

## Metzler: Globale geldpolitische Divergenzen nehmen zu Europäische und chinesische Zentralbank gegen Fed und Bank von England

### EZB-Sitzung im Fokus

Die Aussagen von EZB-Präsident Mario Draghi und vielen anderen Mitgliedern des EZB-Rates lassen kaum noch einen Zweifel daran aufkommen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) auf ihrer Sitzung am Donnerstag beschließen wird, ihre Geldpolitik weiter zu lockern. Vieles spricht dafür, dass die EZB den Leitzins auf 0,1 % und den Einlagesatz auf -0,15 % senken wird. Darüber hinaus dürfte die EZB auch ein Kaufprogramm für verbriefte Wertpapiere (Asset-backed Securities) auflegen, um den Markt für verbriefte Wertpapiere wieder zu beleben und damit den Banken einen größeren Spielraum für eine Bereinigung ihrer Bilanzen zu verschaffen. Die geldpolitischen Schritte sollen die Handlungsbereitschaft der EZB demonstrieren und damit weiter zurückgehende Inflationserwartungen verhindern.

Die EZB befindet sich damit in guter Gesellschaft mit der chinesischen Zentralbank, die ebenfalls tendenziell die Geldpolitik lockert. Erfahrungsgemäß reagiert die EZB nicht schnell auf eine Veränderung des Umfelds, sondern eher spät im Zyklus. So erhöhte sie beispielsweise noch im Sommer 2008 und im Juli 2011 den Leitzins, als es schon Anzeichen für einen Abschwung der europäischen Wirtschaft gab. Wahrscheinlich dauert es immer eine gewisse Zeit, bis sich innerhalb der EZB ein Konsensus gebildet hat.

Im Gegensatz dazu gewinnt die Diskussion um eine straffere Geldpolitik in den USA und in Großbritannien zunehmend an Fahrt. Insbesondere die Bank von England muss sich auf ihrer Sitzung am Donnerstag die Frage stellen, ob in einem Umfeld einer boomenden Wirtschaft mit einer Inflationsrate von 1,8 % im April noch ein Notzinsniveau von 0,5 % angemessen ist.

### Weltwirtschaft: solider Aufschwung

In der kommenden Woche werden die Einkaufsmanagerindizes aus allen großen Regionen für die Industrie und den Dienstleistungssektor veröffentlicht. Sie dürften sich auf den erreichten Niveaus in etwa stabilisiert haben und damit einen zwar moderaten, aber immerhin soliden Aufschwung der Weltwirtschaft signalisieren.

In Deutschland wird sich der Fokus auf einen kräftigen Zuwachs der Auftragseingänge (Donnerstag) und der Industrieproduktion (Freitag) richten.

### Finanzmärkte: Inflationsrisiken werden ausgeblendet

An den Finanzmärkten scheint sich die Erwartung durchgesetzt zu haben, dass die Inflation unabhängig von den Maßnahmen der Zentralbanken und dem Konjunkturzyklus auf Sicht der nächsten Jahre sehr niedrig bleiben wird. Viele Finanzmarktteilnehmer scheinen zu glauben, dass die Zentralbankliquidität im Bankensystem versandet und bestenfalls in die Finanzmärkte fließt. Zudem gehen sie offensichtlich davon aus, dass der Konjunkturaufschwung nicht dynamisch genug ist, um einen nachhaltigen Druck auf die Preise zu verursachen. Aufgrund der aufkommenden Sorglosigkeit könnten die Finanzmärkte in den kommenden Monaten zunehmend anfällig dafür werden, wenn die Inflation doch überraschend stärker als erwartet steigen sollte.

Sicherlich gibt es noch viele Lücken in unserem Verständnis des Inflationsprozesses – insbesondere in der Frage, warum die überreichliche Liquidität bisher ausschließlich in die Finanzmärkte geflossen ist und nicht in die Realwirtschaft. Trotzdem dürften die traditionellen Inflationsfrühindikatoren weiterhin einen gewissen Informationsgehalt aufweisen. So sind beispielsweise die Rohstoffpreise trotz der Wachstumsenttäuschungen in China seit Jahresanfang gestiegen.

### Trendwende bei den Rohstoffpreisen trotz Wachstumsenttäuschungen in China S&P-Goldman-Sachs-Commodity-Index in USD

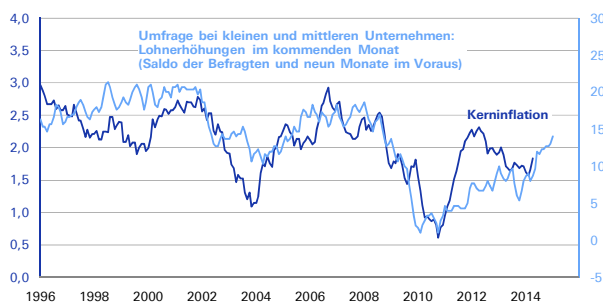


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 6.5.2014

Auch spricht die deutlich zurückgehende Arbeitslosenquote in den USA tendenziell für steigende Inflationsraten in den kommenden Monaten. So dürfte die Arbeitslosenquote (Freitag) in den USA im Mai auf dem Vormonatsniveau von 6,3 % verharrt haben. Des Weiteren dürfte die Zahl der Beschäftigten (Freitag) im Mai um etwa 200.000 Personen gestiegen sein. In einer Studie der Federal Reserve Bank of Chicago kamen Experten vor einiger Zeit zu dem Ergebnis, dass ein Beschäftigungsaufbau von mehr als 80.000 Personen pro Monat zu einer fallenden Arbeitslosenquote und zu steigendem Lohnruck führt. Dementsprechend ist es nicht verwunderlich, dass erste Umfragen bei Unternehmen zur Lohnentwicklung in den USA in den vergangenen Monaten deutlich steigende Löhne signalisierten. Somit dürfte die Kerninflation in den USA in den kommenden Monaten auf über 2 % steigen.

### USA: Moderater Anstieg der Kerninflation in den kommenden Monaten

Kerninflation in % ggü. Vj. und Geschäftsklimaindex des NFIB\*



\* National Federation of Independent Business  
Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 15.4.2014

Vor diesem Hintergrund wird zweifellos das Beige Book (Mittwoch) im Hinblick auf die Aussagen der Fed zur Lohnentwicklung zunehmend an Bedeutung gewinnen.

Die Eurozone hinkt dem Inflationstrend in den USA und auch in Großbritannien offensichtlich hinterher. Mit einer Inflationsrate (Dienstag) von 0,6 % im Mai dürfte jedoch auch die Eurozone den Tiefpunkt der Inflation von 0,5 % im März hinter sich gelassen haben und in einen moderaten Aufwärtstrend eingetreten sein.

In diesem Umfeld erscheinen inflationsgeschützte Anlagen niedrig bewertet und könnten in den kommenden Monaten interessantes Kurspotenzial bieten.

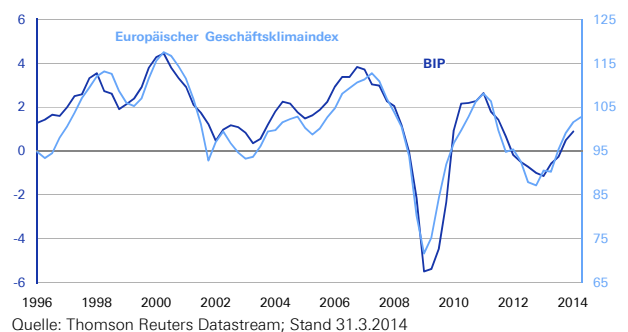
### Bundesanleihen: extrem tiefes Renditeniveau

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen fiel im Verlauf dieser Woche bis auf 1,33 %, wodurch sich der Renditerückgang seit Jahresanfang auf mehr als 60 Basispunkte summiert hat. Die sinkende Rendite ist sicherlich eine Folge der deutlich gefallen Inflation und der Erwartung einer weiter gelockerten Geldpolitik der EZB.

Nach der Sitzung der EZB am Donnerstag dürfte es den Finanzmarktteilnehmern äußerst schwerfallen, Fantasie für weitere geldpolitische Lockerungsschritte der EZB zu entwickeln – umso mehr, als die Konjunkturlage in der Eurozone derzeit solide ist. So signalisiert der europäische Geschäftsklimaindex im Mai ein Wirtschaftswachstum von knapp 2 %.

### Eurozone: Europäischer Geschäftsklimaindex im Gleichlauf mit dem Wirtschaftswachstum

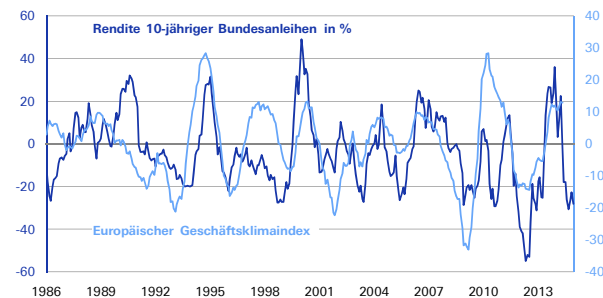
Bruttoinlandsprodukt (BIP) in % ggü. Vj.



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 31.3.2014

In der Vergangenheit reagierten die Renditen von Bundesanleihen oft auf ein sich beschleunigendes oder ein nachlassendes Wirtschaftswachstum. So stieg beispielsweise der europäische Geschäftsklimaindex von 90,5 im ersten Quartal 2013 auf 101,6 im ersten Quartal 2014. Dieser Anstieg ging einher mit einer Trendwende in der Konjunktur: Während die Wirtschaft im ersten Quartal 2013 noch um 1,1 % schrumpfte, legte sie im ersten Quartal 2014 um 0,9 % zu. In diesem Zeitraum stieg die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen um etwa 20 %: von 1,41 % auf 1,59 %.

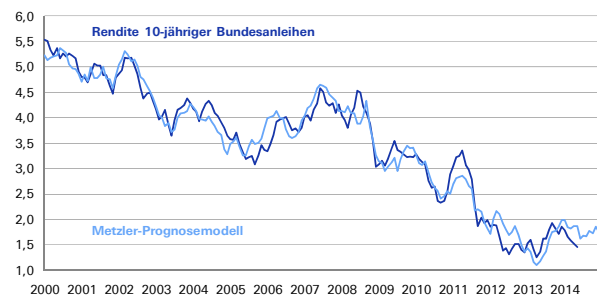
**Eurozone: Ein schnelleres Wirtschaftswachstum ging in der Vergangenheit oft mit steigenden Renditen einher**  
Veränderung ggü. Vj.



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 15.5.2014

Bei einer bis Jahresende unverändert angenommenen Rendite von 1,33 % würde sich die Veränderungsrate in der oberen Grafik bis auf über -30 % erhöhen. Ein Rückgang in dieser Größenordnung ging in der Vergangenheit meistens einher mit einem signifikanten Wirtschaftsabschwung. In den kommenden Monaten dürfte sich das Wirtschaftswachstum in der Eurozone stabilisieren, sodass sich die Veränderungsrate beim europäischen Geschäftsklimaindex der Nullmarke nähern dürfte. Einen stärkeren Abschwung halten wir jedoch für eher unwahrscheinlich. Der deutsche Rentenmarkt erscheint damit aus unserer Sicht fehlbewertet zu sein.

**Nach unserer Einschätzung liegt die faire Bewertung von 10-jährigen Bundesanleihen derzeit bei etwa 1,7 %**  
in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand 31.5.2014

Die Ergebnisse unseres Bewertungsmodells signalisieren darüber hinaus eine Fehlbewertung von zehnjährigen Bundesanleihen; nach unseren Berechnungen liegt das faire Renditeniveau derzeit bei 1,7 %.

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-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.