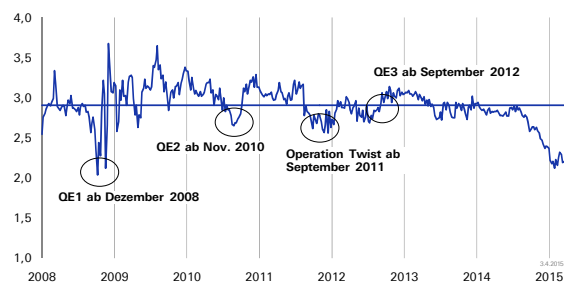


## Metzler: Begrenzte Zinsrisiken in den USA US-Notenbank mit abwartender Haltung

### USA: Inflationserwartungen mahnen zur Vorsicht

Für die US-Notenbank (Fed) spielen erfahrungsgemäß die langfristigen Inflationserwartungen eine große Rolle bei der Ausrichtung der Geldpolitik. Interessanterweise reagiert die Fed jedoch hauptsächlich auf die Inflationserwartungen der Finanzmarktteilnehmer und weniger auf die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und der Volkswirte.

**Langfristige Inflationserwartungen in den USA signalisieren derzeit nur geringe Leitzinserhöhungsrisiken**  
Erwartete durchschnittliche Inflationsrate in fünf Jahren über fünf Jahre in %\*



\* Berechnung auf Basis von Inflationsswaps  
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler

So zeigt ein Blick auf die langfristigen Inflationserwartungen, dass die Fed oft mit unorthodoxen geldpolitischen Maßnahmen auf deren Rückgang reagierte. Derzeit signalisieren die Inflationserwartungen, dass die Finanzmarktteilnehmer der Fed eine zu restriktive Geldpolitik unterstellen, um damit mittelfristig das implizite Inflationsziel erreichen zu können. Vor diesem Hintergrund dürfte die Fed erst eine Normalisierung der Inflationserwartungen abwarten, bis sie eine Leitzinserhöhung vornimmt. Sollten die Inflationserwartungen bis Jahresende auf dem gegenwärtigen Niveau verharren, könnte die Fed sogar auf eine Leitzinserhöhung verzichten.

Immerhin dürften sich die realwirtschaftlichen Daten nach dem Kälteeinbruch im März wieder merklich verbessert haben: Einzelhandelsumsätze (Dienstag), Industrieproduktion (Mittwoch) sowie Philadelphia Fed Index (Donnerstag). So zeigen beispielsweise die internen Kredit- und Debitkartenabrechnungen der Bank of America, dass die Konsumausgaben in den gesamten USA im März deutlich gestiegen sind – vor allem aber in

den Regionen, die stark vom Kälteeinbruch betroffen waren. Auch dürfte der frühzyklische Immobilienmarkt positive Signale für die US-Konjunktur senden: NAHB-Index (Mittwoch) sowie Neubaubeginne und -genehmigungen (Donnerstag).

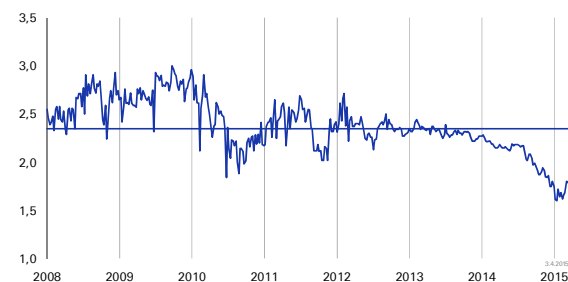
Bisher reagierten die langfristigen Inflationserwartungen weder auf die Veröffentlichungen der Inflationszahlen (Freitag) noch auf die überraschende Stabilität der Kerninflation in den vergangenen Monaten. Vor diesem Hintergrund ist es zwar für den März nicht sehr wahrscheinlich, aber nicht auszuschließen, dass eine Inflationsüberraschung plötzlich die langfristigen Inflationserwartungen in Bewegung bringt und die Fed unter Handlungsdruck setzt. Die langfristigen Inflationserwartungen können jederzeit eine schnelle Anpassung vollziehen, da die Swaps täglich gehandelt werden.

### Europa: EZB vorerst ohne Kurskorrektur

Das Wertpapierkaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) kommt zu spät und ist viel zu groß ausgefallen, wie die verzerrten Kurse am Rentenmarkt eindrücklich zeigen. Die EZB (Mi) dürfte trotzdem keine Kurskorrektur vornehmen und das Wertpapierkaufprogramm mindestens bis Jahresende in der gegenwärtigen Form fortführen, da in der Eurozone die langfristigen Inflationserwartungen sich bisher allenfalls stabilisiert, sich aber noch nicht wieder normalisiert haben.

### Langfristige Inflationserwartungen haben sich allenfalls stabilisiert

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



\* Berechnung auf Basis von Inflationsswaps  
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen Metzler

Spannend dürfte allenfalls die Pressekonferenz werden und die Antwort von EZB-Präsident Draghi auf die Frage, warum die EZB laut Bloomberg in dieser Woche Griechenland mehr Notfallkredite zur Verfügung gestellt hat, als Griechenland angefordert hatte.

Darüber hinaus werden noch die Industrieproduktion (Dienstag) und die Inflation (Freitag) im März veröffentlicht. In Großbritannien wird sich der Fokus auf die Inflation (Dienstag) und den Arbeitsmarkt (Freitag) richten. Es ist nach wie vor ein Rätsel, warum die Löhne in Großbritannien nur langsam steigen, obwohl die Beschäftigung spürbar steigt, die Arbeitslosenquote fällt und die Partizipationsrate am Arbeitsmarkt steigt.

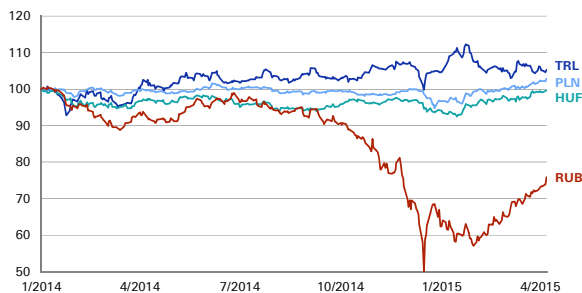
### China: Wirtschaftsschwäche im ersten Halbjahr

Die chinesische Wirtschaft ist sehr schwach ins Jahr gestartet, da die Preise am frühzyklischen Wohnimmobilienmarkt fallen und die regionalen Gebietskörperschaften die Ausgaben für Infrastrukturprojekte signifikant kürzen mussten. Daher bestehen Risiken, dass das Wirtschaftswachstum (Mittwoch), die Industrieproduktion (Mittwoch) sowie die Einzelhandelsumsätze (Mittwoch) enttäuschen. Unerwartet schwache Konjunkturdaten würden sicherlich weitere geld- und fiskalpolitische Maßnahmen bewirken.

### Russland: Erste Anzeichen einer Stabilisierung

In den vergangenen Wochen holte der russische Rubel wieder ein Teil der dramatischen Kursverluste auf und zeigt damit erste Stabilisierungstendenzen.

### Erhebliche Erholungstendenzen des russischen Rubel Lokale Währung gegenüber dem Euro (1.1.2014 = 100)



Stand: 7. April 2015

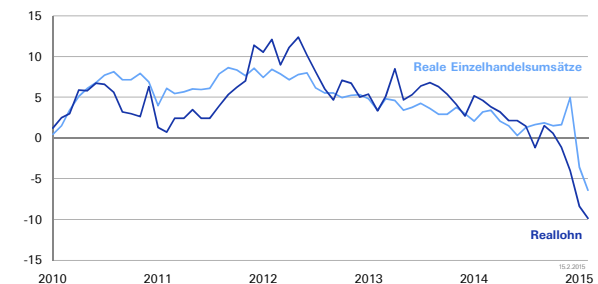
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die Abwertung des russischen Rubel hatte einen Inflationsschock auf knapp 17 % im März zur Folge. Die hohen Preissteigerungsraten verursachten einen massi-

ven Kaufkraftverlust des Lohneinkommens und damit einen Einbruch bei den Konsumausgaben.

### Inflationsschub infolge der Währungsabwertung verursacht schwere rezessive Tendenzen

in % ggü. Vj.

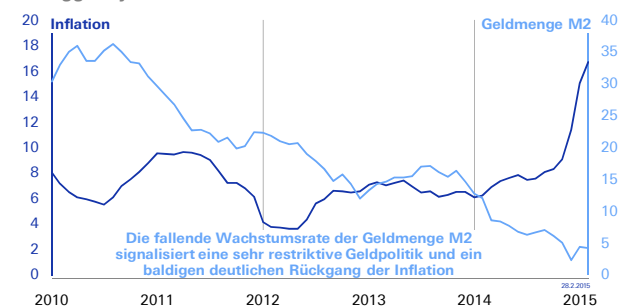


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Die russische Zentralbank federte den Einkommensschock jedoch nicht mit einer Lockerung der Geldpolitik ab, sondern verknappte die Liquidität, sodass der Geldmarktzins auf über 20 % stieg. Damit verschärfte die russische Zentralbank kurzfristig den wirtschaftlichen Einbruch und erhöhte den Druck auf die Banken. Mittelfristig dürfte jedoch Russland davon profitieren, da der Inflationsschock schnell verpuffen wird und die Inflation bald wieder sinken dürfte.

### Die Geldpolitik bekämpft die Inflation mit hohen Zinsen, sodass der Inflationsschock bald verpuffen dürfte

in % ggü. Vj.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg

Dementsprechend besteht für die russische Zentralbank zunehmend Spielraum, die Zinsen wieder zu senken und damit die Wirtschaft wieder zu unterstützen.

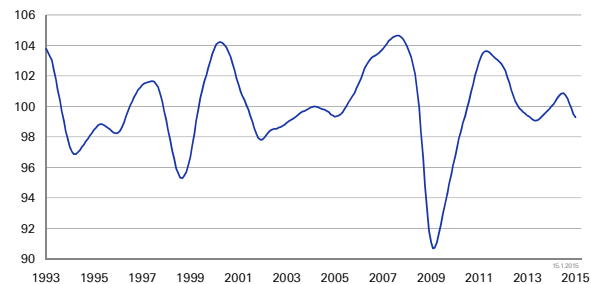
### Spielraum für weitere Leitzinssenkungen gegeben Interbankzinssatz für 31 bis 90 Tage in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg

Interessanterweise signalisiert der Frühindikator der OECD keinen signifikanten Wachstumseinbruch in Russland in den kommenden Monaten – im Gegensatz zu 2008/09.

### Frühindikator der OECD signalisiert nur einen moderaten Wirtschaftsabschwung



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg

Zwar sind auch die Einkaufsmanagerindizes gefallen, der Einkaufsmanagerindex für die Industrie ist jedoch nur moderat unter der kritischen Schwelle von 50. Russische Exporteure scheinen von dem schwachen Rubel zu profitieren, sodass sich der Wachstumseinbruch in der Industrie in Grenzen hält. Im Gegensatz dazu ist der Dienstleistungssektor stärker von den makroökonomischen Turbulenzen betroffen – ein Niveau von etwa 46 im März steht jedoch eher im Einklang mit einer normalen Rezession als mit einem schweren Wachstumseinbruch. Die harte Haltung der russischen Zentralbank beginnt demnach langsam, Früchte zu tragen. Sollte sich die politische Lage weiter entspannen, besteht sogar Potenzial für positive Überraschungen in Russland.

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.