

## Metzler: Die Risiken der verschwenderischen US-Haushaltspolitik treten deutlicher zutage

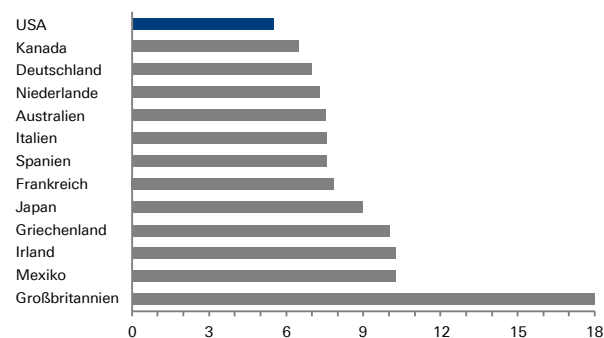
Das Haushaltsdefizit der USA wird dieses Jahr voraussichtlich 900 Mrd. USD erreichen und im nächsten Jahr sogar auf über 1,1 Billionen USD steigen. Gleichzeitig reduziert die US-Notenbank ihr Bilanzvolumen, sodass zusätzliche US-Staatsanleihen am Finanzmarkt verkauft werden müssen.

Darüber hinaus emittieren die USA überwiegend Anleihen mit einer im internationalen Vergleich kurzen Restlaufzeit. Eine kürzere Restlaufzeit hat den Vorteil niedrigerer Zinskosten, aber den Nachteil, dass jedes Jahr ein großes Volumen an ausstehenden Anleihen refinanziert werden muss. Allein in diesem Jahr werden etwa 1,3 Billionen USD an Staatsanleihen fällig; im nächsten Jahr sogar 1,7 Billionen USD.

Der Wert aus Haushaltsdefizit, US-Notenbankbilanzreduktion und Refinanzierungsvolumen summiert sich auf 2,62 Billionen USD in diesem Jahr und auf 3,4 Billionen USD im Jahr 2019. Im Vergleich dazu beliefen sich die gesamten Investitionsausgaben der US-Unternehmen im Jahr 2017 auf nur etwa 2,5 Billionen USD.

### Die ausstehenden US-Staatsanleihen haben im internationalen Vergleich eine geringe durchschnittliche Restlaufzeit

#### Durchschnittliche Laufzeit in Jahren



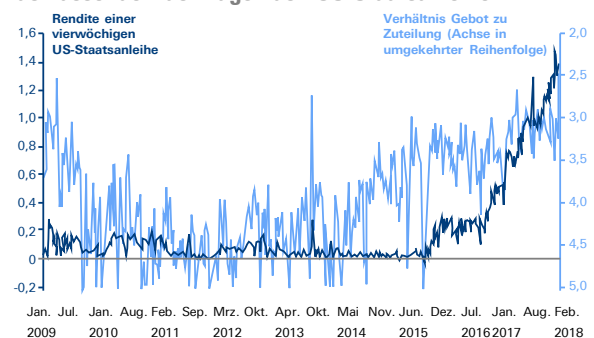
Stand 31.12.2017  
Quellen: OECD, DB Global Research

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob die USA überhaupt noch genügend Käufer für ihre Staatsanleihen finden werden. Ein Indikator für das Kaufinteresse der Anleger ist das Verhältnis zwischen Gebots- und Zuteilungsvolumen. Noch bis zum Jahr 2015 betrug bei einzelnen Auktionen für 4-wöchige Geldmarktpapiere das Gebotsvolumen mehr als das 5-fache des

Zuteilungsvolumens – die Anleiheemission war also mehr als 5-fach überzeichnet. Seitdem verschlechterte sich das Verhältnis zunehmend und erreichte zuletzt nur noch einen Wert des 2,5-Fachen.

Auch bei Auktionen für 10-jährige US-Treasuries verschlechterte sich der Trend leicht von Werten einer etwa 2,7-fachen Überzeichnung 2015 auf Werte von zuletzt nur noch einer 2,4-fachen Überzeichnung.

### Nachlassende Nachfrage nach US-Staatsanleihen

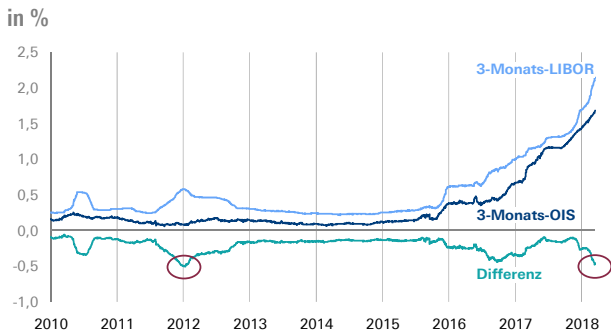


Stand Februar 2018  
Quellen: FRB, Bloomberg Finance LP, DB Global Research

Sicherlich ist dies immer noch ein gutes Polster. Wirklich kritisch würde es erst, wenn der Wert auf unter 1,0 fallen würde – also wenn es zu wenig Käufer für die bei einer Auktion angebotenen Anleihen geben würde. Das nachlassende Gebotsvolumen bzw. das steigende Zuteilungsvolumen zeigt jedoch, dass es für die USA tendenziell schwieriger werden dürfte, ihre Staatsanleihen an den Mann oder die Frau zu bringen.

Erste Anzeichen für zunehmende Schwierigkeiten kommen auch schon vom US-Geldmarkt. So ist der LIBOR-Satz deutlich über den OIS-Satz gestiegen. Der OIS-Satz spiegelt die Erwartungen an den durchschnittlichen US-Leitzins in den kommenden drei Monaten wider; die Zinsdifferenz ist also eine reine Risikoprämie.

### Stress am US-Geldmarkt wie zuletzt zum Hochpunkt der europäischen Staatsschuldenkrise 2012



Stand 15.3.2018  
Quellen: Bloomberg, Metzler

Diese Refinanzierungsrisikoprämie ist zuletzt auf den höchsten Stand seit 2012 gestiegen, als am Hochpunkt der europäischen Staatsschuldenkrise die Finanzmärkte weltweit stark unter Stress standen. Wie reagiert die US-Notenbank (Mittwoch) darauf? Sie wird sicher nicht auf die allgemein erwartete Leitzinserhöhung verzichten, zumal die Konjunkturdaten aus der Realwirtschaft anhaltend robust sind, wie auch die Einkaufsmanagerindizes (Donnerstag) und die Auftragseingänge (Freitag) zeigen dürften. Der neue Fed-Präsident könnte jedoch versuchen, die Erwartungen an zukünftige Leitzinserhöhungen etwas zu dämpfen, um so wieder für etwas Entspannung an den Finanzmärkten zu sorgen.

Die anstehende Anleiheflut, die steigenden Risikoprämien am US-Geldmarkt und eine (vielleicht) etwas vorsichtigere US-Notenbank dürften mittelfristig eher zu einer weiteren Schwäche des US-Dollars beitragen und tendenziell für steigende US-Renditen sorgen.

### Solide globale Konjunkturdynamik

Der ZEW-Index (Dienstag) der ifo-Index (Donnerstag) und die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone (Donnerstag) dürften im März aufgrund der Ängste vor einem globalen Handelskrieg einen Rücksetzer erlitten haben. Die Gefahr liegt nahe, dass sich Unternehmen mit neuen Investitionen zurückhalten. Insgesamt dürften die Niveaus der Konjunktur-Frühindikatoren trotz der erwarteten Rücksetzer immer noch im Einklang mit einem soliden Wachstum der Weltwirtschaft stehen.

In Japan dürfte die Inflation (Freitag) im Februar auf 1,5 % und die Kerninflation auf 0,5 % gestiegen sein. Die Kerninflation befindet sich damit seit März 2017 in einem Aufwärtstrend und dürfte bis März 2019 auf über 1,0 % steigen.

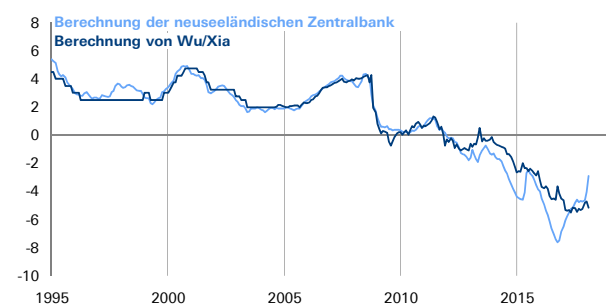
In Großbritannien werden die Inflation (Dienstag), die Arbeitsmarktdaten (Mittwoch) und die Einzelhandelsumsätze (Donnerstag) veröffentlicht. Ferner tagt die Bank von England (Donnerstag), die jedoch keinen neuen Beschluss fassen dürfte.

### Das absehbare Ende des QE der EZB und die möglichen Auswirkungen auf Unternehmensanleihen

Bis zu Beginn der unorthodoxen Geldpolitik der EZB ließen sich die Spreads von in Euro denominierten Unternehmensanleihen aus dem Nicht-Finanzsektor mit einem Rating von BBB mithilfe von Fundamentaldaten einigermaßen gut prognostizieren. Seitdem ist es jedoch sehr schwer geworden, die geldpolitischen Maßnahmen der EZB als eine Variable in ein Fundamentalmmodell zu integrieren. Eine Möglichkeit ist der Rückgriff auf den sogenannten Schattenleitzins. Die Idee des Schattenleitzinses ist es, die Liquiditätsmaßnahmen in ein Leitzins-Äquivalent umzurechnen. Derzeit wird der Schattenleitzins der EZB von der neuseeländischen Zentralbank sowie von zwei Professorinnen aus den USA (Wu und Xia) mit jeweils einem anderen Ansatz berechnet.

### Schattenleitzins der EZB ist immer noch stark negativ

Schattenleitzins in %



Stand Februar 2018

Quellen: Quellen: Neuseeländische Zentralbank und Jing Cynthia Wu and Fan Dora Xia "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound", Journal of Money, Credit, and Banking, 2016, 48(2-3), 253-291.

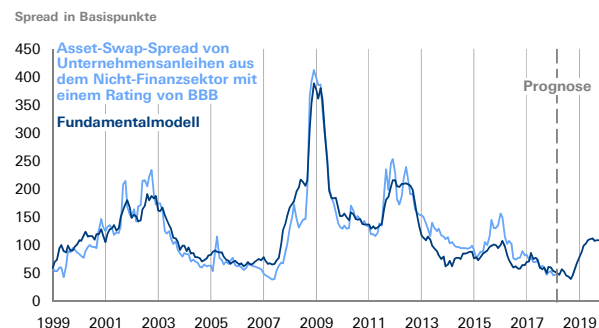
Die Berechnung der neuseeländischen Zentralbank zeigt einen kontraintuitiven Anstieg des Schattenleitzinses von -7,6 % im Oktober 2016 auf -3,0 % im Februar 2018, obwohl die EZB das Kaufvolumen von Anleihen über diesen Zeitraum nur von 80 Mrd. EUR pro Monat auf 30 Mrd. EUR pro Monat verringerte. Im Gegensatz dazu stieg der Schattenleitzins von Wu/Xia nur von -5,5 % im Mai 2017 auf zuletzt -5,1 %. Der Schattenleitzins von Wu/Xia scheint somit ein besserer Gradmesser der Geldpolitik der EZB zu sein. Im März 2016 kündigte die EZB darüber hinaus an, auch noch Unternehmensanleihen zu kaufen (CSPP-Programm). In einem Fun-

damentallmodell lässt sich das CSPP-Programm nur mithilfe einer Dummy-Variablen modellieren. Insgesamt sollten die Modellschätzungen vor diesem Hintergrund mit großer Vorsicht interpretiert werden, da die verwendeten Variablen eventuell nur die Vergangenheit gut erklären können, aber nicht die Zukunft; es besteht also das Risiko, dass es sich um Scheinkorrelationen handelt.

Trotz aller Vorsicht kann ein Fundamentalmodell vielleicht einen Anhaltspunkt dafür geben, was der anstehende Exit der EZB für Auswirkungen auf den Spread von Unternehmensanleihen haben könnte. Unser Fundamentalmodell schätzt für die Dummy-Variable für das CSPP-Programm einen Wert von 80 Basispunkten. Würde die EZB also heute ihr CSPP-Programm völlig überraschend beenden, würde der Spread von Unternehmensanleihen im Nicht-Finanzsektor mit einem Rating von BBB um 80 Basispunkte ansteigen.

### Der Exit der EZB dürfte erst 2019 größere Auswirkungen auf Unternehmensanleihen haben

#### Spread in Basispunkte



Stand Februar 2018

Quellen: Bof Merrill Lynch Corporate Bond Index, Metzler

Sollte die EZB jedoch wie angedeutet ihr Wertpapierkaufprogramm noch bis Dezember 2018 verlängern und erst ab Sommer 2019 den Leitzins anheben, könnte der Spread von Unternehmensanleihen im Nicht-Finanzsektor mit einem Rating von BBB nur um etwa 20 Basispunkte bis Jahresende 2018 steigen. Auch für 2019 prognostiziert das Modell nur einen Spreadanstieg von etwa 40 Basispunkten, da das wirtschaftliche Umfeld für Unternehmensanleihen günstig bleiben dürfte.

Zudem hat die EZB immer wieder betont, dass sie den Exit langsam und vorsichtig vollziehen möchte, um größere Turbulenzen an den Finanzmärkten zu vermeiden. Zumal die EZB die fälligen Unternehmensanleihen reinvestieren und somit ein wichtiger Akteur am Markt von Unternehmensanleihen bleiben wird. Die Schätzung von 80 Basispunkten ist damit sehr konservativ und könnte den tatsächlichen Spread-Anstieg überzeichnen.

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.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.