

Europäische Zentralbank in der Zwickmühle Die Notenbank darf nicht zu lange auf dem Gaspedal einer lockeren Geldpolitik stehen

Weltwirtschaft: Die Gefahr niedriger Zinsen

Die umfangreichen Liquiditätsschritte der Zentralbanken nach dem Lehman-Schock waren grundsätzlich notwendig und konnten eine deflationsinduzierte Abwärtsspirale der Weltwirtschaft verhindern. Schon im 19. Jahrhundert erkannte der britische Ökonom Walter Bagehot die Notwendigkeit, dass Zentralbanken in Krisenzeiten unbegrenzt Liquidität bereitstellen – jedoch zu einem Strafzins und zeitlich begrenzt. In diesem Zusammenhang mehren sich die Stimmen, die davor warnen, die Niedrigzinspolitik auf globaler Ebene zu lange beizubehalten. So könnten Vermögenspreisblasen entstehen und notwendige realwirtschaftliche Anpassungen verzögert werden. Die anhaltende Nullzinspolitik der japanischen Zentralbank könnte demnach zum Entstehen von sogenannten „Zombie-Banken und Zombie-Unternehmen“ beigetragen haben, die die erfolgreichen Unternehmen am Wachstum hindern und einen notwendigen Strukturwandel in der Gesamtwirtschaft bremsen. Doch selbst die japanische Zentralbank schaffte es trotz zahlreicher Versuche nicht, die Nullzinspolitik in den vergangenen 20 Jahren nachhaltig zu beenden.

Im aktuellen Umfeld sind Leitzinserhöhungen illusorisch und wahrscheinlich sogar gefährlich. Die große Depression in den 1930er-Jahren wurde unter anderem dadurch verursacht, dass die Geldpolitik viel zu wenig Unterstützung bot und selbst gesunde Unternehmen in die Liquidation gezwungen wurden. Vor diesem Hintergrund ist es für die Zentralbanken eine Gratwanderung, ihre Geldpolitik in diesem Umfeld adäquat auszurichten. Die Entstehung von „Zombie-Firmen“ muss daher dadurch verhindert werden, dass der Rechtsrahmen durch ein effizientes Konkursrecht ein schnelles Ausscheiden von insolventen Firmen und Banken gewährleistet – sicherlich eine Schwäche im japanischen Wirtschaftssystem.

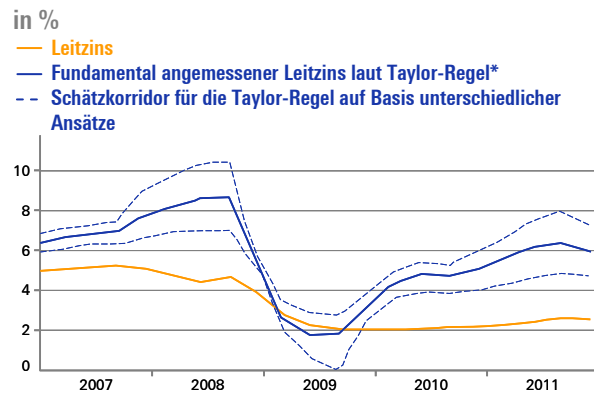
Der schwedische Ökonom Knut Wicksell entwickelte schon im 19. Jahrhundert die Idee eines natürlichen Zinssatzes. Der natürliche Zins entspricht in etwa dem Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft und kann sich vom Marktzins unterscheiden. Von 2000 bis 2010 beschleunigte sich beispielweise das Weltwirtschaftswachstum von durchschnittlich 3,0 % in der vorangegangenen Dekade 1990–1999 auf durchschnittlich 3,6 %,

was einen Anstieg des natürlichen Zinses impliziert. Im Gegensatz dazu gingen die Marktzinsen jedoch weltweit zurück. Die immer größere Divergenz zwischen natürlichem Zins und Marktzins kann nach der Theorie von Wicksell zu einem Kreditboom und zu Vermögenspreisblasen führen und damit als eine Erklärung für die Finanzmarktkrise dienen. Auch am aktuellen Rand erscheinen die Zinsen zu niedrig. So schätzt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dass das fundamentale angemessene globale Leitzinsniveau um etwa 350 Bp höher liegt als der derzeit vorherrschende globale Leitzins.

Kapitalmarktausblick KW 36

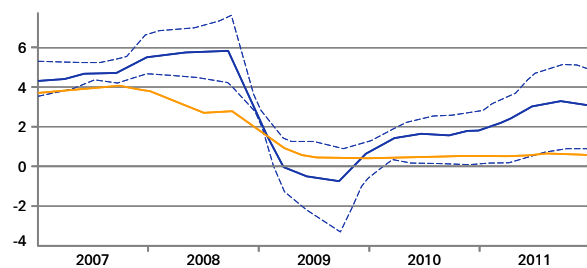
Freitag, 31. August 2012

Der globale Leitzins liegt etwa 350 Bp unter dem fundamental angemessenen Niveau



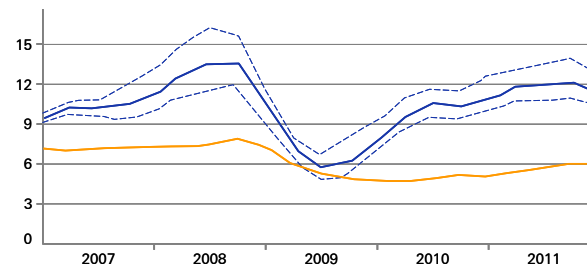
* Die Taylor-Regel lautet $i = c + 1,5 (\pi - \pi^*) + 0,5y$
 i = fundamental angemessener Leitzins, π = Inflation, π^* = Inflationsziel,
 y = Produktionslücke, c = durchschnittliches nominales Wirtschaftswachstum
 seit dem ersten Quartal 2000. Es wurden unterschiedliche Ansätze zur Berechnung der Inflation und der Produktionslücke verwendet.

In den Industrienationen* beträgt die Abweichung nur etwa 200 Bp



* Australien, Kanada, Dänemark, Eurozone, Großbritannien, Japan, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA

Die Schwellenländer* sind aufgrund der Wechselkursanbindungen zu einer lockeren Geldpolitik gezwungen



* Argentinien, Brasilien, China, Taiwan, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Peru, Polen, Singapur, Südafrika, Südkorea, Thailand, Tschechien, Türkei, Ungarn

Quelle für alle Grafiken: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

Von der derzeitigen Ausrichtung der globalen Geldpolitik gehen ohne Zweifel mittelfristige Inflationsrisiken bzw. Risiken von Vermögenspreisblasen aus. Die Erfahrung der vergangenen Jahre zeigt, dass sich die Finanzmärkte zwar über einen längeren Zeitraum von den Fundamentaldaten abkoppeln können, sich jedoch früher oder später an die Fundamentaldaten wieder anpassen. Wahrscheinlich dürften jedoch erst anziehende Inflationsraten die Zinsen nachhaltig steigen lassen. In einer dementsprechend unangenehmen Situation befinden sich Rentenmarktinvestoren, weil immer das Damoklesschwert eines möglichen starken Zinsanstiegs über ihren Investitionen in Anleihen hängt.

EZB-Sitzung im Fokus

Wie soll die Europäische Zentralbank (EZB; Donnerstag) auf die Staatsschuldenkrise und auf die Rezession in der Eurozone unter Berücksichtigung der Risiken einer lang anhaltenden Niedrigzinspolitik am besten reagieren? Die Rezession erfordert ohne Zweifel eine Leitzinssenkung auf 0,5 % und eine expansiv ausgerichtete Geldpolitik. Die EZB muss also die Risiken der Niedrigzinspolitik in Kauf nehmen. Eine Senkung des Einlagesatzes der Geschäftsbanken bei der EZB auf -0,25 % halten wir derzeit für unwahrscheinlich. Darüber hinaus sehen wir eine große Wahrscheinlichkeit, dass die EZB das Kaufprogramm für Staatsanleihen vielleicht noch nicht beschließen, immerhin jedoch in groben Zügen skizzieren dürfte. Um die negativen Nebenwirkungen der Niedrigzinspolitik zu begrenzen, sollte die EZB bei einer nachhaltigen Konjunkturerholung zuerst den Leitzins zügig anheben, statt die Liquiditätsmaßnahmen zurückzufahren.

Weltkonjunktur hat ihren Boden noch nicht erreicht

In der kommenden Woche wird eine Reihe von Einkaufsmanagerindizes aus der Industrie und dem Dienstleistungssektor veröffentlicht. In den vergangenen Monaten hinterließen die Staatsschuldenkrise in Europa und der Konjunkturabschwung in China deutliche Bremsspuren im Welthandel und damit in der globalen Industrie. Die asiatischen Unternehmen scheinen zuletzt

Kapitalmarktausblick KW 36

Freitag, 31. August 2012

ihre Lagerbestände deutlich abgebaut zu haben, was für neues Wachstumspotenzial spricht – umso mehr, als die Wirtschaftspolitik in vielen Schwellenländern wieder expansiver geworden ist. Im August könnten die Einkaufsmanagerindizes zwar mit einem weiteren Rückgang noch enttäuscht haben, in den kommenden Monaten sehen wir jedoch aufgrund des einsetzenden wirtschaftspolitischen Stimulus in vielen Ländern wieder tendenziell steigende Einkaufsmanagerindizes.

Auch die deutsche Konjunktur kühlte sich aufgrund einbrechender Exportaufträge aus Europa zuletzt merklich ab. Die strukturellen Stärken der deutschen Industrie sind jedoch nach wie vor intakt, daher dürfte es sich nur um eine Wachstumsdelle handeln. Die Auftragseingänge im Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) zeigten im Juli schon wieder Erholungstendenzen, sodass wir davon ausgehen, dass auch die Auftragseingänge (Donnerstag) und die Industrieproduktion (Freitag) in Deutschland insgesamt im August moderat gewachsen sind.

Grundsätzliche Hinweise

Diese Unterlage enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen 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. Weder Metzler noch der Autor haftet für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. 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. Vergangenheitswerte 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, die in dieser Unterlage beschrieben werden, 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. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden. 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.

Arbeitsmarktbericht in den USA

Der Arbeitsmarktbericht (Freitag) in den USA wird einen maßgeblichen Einfluss auf die geldpolitische Entscheidung der Fed am 13. September haben. Grundsätzlich rechnen wir mit einem neuen geldpolitischen Stimulus im September, dessen Höhe und Umfang jedoch von der Lage am Arbeitsmarkt bestimmt werden dürfte.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk

POM	1945,65	9376,51	140,74	9,3%	0,00	VSA	13802,71	2194,71	31,6%
RAS	2833,08	7091,48	2,54	7,7%	0,00	LEZ	9817,46	6286,67	42,7%
SAN	4612,71	9178,72	82,50	2,0%	0,00	SIVM	40381,07	3610,30	99,2%
TAF	2498,93	8043,12	18,58	16,1%	0,00	VRA	85610,64	9486,12	28,7%
BRM	33691,63	4217,03	531,35	-6,1%	24,51	ROS	14272,53	1902,02	23,9%
LOS	11067,14	1003,74	85,22	9,8%	55,84	MEI	33219,27	7031,94	58,1%
KAT	16965,07	2491,17	290,33	7,2%	38,74				
GER	54812,98	3169,31	17,26	4,3%	0,00				
BLG	9951,03	1428,78	4,17	0,5%	0,00				
LON	30121,62	2093,10	20,21	11,2%	0,00				
BKG	13002,81	7581,09	44,09	16,4%	0,00				
MUC	15873,03	3467,17	2,56	1,2%	0,00				
BER	63057,29	2012,94	14,71	4,4%	0,00				
CHE	29518,30	2194,71	3,90	0,2%	0,00				

Metzler Asset Management

Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38
60605 Frankfurt am Main

Telefon (0 180 2) 21 04 50*
(+49 - 69) 21 04 - 13 50

www.metzler-fonds.com

* 6 ct/Anruf aus dem deutschen Festnetz; Mobilfunkhöchstpreis 42 ct/min