

Metzler: Europäische Zentralbank vor Lockerung der Geldpolitik

Niedrige Inflation setzt EZB unter Druck

EZB-Sitzung im Fokus

Die Inflationsrate in Spanien fiel im März auf -0,2 % – entgegen den Erwartungen, die von einem Anstieg auf 0,1 % ausgingen. Auch in Deutschland sank die Inflationsrate im März gegenüber Februar. Insgesamt könnte vor diesem Hintergrund die Inflation in der gesamten Eurozone (Montag) auf nur noch 0,5 % oder sogar 0,4 % im März gefallen sein. Damit entfernt sie sich immer weiter von den Inflationsprognosen der Europäischen Zentralbank (EZB), und das Erreichen des Inflationsziels von 2,0 % im Jahr 2017 wird immer unwahrscheinlicher. Die EZB ist damit fast schon gezwungen, die Geldpolitik zu lockern (Donnerstag), da sie ansonsten erheblich an Glaubwürdigkeit verliert. Die spannende Frage ist nun, welche geldpolitischen Instrumente der EZB noch zur Verfügung stehen.

Eine Senkung des Refinanzierungssatzes auf 0,1 % und des Einlagesatzes der Geschäftsbanken bei der EZB auf -0,1 % oder sogar -0,25 % scheint am wahrscheinlichsten. Eine quantitative Lockerung wie in den USA ist sicher auch eine Option, die vom EZB-Rat ernsthaft erwogen werden dürfte. Eine starke Wirkung auf die Finanzmärkte könnte die EZB jedoch nur dadurch erzielen, dass sie Staatsanleihen kauft – beispielsweise von allen Euro-Mitgliedsländern gewichtet nach dem BIP oder entsprechend dem Eigenkapitalanteil an der EZB. Dadurch könnte die Europäische Zentralbank jedoch in den Verdacht der Staatsfinanzierung geraten. Eine Möglichkeit wäre, auf ein Kaufprogramm von Covered Bonds auszuweichen; davon würden allerdings kaum Impulse auf die anderen Märkte und auf das allgemeine Zinsniveau ausgehen. Vor diesem Hintergrund müsste die EZB eigentlich den Fokus auf den Kauf unbesicherter Bankanleihen richten. Sie könnte damit die Finanzierungskosten der Banken senken und die Kreditvergabe stimulieren, andererseits würde sie damit Kreditausfallrisiken eingehen. Insgesamt ist eine quantitative Lockerung also eine schwere Entscheidung – und deshalb für die EZB zum jetzigen Zeitpunkt eher unwahrscheinlich.

Die Vorstellung, dass eine milde Deflation wie in Japan akzeptabel ist, halten wir für völlig absurd. Eine Deflation erhöht die realen Schulden und die reale Schuldenlast und macht damit einen Schuldenabbau nahezu unmög-

lich. In Japan ist die Staatsverschuldung im Zeitraum der milden Deflation von 64 % des BIP im Jahr 1991 auf etwa 230 % des BIP im Jahr 2013 gestiegen.

Die Konjunkturdaten aus der Eurozone müssen in diesem Umfeld eher in den Hintergrund treten – so die Einkaufsmanagerindizes Industrie (Dienstag) und Dienstleistungssektor (Donnerstag) sowie die Auftrags-eingänge der deutschen Industrie (Freitag).

USA: Was machen die Löhne?

In den USA gibt es eine heftige Diskussion um die Effekte der Arbeitslosigkeit auf die Löhne. Je nach Definition der Arbeitslosigkeit ergibt sich ein anderes Bild für die Entwicklung der Lohndynamik in den kommenden Monaten. Die US-Notenbank definiert die Arbeitslosigkeit sehr umfassend und kommt zu der Schlussfolgerung, dass eine merkliche Beschleunigung der Löhne nur wenig wahrscheinlich ist. Eine enge Definition der Arbeitslosigkeit – die nur die Kurzzeitarbeitslosen umfasst – zeigt dagegen eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit hoher Lohnsteigerungen. Nur die tatsächliche Lohnentwicklung (Freitag) selbst kann eine Antwort geben und die Diskussion beenden. Das größte Risiko für die Finanzmärkte wäre eine merkliche Lohnbeschleunigung in den kommenden Monaten, da die US-Notenbank in diesem Fall den Leitzins früher als bisher erwartet anheben müsste. Ansonsten werden natürlich auch die Veränderung der Beschäftigten und die Arbeitslosenquote (Freitag) wie immer stark beachtet.

Darüber hinaus werden in den USA der ISM-Index (Dienstag) und der ISM-Dienstleistungsindex (Donnerstag) veröffentlicht. Beide Indikatoren sind nicht mehr vom Kälteeinbruch beeinflusst und werden daher einen unverzerrten Blick auf die Konjunkturdynamik erlauben.

Japanische Investoren horten Geld in erheblichem Ausmaß

Seit Jahresanfang verlor der japanische Aktienmarkt (Nikkei) etwa 10 % an Wert, und der japanische Yen wertete auf handelsgewichteter Basis um knapp 3 % auf. Eigentlich sollten die ultralockere Ausrichtung der Geldpolitik und der umfangreiche Kauf von Staatsanleihen

seitens der japanischen Zentralbank die japanischen Investoren dazu zwingen, ihr Geld am heimischen Aktienmarkt oder im Ausland anzulegen. Seit Jahresanfang zogen japanische Anleger jedoch im Durchschnitt etwa 445 Mrd. JPY (3,2 Mrd. EUR) pro Woche an Geldern aus ausländischen Börsen und Anleihemärkten ab.

Japanische Anleger ziehen seit Jahresanfang Geld von ausländischen Finanzmärkten ab

Wöchentliche Kapitalflüsse von japanischen Anlegern in Mrd. Yen*



* In ausländische Aktien- und Rentenmärkte; gleitender Durchschnitt (12-Wochen)
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 21.3.2014

Da das Fiskaljahr am 31. März endet, dürften viele Anleger aufgelaufene Gewinne gesichert haben. Darüber hinaus besteht eine erhebliche Unsicherheit über die Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung am 1. April. Der letzten Mehrwertsteuererhöhung im Jahr 1997 folgte eine schwere Rezession. Diesmal sind die Chancen jedoch unter anderem aufgrund eines Konjunkturpakets von etwa 40 Mrd. EUR gut, dass es nur zu einer moderaten Wachstumsabschwächung kommt. So dürfte auch die Tankan-Umfrage (Dienstag) der japanischen Zentralbank bei den Unternehmen nur eine mäßige Verschlechterung der Wachstumserwartungen zeigen, während die Industrieproduktion (Montag) im Februar kräftig zugelegt haben dürfte. Dementsprechend dürfte im Anschluss an erste Anzeichen einer Wachstumsstabilisierung im April das derzeit gehortete Geld wieder in den japanischen Aktienmarkt und ins Ausland fließen.

China vor unerwarteten Herausforderungen bei der Reform des Finanzsystems

In dieser Woche kam es in der Stadt Yancheng in der ostchinesischen Provinz Jiangsu zu einem Run auf eine kleinere Bank aufgrund von Gerüchten über einen bald anstehenden Konkurs. Dieses Ereignis zeigt, dass die chinesischen Sparer verunsichert sind, nachdem es erstmals in der modernen Geschichte Chinas zu Verlusten bei Sparern infolge von Unternehmenskonkursen gekommen ist. Darüber hinaus gibt es in China keine Sicherung der Spareinlagen wie in Deutschland. Unter einem Goldstandard kann ein Run auf eine Bank deren Konkurs auslösen, unter einem modernen Papiergeldstandard nicht. Hier liegt die Herausforderung eher in der Logistik und darin, genügend Bargeld rechtzeitig bereitzustellen; die Banken können nämlich mithilfe der Zentralbank die verlorenen Spareinlagen der Privatkunden durch Zentralbankgeld ersetzen. Regierung und Zentralbank in China sollten vor diesem Hintergrund in der Lage sein, den Run auf die Bank zu stoppen. Sofern dies nicht gelingt und sich der Run auf weitere Banken ausweitet, muss das gesamte Bankensystem sehr wahrscheinlich so lange geschlossen werden, bis genügend frisches Bargeld gedruckt ist. Die chinesische Regierung wird es jedoch niemals so weit kommen lassen und früher oder später auch eine Einlagensicherung einführen. Die Erfahrung der vergangenen 100 Jahre zeigt, dass es bei einer Einlagensicherung nicht zu Runs auf Banken kommt.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.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.