

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 49

30. November 2018

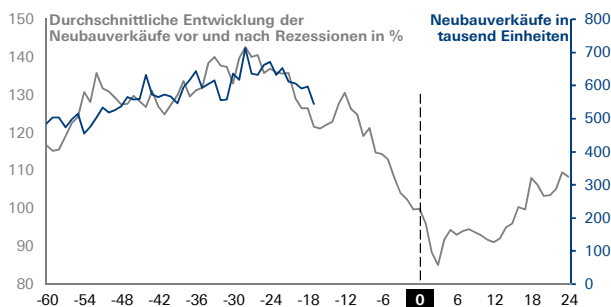
Metzler: Wie hoch sind die Risiken einer Rezession in den USA?

Wirtschaftswachstum in den USA dürfte 2019 schwächer werden

Es ist sicherlich unbestritten, dass sich das Wirtschaftswachstum in den USA 2019 abschwächen wird – aus dem einfachen Grund, dass die stimulierenden Effekte der Steuersenkung und der staatlichen Mehrausgaben langsam nachlassen werden. Darüber hinaus zeigen die Leitzinserhöhungen der US-Notenbank schon erste Bremseffekte. Die Auswirkungen von Leitzinserhöhungen werden idealtypisch zuerst an der Nachfrage nach den sehr zinssensitiven Wohnimmobilien sichtbar und damit an den Neubauverkäufen. Seit November 2017 sind die Neubauverkäufe um mehr als 20 % gesunken und damit merklich schwächer geworden. Ein Vergleich der derzeitigen Entwicklung mit der durchschnittlichen Entwicklung von Rezessionen zeigt, dass ein Rückgang an Neubauverkäufen in dieser Größenordnung etwa 18 Monate vor einer Rezession zu beobachten ist.

Schwäche der US-Neubauverkäufe könnte den Beginn einer Rezession in etwa 18 Monaten bedeuten – das ist jedoch kein Automatismus

Monate vor und nach Beginn einer Rezession;
0 = Rezessionsbeginn



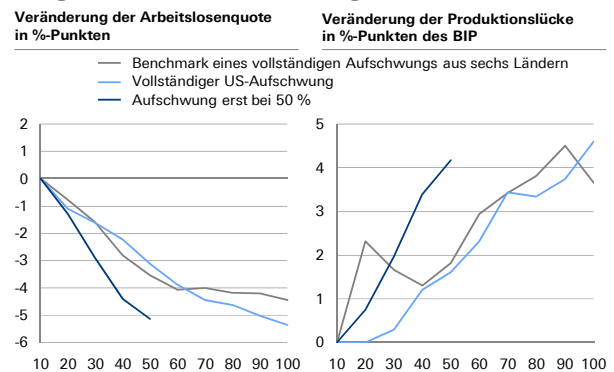
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2018

Die Leitzinserhöhungen der US-Notenbank belasten also schon jetzt das Wachstum. Daraus lässt sich jedoch nicht automatisch ableiten, dass die US-Wirtschaft per Autopilot auf eine Rezession zusteuert. Sollte die US-Notenbank den Leitzinserhöhungszyklus bald beenden, besteht durchaus die Chance, dass sich das Wachstum im Jahresverlauf 2019 auf einem Niveau von etwa 1,5 % einpendeln könnte.

USA: Boomender Arbeitsmarkt ohne Inflation

Eine andere Perspektive auf die Rezessionsrisiken in den USA bietet ein Vergleich der Entwicklung verschiedener makroökonomischer Größen mit einer Benchmark aus den sechs längsten historischen Aufschwüngen in verschiedenen Ländern seit 1980¹.

Arbeitsmarkt und Produktionslücke signalisieren ein baldiges Ende des US-Aufschwungs

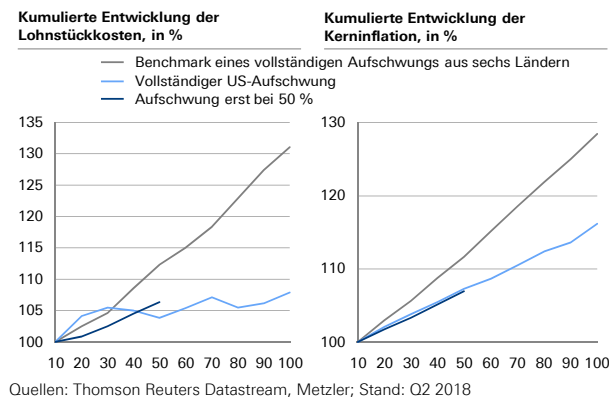


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: Q2 2018

Durchschnittlich fällt in einem mehr als zehnjährigen Aufschwung die Arbeitslosenquote um etwa 4,5 %-Punkte (graue Linie in der Grafik links). In den USA ist die Arbeitslosenquote seit Beginn des Aufschwungs bereits um etwa 5 %-Punkte gefallen. Die hellblaue Linie, die ein Ende des Aufschwungs unterstellt (= 100 %), liegt daher nahezu auf der Benchmark. Die blaue Linie, die unterstellt, dass erst die Hälfte des Aufschwungs erreicht ist (= 50 %), weicht dagegen erheblich von der Benchmark ab. Ein Blick auf die Produktionslücke (Output-Gap) zeigt ein ähnliches Bild. Die beiden traditionellen Indikatoren einer Überhitzung der Wirtschaft signalisieren also schon jetzt, dass sich erheblicher Inflationsdruck gebildet haben müsste.

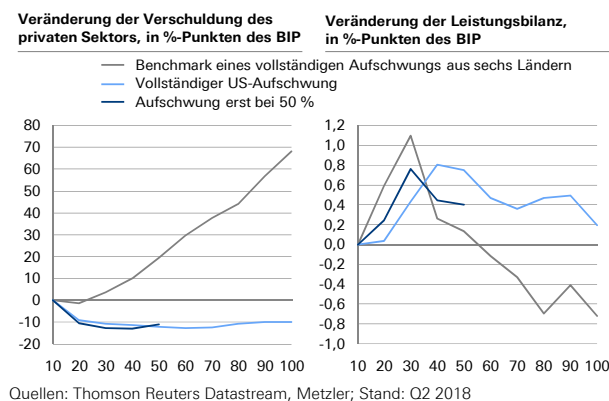
¹ Spanien von 1993 bis 2008, Holland von 1981 bis 2008, Schweden von 1993 bis 2008, Großbritannien von 1992 bis 2008, Italien von 1983 bis 1992 und die USA von 1991 bis 2008

Aber die Inflation fehlt



Tatsächlich ist jedoch die Entwicklung der Lohnstückkosten und der Kerninflation in diesem Zyklus ungewöhnlich schwach ausgeprägt. Sowohl die blaue als auch die hellblaue Linie befinden sich in beiden Grafiken signifikant unterhalb der grauen Benchmark-Linie. Ist eine Überhitzung der Wirtschaft ohne Inflation überhaupt möglich?

Auch Anzeichen für eine Überhitzung der Konjunktur fehlen



Neben der Arbeitslosenquote und der Produktionslücke zeigten in der Vergangenheit oft auch die Verschuldung des privaten Sektors (private Haushalte plus Unternehmen) sowie die Leistungsbilanz frühzeitig Überhitzungstendenzen an. Derzeit senden beide Indikatoren keine Warnsignale. Die Schulden im Unternehmenssektor sind zwar gestiegen, die der privaten Haushalte jedoch gesunken, sodass per saldo die Verschuldung bisher stabil geblieben ist. Durchschnittlich steigt normalerweise die Verschuldung im privaten Sektor innerhalb eines langen Aufschwungs um 70 %-Punkte des BIP. Auch verschlechtert sich die Leistungsbilanz normalerweise gegen Ende eines langen Aufschwungs, da die inländische Produktion die Nachfrage nicht mehr be-

dienen kann und der Nachfrageüberschuss zunehmend über Importe gedeckt werden muss. In den USA ist das Leistungsbilanzdefizit jedoch schon seit einigen Quartalen stabil und schwankt in engen Bandbreiten um einen Wert von etwa 2,2 % des BIP.

Langer Aufschwung in den USA möglich

Zusammenfassend interpretieren wir die Datenlage wie folgt:

- Die Arbeitslosenquote und die Produktionslücke liefern in diesem Zyklus keine zuverlässigen Signale einer Überhitzung.
- Die fehlende Inflationsdynamik, die stabilen Verschuldungskennziffern sowie das stabile Leistungsbilanzdefizit könnten mit einem noch lang anhaltenden Aufschwung in Einklang stehen.
- Es besteht das geringe Risiko, dass der Inflationsschub in diesem Zyklus doch noch, nur aber später kommt.
- Es besteht das geringe Risiko, dass die US-Notenbank auf die Arbeitsmarktdaten überreagiert und die Zinsschraube überdreht.

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Unsicherheiten und Konjunkturrisiken ist es sicherlich keine Überraschung, dass die US-Notenbank in dieser Woche kommunizierte, nicht mehr automatisch jedes Quartal den Leitzins anheben zu wollen, sondern die Zinsentscheidung viel stärker von der Datenlage abhängig zu machen. In der kommenden Woche könnten somit ein überraschender Rückgang des ISM-Index (Montag), des ISM-Index des Dienstleistungssektors (Mittwoch) sowie ein schwaches Beschäftigungswachstum (Freitag) die Fantasie eines baldigen Endes der US-Leitzinserhöhungen weiter beflügeln. Die Lohndynamik (Freitag) beschleunigte sich in den vergangenen Monaten zwar moderat, gleichzeitig erholte sich aber auch das Produktivitätswachstum (Mittwoch), sodass die Lohnstückkosten (Mittwoch) seit 2013 stabil mit etwa 1,0 % gewachsen sein dürften.

Welthandel: Kommt es zu einer Einigung zwischen China und den USA?

Die Staats- und Regierungschefs der G20-Länder kommen am 30. November und 1. Dezember in Buenos Aires zusammen. Abgesehen von einem Treffen zwi-

schen Putin und Mohammed bin Salman, die über den Ölpreis sprechen werden, wird der Fokus insbesondere auf dem Dinner zwischen Xi Jinping und Donald Trump liegen. Drei Szenarien erscheinen dabei möglich:

- **Die Eskalation** hält an (45 % Wahrscheinlichkeit)
Die Zölle steigen von 10 % auf 25 % ab Januar und werden auf alle China-Importe ausgeweitet.
- **Es gibt eine Pause** (45 % Wahrscheinlichkeit)
Die eingeführten Zölle bleiben bestehen; weitere Schritte werden für den Zeitraum neuer Gespräche ausgesetzt.
- **Es kommt zu einem Deal** (10 % Wahrscheinlichkeit)
Die Zölle werden als Reaktion auf ein Entgegenkommen Chinas zurückgenommen (Abnahme von US-Exporten, Öffnung des chinesischen Marktes, Einhaltung der Property Rights etc.)

Die spannende Frage dabei ist, wo der kritische Punkt für die Weltwirtschaft ist – wo also zusätzliche Zollmaßnahmen eine globale Rezession verursachen würden. Die schon umgesetzten Strafzölle haben sicherlich Wachstum gekostet, aber die Weltwirtschaft nicht aus der Bahn geworfen. Das Wachstum in China und Europa hat sich jedoch zuletzt merklich abgeschwächt, sodass beide Regionen schon jetzt sehr anfällig bei weiteren US-Strafzöllen sein könnten. Die Einkaufsmanagerindizes in China (Montag und Mittwoch) sollten vor diesem Hintergrund nochmals gefallen sein. Insbesondere die Exportaufträge dürften maßgeblich zur Schwäche beigetragen haben.

Effekte der bislang implementierten Importzölle auf die Wirtschaft dürften sich in Grenzen halten – doch wurde eine Drohkulisse aufgebaut

Zusätzlich von den USA angedrohte Zollbeschränkungen in Mrd. USD



Quellen: Peterson Institute for International Economics, Metzler; Stand: Oktober 2018

Europa: Schwache Einkaufsmanagerindizes

Die Einkaufsmanagerindizes (Montag und Mittwoch) dürften entsprechend der ersten Schätzung im November merklich gefallen sein. Das Niveau steht aber immer noch im Einklang mit einem Wirtschaftswachstum von etwa 1,5 %. Die Abwärtsdynamik ist jedoch etwas besorgniserregend, da es derzeit schwierig abzuschätzen ist, auf welchem Niveau sich die Einkaufsmanagerindizes stabilisieren werden.

Japan: Interessanter Zyklus

Die Unternehmensinvestitionen (Montag) sanken zwischen 2010 und 2013 um durchschnittlich 1,3 % pro Jahr. Seit 2014 beschleunigte sich die Wachstumsrate jedoch wieder auf 5,0 % pro Jahr, im zweiten Quartal 2018 sogar auf 12,8 %. In Japan ist also ein struktureller Investitionszyklus in Gang gekommen, da die Unternehmen zunehmend mit Robotern und künstlicher Intelligenz die schrumpfende Zahl an Arbeitskräften ausgleichen. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis die Wirtschaftsdaten in Japan eine merkliche Produktivitätssteigerung ausweisen werden. Japan steht damit kurz davor, den Pokal des Produktivitätsweltmeisters wieder zu übernehmen. Mit einem höheren Produktivitätswachstum können auch höhere Löhne (Freitag) bezahlt werden.

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 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

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.