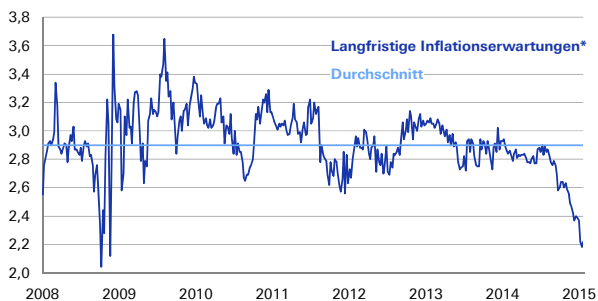


Metzler: Was macht die Fed? US-Notenbank in der Zwickmühle

US-Notenbanksitzung im Fokus

Die langfristigen Inflationserwartungen sind im Sinne einer selbsterfüllenden Erwartung einer der wichtigsten Einflussfaktoren auf die tatsächliche Inflationsentwicklung und helfen den Zentralbanken, ihr Inflationsziel zu erreichen, wenn es gut verankert ist. Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass die Zentralbanken ihre Ausrichtung der Geldpolitik überwiegend an den langfristigen Inflationserwartungen orientieren. Der merkliche Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen in den vergangenen Wochen in den USA bedeutet, dass die Fed derzeit kaum in der Lage ist, Leitzinserhöhungen ernsthaft in Erwägung zu ziehen.

USA: Deutlicher Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen (erwarteter Durchschnitt von 2020 bis 2025) in %



* Durchschnittlich erwartete jährliche Inflationsrate von 2020 bis 2025 auf Basis von Inflationsswaps

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler, Stand 23.1.2015

In der Vergangenheit lockerte die Fed sogar die Geldpolitik regelmäßig, wenn die Inflationserwartungen derart niedrig waren. Im Gegensatz dazu haben viele realwirtschaftliche Daten – beispielsweise das Konsumentenvertrauen, die Kapazitätsauslastung und verschiedene Geschäftsklimaindizes – schon wieder die Vorkrisenniveaus erreicht. Zudem verzeichnet die US-Wirtschaft ein anhaltend robustes Wachstum, was etwa ein BIP-Wachstum (Freitag) im vierten Quartal von 3 % untermauern dürfte. Daneben erwarten wir auch einen deutlichen Anstieg der Neubauverkäufe (Dienstag) sowie der Auftragseingänge (Dienstag). In diesem realwirtschaftlichen Umfeld sollte die US-Notenbank die Geldpolitik eigentlich weniger expansiv gestalten.

Die US-Notenbank (Mittwoch) befindet sich damit in einer Zwickmühle. Wahrscheinlich wird sie sich eher auf die Inflationserwartungen fokussieren und damit keine baldigen Leitzinserhöhungen in Aussicht stellen, zumal sie mit Aussagen über mögliche Leitzinserhöhungen den Aufwärtstrend des US-Dollars befeuern würde.

Konjunkturdaten in Großbritannien und Japan

In Großbritannien wird das BIP im vierten Quartal schon am Dienstag veröffentlicht. Die Daten werden zweifellos einen anhaltenden robusten Aufschwung zeigen.

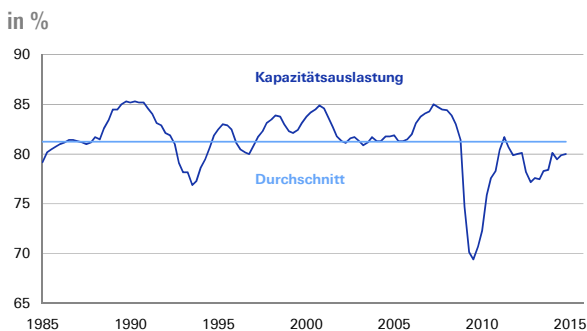
In Japan stehen die Inflationsdaten (Freitag) und der Arbeitsmarktbericht (Freitag) auf der Agenda.

Hohe Kapazitätsauslastung in der Eurozone könnte Inflationswende begünstigen

Auf den ersten Blick erscheint es überraschend, von einer Inflationswende zu sprechen, wenn die Inflation (Freitag) im Januar voraussichtlich auf -0,5 % gefallen ist. Der Inflationsrückgang ist jedoch hauptsächlich auf den Rückgang des Energiepreises zurückzuführen, da die Kerninflation mit 0,7 % im positiven Bereich geblieben sein dürfte. Die Erholung des Geldmengen- und Kreditwachstums (Donnerstag) dürfte sich im Dezember fortgesetzt haben – das signalisiert einen steigenden Trend der Kerninflation in den kommenden Monaten.

Auch zeigt ein Blick auf die Kapazitätsauslastung in der Eurozone, dass sie sich trotz des schwachen Wachstums in den vergangenen Jahren im vierten Quartal 2014 überraschend nahe dem historischen Durchschnitt bewegt hat.

Trotz schwachem Wirtschaftswachstum liegt die Kapazitätsauslastung auf nahezu durchschnittlichem Niveau



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler, Stand 30.12.2014

Der Grund hierin liegt in den geringen Investitionen der Unternehmen in den vergangenen Jahren. Auch melden die Unternehmen in der Eurozone trotz der immer noch hohen Arbeitslosenquote einen überdurchschnittlichen Mangel an qualifizierten Arbeitskräften.

Überdurchschnittlicher Mangel an geeigneten Arbeitskräften in der Eurozone

Umfrage der europäischen Kommission



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler, Stand 30.12.2014

Ein großer Teil der Arbeitslosigkeit scheint vor diesem Hintergrund wohl oder übel struktureller Natur zu sein, was ein weiterer Grund dafür ist, die dringend notwendigen Strukturreformen in vielen Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion umzusetzen und über Weiterbildungsmaßnahmen nachzudenken. Sollte sich der Ölpreis stabilisieren und die Inflationserwartungen wieder steigen, könnte die Inflation vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung im Jahresverlauf 2015 deutlich schneller steigen als allgemein erwartet, zumal die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Jahresverlauf zunehmend an Dynamik gewinnen sollte. Das dürfte ein moderater Anstieg des ifo-Index (Montag) ebenso wie der von der EU-Kommission erhobene Geschäftsklimaindex (Donnerstag) zeigen.

Griechenland vor den Wahlen

Derzeit sieht es ganz danach aus, als würde Syriza die Wahlen am Sonntag gewinnen. Dabei ist es noch offen, ob das Linksbündnis allein regieren kann oder auf einen Koalitionspartner angewiesen ist. Im Wahlkampf hat Syriza einen deutlichen Anstieg der Staatsausgaben und ein Zurückdrehen der Strukturreformen versprochen. Sollte Syriza tatsächlich ihr Programm eins zu eins umsetzen, wären die Tage Griechenlands im Euro-Raum gezählt, da die EZB das griechische Bankensystem jederzeit von der Geldversorgung abschneiden kann. Die Wahl kann jedoch auch zu einer Chance für Griechenland werden, da die griechische Wirtschaft nach wie vor von einigen wenigen einflussreichen Familien in einer oligopolistischen Struktur dominiert wird. Eine von Syriza geführte Regierung könnte diese Strukturen aufbrechen und damit für mehr Wettbewerb und ein höheres Wirtschaftswachstum sorgen. Syriza würde damit einen vergleichbaren Weg wie der damalige brasilianische Präsident Lula da Silva nehmen. Erst die Verhandlungen zwischen der neuen griechischen Regierung und der Troika werden zeigen, welchen Weg Griechenland einschlagen wird. Die Finanzmärkte haben bisher auf einen wahrscheinlicher werdenden Ausstieg Griechenlands aus dem Euro überraschend entspannt reagiert. Vielleicht sind die Ansteckungseffekte deutlich geringer als bisher gedacht.

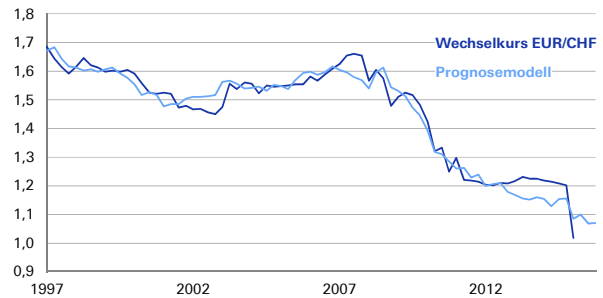
Der Schweizer-Franken-Schock

Normalerweise brechen Wechselkursanbindungen unter dem Druck der Finanzmärkte oder durch zunehmend negative Folgen für die Realwirtschaft. So war beispielsweise Deutschland in den 1970er-Jahren nicht mehr bereit, im Rahmen des Bretton-Woods-Systems unbegrenzt US-Dollar zu kaufen, da dadurch die inländische Geldmenge stieg und die Inflationsrisiken zunahmen. Die Schweiz verzeichnete zwar auch erhebliche Kapitalzuflüsse aus dem Euroraum – jedoch mit nur geringen negativen realwirtschaftlichen Konsequenzen (liquiditätsgetriebener Anstieg der Immobilienpreise). Die durch die Devisenmarktinterventionen geschaffenen Schweizer Franken akkumulierten sich mehr oder weniger im Schweizer Bankensystem, ohne in die Realwirtschaft abzufließen. Die Kreditvergabe der Schweizer Banken verlangsamte sich zuletzt sogar von 4,4 % im Juli 2014 auf 3,6 % im November 2014. Auch erscheint die Hypothekenkreditvergabe mit einem

Wachstum von 3,6 % im November nicht exzessiv. Im Einklang mit einer moderaten Kreditvergabe wuchs die Geldmenge M3 im Dezember nur noch mit einer Rate von 3,3 % – das war eine deutliche Abschwächung des Wachstums von noch 11,3 % im Juni 2013. Die Inflation lag im Dezember bei nur -0,3 %. Vor diesem Hintergrund muss die Entscheidung, die Wechselkursanbindung zu lösen, als eine rein politische Entscheidung mit dem Ziel betrachtet werden, die Abhängigkeit von der Europäischen Währungsunion zu reduzieren. Für die Schweiz ist die Entscheidung mit massiven negativen Folgen für die Realwirtschaft verbunden. Anstatt mit 2 % in diesem Jahr zu wachsen, dürfte die Schweiz ein Minuswachstum erleiden. Darüber hinaus wird sich die Deflation verschärfen. Für die Eurozone ist die Aufwertung ein Segen, da die Schweiz mit einem Leistungsbilanzüberschuss von mehr als 10 % des BIP bisher eher die Bereinigung der Ungleichgewichte in der Eurozone behinderte. Mehr Exporte in die Schweiz und weniger Importe aus der Schweiz werden einen merklichen Wachstumsimpuls für die Eurozone in den kommenden Quartalen bedeuten.

Der Schweizer Franken dürfte im Jahresverlauf wieder etwas von seinen Kursgewinnen abgeben

Wechselkurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand Oktober 2014

Laut einem Wechselkursmodell für den Schweizer Franken auf Basis der vergangenen kumulierten und erwarteten zukünftigen Wachstumsdifferenzen könnte sich der Schweizer Franken nach der dramatischen Aufwertung wieder moderat in Richtung 1,05 EUR/CHF in den kommenden Monaten abschwächen.

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-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.