

Metzler: Europäische Zentralbank mit Kurs auf QE Kauf von verbrieften Wertpapieren nur die Vorstufe

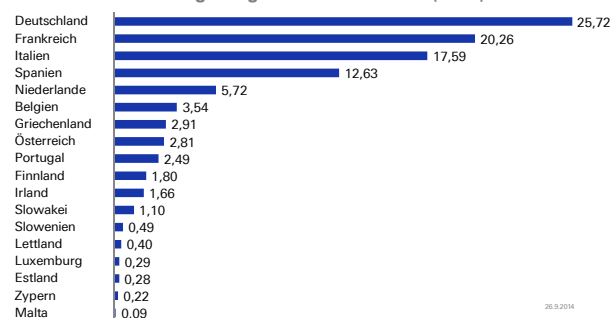
Eurozone: EZB-Sitzung im Fokus

Auf ihrer Sitzung am Donnerstag wird die EZB die technischen Details zum Kaufprogramm für verbriefte Wertpapiere bekanntgeben [verbriefte Kredite (ABS) und Pfandbriefe (Covered Bonds)]. Dabei ist es sehr unwahrscheinlich, dass das Kaufprogramm die Ziele der EZB erfüllen kann. Der Covered-Bond-Markt zeichnet sich derzeit dadurch aus, dass die Geschäftsbanken weniger Anleihen emittieren, als fällig werden, sodass der Covered-Bond-Markt schrumpft.

Der Markt für verbriefte Kredite (Asset-backed Securities) ist noch sehr klein und umfasst bei den verbrieften Krediten für kleinere und mittlere Unternehmen etwa 100 Mrd. EUR. Die EZB wird es vor diesem Hintergrund kaum schaffen, ihre Bilanz bis Jahresende nennenswert zu expandieren, wie ihr Präsident Draghi in dieser Woche angekündigt hat. Sie wird dann „zwangsläufig“ Anfang 2015 ein Kaufprogramm von Staatsanleihen in Höhe von wahrscheinlich 1 Billion EUR initiieren müssen, um die geplante Bilanzexpansion von derzeit etwa 2 Billionen auf 3 Billionen EUR überhaupt erreichen zu können.

Die EZB dürfte die Staatsanleihen der einzelnen Mitgliedsländer sehr wahrscheinlich auf Basis des Eigenkapitalanteils eines Landes an der EZB kaufen. So würde sie beispielsweise 26 % des gesamten Kaufvolumens für den Kauf von Bundesanleihen ausgeben. In diesem Fall dürfte sich die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen nachhaltig auf unter 1,0 % etablieren.

Anteile der nationalen Zentralbanken am Kapital der EZB Gemessen am Beitrag der gesamten Eurozone (in %)



Quelle: EZB

Der Kauf von Staatsanleihen durch die EZB dürfte moderate positive Konjunkturreffekte haben. So sind die Geschäftsbanken seit Ausbruch der Schuldenkrise als größter Nachfrager nach Staatsanleihen aufgetreten.

Banken aus der Eurozone kauften seit Ausbruch der Schuldenkrise Staatsanleihen in Höhe von etwa 600 Mrd. EUR

Kumulierte Staatsanleihenkäufe seit Januar 1999, in Mrd. EUR



Quellen: EZB, JP Morgan

Empirische Studien zeigen jedoch, dass der Kauf von Staatsanleihen durch Geschäftsbanken gleichzeitig zu einer Reduktion von Krediten in die Realwirtschaft führt (Crowding-out). Das ermöglicht zwar dem Staat eine günstige Finanzierung der Staatsschulden, bremst jedoch das Wirtschaftswachstum. Ein umfangreicher Kauf von Staatsanleihen durch die EZB würde bedeuten, dass den Geschäftsbanken weniger Staatsanleihen zum Kauf zur Verfügung stünden und sie daher die Kreditvergabe in die Realwirtschaft erhöhen müssten.

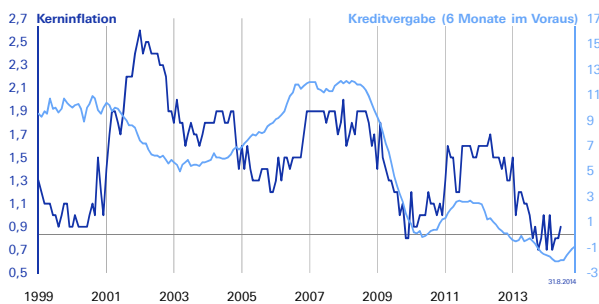
Es ist sowieso äußerst problematisch, dass die Geschäftsbanken in der Eurozone kein Eigenkapital für Staatsanleihen hinterlegen müssen. Bei adäquaten Anforderungen ans Eigenkapital beim Kauf von Staatsanleihen würde für die Geschäftsbanken automatisch die Attraktivität von Krediten in die Realwirtschaft steigen – und damit das Wirtschaftswachstum. Darüber hinaus könnten die Geschäftsbanken bei einer höheren Kapitalisierung einen Zinsanstieg und die daraus folgenden Kursverluste bei Staatsanleihen besser verkraften.

Nur eine überraschende Beschleunigung der Inflation oder überraschend starke Konjunkturdaten in den kommenden Monaten könnten die EZB noch von einem

Kaufprogramm für Staatsanleihen abhalten. Der deutliche Rückgang des Ölpreises spricht jedoch für eine anhaltend niedrige Inflation. So dürfte die Inflationsrate (Dienstag) gemäß ersten Schätzungen von 0,4 % im August auf 0,3 % im September gesunken sein. Die Kerninflation wird sehr wahrscheinlich stabil bei 0,9 % geblieben sein. Die schleppende Erholung des Kreditwachstums in der Eurozone spricht für einen nur sehr langsamen Aufwärtstrend bei der Kerninflation in den kommenden Monaten.

Wachstumsgeschwindigkeit der Kreditvergabe in der Eurozone signalisiert frühzeitig den Trend der Kerninflation

in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg

Darüber hinaus enttäuschten die Konjunkturdaten aus der Eurozone in dieser Woche – weniger in dem Sinne, dass ein größerer Abschwung oder sogar eine Rezession droht, als dass sich die Konjunktur wenig dynamisch zu erholen scheint und hohe Risiken einer Stagnation bestehen. In den kommenden Monaten dürften sich die Konjunkturdaten aufgrund der Euro-Schwäche und der niedrigeren Energiepreise zwar wieder etwas erholen. Die Verbesserungsdynamik wird jedoch wohl nur schwach ausgeprägt sein, wie auch der Geschäftsklimaindex der EU-Kommission (Montag) sowie die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie (Mittwoch) und den Dienstleistungssektor (Freitag) zeigen dürften.

USA: Konjunktur weiter im Aufwind

Die US-Konjunkturdaten belegten in dieser Woche einmal mehr die hohe Konjunkturleistung der US-Wirtschaft. Der Reigen an guten US-Wirtschaftsdaten dürfte sich auch in der kommenden Woche fortsetzen: Konsumausgaben (Montag) im August, Konsumentenvertrauen (Dienstag), ISM-Index (Mittwoch) und ISM-Index den Dienstleistungssektor (Freitag). Auch der Arbeitsmarktbericht (Freitag) dürfte mit einem kräftigen Beschäftigungsausbau im September und einer deutli-

chen Revision der Beschäftigung im August von etwa 50.000 Personen nach oben glänzen.

Derzeit scheint jedoch innerhalb der Fed eine Mehrheit den Leitzins lieber zu spät als zu früh anheben zu wollen. Die Mehrheit innerhalb des Offenmarktausschusses jedenfalls scheint auch ein etwaiges Überschießen der Inflation zu akzeptieren. Ein Grund für die vorsichtige Haltung ist die Erfahrung aus den 1930er-Jahren, als eine zu frühe Straffung der Geldpolitik im Jahr 1937 eine zweite Depression zwischen 1937 und 1938 verursachte.

Ausgelöst von den guten Konjunkturdaten gewann der US-Dollar an den internationalen Devisenmärkten auf breiter Basis deutlich an Wert – ein Trend, der sich auch in den kommenden Wochen fortsetzen dürfte. Der starke Dollar könnte einigen US-Unternehmen die Berichtssaison im dritten Quartal verhaseln, da die börsennotierten US-Unternehmen einen hohen Umsatzanteil im Ausland erwirtschaften.

Japan: Monetarismus findet Unterstützung

In Japan spiegelt sich die Alterung der Gesellschaft zunehmend in der Beschäftigung wider. Die Beschäftigung erreichte im Juni 1997 mit 65,8 Mio. Menschen den historischen Höchststand. Seitdem etablierte sich ein fallender Trend, der im Mai 2012 mit 62,6 Mio. Menschen den bisherigen Tiefstand erreichte. Immerhin stieg die Beschäftigung seitdem im Zuge von Abenomics wieder um etwa eine Million auf 63,5 Mio. Aufgrund der Alterung der Gesellschaft werden die Arbeitskräfte zunehmend knapp, sodass der moderate Anstieg der Beschäftigung seit 2012 zu einem merklichen Rückgang der Arbeitslosenquote geführt hat – von 5,5 % im Juli 2009 bis auf 3,5 % im Mai 2014.

Der Rückschlag der Konjunktur im zweiten Quartal verursachte einen voraussichtlichen temporären Anstieg der Arbeitslosenquote auf 3,8 % im Juli. Dennoch dürfte sich die Arbeitslosenquote (Montag) schon im August stabilisiert haben und in den folgenden Monaten sogar wieder fallen, zumal Konjunkturindikatoren wie der Tankan-Index (Mittwoch) im dritten Quartal zwar einen moderaten Rückgang verzeichnet haben dürften, doch immer noch ein ordentliches Wachstum signalisieren.

Interessanterweise verursachte die zunehmende Arbeitskräfteknappheit zwischen 1997 und 2012 keinen Lohndruck. Erst seit Abenomics und der sehr aggressi-

26. September 2014

ven Lockerung der Geldpolitik ist ein steigender Preis- und Lohnrend zu beobachten. So dürften die Löhne (Dienstag) nach einem Anstieg von 2,4 % im Juli auch im August einen positiven Zuwachs von 1,0 % verzeichnet haben. Noch im Juni 2009 war ein Rückgang der Löhne von -7,1 % zu beobachten. Die japanischen Daten legen nahe, dass Preise und nominale Löhne doch sehr stark durch das monetäre Umfeld beeinflusst werden können.

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.