die wichtige Funktion erfüllen, die Realwirtschaft ausreichend mit Krediten und Finanzierung zu versorgen. In den USA achtet die Fed immer auf eine ausreichend steile Renditestrukturkurve, um ein gesundes Bankensystem zu gewährleisten. Als die Renditestrukturkurve im Zuge von QE3 zu flach wurde, gab es von vielen Seiten massive Kritik an der Geldpolitik der Fed. Derzeit kann das US-Bankensystem mit der Steilheit der US-Renditestrukturkurve gut leben.

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.