

### Rentenmärkte: Trendwende der Geldpolitik ante portas

Im zweiten Quartal entspannte sich die Lage am europäischen Rentenmarkt etwas. Staatsanleihen aus der Eurozone verzeichneten gemäß JPM-EMU-Index einen Wertzuwachs von etwa 0,7 %, nachdem sie im ersten Quartal noch etwa 1,5 % verloren hatten. Damit verringerte sich der Verlust seit Jahresanfang auf etwa 0,8 %. Der Grund für die Erholung im zweiten Quartal war das nachlassende politische Risiko in Europa nach den Präsidentschafts- und Parlamentswahlen in Frankreich. Das gesunkene politische Risiko wirkte sich negativ auf die als sicherer Anlaghafen geltenden Bundesanleihen aus. Sie verloren im zweiten Quartal etwa 1,1 % an Wert – und seit Jahresanfang etwa 1,9 %. Die Kursverluste sind aber auch auf die sich abzeichnende Kurswende in der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zurückzuführen. Die sehr langsam, aber tendenziell steigende (Kern-) Inflation hat zur Folge, dass bei gleichbleibendem Leitzins der Realzins fällt und die Geldpolitik der EZB dadurch automatisch expansiver wird. Die guten Konjunkturdaten und Frühindikatoren zeigen jedoch, dass die Wirtschaft der Eurozone keiner weiteren geldpolitischen Impulse bedarf. EZB-Präsident Draghi sprach deshalb davon, schon bald die Geldpolitik anpassen zu wollen, um den geldpolitischen Stimulus konstant zu halten. Konkrete Schritte dürfte er jedoch erst auf der Notenbanksitzung am 20. Juli ankündigen. In diesem Umfeld stieg die Rendite zweijähriger Bundesanleihen sprunghaft von -0,74 % Ende März auf -0,57 % Ende Juni – und die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 0,33 % auf 0,47 %.

Der grundsätzlich solide Konjunkturaufschwung und die tendenziell steigende Inflation sprechen dafür, dass der langanhaltende Abwärtstrend der Zinsen zu einem Ende gekommen ist und eine Trendwende vor der Tür steht. Höhere Zinsen gefährden jedoch die Staatsfinanzen hochverschuldeter Ländern, sodass die Zentralbanken zunehmend in einen Zielkonflikt geraten könnten. Im Zweifel werden sie sich wahrscheinlich eher für zu niedrige Zinsen entscheiden, weil sich eine Renaissance der Staatsschuldenkrise von 2012 sehr negativ auf das geschwächte Bankensystem und die Konjunktur auswirken würde und mit hohen Deflationsrisiken verbunden wäre. Grundsätzlich spricht daher vieles dafür, dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in den kommenden Monaten auf dem erklommenen Niveau von etwa 0,5 % seitwärts tendieren wird.

### Aktienmärkte: Günstiges Umfeld für weitere Kurszuwächse

Die internationalen Aktienmärkte beendeten das zweite Quartal mit Wertzuwachsen. Die Kurse von Aktien aus den entwickelten Volkswirtschaften stiegen gemessen an den MSCI-Indizes um knapp 3 %, während Dividendentitel aus den Schwellenländern sogar mehr als 6 % einbrachten. Zurückzuführen waren die Kursgewinne auf die generell guten Konjunkturdaten, gekoppelt mit nachlassenden politischen Risiken. Darüber hinaus blieben die Inflationsraten im zweiten Quartal unter den Erwartungen, sodass die Zentralbanken in der Eurozone und in Japan ihre Liquiditätsschleusen weit geöffnet halten konnten.

Im vergangenen Jahr gab es noch große Sorgen um die Weltwirtschaft, in erster Linie ausgelöst durch China, den überraschenden Ausgang des Brexit-Referendums und die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten. Die aktuell positive Stimmung ist nicht nur eine Folge nachlassender politischer Risiken, sondern auch durch gute Konjunkturdaten unterlegt, weil jetzt endlich die Unternehmensinvestitionen neben den Konsumausgaben zum globalen Wirtschaftswachstum beitragen. Gleichzeitig gibt es keine Anzeichen für eine sich nennenswert beschleunigende Inflation. Die großen Zentralbanken können also weiterhin zurückhaltend agieren, ohne durch drastische Schritte die Finanzmärkte aufschrecken zu müssen, was grundsätzlich positiv für die Aktienmärkte ist. Die gegenwärtig niedrige Schwankungsbreite der Aktienkurse verführt dazu, die möglichen Risiken zu unterschätzen. So bestehen nach wie vor hohe politische Risiken auf globaler Ebene, die jederzeit die Kapitalmärkte belasten könnten. Darüber hinaus plant die US-Notenbank, bald ihre Bilanz zu schrumpfen und damit den Finanzmärkten Liquidität zu entziehen. Eine ähnliche Bilanzreduktion der Bank von Japan in den Jahren 2006/2007 verkräftete der japanische Aktienmarkt damals nicht sehr gut: So schnitten in dieser Zeit japanische Dividendentitel deutlich schlechter ab als zum Beispiel ihre US-Pendants. Auch die EZB dürfte Anfang 2018 die Trendwende in ihrer Geldpolitik einleiten und die Finanzmärkte sukzessive weniger mit Liquidität versorgen. Solange jedoch die Konjunkturdaten gut bleiben, dürfte der Liquiditätsentzug durch die Zentralbanken eher nur für eine größere Schwankungsbreite an den Aktienmärkten sorgen als den grundsätzlich intakten Aufwärtstrend zu gefährden.

### **Konjunktur Eurozone: Robuste Wirtschaft & neubelebte Achse Paris-Berlin stärken Europas Zusammenhalt**

Die Wahl Emmanuel Macrons zum französischen Präsidenten und der Erfolg seiner Partei bei den Parlamentswahlen sorgten zuletzt wieder für etwas Zuversicht für die Zukunft eines gemeinsamen Europas. Noch zu Jahresanfang waren die Ängste vor einem Rechtsruck und vor einem Auseinanderbrechen der Europäischen Union groß, was noch durch den Ausgang des Brexit-Referendums und die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten im vergangenen Jahr verstärkt worden war. Der Überlebenskampf der Europäischen Union (EU) scheint zu einem grundsätzlichen Umdenken in Frankreich und Deutschland geführt zu haben. So zeigt sich die Achse Paris-Berlin wie neubelebt, und die Bereitschaft auf beiden Seiten ist groß, gemeinsam die EU und die Eurozone weiterzuentwickeln. Der Ausgang der Bundestagswahlen im September wird daran wahrscheinlich wenig ändern – umso mehr, als die gute Wirtschaftsentwicklung in Europa diesen Prozess zweifellos etwas erleichtern wird. Jedoch bleibt abzuwarten, als wie belastungs- und tragfähig sich die engere politische Zusammenarbeit zwischen Frankreich und Deutschland erweist, weil es in beiden Ländern nach wie vor große Unterschiede in der politischen Philosophie über die Rolle des Staates und der freien Märkte gibt. Italien mit seinem Reformstau und die Brexit-Verhandlungen sind darüber hinaus große Herausforderungen für Europa in den kommenden Jahren. Immerhin dürfte der überraschende Wahlausgang in Großbritannien die Wahrscheinlichkeit für konstruktive Verhandlungen und für einen „weichen“ Brexit erhöht haben.

Dagegen ist der Reformprozess in Italien zum Stillstand gekommen. Italien wird laut Schätzungen der OECD in diesem Jahr etwa 7,8 % seiner Staatseinnahmen für Zinszahlungen ausgeben. Frühere Studien zeigen, dass ein Land anfällig für eine Schuldenkrise wird, sobald es mehr als 10 % seiner Einnahmen für Zinsen aufwenden muss. Schon bei einem Anstieg der durchschnittlichen Finanzierungskosten von derzeit 2,9 % auf 3,7 % würde Italien die kritische Schwelle überschreiten. Da jedoch die durchschnittliche Restlaufzeit der ausstehenden italienischen Staatsanleihen bei mehr als sechs Jahren liegt, würden sich höhere Leitzinsen der EZB erst nach sechs Jahren vollständig in den Finanzierungskosten widerspiegeln. Italien hat also noch einige Jahre Zeit, die notwendigen Reformen in Angriff zu nehmen und Einsparungen zu beschließen – umso mehr, als die EZB den

Leitzins voraussichtlich erst im Herbst 2018 wieder anheben wird. Im Vergleich dazu können die anderen großen Mitgliedsländer des Europäischen Währungsraumes höhere Zinsen relativ problemlos verkräften: So wird Frankreich nach Schätzungen der OECD in diesem Jahr nur 3,1 % seiner Einnahmen für Zinszahlungen ausgeben und Spanien etwa 6,1 %.

### **Konjunktur USA: Stabiler Wachstumspfad und trotzdem nachlassender Preisdruck**

Das zweite Quartal war in den USA mehr oder weniger von enttäuschenden Daten geprägt. Somit scheint sich die allgemein erwartete beschleunigte Konjunkturdynamik nicht zu erfüllen, zumal auch mit keinen nennenswerten wirtschaftspolitischen Impulsen der US-Regierung in diesem und im nächsten Jahr zu rechnen ist. Die Daten spiegeln aber keinen Abschwung wider, sondern eher einen stabilen Wachstumspfad. Interessanterweise ist ein Wirtschaftswachstum von etwa 2,0 % immer noch hoch genug, um für eine weiterhin tendenziell fallende Arbeitslosenquote zu sorgen. Offensichtlich ist die Arbeitslosenquote trotz des erheblichen Rückgangs bisher immer noch nicht tief genug gefallen, um Lohnwachstum und Inflation zu beschleunigen. Im Gegenteil: So sank die Kerninflation von 2,0 % im März auf 1,7 % im Mai und signalisiert damit einen nachlassenden Preisdruck. Der geringe Inflationsdruck bedeutet, dass der Aufschwung noch länger andauern wird, weil die US-Notenbank auf absehbare Zeit nicht auf die geldpolitische Bremse treten muss. Allem Anschein nach wollen die Notenbanker aber das gegenwärtige Umfeld dazu nutzen, ihr geldpolitisches Arsenal wieder aufzufüllen. So diskutieren die Mitglieder des Offenmarktausschusses schon seit einiger Zeit öffentlich, die aufgeblähte Bilanz ab September wieder zu reduzieren. Diese Diskussion kommt etwas überraschend, da die Fed-Mitglieder bisher eher die Ansicht vertreten haben, dass aufgrund der schlechten Erfahrungen der Bank von Japan mit der Bilanzreduktion in den Jahren 2006/2007 die Bilanz der US-Notenbank stabil gehalten werden sollte. Damals verlangsamte sich das Wachstum der Industrieproduktion in Japan über den Zeitraum der Bilanzreduktion entgegen dem globalen Trend einer sich beschleunigenden Wachstumsdynamik. Die überraschend niedrige Inflation spricht jedoch dafür, dass die US-Notenbank erst die Trendwende zu höheren Inflationsraten abwarten dürfte, bevor sie den nächsten geldpolitischen Schritt wagt.

### **Konjunktur Asien: Trendwende in Japan, stabiles Wachstum in China**

Im Juni stellte das staatliche Cabinet Office zum ersten Mal seit sechs Monaten wieder fest, dass sich die Wirtschaftsentwicklung in Japan verbessert hat. Dabei verleihen nach Einschätzung des Cabinet Office vor allem die steigenden Investitionsausgaben der Unternehmen dem Aufschwung eine größere Stabilität. In diesem Zusammenhang wird es spannend zu beobachten sein, wie sich die zunehmende Knappheit an Arbeitskräften auf die Löhne sowie auf den Einsatz von Robotern und neuen Technologien auswirkt. Derzeit kommen auf jeden Bewerber im Durchschnitt knapp eineinhalb offene Stellen – ein Wert, der sogar im Wirtschaftsboom der 1980er-Jahre nie erreicht wurde. Trotz knapper Arbeitskräfte gibt es noch keine Anzeichen dafür, dass sich das Lohnwachstum merklich beschleunigen wird. Der Arbeitsmarkt muss wahrscheinlich aufgrund der tiefsitzenden Deflationserwartungen erst stärker überhitzen, bevor eine nachhaltigere Lohndynamik in Gang kommen kann. Deutlich steigende Löhne könnten sich dabei positiv auf Japans Wirtschaft auswirken, da die Unternehmen dadurch zu einem beschleunigten Technologiewandel und zu einem erhöhten Investitionsbedarf gezwungen wären. Angesichts der noch schwachen

Lohn- und Inflationsdynamik wartet die japanische Zentralbank erst einmal ab; zurzeit halten die Notenbanker jegliche Diskussionen um einen Exit aus ihrer extrem expansiven Geldpolitik für verfrüht. Damit koppelt sich die Bank von Japan von allen anderen wichtigen Zentralbanken ab, die zumindest in Richtung geldpolitischer Ausgang drängen oder ihn sogar schon durchschritten haben.

Chinas Wirtschaft verzeichnete im zweiten Quartal ein stabiles Wachstum ohne größere Auffälligkeiten. Unter der ruhigen Oberfläche lauern jedoch die weiterhin ungelösten Risiken der hohen Unternehmensverschuldung und einer möglichen Immobilienpreisblase. Wahrscheinlich will die chinesische Führung noch den 19. Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas abwarten, bevor sie die beiden Probleme ernsthaft angehen wird. Mehrere Studien zeigen, dass sich die hohen Schulden der Staatsunternehmen nur mithilfe einer größeren Privatisierungswelle abbauen lassen.

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.