

## Kapitalmarktausblick 4. Quartal 2017

Eine Werbemitteilung der Metzler Asset Management GmbH

Oktober 2017

### **Rentenmärkte: Weiterhin ruhiges Fahrwasser wahrscheinlich**

Die europäischen Rentenmärkte erlebten ein ruhiges drittes Quartal. Gemäß JP-Morgan-Indizes lieferten deutsche Staatsanleihen einen moderat positiven Ertrag von etwa 0,5 % – und Staatsanleihen aus der Eurozone von etwa 0,6 %. Angesichts anhaltend guter Konjunkturdaten und einer tendenziell langsam steigenden Kerninflation erscheint die positive Performance zunächst überraschend, weil die Finanzmarktakteure in solch einem Umfeld normalerweise Leitzinserhöhungen in die Rentenkurse einpreisen.

Der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Mario Draghi, und andere Mitglieder des EZB-Rates dämpften jedoch jegliche Zinserhöhungserwartungen an den Finanzmärkten mit ihren Aussagen, erst im kommenden Jahr das Wertpapierkaufprogramm langsam beenden und einige Zeit danach den Leitzins wieder anheben zu wollen. Die Finanzmarktteilnehmer haben entsprechend reagiert und preisen nunmehr einen nahezu unveränderten Zinssatz für Tagesgeld von -0,35 % bis Ende 2018 in die Kurse ein. Die Investoren rechnen nun erst für 2019 mit moderat steigenden Zinsen – und für das zweite Quartal 2020 mit einem positiven Zinsniveau.

Die europäischen Notenbanker bewerten den Aufschwung in der Eurozone immer noch als fragil und sehen das Risiko, ihr Inflationsziel über längere Zeit zu verfehlen. Die hohe Unsicherheit über den Inflationsausblick hängt damit zusammen, dass die Volkswirte der EZB derzeit nicht in der Lage sind, die Ausprägung der Philips-Kurve sowie den Einfluss der strukturellen Faktoren Demografie und Digitalisierung auf die Inflation zu bestimmen. So könnte die Philips-Kurve anhaltend flach geworden, also der Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflation vollständig verschwunden sein; es wäre aber auch möglich, dass die Inflation erst wieder anspringt, wenn die Arbeitslosenquote unter einen bestimmten kritischen Wert sinkt, was einer sogenannten nichtlinearen Philips-Kurve entsprechen würde.

Die EZB will daher einen stärkeren Zinsanstieg und eine deutlichere Aufwertung des Euro gegenüber anderen wichtigen Handelswährungen vermeiden, um den Aufschwung nicht zu gefährden. Dementsprechend dürfte die EZB im Verlauf des vierten Quartals nur beschließen, ihr Wertpapierkaufvolumen von derzeit 60 Mrd. EUR pro Monat im Januar 2018 auf 40 Mrd. EUR zu reduzieren. Die nächsten Schritte bis zum endgültigen Ende des Wertpapierkaufprogramms dürfte sie dagegen offenlas-

sen, um so flexibel wie möglich auf unerwartete Entwicklungen reagieren zu können.

Vieles spricht also dafür, dass der europäische Rentenmarkt auch ein ruhiges viertes Quartal erleben wird. Das größte Risiko, dass dieses Szenario nicht eintreten wird, ist eine weitere Eskalation des Konflikts um die Loslösung Kataloniens von Spanien, der die Spreads von Anleihen aus Ländern an der Peripherie der Europäischen Währungsunion gegenüber zum Beispiel Bundesanleihen ausweiten und zu einem Wirtschaftsabschwung in Spanien führen könnte.

### **Aktienmärkte: Chancen überwiegen weiterhin die Risiken**

Die internationalen Aktienmärkte schlossen das dritte Quartal mit erfreulichen Wertzuwächsen ab. Der MSCI-Welt-Index stieg um etwa 4,0 % – und der MSCI-Schwellenländer-Index sogar um etwa 7,7 %, jeweils gerechnet in lokaler Währung. Dazu trug maßgeblich die gute Konjunktur in Kombination mit einer niedrigen Inflation bei. Vor allem die niedrige Inflation ermöglichte es den Zentralbanken, langsam und vorsichtig die Wende in ihrer Geldpolitik einzuleiten. Auch sorgten die politischen Risiken zwar immer wieder für zwischenzeitliche Kursturbulenzen, die sich jedoch schnell wieder beruhigten.

Derzeit sprechen die Indikatoren für ein grundsätzlich unverändertes Umfeld. Die meisten Konjunkturdaten dürften auch im vierten Quartal gut ausfallen, und die Inflation könnte allenfalls langsam steigen. Risiken gehen von der im Oktober beginnenden Bilanzreduktion der Fed und der angekündigten US-Leitzinserhöhung im Dezember aus – vorausgesetzt, die Wachstumsrate der Kreditvergabe würde dadurch weiter merklich fallen. Ein plötzlicher Inflationsschub im vierten Quartal scheint dagegen eher unwahrscheinlich, weil die US-Arbeitslosenquote dafür wahrscheinlich erst unter 4 % fallen müsste – und damit unter den Wert, der schon in den 1960er-Jahren die kritische Schwelle für eine deutlich anziehende Inflation markierte. Zudem halten wir es für möglich, dass die politischen Risiken jederzeit zunehmen: Die Krise in Nordkorea könnte eskalieren, und die politischen Turbulenzen in Spanien könnten sich weiter verschärfen.

Insgesamt überwiegen jedoch die positiven Faktoren, wobei sich der US-Aktienmarkt aufgrund der zu erwartenden Schritte der US-Notenbank schlechter entwickeln dürfte als die Aktienbörsen in den anderen Regio-

nen. Attraktive Chancen attestieren wir unter anderem japanischen Dividentiteln: Sie könnten nicht nur von den fortgesetzten Aktienkäufen der japanischen Zentralbank profitieren, sondern auch von der guten Konjunktur und den steigenden Gewinnen japanischer Unternehmen.

### **Konjunktur Eurozone: Steigende Investitionen in die Digitalisierung stärken das Wirtschaftswachstum**

Die Wirtschaft in der Eurozone zeigte auch im dritten Quartal keine Anzeichen eines sich verlangsamenden Wachstums. Ganz im Gegenteil stieg das Konsumentenvertrauen im September auf den höchsten Wert seit 2001 und das Unternehmensvertrauen auf den höchsten Stand seit 2007. Auch gibt es derzeit keine Anzeichen dafür, dass sich die Konjunktur bald wieder abschwächen könnte.

Die zyklische Stärke der Wirtschaft in der Eurozone verschiebt zunehmend den Fokus bei den Unternehmen – weg von den Konjunkturrisiken, hin zu den strukturellen Chancen der Digitalisierung. Gerade der vielgelobte deutsche Mittelstand scheint hierbei hinterherzuhinken. Laut einer Studie der KfW haben bisher nur etwa 20 % der mittelständischen Unternehmen Digitalisierungsprojekte umgesetzt, während sich mehr als 30 % in dieser Hinsicht noch im Anfangsstadium befinden. Immerhin scheinen die Unternehmen die Chancen und Risiken der derzeit einsetzenden dritten Welle der digitalen Revolution erkannt und entsprechend ihre Investitionsbudgets angepasst zu haben. Die dritte Welle der Digitalisierung umfasst vor allem die künstliche Intelligenz, Big Data und die Vernetzung (Internet der Dinge). Von steigenden Investitionsausgaben gehen positive Impulse für das Wirtschaftswachstum aus.

In diesem Zusammenhang sind noch viele spannende Fragen offen: Wie wird sich die Digitalisierung auf die Arbeitswelt auswirken? Werden Arbeitsplätze permanent verlorengehen, oder gelingt es, mithilfe einer lebenslangen Bildung immer neue Arbeitsplätze zu schaffen? Können Unternehmen auf einem globalen digitalen Markt überhaupt ihre Preise anheben, und wird daher die Inflation langfristig niedrig bleiben?

Die bisher veröffentlichten Studien zu den Folgen der Digitalisierung für den Arbeitsmarkt zeigen kein eindeutiges Ergebnis. Zu einem positiven Ergebnis kommt eine kürzlich veröffentlichte Studie über den Einsatz von Industrierobotern in Deutschland, die zeigt, dass Roboter eher zu Arbeitspartnern werden, als dass sie Menschen aus ihrer Arbeit verdrängen. Bei einem Roboter

als Arbeitspartner steigen jedoch die Anforderungen an die Qualifikation und damit an die Bildung.

Über den Zusammenhang zwischen Digitalisierung und Inflation gibt es interessanterweise bisher noch keine Untersuchungen. Die EZB dürfte angesichts der großen Unsicherheit über die Effekte der Digitalisierung, aber auch der Demografie auf die Inflation eher eine vorsichtige Haltung einnehmen und nur langsam die Wende in ihrer Geldpolitik einleiten. Das größte Risiko für den Aufschwung in der Eurozone ist eine weitere Eskalation der politischen Krise in Spanien.

### **Konjunktur USA: Notenbanker der Federal Reserve vor schwieriger Gratwanderung**

Die US-Wirtschaft ist nach einem schwachen Wachstum von nur 1,5 % 2016 in diesem Jahr mit einem voraussichtlichen Plus von 2,2 % wieder auf Erholungskurs. Die gute Stimmung der Konsumenten und Unternehmen spricht gegen einen merklichen Abschwung und für einen stabilen Wachstumspfad in den kommenden Monaten.

Ein Unsicherheitsfaktor ist jedoch die Kreditvergabe, die sich von einem Anstieg von 8,5 % gegenüber dem Vorjahr im August 2016 auf zuletzt nur noch 3 % abgeschwächt hat. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass die Fed in der Regel den Leitzins in Phasen eines sich beschleunigenden Kreditwachstums anhebt und in Zeiten eines fallenden Wachstums der Kreditvergabe den Leitzins senkte. Die drei Leitzinserhöhungen im Dezember 2016 sowie im März und Juni 2017 sind vor diesem Hintergrund eher ungewöhnlich.

Darüber hinaus geht die US-Notenbank ein merkliches Risiko ein, wenn sie ab Oktober ihre Bilanz reduziert und wie angekündigt im Dezember den Leitzins nochmals anhebt. Die Bilanzreduktion könnte insofern das Kreditwachstum direkt beeinträchtigen, als die Finanzmärkte dann mehr Hypotheken- und Staatsanleihen aufnehmen müssten und somit weniger Anlagekapital für Unternehmensanleihen übrigbleiben würde. Die Spreads von US-Unternehmensanleihen gegenüber US-Staatsanleihen könnten sich demnach ausweiten und damit die Unternehmenskredite verteuern. Offensichtlich schätzen die US-Notenbanker die Risiken eines geringen Kreditwachstums aber als nicht besonders hoch ein, sondern rechnen damit, dass sich die Kreditvergabe schon bald wieder erholen wird, wofür unter anderem die hohen Investitionsabsichten der Unternehmen sprechen.

Auch dürfte die gute Verfassung des Arbeitsmarktes die Fed in ihrer Geldpolitik bestärken: Die Arbeitslosenquote weist einen anhaltend fallenden Trend auf und ist in diesem Jahr von 4,8 % im Januar auf zuletzt 4,4 % gefallen. So besteht auch ein Risiko, dass sich die Inflation beschleunigen könnte, sobald die Arbeitslosenquote unter eine kritische Schwelle fällt. In den 1960er-Jahren lag diese kritische Schwelle bei 4,0 %, die bei einer anhaltend um über 2 % wachsenden Wirtschaft schon in den nächsten sechs Monaten erreicht werden könnte.

Die Fed befindet sich somit auf einer schwierigen Gratwanderung: Sie wird ihren avisierten Kurswechsel in ihrer Geldpolitik nur dann beibehalten können, wenn weder das Kreditwachstum noch die Arbeitslosenquote in den nächsten Monaten stark fällt.

### **Konjunktur Asien: Wirtschaftsmotor in Japan und China läuft rund**

Die japanische Wirtschaft wuchs in den vergangenen Quartalen merklich: So stieg unter anderem der Tankan-Geschäftsklimaindex im dritten Quartal auf den höchsten Stand seit 2007, als die japanische Volkswirtschaft ein Wachstum von 2,2 % erreichte. Die Konsensus-Prognose von 1,5 % für 2017 und von 1,1 % für 2018 könnte sich daher als zu niedrig erweisen. Trotz des kräftigen Wachstums gibt es nach wie vor keine Anzeichen für eine steigende Inflation.

Die Bank von Japan dürfte also vorerst an ihrer Geldpolitik festhalten, obwohl ihr schon jetzt 60 % aller in Japan gehandelten ETFs (Exchange-Traded Funds) gehören und sie damit indirekt zu den fünf größten Aktionären vieler japanischer Unternehmen zählt. Auch hält die Bank von Japan schon mehr als 45 % aller ausstehen-

den japanischen Staatsanleihen. Die tiefsitzenden Deflationserwartungen der Unternehmen und Privathaushalte erschweren und verlangsamen den Inflationsanstieg. Die Bank von Japan wird demnach wohl noch für einige Zeit Staatsanleihen und Aktien kaufen müssen, bevor sie die Kaufprogramme wieder beenden kann.

Die chinesische Wirtschaft verzeichnete auch im dritten Quartal ein stabiles Wachstum. Die Nachfrage am Markt für Privatwohnmobilien schwächte sich zwar etwas ab, dagegen beschleunigte sich aber der Anstieg der Unternehmensgewinne. Per saldo gleichen sich die Signale beider Indikatoren aus und zeigen damit ein anhaltend stabiles Wachstum für das vierte Quartal an.

Chinas Wirtschaft ist über viele Branchen breit diversifiziert und daher etwas weniger zyklisch geprägt als früher. Damit einhergehend, hat sich die Volatilität des nominalen Wirtschaftswachstums in den vergangenen 25 Jahren tendenziell reduziert. Insbesondere ist China zu einer Führungsmacht in der Digitalisierung sowie bei alternativen Energien und Antriebssystemen aufgestiegen. Damit kann das Land mehr denn je auf Wachstumsbranchen bauen, die die Schwäche in den „alten“ Großindustrien abfedern. Die chinesische Regierung setzt darüber hinaus die Umweltschutzgesetze zunehmend strikter um und nimmt damit Produktionskapazitäten aus dem Markt. Die verbleibenden Unternehmen erlangen dadurch eine bessere Preissetzungsmacht und können ihre Preise leichter anheben. China ist damit keine Deflationsquelle für die Weltwirtschaft mehr.

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.