

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 5

24. Januar 2020

Konjunkturoptimismus kommt zurück – Datenlage dürfte sich bald verbessern

US-Notenbank wartet ab

Die US-Notenbank (Mittwoch) dürfte sich in einem umkämpften Wahljahr zurückhalten und eine abwartende Haltung einnehmen. Sie muss jedoch laufend Liquidität in den Geldmarkt pumpen, um dort das Zinsniveau stabil zu halten; seit der Repo-Satz im September plötzlich über Nacht von 2,2 % auf 5,2 % sprang, signalisiert er eine hohe Liquiditätsknappheit. In der Folge expandierte die US-Notenbank ihre Bilanz seit September mit hohem Tempo um etwa 400 Mrd. USD – von 3,8 Billionen auf 4,2 Billionen USD. Offensichtlich ist die üppige Liquidität im amerikanischen Finanzsystem ungleich verteilt, und die großen Liquiditätssammelstellen, die Großbanken, wollen oder können ihre Liquidität nicht verleihen.

Es wird vermutet, dass die Emissionsflut an Staatsanleihen vor dem Hintergrund des hohen Haushaltsdefizits von mehr als 1,3 Billionen USD auch ein Grund für die Liquiditätsknappheit sein könnte und dass die US-Notenbank mit ihrer Bilanzexpansion indirekte Staatsfinanzierung betreibt. Die Bilanzexpansion ist also solange unproblematisch, wie die Inflation niedrig bleibt. Derzeit gibt es wenig Anzeichen für eine nennenswerte Beschleunigung der Inflation (Freitag), sondern eher für eine träge Seitwärtsbewegung. Dabei sollte auch nicht vergessen werden, dass die USA die Immobilienpreise (owner-equivalent rent) schon stärker in der Inflationsberechnung berücksichtigen als die Eurozone.

Die Deeskalation im Handelskonflikt und die gesunkenen Risiken eines ungeordneten Brexits sorgen derzeit wieder für etwas Wachstumsoptimismus. Wahrscheinlich wird er sich aber noch nicht im vollen Umfang in den zur Veröffentlichung anstehenden Konjunkturdaten spiegeln: BIP im vierten Quartal (Donnerstag), Neubauverkäufe (Montag), Auftragseingänge (Dienstag) und Konsumentenvertrauen (Dienstag). Überlagert wird der Konjunkturoptimismus außerdem noch vom teilweisen Produktionsstopp bei Boeing, der sich tatsächlich (temporär) auf die makroökonomischen Daten auswirken wird.

Japan im Aufwärtstrend der Investitionen

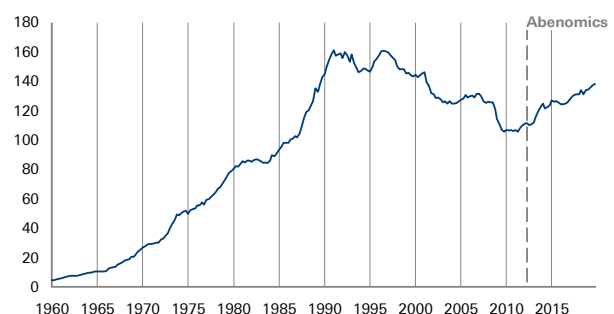
Schafft Japan nach drei verlorenen Dekaden die Wende zurück zu einem hohen Produktivitätswachstum? Die

zahlreichen Strukturreformen, die ein wichtiger Bestandteil der Abenomics sind, scheinen langsam zu greifen. So ist die Arbeitslosenquote seit Beginn des Politikwechsels von Ministerpräsident Shinzo Abe 2012 von 4,3 % auf 2,4 % gefallen. Darüber hinaus schränkte die japanische Regierung die Zahl der gesetzlich zulässigen Überstunden im vergangenen Jahr so stark ein, dass sich dadurch die Arbeitskräfteknappheit für die Unternehmen noch verstärkte.

Dem versuchte die Regierung entgegenzusteuern, indem sie die zulässige Zahl an ausländischen Arbeitskräften von etwa 600.000 im Jahr 2012 auf etwa 1,5 Millionen im Jahr 2018 erhöhte. Die Strukturreformen zwangen die japanischen Unternehmen auch, ihre Eigenkapitalrendite merklich zu verbessern, was ihnen nach Berechnungen von Goldman Sachs auch gelang: Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite stieg von etwa 5,4 % im Jahr 2012 auf zuletzt 8,9 %. Offensichtlich ist es also wieder attraktiv, ins eigene Unternehmen zu investieren, zumal die knapper werdenden Arbeitskräfte zunehmend durch Roboter und Software ersetzt werden müssen. So haben die Investitionsausgaben der Unternehmen immer noch nicht den Hochpunkt von 1996 erreicht – es gibt also noch viel Aufholpotenzial.

Japan: Stetige Erholung der Investitionsausgaben

Investitionsausgaben in Billionen Yen



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 15.11.2019

Wir sehen daher einen strukturellen Aufwärtstrend bei den Unternehmensinvestitionen – weniger um neue Kapazitäten aufzubauen, als um bestehende Kapazitäten aufrechtzuerhalten. Japan hat damit nach unserer Einschätzung gute Chancen, bald mit besseren Produktivitätszahlen und mit entsprechend hohen Raten beim

Wirtschaftswachstum pro Kopf zu glänzen. Dementsprechend sind die Perspektiven gut, dass die japanische Wirtschaft bald die derzeitige Konjunkturdelle hinter sich lassen kann und wieder auf einen soliden Wachstumspfad zurückkehrt – mit entsprechenden Daten für die Industrieproduktion und den Arbeitsmarkt (jeweils Freitag).

Europa: Großbritannien vor Wachstumsschub

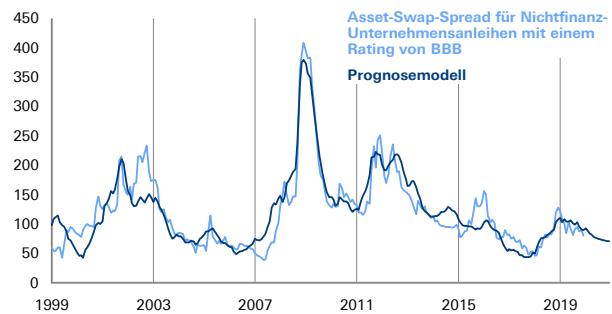
Die Konjunkturdaten aus Großbritannien zeigen eine merkliche Verbesserung im Januar. Das Ende der Brexit-Unsicherheit scheint die Wachstumskräfte wiederzubeleben, sodass die Unternehmen die lange aufgestaute Investitionszurückhaltung aufzugeben scheinen. Darüber hinaus plant die neue britische Regierung, die Staatsausgaben in diesem Jahr deutlich zu erhöhen, was einen weiteren Wachstumsimpuls bringen dürfte. Die Chancen sind somit gut, dass sich das Wirtschaftswachstum von 1,1 % im Jahr 2019 auf mehr als 1,5 % beschleunigt. Interessanterweise könnte Großbritannien damit als der große Gewinner des Brexit erscheinen.

Großbritannien ist ein wichtiger Exportmarkt für die Eurozone, der nun den dringend benötigten Wachstumsimpuls liefern könnte. Der ifo-Index (Montag) sowie der Geschäftsklimaindex der EU-Kommission (Donnerstag) könnten sich somit auch im Januar verbessern. Darüber hinaus dürfte das Wirtschaftswachstum in der Eurozone (Freitag) im vierten Quartal bei 0,2 % unverändert gegenüber dem dritten Quartal geblieben sein. Die Kerninflation (Freitag) im Januar erwarten wir unverändert bei 1,3 %.

Ausblick Euro-Unternehmensanleihemarkt

Die Wertentwicklung von Unternehmensanleihen aus der Eurozone lag im vergangenen Jahr bei etwa 6,3 %. Unternehmensanleihen aus dem Nichtfinanzsektor mit einem Rating von BBB erzielten 2019 sogar eine Performance von 7,3 %. Eine Einengung des Asset-Swap-Spreads um etwa 50 Basispunkte lieferte dabei einen wichtigen Performancebeitrag.

Wir erwarten stabile Spreads im Jahresverlauf – dank stabilem moderatem Wachstum und EZB-Liquiditätsflut in Basispunkten



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.12.2019

Unser Prognosemodell für die Asset-Swap-Spreads von Unternehmensanleihen aus dem Nichtfinanzsektor mit einem Rating von BBB besteht aus drei Variablen: Wirtschaftswachstum, Geldpolitik und Risikoneigung. Für die Risikoneigung unterstellen wir für 2020 eine konstante Seitwärtsbewegung. Auch für das Wirtschaftswachstum sehen wir mehr oder weniger eine Seitwärtstendenz mit einer Wachstumsrate von etwa 1,0 %. Darüber hinaus unterstellen wir eine unveränderte Geldpolitik der EZB. Dabei sollte jedoch nicht unterschätzt werden, dass trotz einer unveränderten Geldpolitik das laufende QE-Programm der EZB von 20 Mrd. EUR pro Monat den Unternehmensanleihemarkt weiterhin beeinflusst. Unsere Schätzung zeigt, dass mit einem Rückgang des Asset-Swap-Spreads von 80 Basispunkten Ende Dezember 2019 bis auf etwa 70 Basispunkte Ende Dezember 2020 gerechnet werden kann – sollten unsere Annahmen zutreffen. Hier zeigt sich einmal wieder der große Einfluss der EZB-Geldpolitik auf die Finanzmärkte in der Eurozone.

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.