

Inflationsausblick im Fokus Implikationen der sinkenden Rohstoffpreise

Rohstoffpreise mit Deflationssignal?

In dieser Woche fielen die Rohstoffpreise auf breiter Basis. Insbesondere die Schwäche der konjunktursensitiven Rohstoffe wie Kupfer und Öl mahnt zur Vorsicht. Signalisieren die Rohstoffpreise einen Abschwung der Weltwirtschaft und steigende Deflationsrisiken?

Rohstoffpreise gingen im April signifikant zurück CRB Rohstoffpreisindex



Quelle: Bloomberg, Stand April 2013

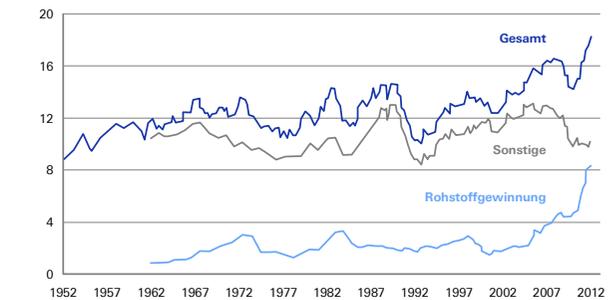
Das Basisszenario von Metzler Asset Management geht von einem Aufschwung der Weltwirtschaft in diesem Jahr aus. Die Einschätzung beruht auf der Annahme, dass die enttäuschenden Konjunkturdaten im März aus

den USA und aus Europa überwiegend eine Folge des Kälteeinbruchs sind und es daher zu einer Verbesserung der Datenlage im April und Mai kommt. Die Rohstoffpreisentwicklung widerspricht offensichtlich dem Basis-szenario. Leider werden erst die Konjunkturdaten in den kommenden Wochen zeigen, ob es sich um eine wetter-induzierte kurzfristige Konjunkturschwäche handelt oder um einen stärkeren Abschwung der Weltwirtschaft. Erste Hinweise darauf werden von der ersten Schätzung der Einkaufsmanagerindizes (Dienstag) und dem ifo-Index (Mittwoch) kommen. Metzler Asset Management erwartet einen Anstieg der Geschäftsklimaindizes im April. Die optimistische Einschätzung beruht darauf, dass zuverlässige Frühindikatoren wie die Geldmenge M1 (Freitag) auch im aktuellen Umfeld ein akkurates Signal für die zukünftige Konjunkturentwicklung aus-senden.

Der Rückgang der Rohstoffpreise könnte jedoch auch die Folge eines deutlich gestiegenen Angebots sein – und wäre dann kein Indikator für die Nachfrageentwick-lung. So prognostiziert beispielsweise der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem „Global Outlook“ für dieses Jahr einen Anstieg der Rohstoffproduktion und Preisrückgänge bei vielen Rohstoffen. Beispielsweise

haben sich in Australien die Investitionen in die Roh-stoffgewinnung erhöht, von etwa 1 % des BIP im Jahr 2000 auf über 8 %.

Zusammensetzung der Investitionsausgaben in Australien in % des BIP



Quellen: ABS, Butlin (1977), RDA

Auch scheint China keinen plötzlichen Abschwung mit einer stark fallenden Rohstoffnachfrage zu erleiden. Im Gegenteil zeigt der in der Vergangenheit zuverlässige MNI-Geschäftsklimaindex eine deutliche Verbesserung im April. Der Grund dafür dürfte die zunehmende Hand-lungsfähigkeit der neuen Regierung sein, da in der Pha-

Kapitalmarktausblick KW 17

Freitag, 19. April 2013

se des Regierungswechsels viele Projekte zum Stillstand gekommen waren.

MNI China Flash Business Sentiment Indicator

By Ailing Tan
April 19 (Bloomberg) -- Following is a table for MNI China Flash Business Sentiment Indicator in April released by Market News International in New York.
The flash survey is based on around 80% of the responses gathered for the official indicator. It is released exactly one week ahead of the official survey of China business sentiment every month.
*T

	April Flash	March 2013	Feb. 2013	Jan. 2013	Dec. 2012	Nov. 2012	Oct. 2012
Overall Business Conditions	59.3	58.2	61.0	55.2	52.2	53.8	51.9
New Orders	59.0	54.8	58.2	55.8	51.0	53.5	52.0
Production	57.8	55.2	57.9	53.9	55.4	52.0	51.3
	WQM Level Change						
Overall Business Conditions	1.1	-2.8	5.8	2.9	-1.6	1.9	0.5
New Orders	4.2	-3.5	2.5	4.7	-2.5	1.5	-0.3
Production	2.6	-2.7	4.0	-1.4	3.3	0.8	1.6

*T
Note 1: Indexes were compiled using the Institute for Supply Management's example: adding half of the percentage saying conditions were unchanged to the percentage of those saying conditions had improved generated the index.
Note 2: An index figure above 50 indicates that business activity is growing and improving, a figure below 50 that it is shrinking.

Quelle: Market News International

Ein weiteres Indiz dafür, dass die Rohstoffmärkte keine Neubewertung des Inflationsausblicks an den Finanzmärkten widerspiegeln, ist die Entwicklung der Inflationserwartungen. Die mittelfristigen Inflationserwartungen in den USA, aber auch in Europa, sind in den vergangenen Wochen trotz des Rohstoffpreiskrachs einigermaßen stabil geblieben.

Stabile Inflationserwartungen signalisieren keine erhöhten Deflationsrisiken Goldpreis in % ggü. Vj. und Inflationserwartungen in den USA*



* Break-even Inflationsrate in 5 Jahren für 5 Jahre (USGG5Y5Y Index)
Quelle: Bloomberg, Stand April 2013

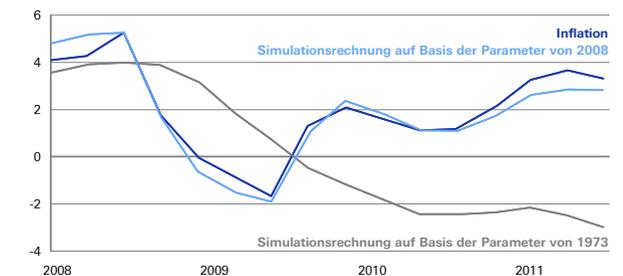
Ohne Zweifel wird der Rückgang der Rohstoffpreise jedoch den disinflationären Trend der Vormonate verstärken und für einen deutlichen Rückgang der Inflationsraten weltweit sorgen. Damit erhalten die Konsumenten in den Industrienationen einen realen Kaufkraftschub, der die Konjunktur stützen sollte. Interessanterweise lassen sich jedoch daraus keine akuten Deflationsrisiken ableiten. Eine aktuelle Studie des IWF zeigt, dass sich die Einflussfaktoren auf die Inflation in den vergangenen Jahrzehnten dramatisch verändert haben.

Arbeitslosigkeit und Inflation korrelieren kaum noch

Die USA wären nach Berechnungen des IWFs schon seit einigen Jahren in einer Deflation von -2 % bis -3 %,

würden auch heute noch die gleichen wirtschaftlichen Strukturen wie in den 1970er Jahre existieren.

Tatsächliche Inflationsentwicklung in den USA und Szenario einer hypothetischen Inflationsentwicklung in % ggü. Vj.



Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Organization for Economic Cooperation and Development, und IMF staff calculations

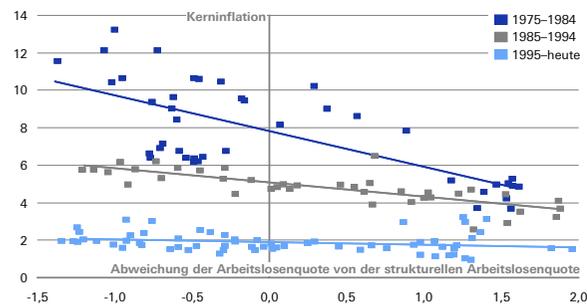
Damals war die sogenannte „Phillips-Kurve“ noch sehr steil: Ein Anstieg der Arbeitslosigkeit hatte einen starken Rückgang der Inflation zur Folge. In diesem Umfeld galt noch der Spruch des damaligen Bundeskanzlers Helmut Schmidt: „Lieber 5 % Inflation als eine Arbeitslosenquote von 5 %“. Seit Mitte der 1990er Jahre ist die sogenannte „Phillips-Kurve“ jedoch flach. Die Arbeitslosenquote hat demnach keinen Einfluss mehr auf die Inflation.

Kapitalmarktausblick KW 17

Freitag, 19. April 2013

Deutliche Abflachung der „Phillips-Kurve“ in den vergangenen Dekaden

Durchschnitt über alle entwickelten Volkswirtschaften in %



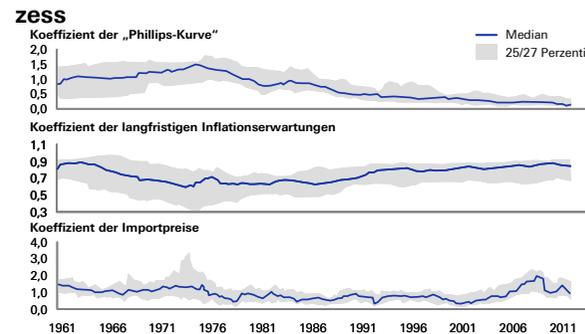
Anmerkung: jeder Punkt reflektiert die durchschnittliche Kerninflation und die durchschnittliche zyklische Arbeitslosenquote in einem Quartal über alle entwickelten Volkswirtschaften
Quellen: Organization for Economic Cooperation and Development, IMF staff calculations

In den 1970er Jahren hätte ein solch rapider Anstieg der Arbeitslosenquote, wie wir ihn nach dem Konkurs von Lehman Brothers erlebt haben, einen starken Effekt auf die Inflationsrate gehabt und letztlich eine Deflation verursacht. Nach 2008 jedoch hat die Arbeitslosenquote die Inflationsentwicklung kaum beeinflusst.

Ein umfassendes makroökonomisches Modell des IWF zeigt, dass der Koeffizient für die „Phillips-Kurve“ in den 1970er Jahren noch bei etwa 1,0 lag und seit den 1980er Jahren kontinuierlich gefallen ist. Seit Mitte der 1990er Jahren ist der Koeffizient auf einen Wert von etwa null gefallen, was genau den nicht mehr existie-

renden Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation ausdrückt. Im Gegensatz dazu ist der Koeffizient für die langfristigen Inflationserwartungen kontinuierlich gestiegen, während der Koeffizient für die Importpreise und damit implizit für die Rohstoffpreise mehr oder weniger konstant geblieben ist.

Grundsätzliche Veränderungen im Inflationsprozess



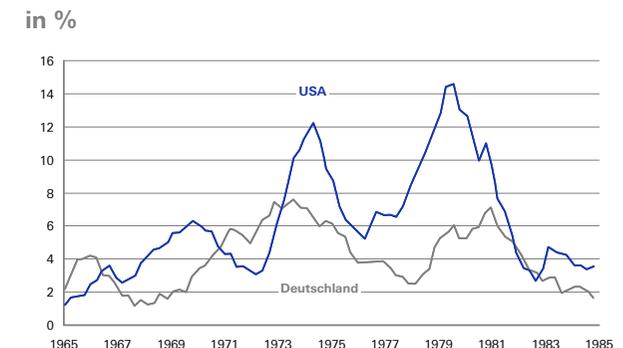
Anmerkung: Modell auf Basis von Daten aus Australien, Österreich, Belgien, Kanada, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Irland, Italien, Japan, Holland, Neuseeland, Norwegen, Portugal, Spanien, Schweden, Schweiz, UK und USA
Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, consensus forecasts, Organization for Economic Cooperation and Development, and IMF staff calculations

Starker Einfluss der Inflationserwartungen

Die Zentralbanken haben anscheinend die langfristigen Inflationserwartungen gut verankert und mit ihrem Inflationsziel eine Referenz für Lohnforderungen und Preissetzungen von Unternehmen geschaffen. Die langfristigen Inflationserwartungen beeinflussen damit die aktuelle Inflation als sich selbsterfüllende Erwartung. Der IWF

warnet jedoch davor, dass die Zentralbanken die Kontrolle über die Inflationserwartungen verlieren könnten, wenn das Vertrauen in die Stabilitätsorientierung der Notenbanken verloren geht. Als Beispiel vergleicht der IWF die unterschiedliche Inflationsentwicklung in Deutschland und den USA von 1965 bis 1985. Auch damals beeinflussten neben der Arbeitslosenquote die Inflationserwartungen die Inflationsdynamik, wenn auch deutlich schwächer als heute. Die Bundesbank konnte damals die Inflationserwartungen aufgrund ihrer glaubwürdigen Unabhängigkeit fest verankern, während die Fed damals zunehmend als ein Erfüllungsgehilfe der amerikanischen Regierungspolitik gesehen wurde.

Große Unterschiede bei der Inflationsentwicklung in Deutschland und den USA zwischen 1965 und 1985



Quelle: Organization for Economic Cooperation and Development

Kapitalmarktausblick KW 17

Freitag, 19. April 2013

Ein ähnliches Schicksal könnte vielen Zentralbanken im aktuellen Umfeld drohen, falls sie nicht den Finanzmärkten die Liquidität entziehen, sobald es notwendig werden sollte. In dem Basisszenario von Metzler Asset Management könnte die US-Notenbank schon Mitte 2014 in die Verlegenheit kommen, den Leitzins anheben zu müssen, da die Arbeitslosenquote die von der Fed selbst definierte kritische Schwelle von 6,5 % bis dahin erreichen könnte. Sollte die Fed auf eine Leitzinserhöhung verzichten, könnte es zu einer signifikanten Bewegung bei den Inflationserwartungen kommen.

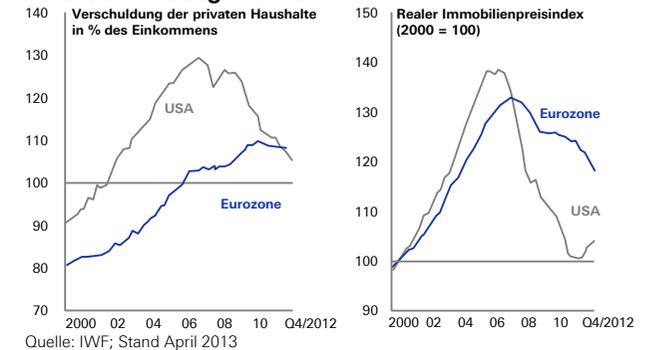
Andererseits könnte ein starker Abschwung der Weltwirtschaft das Vertrauen in die Potenz der Geldpolitik erschüttern und zu einem deutlichen Rückgang der Inflationserwartungen führen. In diesem Szenario würden tatsächlich erhöhte Deflationsrisiken bestehen.

Derzeit sind die langfristigen Inflationserwartungen noch fest verankert. Die Inflationserwartungen sind dabei der Mittelwert der Inflationsprognosen für die kommenden fünf bis zehn Jahre laut „Consensus Economics“, bei dem Volkswirte aus der Real- und Finanzwirtschaft befragt werden. Die Streuung der Inflationsprognosen um den Mittelwert ist in den vergangenen Jahren jedoch deutlich gestiegen, da es immer mehr Volkswirte gibt, die extreme Inflationseentwicklungen prognostizieren. Die große Streuung könnte ein erstes Anzeichen dafür sein, dass die Inflationserwartungen weniger gut verankert sind als in der Vergangenheit.

Merkliche Wachstumsbeschleunigung in den USA im ersten Quartal

Das Wirtschaftswachstum (Freitag) dürfte sich im ersten Quartal auf etwa 3 % beschleunigt haben. Insbesondere die Erholung am Immobilienmarkt dürfte dafür verantwortlich gewesen sein, wie die Zahlen zum Verkauf bestehender Häuser (Montag) und den Verkäufen von Neubauten (Dienstag) zeigen dürften. Unter US-Ökonomen gibt es das geflügelte Wort: “Where the housing market goes, goes the economy!” Auch bei den Auftragseingängen (Mittwoch) dürfte sich der grundsätzliche Aufwärtstrend im März fortgesetzt haben. Ihre Robustheit verdankt die US-Wirtschaft der schnellen Bereinigung der Fehlentwicklungen von vor der Krise. So liegt die Konsumentenverschuldung der US-Amerikaner unter der der europäischen Konsumenten und die Immobilienpreisblase in den USA wurde weitgehend abgebaut.

USA: Große Fortschritte bei der Bereinigung der Fehlentwicklungen in den USA



Über den Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Wirtschaftswachstum

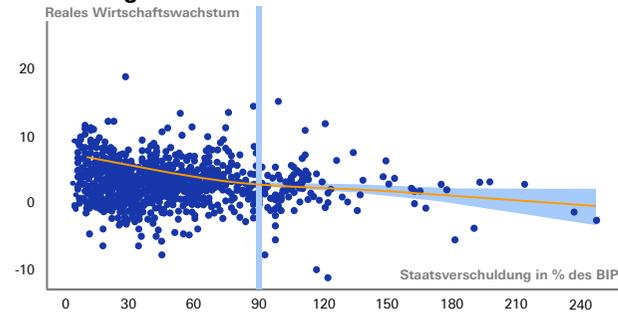
Die Untersuchungen von Professor Rogoff über Schuldenkrisen haben heute schon Kultstatus. Dabei arbeitete Professor Rogoff unter anderem heraus, dass es in Ländern mit einer Staatsverschuldung von über 90 % des BIP zu einer signifikanten Wachstumsverlangsamung kommt. Überraschenderweise kamen Forscher bei der Überprüfung seiner Daten plötzlich zu einem anderen Ergebnis. Professor Rogoff unterliefen wohl mehrere Fehler bei der Berechnung der durchschnittlichen Wachstumsraten. Eine Korrektur der Fehler ergibt, dass es kaum noch einen nennenswerten Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Wirtschaftswachstum gibt. Auch hochverschuldete Staaten konnten in der

Kapitalmarktausblick KW 17

Freitag, 19. April 2013

Vergangenheit ein hohes Wirtschaftswachstum verzeichnen.

Kein starker Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Wirtschaftswachstum



Quelle: Thomas Herndon, Michael Ash, Robert Pollin: „Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff“

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk

Chefvolkswirt Metzler Asset Management



Metzler Asset Management

Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38
60605 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 14 14

www.metzler-fonds.com

Grundsätzliche 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. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des gültigen Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des gültigen Jahres- und Halbjahresberichts sowie der wesentlichen Anlegerinformationen (KID). Vergangenswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeiten hat. 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.