

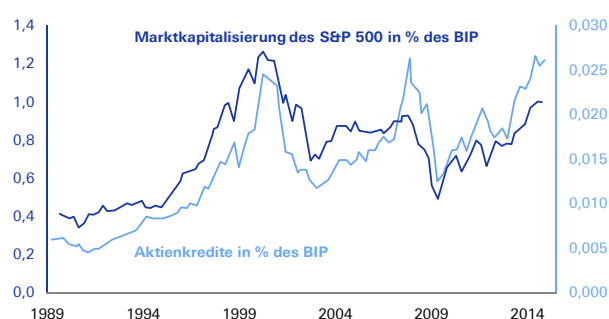
Metzler: US-Dollar weiter im Aufwind Wachstumsdifferenzen und relative Geldpolitik stützen den Kurs

USA: Gute Konjunkturdaten

Der Rückgang des Ölpreises wirkt wie eine Steuersenkung für den US-Konsumenten, der daher im November deutlich mehr im Einzelhandel (Donnerstag) ausgegeben haben dürfte als im Monat zuvor. Darüber hinaus werden am Freitag die Daten zum Konsumentenvertrauen veröffentlicht.

Die gute US-Konjunkturentwicklung ist schon weitestgehend in den Aktienkursen eingepreist, wie die hohe Bewertung des US-Aktienmarktes zeigt. Darüber hinaus haben die Aktienkäufe auf Kredit in den USA nahezu historische Höchststände erreicht.

US-Aktienmarkt ist aufgrund des hohen Niveaus an Aktienkäufen auf Kredit anfällig für Kursverluste



Der US-Aktienmarkt ist demnach anfällig für schlechte Nachrichten und könnte überproportional stark darauf reagieren: Kursverluste können die Käufer von Aktien auf Kredit zu Glatzstellungen zwingen, was die Abwärtsbewegung am Aktienmarkt verstärken könnte. Schlechte Nachrichten könnten geopolitische Ereignisse oder eine überraschende Konjunkturschwäche sein, vor allem aber eine mögliche Entscheidung der US-Notenbank, die Leitzinsen früher als erwartet zu erhöhen.

China: langsames, aber nachhaltigeres Wachstum

Die chinesische Regierung baut derzeit mithilfe von umfassenden Strukturreformen die Wirtschaft um. Sie stellt sie damit auf einen nachhaltigeren Wachstumskurs, bei dem die Konsumausgaben zunehmend zu

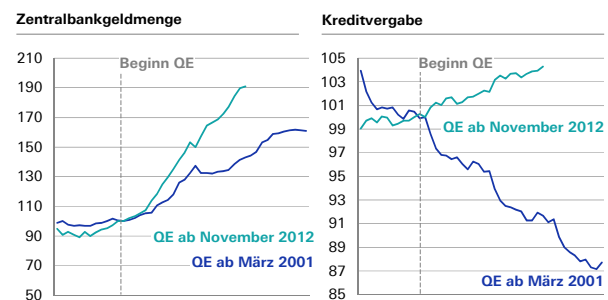
einer weiteren tragenden Säule des Wirtschaftswachstums werden. Die Strukturreformen kosten Wachstum und verursachen steigende Kreditausfälle. Dementsprechend dürfte sich die Wachstumsrate der Industrieproduktion leicht abgeschwächt haben, das Wachstum der Einzelhandelsumsätze (jeweils Freitag) dagegen stabil geblieben sein. Die Inflation (Mittwoch) wird auch Dank des gesunkenen Ölpreises mit 1,5 % im November auf niedrigem Niveau geblieben sein und damit weiteren Spielraum für geldpolitische Maßnahmen eröffnen.

Einordnung der unorthodoxen geldpolitische Maßnahmen in Japan

Grundsätzlich verfolgen Zentralbanken mit einem Wertpapierkaufprogramm das Ziel, die Kreditvergabe in die Realwirtschaft zu stimulieren. Die gleiche Wirkung hat in der Regel eine Leitzinssenkung in normalen Zeiten. Demnach muss auch der Erfolg des japanischen Wertpapierkaufprogramms anhand der Kreditvergabe in die Realwirtschaft beurteilt werden. So ist das Wertpapierkaufprogramm der Bank von Japan im Jahr 2001 gescheitert, da trotz geldpolitischem Stimulus die Banken die Kreditvergabe in die Realwirtschaft massiv einschränkten. Damals litt das Bankensystem unter einer großen Last von notleidenden Krediten, zudem schwächte sich die Weltwirtschaft merklich ab.

Dank des wieder gesunden Bankensystems ist das Wertpapierkaufprogramm in Japan (QE) diesmal erfolgreich

Beginn QE = 100



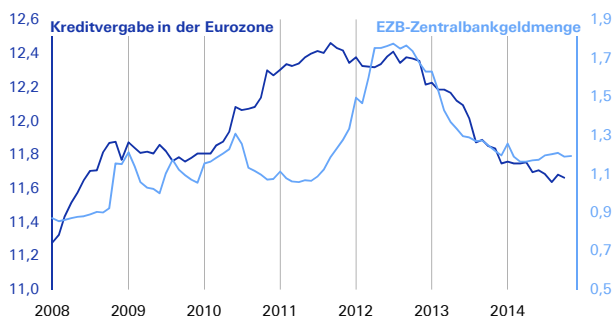
Diesmal verfolgt die Bank von Japan mit deutlich größerem Erfolg eine etwas aggressivere Expansion der Zentralbankgeldmenge. Die Bankkredite in die Realwirt-

schaft steigen aufgrund eines sanierten und gesunden Bankensystems moderat und kurbeln damit mittelfristig das Wirtschaftswachstum an. Selbst im zweiten und dritten Quartal dieses Jahres verzeichnete die Kreditvergabe Zuwächse. So ist es nicht verwunderlich, dass die Konjunkturindikatoren eine merkliche Wachstumsbeschleunigung im vierten Quartal anzeigen. Ein gutes Beispiel dafür sind die Auftragseingänge für Investitionsgüter (Donnerstag), die von Mai bis September um mehr als 20 % gestiegen sind und sich im Oktober stabilisiert haben dürften.

Eurozone: moderates Wachstum

In der Eurozone wird vor diesem Hintergrund die Verfassung des europäischen Bankensystems über den Erfolg der unorthodoxen Maßnahmen der EZB entscheiden.

Der Erfolg der Bilanzexpansion der EZB wird von der Verfassung des europäischen Bankensystems abhängen Kreditvergabe und Zentralbankgeldmenge in Bio. EUR



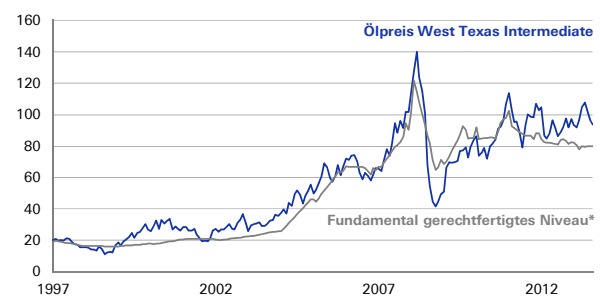
Zweifelslos hat sich die fundamentale Verfassung des europäischen Bankensystems infolge des Stresstests und des Asset Quality Review verbessert, sodass es in den kommenden Monaten zu einer moderaten Belebung der Kreditvergabe in der Eurozone kommen sollte. Damit bestehen gute Chancen, dass die Wirtschaft der Eurozone im kommenden Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von 1,0 % über der Potenzialwachstumsrate von etwa 0,5 % wachsen kann. Leichte Zuwächse der Industrieproduktion in Deutschland (Montag), Frankreich (Mittwoch) sowie Italien (Donnerstag) dürften den moderat positiven Wachstumstrend unterstreichen.

Ölpreisausblick

Der Ölpreis orientiert sich laut volkswirtschaftlicher Theorie mittelfristig an den Grenzkosten der Produktion eines zusätzlichen Barrels Öl. Kurzfristig kann der Preis immer wieder von den Grenzkosten abweichen – bei-

spielsweise aufgrund von Konjunkturzyklen oder geopolitischen Ereignissen. Es ist nahezu unmöglich, die Grenzkosten direkt zu berechnen, da die Daten nicht zur Verfügung stehen. Der damalige Fed-Gouverneur Gramlich schlug 2004 in einer Rede vor, den Ölpreis-Futures-Kontrakt für West Texas Intermediate (WTI) in sieben Jahren als Annäherung für die Grenzkosten heranzuziehen, da die Finanzmarktteilnehmer bei der Prognose des Ölpreises in sieben Jahren von kurzfristigen Entwicklungen abstrahieren. Somit müssen sie unweigerlich die zukünftigen Grenzkosten schätzen, die sich sehr wahrscheinlich an den heutigen Grenzkosten orientieren. Diese Erkenntnis veranlasste uns im November 2013 von Abwärtsrisiken für den Ölpreis in 2014 zu sprechen. Wir verwendeten damals folgenden Chart:

Die geopolitische Risikoprämie beträgt knapp 15 USD pro Barrel und könnte in einem Entspannungsszenario sinken WTI in USD pro Barrel



* Ölpreis-Futures in sieben Jahren als Proxy für die Einschätzung der Finanzmarktteilnehmer für die Grenzkosten der Ölförderung
Quellen: Bloomberg, Berechnungen Metzler; Stand November 2013

Seitdem ist der Ölpreis deutlich gefallen, während sich bei den langlaufenden Ölpreis-Futures-Kontrakten kaum etwas verändert hat, wie ein Vergleich der Ölpreis-Futures-Kurve vom 31.12.2013 mit dem 4.12.2014 zeigt:

Heftige Bewegung beim Spot-Ölpreis, während sich die langfristigen Ölpreiserwartungen kaum geändert haben Ölpreis-Futures-Kurve (31.12.2013 (grün) und 4.12.2014 (orange))



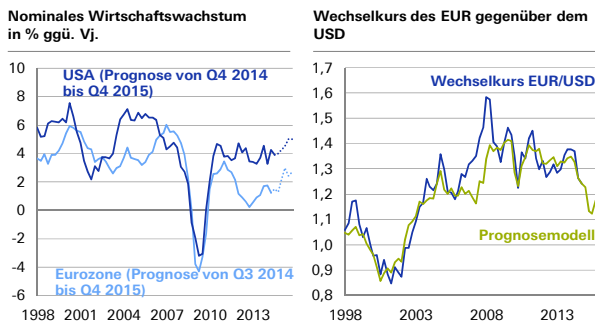
Quelle: Bloomberg; Stand Dezember 2014

Die Finanzmarktteilnehmer scheinen demnach die Grenzkosten für die Erschließung eines zusätzlichen Barrels Öl unverändert bei etwa 80 USD pro Barrel zu sehen. Dementsprechend dürfte der Ölpreis im Jahresverlauf 2015 sich wieder dieser Marke annähern. Dabei kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass der Ölpreis zunächst noch nach unten überschießt.

Fortsetzung der Euro-Schwäche im Jahr 2015 wahrscheinlich

Der große Wachstumsvorsprung der USA bildet die fundamentale Grundlage für einen positiven Ausblick für den US-Dollar gegenüber dem Euro. Als eine Folge des dynamischen US-Wachstums wird die US-Notenbank mit einer hohen Wahrscheinlichkeit im kommenden Jahr den Leitzins anheben, während die EZB im Gegensatz dazu die Geldpolitik weiter lockern dürfte.

Die Wachstumsdifferenzen sprechen eindeutig zugunsten des US-Dollar



Das hierbei verwendete Währungsmodell für den Euro-US-Dollar-Wechselkurs ist in einem gewissen Sinn realitätserprobt, da es schon seit einigen Jahren in einer prognosefreien Version eingesetzt wird. Der Vorteil dabei ist, dass auf Prognosen verzichtet werden kann und dass nur das Vorzeichen des Modelloutputs von Relevanz ist (der Euro steigt oder fällt gegenüber dem US-Dollar im nächsten Quartal). Ein Fundamentalmodell für den Euro-Wechselkurs hat jedoch mit nicht unerheblichen Schwierigkeiten zu kämpfen, da es für den Euroraum nur relativ kurze Zeitreihen gibt und da sich der Euroraum stetig von ursprünglich 11 Ländern auf derzeit 18 Länder erweitert hat. Vor diesem Hintergrund sollte der Output des Fundamentalmodells – das auf Prognosen basiert – mit größter Vorsicht genossen werden. Es erlaubt nur folgende Aussage: Die Wahrscheinlichkeit, dass der Euro gegenüber dem US-Dollar im kommenden Jahr abwertet, ist größer, als dass es aufwertet.

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.