

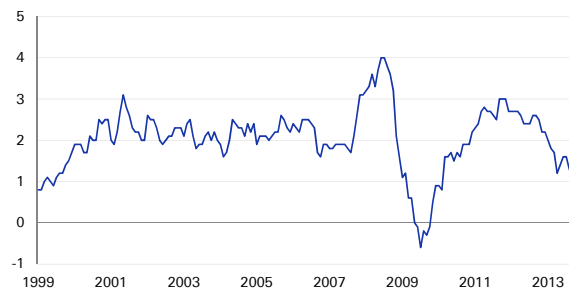
## Bald negative (Einlage-)Zinsen in der Eurozone! EZB nach Inflationszahlen unter Handlungsdruck

### EZB-Sitzung im Fokus

Im Oktober sank die Inflation in der Eurozone auf nur noch 0,7 % – damit liegt sie deutlich unter dem Inflationsziel der EZB von 2 %. Auch spricht vieles dafür, dass die EZB bei ihrer Sitzung im Dezember Inflationsprognosen für 2014 und 2015 vorstellen wird, die deutlich unter ihrem Inflationsziel liegen werden. Zweifellos besteht vor diesem Hintergrund Handlungsbedarf für die EZB, um mit einer Lockerung der Geldpolitik die Inflation mittelfristig wieder in den Zielkorridor zurückzubringen.

### Im Oktober sank die Inflation in der Eurozone deutlich auf 0,7 %

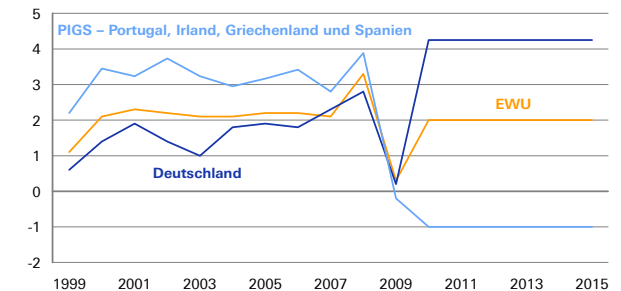
#### Konsumentenpreisindex in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler, Stand 15.10.2013

Die EZB muss jedoch bei der Diskussion um mögliche Maßnahmen die Hintergründe der Zielverfehlung berücksichtigen. Schon im Jahr 2010 war damit zu rechnen, dass die Inflationsraten in der Eurozone in den kommenden Jahren deutlich divergieren würden. So war abzusehen, dass die Staaten der Peripherie ihre Wettbewerbsfähigkeit zurückzugewinnen und daher Lohnzurückhaltung üben müssen, während Länder wie Deutschland durch ein zu niedriges Zinsniveau stark stimuliert werden – mit der Folge einer deutlichen Beschleunigung der Inflation.

### Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit impliziert deutliche Divergenzen bei der Inflation in den EWU-Mitgliedsstaaten (Szenarioanalyse aus 2010) Konsumentenpreisindex in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler

Schon damals wurden Inflationsraten von über 3 % für Deutschland diskutiert. Die erwartete Inflationsdivergenz zwischen der Peripherie und Kerneuropa ist eine notwendige Voraussetzung, um die Wettbewerbsfähigkeit wieder anzugleichen und die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu bereinigen.

Tatsächlich sank die Inflation in Spanien wie erwartet auf nur noch -0,1 % im Oktober; die Löhne sanken mit etwa -1 % gegenüber Vorjahr sogar noch stärker. Im Gegen-

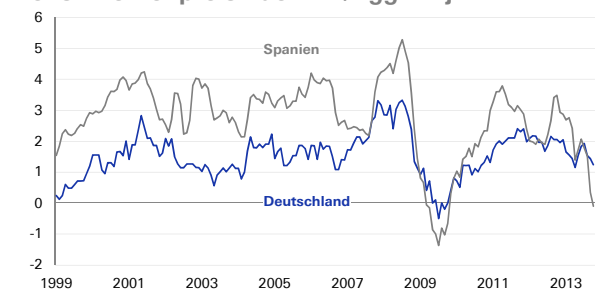
## Kapitalmarktausblick KW 45

Freitag, 1. November 2013

satz dazu liegt die deutsche Inflation mit 1,2 % im Oktober deutlich unter den Erwartungen von vor drei Jahren.

### Inflation in Deutschland ist zu niedrig, um das Inflationsziel der EZB zu erreichen

#### Konsumentenpreisindex in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler, Stand 15.10.2013

Die EZB muss daher bei der Ausrichtung der Geldpolitik ihren Fokus auf die bisher nur schwache Inflationsentwicklung in Deutschland legen. Eine Leitzinssenkung wäre kaum hilfreich, da sie vor allem den Banken in der europäischen Peripherie helfen würde, die von der EZB-Liquidität anhängig sind und sich somit günstiger refinanzieren könnten. Auch würde ein neuer Langzeittender wie im November 2011 und Februar 2012 kaum die Banken in Kerneuropa zur Aufnahme von Liquidität bewegen können, da diese Banken schon in Liquidität schwimmen. Nur die Banken der Peripherie dürften die Liquidität aus einem Langzeittender für Carry-Trades nutzen und eigene Staatsanleihen kaufen. Zweifellos würden die Rentenmärkte der Peripherie stark davon

profitieren. Daher bleibt der EZB eigentlich nur noch, den Einlagesatz von derzeit 0,0 % auf -0,25 % zu senken. Die Banken in Kerneuropa und vor allem in Deutschland könnten mit dieser Maßnahme dafür bestraft werden, dass sie ihre derzeit große Überschussliquidität überwiegend bei der EZB anlegen, anstatt damit Kredite zu vergeben oder Wertpapiere zu kaufen. Ein weiterer Vorteil einer Senkung des Einlagesatzes auf -0,25 % wäre ein deutlicher Effekt auf den Euro-Wechselkurs, der in den vergangenen Wochen durch die starke Aufwertung den Aufschwung in der Eurozone zu gefährden drohte. Schon im Frühjahr reagierte der Euro sehr stark auf Diskussionen um eine Senkung des Einlagesatzes auf -0,25 %. Insgesamt spricht vieles dafür, dass die EZB den Refinanzierungssatz von 0,5 % auf 0,25 % und den Einlagesatz von 0,0 % auf -0,25 % senken wird. Eigentlich müsste die EZB diese Maßnahmen schon auf ihrer Sitzung am kommenden Donnerstag beschließen. Es ist jedoch sehr wahrscheinlich, dass sie noch bis Dezember wartet, um die geldpolitischen Maßnahmen als eine Reaktion auf die (sehr niedrigen) EZB-Inflationsprognosen der Öffentlichkeit präsentieren zu können.

Bei ihren Inflationsprognosen geht die EZB von einem moderaten Aufschwung in der Eurozone aus. Vor diesem Hintergrund dürften gute Konjunkturdaten beispielsweise von den Einkaufsmanagerindizes (Montag und Mittwoch) oder auch den deutschen Auftragseingängen (Mittwoch) keine Änderung der grundsätzlichen Inflationseinschätzung bei der EZB bewirken. Insbeson-

dere die deutschen Auftragseingänge (Mittwoch) und die deutsche Industrieproduktion (Donnerstag) haben großes positives Überraschungspotenzial, da die hierfür repräsentativen Auftragseingänge für den Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) im September um 2,8 % gegenüber August und im August schon um 5,4 % gegenüber Juli gestiegen waren. In Frankreich dürfte die Industrieproduktion (Freitag) dagegen im September nur marginal gestiegen sein.

### USA mit zyklischem Schwächeanfall

Seit Anfang Oktober haben die Wirtschaftsdaten aus den USA mit großer Mehrheit die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer enttäuscht. Immerhin dürfte die US-Wirtschaft noch im dritten Quartal (Donnerstag) um etwa 2,0 % gewachsen sein. Einerseits dürften die Enttäuschungen seit Oktober auf den deutlichen Anstieg des Zinsgefüges zurückzuführen sein, andererseits auf die negativen Folgen des Shutdowns der US-Regierung. In den vergangenen Wochen beruhigte sich die Lage am US-Rentenmarkt wieder, und ein Kompromiss im Fiskalstreit konnte noch rechtzeitig gefunden werden. Die Wachstumsschwäche dürfte sich vor diesem Hintergrund nur als vorübergehend erweisen – zumal Modellrechnungen zeigen, dass sich die negativen realwirtschaftlichen Effekte der höheren Zinsen nur noch auf das vierte Quartal beschränken und ab dem ersten Quartal 2014 wieder mit einer Wachstumsbeschleunigung in den zinsensitiven Branchen zu rechnen ist. Darüber

## Kapitalmarktausblick KW 45

Freitag, 1. November 2013

hinaus sind noch viele Wirtschaftsindikatoren wie der Arbeitsmarktbericht (Freitag) und die Auftragseingänge (Montag) durch den Shutdown verzerrt. Der ISM-Index für den Dienstleistungssektor (Dienstag) dürfte dagegen die Wachstumsdynamik unverzerrt wiedergeben.

### Bank von England im Dilemma

Die Sitzung der Bank von England verspricht interessant zu werden. Im September lag die Inflation mit 2,7 % deutlich über dem Inflationsziel der Bank von England, und das Wirtschaftswachstum beschleunigte sich seit Jahresanfang von 0,3 % im ersten Quartal auf zuletzt 0,8 % im dritten Quartal. Konjunkturindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor (Dienstag) signalisieren darüber hinaus eine weitere Wachstumsbeschleunigung im vierten Quartal auf etwa 1,0 % gegenüber dem Vorquartal. Eigentlich müsste die Bank von England in diesem Umfeld über eine Straffung

der Geldpolitik nachdenken, was jedoch sehr wahrscheinlich eine starke Aufwertung der englischen Währung zur Folge hätte. Eine starke Währung würde jedoch wiederum den Aufschwung abwürgen und daher kontraproduktiv sein. Der Bank von England bleibt vor diesem Hintergrund nichts anderes übrig, als abzuwarten und zu hoffen, dass der Wirtschaftsaufschwung zu einem Produktivitätsschub führt. Aufgrund der Investitionsschwäche der vergangenen Jahre fällt es jedoch schwer, an ein Produktivitätswunder in Großbritannien zu glauben.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk  
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

POM	1945,65	9376,51	16,08	75,03	1902,02	140,74	9,3%	0,00	KAN	13802,71	2194,71	17,76
RAS	2833,08	7091,48	0,00	256,07	7031,94	2,54	19,44%	0,00	LEZ	9817,46	6089,47	42,78
SAN	4612,71	9178,72	0,00	93,86	5098,01	82,50	7,7%	0,00	SWM	40381,07	3610,30	49,24
TAF	2498,93	8043,12	0,00	388,21	9376,51	18,58	2,09%	0,00	VRA	85610,64	9486,12	28,77
BRM	33691,63	4217,03	32,73	173,98	8043,12	531,35	-6,14%	24,51	ROS	14272,53	1902,02	23,93
LOS	11067,14	1003,74	80,31	14,32	4217,03	683,76	9,8%	55,84	MEI	29476,15	5098,01	18,08
KAT	16965,07	2491,17	11,64	2,55	2491,17	290,33	7,2%	38,74	POM	1945,65	9376,51	0,00
GER	54812,98	3169,31	94,59	49,04	3169,31	17,26	4,3%	0,00	RAS	2833,08	7091,48	0,00
BLG	9951,03	1428,78	51,05	0,71	1428,78	4,17	0,5%	0,00	SAN	4612,71	9178,72	0,00
LON	30121,62	2093,10	67,81	23,54	2093,10	20,21	11,2%	0,00	TAF	2498,93	8043,12	0,00
BKG	13002,81	7581,09	47,62	7,22	7581,09	44,09	16,4%	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73
MUC	15873,03	3467,17	12,45	10,45	3467,17	4,17	0,5%	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31
BER	63057,29	2012,94	17,76	33,09	2012,94	20,21	11,2%	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64
CHE	20518,30	2104,71	21,65	20,44	2104,71	3,90	0,2%	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59
						63,75	13,4%	0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05
						16,38	7,8%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81
								0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62
								0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45
								0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76
								0,00	CHE	20518,30	2104,71	21,65

### Metzler Asset Management

#### Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18  
60311 Frankfurt am Main  
Postfach 20 01 38  
60605 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 21 04 - 13 50

[www.metzler-fonds.com](http://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 vorangehenden Bestimmungen einverstanden.