

Ist die Fed von allen guten Geistern verlassen? Anstatt QE3 zu beschließen, müsste die Fed über den geldpolitischen Exit nachdenken

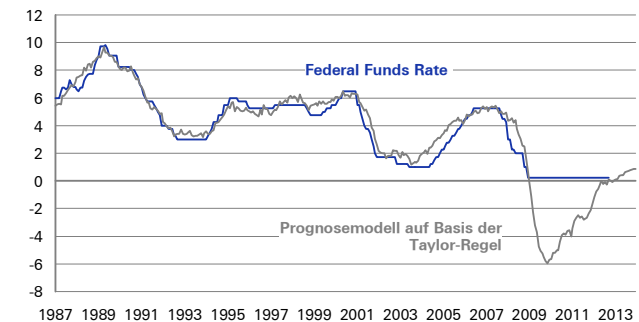
US-Notenbank mit Wahlkampfhilfe

Bisher begründete die Fed ihre geldpolitischen Maßnahmen mit der Bekämpfung von Deflationsrisiken. Offensichtlich bestehen keine Deflationsrisiken mehr, daher musste die hohe Arbeitslosenrate als Begründung für den neuen geldpolitischen Stimulus herhalten. Nach Berechnungen der Fed liegt die strukturelle Arbeitslosenquote bei 5 bis 6 %, die konjunkturell bedingte Arbeitslosenquote bei 2 bis 3 %. Nach ihren Statuten ist die Fed sowohl für Preisstabilität als auch für die konjunkturell bedingte Arbeitslosenquote verantwortlich. Derzeit kann die Fed anscheinend keine Risiken für die Preisstabilität erkennen und glaubt daher, sich voll auf den Arbeitsmarkt fokussieren zu können. Selbst der Präsident der Federal Reserve Bank of San Francisco Williams sprach kürzlich davon, dass in der heutigen Zeit die Fed unbegrenzt „Geld drucken“ könne, ohne höhere Inflationsraten zu riskieren. Erst in einem Wirtschaftsboom könnten seiner Meinung nach inflationäre Verspannungen auftreten. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob derzeit tatsächlich keine Inflationsrisiken in den USA bestehen. Wie schon der ehemalige Chefvolkswirt der EZB Otmar Issing in dieser Woche bei einer Podiumsdiskussion sagte, müssen die Zentralban-

ken eigentlich schon frühzeitig den geldpolitischen Exit wagen, um einen späteren Inflationsschub zu verhindern. Im Endeffekt bedeutet dies, dass ein geldpolitischer Exit zu spät kommen würde, wenn die Inflation sichtbar ist. Welche Signale zeigen also frühzeitig an, ob ein geldpolitischer Exit angebracht ist? Einerseits kann eine Taylor-Regel als ein Instrument verwendet werden, um zu beurteilen, ob die Geldpolitik zu locker, zu straff oder angemessen ist. Ein Modell auf Basis der Arbeitslosenquote, der Kapazitätsauslastung und der Inflation signalisiert, dass bei einem prognostizierten Wirtschaftswachstum von 1,5 bis 2,0 % für das Jahr 2013 Leitzinserhöhungen im kommenden Jahr notwendig sind.

Wirtschaftliches Umfeld spricht für ein Ende der Liquiditätsmaßnahmen und für eine Leitzinserhöhung im Jahr 2013

in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen/Schätzungen Metzler; Stand August 2012

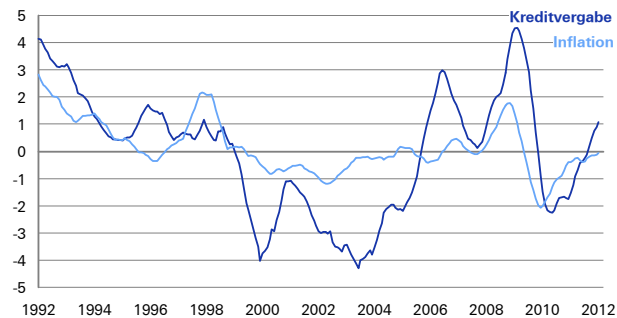
Darüber hinaus ist die Aussage kritisch zu hinterfragen, dass das „Drucken von Geld“ völlig wirkungslos sei. In Japan blieb die Geldpolitik viele Jahre wirkungslos, da die Kreditvergabe der Banken schrumpfte. Der Transmissionsmechanismus zwischen Geldpolitik und der Realwirtschaft durch den Kreditkanal war somit unterbrochen.

Kapitalmarktausblick KW 39

Freitag, 21. September 2012

Die schrumpfende Kreditvergabe in Japan war maßgeblich für die Deflation verantwortlich

Kreditvergabe und Konsumentenpreisindex in % ggü. Vj.

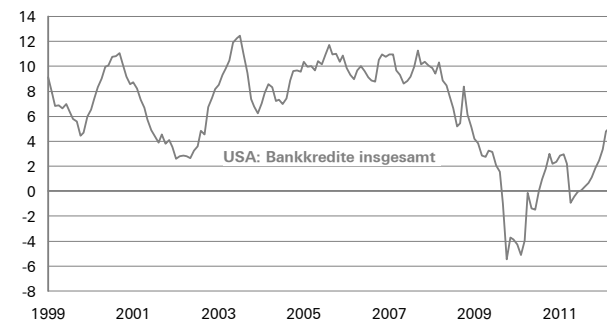


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen/Schätzungen Metzler
Vergangenheitswerte sind keine Garantie, Zusicherung oder ein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Alle Angaben ohne Gewähr

In den USA ist die Situation jedoch völlig anders: Die Bankkredite wachsen seit einigen Monaten wieder mit einer beschleunigten Dynamik. Auch die Geldmengenaggregate M1 und M2 zeigen eine anhaltend hohe Wachstumsdynamik.

Bankkredite in den USA wachsen wieder

Kreditvergabe in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen/Schätzungen Metzler; Stand August 2012

Auch wurde die Geldpolitik in Japan vor allem im späteren Verlauf der Krise wirkungslos, da sich Deflationserwartungen fest etabliert hatten. Im Gegensatz dazu bewegen sich derzeit in den USA die Inflationserwartungen auf einem hohen Niveau.

Hohe Inflationserwartungen in den USA

Inflationserwartungen in %*



* 5-year 5-year forward break-even Inflation
Quellen: Bloomberg, Stand September 2012

Eigentlich stehen damit die Inflationsfrühwarnampeln in den USA auf rot. Aufgrund der hohen Unsicherheit vor den US-Präsidentenwahlen und im Vorfeld des „fiskalischen Kliffs“ droht sicherlich zunächst noch keine Inflationsbeschleunigung. Auch bei einer Rezession im Jahr 2013 infolge einer fehlenden politischen Einigung zur Umschiffung des fiskalischen Kliffs würden die Inflationsfrühwarnampeln sehr schnell wieder auf grün umschalten. Sollte es jedoch wie erwartet nur einen moderat negativen Impuls für die Wirtschaft aus Steuererhöhungen und Abgabekürzungen kommen, könnte im Jahresverlauf 2013 eine signifikante Inflationsbeschleunigung eintreten.

Kapitalmarktausblick KW 39

Freitag, 21. September 2012

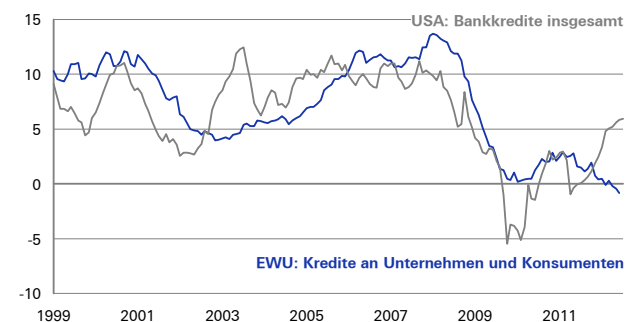
Derzeit können die USA noch die angenehmen Seiten der wundersamen Geldvermehrung in Form von sukzessive besseren Konjunkturdaten und steigenden Vermögenspreisen genießen. So erwarten wir einen Anstieg des Konsumentenvertrauens (Dienstag und Freitag). Auch die Auftragseingänge (Donnerstag) sowie die Konsumausgaben (Freitag) dürften im Rahmen der Erwartungen veröffentlicht werden.

Eurozone mit nur geringen Inflationsrisiken

Die Eurozone ist bisher eher den Weg Japans gegangen. In der Eurozone schrumpft schon seit einigen Monaten die Kreditvergabe und die Inflationserwartungen sind niedrig.

EWU: Schuldenkrise in der Eurozone belastet Kreditvergabe in der Realwirtschaft

Kreditvergabe in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen/Schätzungen Metzler; Stand August 2012

Erst bei einer Trendwende der Kreditvergabe (Donnerstag) und bei wieder steigenden Inflationserwartungen müsste man sich größere Sorgen über den Inflationserwartungsblick machen. Dazu passt gut, dass sich die Inflation im Abwärtstrend befindet, sie dürfte von 2,6 % im August auf 2,4 % im September gefallen sein (Freitag). Mittelfristig sehen wir nach wie vor ein hohes Inflationsrisiko auch in der Eurozone – nicht zuletzt auch aufgrund der erst kürzlich beschlossenen Maßnahmen der EZB. Immerhin dürfte sich die konjunkturelle Lage zunehmend wieder etwas aufhellen. Insbesondere in Deutschland rechnen wir wieder mit einer Verbesserung und mit einem steigenden ifo-Index (Montag). Auch beim Konjunkturindikator (Donnerstag) der Europäischen Kommission rechnen wir mit einer Stabilisierung.

Lehren aus der Wirtschaftsgeschichte

Welche Schlussfolgerungen lassen sich mit einem Blick auf die Wirtschaftsgeschichte aus der aktuellen Krise für die Zukunft ziehen? Die aktuelle Krise hat das Interesse an Alternativen zu der vorherrschenden Theorie der neoklassischen Ökonomie geweckt. Insbesondere die Österreichische Schule um von Mises und Hayek hat wieder an Einfluss gewonnen. Demnach verursacht eine zu lockere staatliche gesteuerte Geldpolitik einen Kreditboom, der zu einer Fehlallokation von Kapital führt. Der Boom bricht unter seinem eigenen Gewicht zusammen, da die Kredite zu einem bestimmten Punkt nicht mehr bedient werden können. Die Folge ist eine Anpassungs-

rezession, die die vorherige Fehlallokation von Kapital korrigiert. Der Staat sollte nach dieser Denkweise auf keinen Fall mit dem Ziel in die Wirtschaft eingreifen, die notwendige und reinigende Rezession zu verhindern. Eine Abwendung einer Rezession durch einen geld- und/oder fiskalischen Stimulus wäre demnach sogar kontraproduktiv, da die Fehlallokation von Kapital künstlich verlängert werden und später eine noch größere Anpassungsrezession drohen würde. Interessanterweise war diese Denkweise die vorherrschende Doktrin bis zur Großen Depression, da bis dahin keine Konjunkturprogramme und nur geringe monetäre Stimuli in Rezessionsphasen eingesetzt wurden. Auch zu Beginn der Großen Depression empfahl der amerikanische Finanzminister Andrew Mellon noch, die eingetretene Fehlallokation von Kapital durch staatliches Abwarten zu korrigieren („liquidate labor, liquidate stocks, liquidate farmers, liquidate real estate ... it will purge the rottenness out of the system“). Unglücklicherweise kam es nicht wie üblich zu einer kurzen Anpassungsrezession, sondern zu einer Abwärtsspirale in der US-Wirtschaft.

Auch hat der Keynesianismus als ökonomische Denkschule wieder an Bedeutung gewonnen. Wobei es den Keynesianismus an sich nicht gibt – es gibt sehr viele verschiedene Interpretationen von Keynes Werk, die sich teilweise sogar deutlich widersprechen. Hyman Minsky dürfte mit seinen Arbeiten dem Geist Keynes am nächsten gekommen sein. Demnach entsteht ein Kreditboom nicht durch die staatliche Manipulation der

Kapitalmarktausblick KW 39

Freitag, 21. September 2012

Zinsen sondern durch die endogene Instabilität des Kapitalismus. So nimmt in einem Aufschwung die sukzessive Risikofreude auf Basis steigender Vermögenspreise sowie steigender Gewinne bei den Unternehmen und Banken zu. Der vergangene Erfolg erhöht bei den Wirtschaftssubjekten und den Banken die Bereitschaft zu immer riskanteren Finanzierungen, die früher oder später zu einem Platzen der Kreditblase führen. Nach dieser Denkrichtung muss der Staat in der Wirtschaft intervenieren, um die negativen Konsequenzen der Instabilität des Kapitalismus zu abzumildern.

Keynes erkannte schon frühzeitig, dass sich in den 1920er Jahren etwas Grundsätzliches geändert hatte. In den Anpassungsrezessionen vor der Großen Depression waren die Löhne flexibel und fielen in den Rezessionsphasen zum Teil deutlich. Die niedrigeren Löhne waren dabei ein entscheidender Faktor für den Aufschwung nach einer Anpassungsrezession, da aufgrund der niedrigeren Lohnkosten Einstellungen für Unternehmen wieder attraktiv wurden. In den 1920er Jahren verloren die Löhne jedoch an Flexibilität und die Arbeitnehmer waren nicht mehr bereit, Lohnkürzungen hinzunehmen. Keynes sah einen Grund für die geringere Lohnflexibilität darin, dass die Arbeitnehmer zunehmend nominale Verpflichtungen wie Zinszahlungen für Kredite oder Mieten hatten, die bei einem geringeren Lohneinkommen nur noch schwer zu bedienen gewesen wären.

Die fehlende Lohnflexibilität war sicherlich ein Grund für die Abwärtsspirale der US-Wirtschaft in der Großen Depression. So erhöhte die einsetzende Deflation bei konstanten Löhnen die realen Lohnkosten für Unternehmen. Die Unternehmen bauten als eine Folge dessen Arbeitsplätze ab. Damit verschärfte sich jedoch die Deflation und die realen Löhne verzeichneten einen weiteren Anstieg. Die Abwärtsspirale wurde erst durch die umfangreichen geld- und fiskalpolitischen Stimuli im Jahr 1933 unter Präsident Roosevelt gestoppt.

Die Erfahrung der vergangenen Jahre spricht dafür, dass beide Sichtweisen einen wichtigen Beitrag zur Erklärung der aktuell schweren Finanzkrise liefern können. So zeigt eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dass die globalen Leitzinsen seit 2000 im Vergleich zu einer Taylor-Regel viel zu niedrig waren und damit ein Grund für den globalen Kreditboom gewesen sein könnten. Aber auch das Bankensystem trug durch eine unverantwortliche Lockerung der Kreditstandards zu den makroökonomischen Instabilitäten der vergangenen Jahre bei. Darüber hinaus haben die vergangenen Jahre eindrucksvoll gezeigt, wie wichtig Anpassungsrezessionen zur Korrektur von Fehlentwicklungen sind. Aus Sicht der österreichischen Denkschule ist sicherlich die vergangene Anpassungsrezession nicht weit genug gegangen. Die Zentralbanken und die Regierungen mussten jedoch durch Stimuli intervenieren, um eine Abwärtsspirale infolge fehlender Lohnflexibilität zu verhindern. Aktuelle Studien belegen, dass in den USA seit

Ausbruch der Krise in keinem Sektor der Wirtschaft trotz der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit die Löhne gefallen sind. Selbst in Estland sind die Löhne auf gesamtwirtschaftlicher Ebene insgesamt nur um 5 % gefallen, obwohl Estland einer der Vorreiter bei Strukturreformen und Sparmaßnahmen ist.

Was sind die Schlussfolgerungen daraus? Zentralbanken müssen in Zukunft wieder eine stabilitätsorientierte Geldpolitik mit einem Fokus auf ein angemessenes Zinsniveau betreiben. Darüber hinaus muss sowohl die Geldpolitik als auch die Bankenaufsicht präventiv einschreiten, um einen Kreditboom nicht außer Kontrolle geraten zu lassen. Die Konsequenzen davon wären schnellere Konjunkturzyklen mit häufigeren kurzen Rezessionen, die eine zu große Fehlallokation von Kapital verhindern würden. Damit könnte auch eine gefährliche Deflation vermieden werden.

Für die aktuelle Staatsschuldenkrise bedeuten die oben beschriebenen Zusammenhänge, dass eine Deflation in der Peripherie Europas unbedingt vermieden werden muss. Ansonsten könnte in diesen Ländern eine Abwärtsspirale in Gang kommen.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Kapitalmarktausblick KW 39

Freitag, 21. September 2012

14,32	4217,03	▼	883,76	8,5%	55,84	POM	1945,65	9376,51	0,00	256,07	9376,51	▼	531,35	6,4%	24,51	POW	1945,65	9376,51	0,00
2,55	1003,74	▲	290,33	7,2%	81,41	RAS	2833,08	7091,48	0,00	93,86	7091,48	▼	85,22	9,8%	55,84	RAS	2833,08	7091,48	0,00
18,20	2491,17	▲	17,26	4,3%	38,74	SAN	4612,71	9178,72	0,00	388,21	9178,72	▼	683,76	8,5%	81,41	SAN	4612,71	9178,72	0,00
49,04	3169,31	▼	4,17	0,5%	0,00	TAF	2498,93	8043,12	0,00	173,98	8043,12	▼	290,33	7,2%	38,74	TAF	2498,93	8043,12	0,00
0,71	1428,78	▶	20,21	11,2%	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73	14,32	4217,03	▲	17,26	4,3%	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73
23,54	2093,10	▼	44,09	16,4%	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31	2,55	1003,74	▲	4,17	0,5%	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31
7,22	7581,09	▲	2,56	1,2%	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64	18,20	2491,17	▼	20,21	11,2%	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64
10,45	3467,17	▼	14,71	4,4%	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59	49,04	3169,31	▲	44,09	16,4%	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59
33,09	2012,94	▼	3,90	0,2%	0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05	0,71	1428,78	▼	2,56	1,2%	0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05
29,44	2194,71	▲	63,75	13,4%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81	23,54	2093,10	▲	14,71	4,4%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81
			16,38	7,8%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62	7,22	7581,09	▼	3,90	0,2%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62
			33,51	11,6%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45	10,45	3467,17	▼	63,75	13,4%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45
					0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76	33,09	2012,94	▼	16,38	7,8%	0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76
					0,00	CHE	29518,30	2194,71	31,65	29,44	2194,71	▲	33,51	11,6%	0,00	CHE	29518,30	2194,71	31,65

Metzler Asset Management

Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38
60605 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 13 50

www.metzler-fonds.com

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.