

Metzler: Verliert Jannet Yellen die Geduld? US-Notenbank-Chefin dürfte eher vorsichtig bleiben

USA: Yellen-Rede im Fokus

Janet Yellen wird am Dienstag vor dem Bankenkomitee des US-Senats über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik der US-Notenbank referieren. Der Fokus der Finanzmarktteilnehmer wird sich dabei vor allem auf das Wort „Geduld“ (Patience) richten. Sollte Janet Yellen in ihrer Rede darauf verzichten, werden die Finanzmarktteilnehmer zweifelslos eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit für eine Leitzinserhöhung schon im Juni einpreisen. Die zuletzt starken Arbeitsmarktdaten dürften dafür sprechen. Im Gegensatz dazu ist die Inflation in den USA jedoch noch niedrig und die Ereignisse in Griechenland könnten für zunehmende Unsicherheit sorgen, was gegen eine aggressivere Gangart der US-Geldpolitik spricht. Darüber hinaus ist in dem Protokoll der US-Notenbanksitzung vom Januar deutlich geworden, dass die Mitglieder des Offenmarktausschusses große Angst davor haben, zu früh den Leitzins anzuheben und den US-Konjunkturaufschwung abzuwürgen – zumal die US-Dollar-Stärke schon zu einem Bremsklotz für die US-Wirtschaft geworden ist. Aufgrund der unklaren Ausgangslage dürfte Janet Yellen versuchen, sich alle Möglichkeiten offenzuhalten und darauf zu verweisen, dass die US-Notenbank auf ihren Sitzungen ab Juni in Abhängigkeit der dann zur Verfügung stehenden Datenlage entscheiden wird. Also alles in allem sind größere Überraschungen eher unwahrscheinlich.

In den USA ist der Wohnimmobilienmarkt bekanntlich frühzyklisch und daher ein wichtiger Frühindikator für die zukünftige gesamtwirtschaftliche Entwicklung – Verkäufe bestehender Immobilien (Montag), Neubauverkäufe (Mittwoch) und die noch offenen Immobilienverkäufe (Freitag).

Die Auftragseingänge (Donnerstag) zeigten zuletzt eine überraschende Schwäche bei den Investitionsausgaben. Die US-Unternehmen sind nach wie vor kaum bereit, in neue Kapazitäten zu investieren und verwenden ihren Cashflow lieber für Aktienrückkäufe. Nur im Ölsektor stiegen seit der Finanzmarktkrise die Investitionsausgaben aufgrund des Schiefgasbooms nennenswert. Mit dem Rückgang des Ölpreises wurden zuletzt auch die geplanten Investitionsausgaben im US-Ölsektor dramatisch zusammengestrichen. Vor diesem Hintergrund ist in den kommenden Monaten nur ein

verhaltenes Wachstum der US-Investitionsausgaben zu erwarten.

Daneben werden noch das Konsumentenvertrauen (Dienstag und Freitag) sowie die Inflation (Donnerstag) veröffentlicht.

Eurozone: Draghi-Rede im Fokus

EZB-Präsident Mario Draghi wird am Mittwoch vor dem europäischen Parlament Rede und Antwort über die aktuelle Ausrichtung der Geldpolitik der EZB stehen. Derzeit sieht es danach aus, dass die EZB große Schwierigkeiten haben wird, das geplante Kaufvolumen insbesondere an Bundesanleihen in einem ausgetrockneten Markt überhaupt erreichen zu können. Die spannende Frage ist nun, ob die EZB infolgedessen das geplante Kaufvolumen reduzieren oder das geplante Kaufvolumen auf andere Märkte umleiten wird, wie spanische oder italienische Staatsanleihen.

Darüber hinaus werden noch der ifo-Index (Montag) sowie der Geschäftsklimaindex (Donnerstag) der Europäischen Kommission veröffentlicht. Beide Indikatoren dürften sich verbessert haben, da die Eurozone aufgrund der zeitverzögerten Wirkung zunehmend vom gefallen Ölpreis und dem schwächeren Euro profitiert. Auch wird eine weitere Erholung des Kreditwachstums (Donnerstag) in der Eurozone nachlassende Deflationsrisiken signalisieren – nicht zuletzt auch aufgrund eines starken deutschen Arbeitsmarktes (Donnerstag) mit zunehmendem Lohndruck.

Japan: Starker Arbeitsmarkt

Es ist immer wieder interessant zu beobachten, wie lange es dauert, bis ein merklicher Rückgang der Arbeitslosigkeit steigenden Lohndruck erzeugt. In Japan dürften bei einer Arbeitslosenquote von nur 3,4 % im Januar auf jeden Arbeitssuchenden im Durchschnitt 1,15 offene Stellen (Freitag) gekommen sein. Die deutliche Verbesserung am Arbeitsmarkt seit Juni 2009 beginnt erst jetzt, einen nennenswerten Einfluss auf die Löhne zu haben. Immerhin stiegen die Löhne im Dezember vergangenen Jahres um 0,7 % (gegenüber dem Vorjahresmonat, gleitender Durchschnitt über 12 Mona-

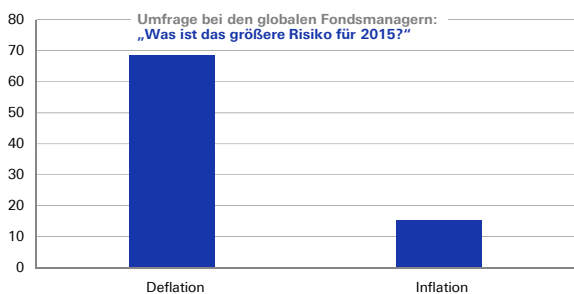
te) mit der höchsten Wachstumsrate seit 1997. Dem entsprechend befindet sich Japan auf einem guten Weg, 2016 das Inflationsziel von 2 % zu erreichen.

Inflation oder Deflation?

Derzeit bestimmen eindeutig wieder die Deflationssorgen das Geschehen an den Finanzmärkten. Schon im November vergangenen Jahres sahen etwa 70 % der befragten globalen Fondsmanager eine Deflation als ein größeres Risiko als eine Inflation. Nur etwa 10 % sahen Inflationsrisiken.

Die Wachstumsttäuschungen und die sinkenden Rohstoffpreise bewirken eine Rückkehr der Deflationsängste

Merrill Lynch Global Fund Manager Survey in %

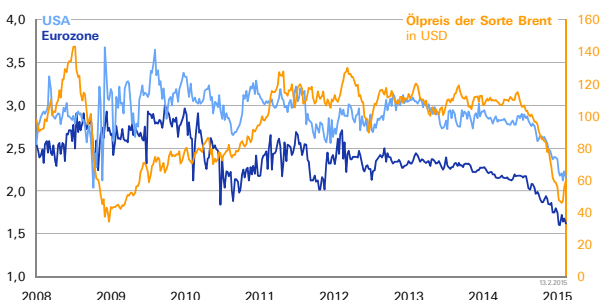


Quelle: BofA Merrill Lynch, Stand November 2014

Die Deflationssorgen spiegeln sich auch zunehmend in den langfristigen Inflationserwartungen wider. So verzeichneten die Erwartungen der durchschnittlichen jährlichen Inflationsrate in fünf Jahren über fünf Jahre (am aktuellen Rand: durchschnittliche jährliche Inflationsrate von 2020 bis 2025) einen deutlichen Rückgang in den USA und in der Eurozone.

Deutlicher Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen in den USA und der Eurozone

Erwartete durchschnittliche Inflationsrate in fünf Jahren über fünf Jahre in %*



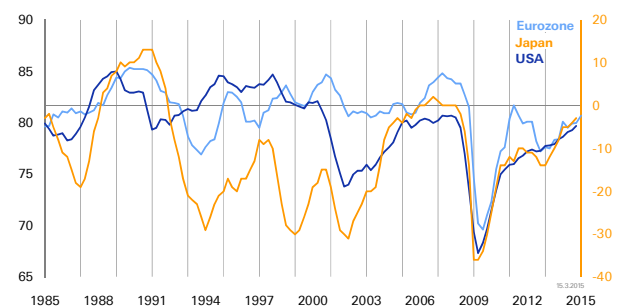
* Berechnung auf Basis von Inflationsswaps (Stand 13.2.2015)
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler

Interessanterweise entwickelten sich die Erwartungen für die Inflation in fünf bis zehn Jahren in den vergangenen Monaten nahezu parallel zum Ölpreisverfall. Eigentlich dürfte es zwischen beiden Größen keinen Zusammenhang geben – nichtsdestotrotz scheinen die Finanzmarktteilnehmer aus der aktuellen Entwicklung der Rohstoffpreise Implikationen für die mittelfristige Inflationsentwicklung abzuleiten. Diese Situation wird zunehmend mit den 1930er Jahren verglichen, als ein Verfall der Rohstoffpreise in Kombination mit Währungskriegen ein grundsätzlich deflationäres Umfeld signalisierte. Darüber hinaus wird oft noch die Deflation in Japan als ein Vorbild für die aktuellen Entwicklungen herangezogen.

Ein klassischer fundamentaler Frühindikator für die Inflation ist die Kapazitätsauslastung. So waren in den 1990er Jahren die Kapazitäten in Japan überwiegend stark unterausgelastet und übten dadurch Abwärtsdruck auf die Preise aus. Derzeit befindet sich die Kapazitätsauslastung jedoch in allen drei großen Wirtschaftsräumen nahe dem historischen Durchschnitt und lässt daher kaum auf nennenswerte Deflationsrisiken auf globaler Ebene schließen.

Die Deflationsängste sind vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung überraschend

Kapazitätsauslastung in %



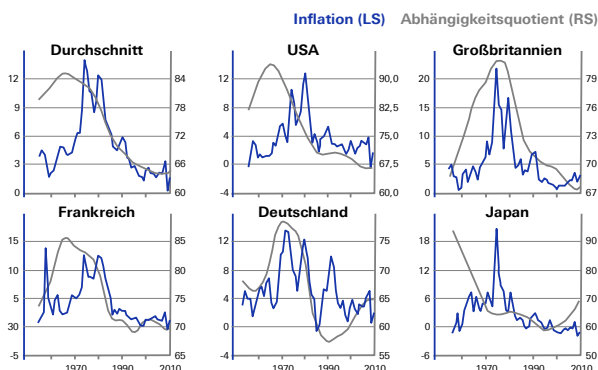
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler

Ein weiteres Argument im Zusammenhang mit der Deflationserfahrung Japans ist, dass die Alterung der japanischen Gesellschaft Abwärtsdruck auf die Konsumentenpreise ausübt, da die ältere Bevölkerung eine hohe Sparquote hat und daher die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gering ist. Eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich¹ kommt jedoch zu einem genau gegenteiligen Ergebnis. So stand ein hoher Abhängigkeitsquotient (dependency ratio,

¹ Mikael Juselius et al. (2015): "Can demography affect inflation and monetary policy?", BIS Working Paper

0–19-Jährige plus der über 65-Jährigen im Verhältnis zu den 20–64 Jährigen) in der Vergangenheit eher mit einer hohen Inflationsrate im Einklang.

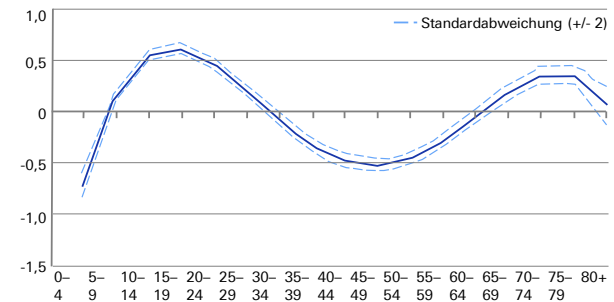
Inflation und Abhängigkeitsquotient (Dependency Ratio) in %



Quelle: FRBSF Economic Letter: Mixed Signals: Labor Markets and Monetary Policy; Dezember 2014

Ein detaillierter Blick auf den Effekt verschiedener Altersgruppen auf die Inflation mit Hilfe eines ökonometrischen Modells zeigt, dass ein großer Anteil unter 20-Jähriger und ein großer Anteil über 65-Jähriger an der Gesamtbevölkerung eher zu einer hohen Inflationsrate beiträgt, während ein hoher Anteil an Arbeitsfähigen eher deflationär wirkt. Der starke deflationäre Effekt der 0–4-Jährigen in der Grafik ist laut den Autoren auf statistische Verzerrungen zurückzuführen. Werden die Effekte der einzelnen Altersgruppen für die gesamte Gruppe der 0–19-Jährigen aufsummiert, resultiert ein insgesamt positiver Effekt auf die Inflation.

Beiträge der Altersgruppen an der Inflationsentwicklung in %



Quelle: FRBSF Economic Letter: Mixed Signals: Labor Markets and Monetary Policy; Dezember 2014

Volkswirtschaftlich lässt sich der beschriebene Zusammenhang folgendermaßen erklären: Die 0–19-Jährigen und über 65-Jährigen tragen nicht zur Produktion bei, fragen jedoch Güter und Dienstleistungen nach. Daher gibt es in diesen Segmenten ein Angebots-Nachfrage-Ungleichgewicht, das nur unzureichend durch die Produktion der 20–64-Jährigen ausgeglichen werden kann.

Steigende Inflationserwartungen im Jahresverlauf 2015 dürften zu einer besseren Wertentwicklung von inflationsgeschützten Anleihen gegenüber nominalen Anleihen führen. Darüber hinaus profitierten in der Vergangenheit tendenziell Small Caps gegenüber Large Caps von einem Umfeld steigender Inflationserwartungen.

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.