

Metzler: US-Notenbank vor „verbalen Anpassungen“ US-Notenbank wird sich mehr Flexibilität geben

USA: Fed-Sitzung im Fokus

Die bisherige Sprachwahl der US-Notenbank Fed signalisierte den Finanzmärkten, dass sie in den kommenden sechs Monaten nach einer Notenbanksitzung keine Leitzinserhöhungen plant. Die zuletzt guten Konjunkturdaten und Verbesserungen am Arbeitsmarkt könnten nach Sicht einiger Mitglieder des Offenmarktausschusses allerdings Leitzinserhöhungen ab Mitte des Jahres erfordern. Vor diesem Hintergrund könnte die Fed auf ihrer Sitzung am Mittwoch ihre Aussage dahingehend ändern, dass sie mehr Flexibilität bei einer möglichen Zinsentscheidung hat. So rechnen die meisten Finanzmarktanalysten damit, dass sie „considerable period of time“ durch „patient“ ersetzt wird. Aber auch nach einer Änderung der Aussage spricht unverändert vieles für eine sehr späte und nur zögerliche Anhebung des Leitzinses. In unserem Basisszenario unterstellen wir einen Leitzins von 0,5 % zum Jahresende 2015.

Grundsätzlich dürften die Konjunkturdaten weiterhin im Einklang mit einer dynamisch wachsenden US-Wirtschaft stehen: Industrieproduktion (Montag), NAHB-Index (Montag), Neubaubeginne (Dienstag) und Philadelphia-Fed-Index (Donnerstag). Darüber hinaus wird der Ölpreisverfall für einen Rückgang der US-Inflation (Mittwoch) gesorgt haben.

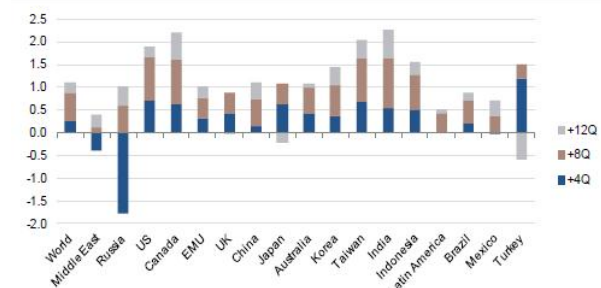
Auswirkungen des Ölpreisrückgangs auf das globale Wirtschaftswachstum

Eine Simulation auf Basis des sehr umfangreichen globalen makroökonomischen Strukturmodells NiGEM zeigt, dass im aktuellen Umfeld das globale Wirtschaftswachstum bei einem Rückgang des Ölpreises um 20 USD pro Barrel in den nächsten vier Quartalen um etwa 0,25 % steigen würde.

Ein Rückgang des Ölpreises um 20 USD pro Barrel lässt das globale Wirtschaftswachstum nach 4 Quartalen um 0,25 % steigen

in %

Cumulated impact on GDP from a \$20/b oil price decline



NiGEM, SG Cross Asset Research/ Economics

Der Ölpreisrückgang beträgt derzeit fast schon 40 USD pro Barrel, sodass in den kommenden Quartalen mit einem signifikant positiven Wachstumseffekt gerechnet werden kann. Vor diesem Hintergrund könnte das Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf 2015 zunehmend positiv überraschen.

Eurozone: Wann werden die positiven Effekte des schwächeren Euros und des Ölpreisverfalls sichtbar?

Die Konjunkturdaten in der Eurozone zeigten in den vergangenen Monaten ein eher uneinheitliches Bild. Auch waren bisher die potenziell positiven Effekte der Euro-Abwertung und des Ölpreisverfalls nicht in den Konjunkturindikatoren sichtbar. Mit großer Spannung wird daher die erste Schätzung der Einkaufsmanagerindizes (Dienstag) erwartet, ebenso der ZEW-Index (Dienstag) und der ifo-Index (Donnerstag). Eigentlich müssten alle drei Indikatoren im Dezember gestiegen sein.

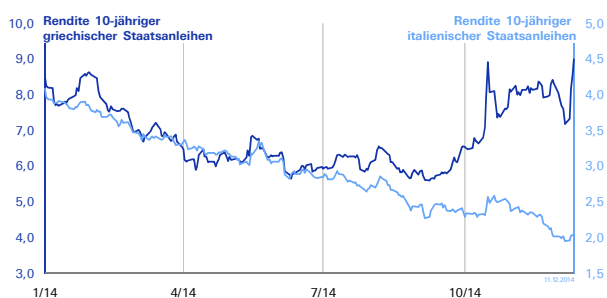
Griechenland: Die Rückkehr der Ängste vor dem Grexit

Die griechische Präsidentschaftswahl wurde wahrscheinlich auf Druck der Troika überraschend vorgezogen: Der erste Wahlgang findet nunmehr schon am 17. Dezember statt, der letzte und alles entscheidende Wahlgang am 29. Dezember. Für eine erfolgreiche Präsidentschaftswahl braucht die griechische Regie-

rung im letzten Wahlgang mindestens 180 von 300 Stimmen, um die Präsidentschaftswahl erfolgreich durchzuführen. Dazu ist sie auf Stimmen der Oppositionsparteien angewiesen, was eine Prognose des Wahlausgangs nahezu unmöglich macht. Sollte die Präsidentschaftswahl scheitern, dürfte es im Januar oder Februar zu Neuwahlen kommen. Entsprechend den aktuellen Umfragen ist es sehr wahrscheinlich, dass dann die linksradikale Partei Syriza die neue Regierung stellt. Syriza fordert einen Schuldenschnitt und möchte die Staatsausgaben signifikant erhöhen. Da die griechische Regierung aufgrund der fehlenden Kapitalmarktfähigkeit keine Staatsanleihen emittieren kann, könnte Syriza ein umfangreiches Ausgabenprogramm nur durch (erzwungene) Bankkredite finanzieren. Die Reaktion der Troika darauf wäre wahrscheinlich, die griechischen Banken von der EZB-Liquidität abzukoppeln, was einem Rauswurf aus der Eurozone gleichkäme. Die Risiken eines Grexit sind somit immer noch nicht gebannt. Auch die Frage nach möglichen Ansteckungseffekten nach einem möglichen Grexit ist sicherlich nicht eindeutig zu beantworten. Immerhin scheint die Aussicht auf den Kauf von Staatsanleihen durch die EZB dazu geführt zu haben, dass sich die Turbulenzen am griechischen Rentenmarkt bisher nicht auf andere Rentenmärkte übertragen haben.

Bisher keine Ansteckungseffekte der griechischen Rentenmarktturbulenzen zu beobachten

in %



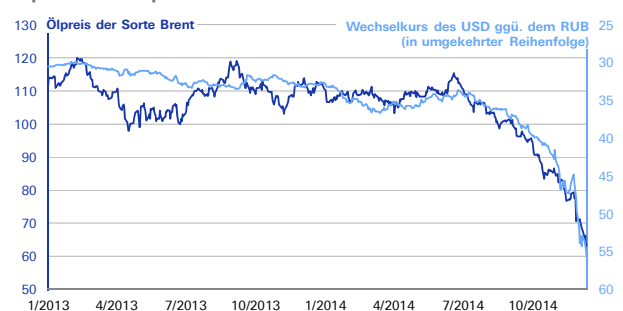
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg

Insgesamt erscheint der seit der Finanzmarktkrise geschaffene institutionelle Rahmen mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und der Bankenunion deutlich robuster, um mit solch einem Szenario umzugehen. Ob es überhaupt zu einem Austritt Griechenlands aus dem Euro kommt, ist noch völlig offen. So könnte die Regierung die Präsidentschaftswahlen erfolgreich überstehen, oder eine Syriza-Regierung könnte sich trotz aller Rhetorik der Troika unterwerfen, da selbst Syriza einen Grexit vermeiden möchte.

Russland: Erhöhte Rezessionsrisiken

Der dramatische Rückgang des Ölpreises in den vergangenen Wochen zog den russischen Rubel mit in die Tiefe: Seit Ende Juni verzeichnete der US-Dollar einen Anstieg von mehr als 70 % gegenüber dem russischen Rubel.

Der russische Rubel folgt dem Ölpreis

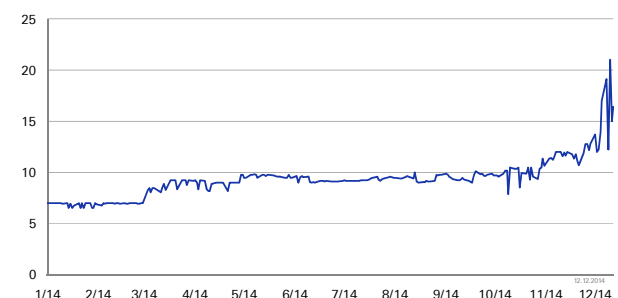


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Metzler; Stand: 12.12.2014

Die westlichen Sanktionen haben zur Folge, dass ausstehende Fremdwährungsschulden nicht verlängert werden können, sondern zurückbezahlt werden müssen. Damit kommt es zu einem permanenten Kapitalabfluss aus Russland. Darüber hinaus scheint es im Zuge des Währungsverfalls zunehmend zu einer Kapitalflucht aus dem russischen Rubel in den US-Dollar zu kommen. Der Kapitalabfluss bedeutet, dass mehr und mehr Anlagegelder von den Banken abgezogen werden und die Banken zunehmend Liquiditätsengpässe erleiden. Dementsprechend ist ein deutlicher Anstieg der Volatilität am Interbankenmarkt zu beobachten.

Volatile Interbankzinsen signalisieren Stress im russischen Bankensystem

3-Monats-Interbankzins in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler

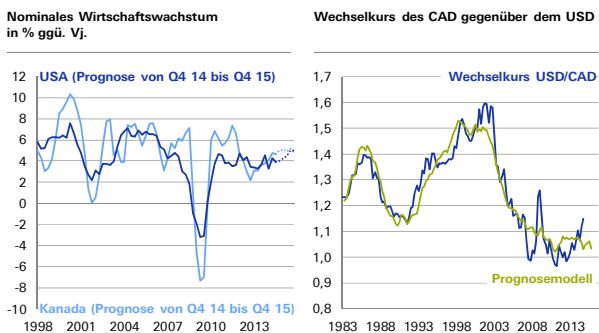
Die russische Zentralbank könnte zwar die Liquiditätsengpässe bei den Geschäftsbanken problemlos mit frischer Zentralbankliquidität reduzieren, die zusätzliche

Liquidität würde jedoch den Abwärtstrend des russischen Rubels verschärfen. Daher kann die russische Zentralbank den Geschäftsbanken nur sehr eingeschränkt helfen. Eine Auswirkung könnte sein, dass die eine oder andere kleinere russische Bank in Konkurs geht und die Kreditvergabe eingeschränkt wird – mit negativen Folgen für die Realwirtschaft. Erst eine Stabilisierung des Ölpreises und ein Zugang zu US-Dollar-Krediten könnte die Währung wieder stabilisieren, was der Zentralbank Spielraum für umfangreiche Liquiditätsmaßnahmen eröffnen würde.

Kanadischer Dollar zunehmend abhängig von der Rohstoffpreisentwicklung

Die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und Kanada bildet einen Rahmen, um den der Wechselkurs des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar schwankt.

Kanadischer Dollar mit zuletzt großen Abweichungen vom Fundamentalmodell auf Basis der Wachstumsdifferenzen



In den vergangenen Jahren kam es jedoch aufgrund der volatilen Rohstoffpreisentwicklung immer wieder zu erheblichen Abweichungen des kanadischen Wechselkurses vom Modellwert, berechnet auf Basis der Wachstumsdifferenzen. Derzeit erscheint der kanadische Dollar eher unterbewertet. Sollten sich daher die Rohstoffpreise stabilisieren oder sogar im Jahresverlauf 2015 wieder moderat steigen, hat der kanadische Dollar erneut Aufwertungspotenzial gegenüber dem US-Dollar. Das Wachstum der kanadischen Wirtschaft ist solide und dürfte sich auch im kommenden Jahr fortsetzen. Zudem liegt der kanadische Leitzins mit 1,0 % deutlich über dem US-Leitzins von 0,0 %.

Das hierbei verwendete Währungsmodell für den Wechselkurs des kanadischen Dollar 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 Modeloutputs von Relevanz ist (der kanadische Dollar steigt oder fällt gegenüber dem US-Dollar im nächsten Quartal). 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 kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar im kommenden Jahr aufwertet, ist größer, als dass er abwertet.

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.