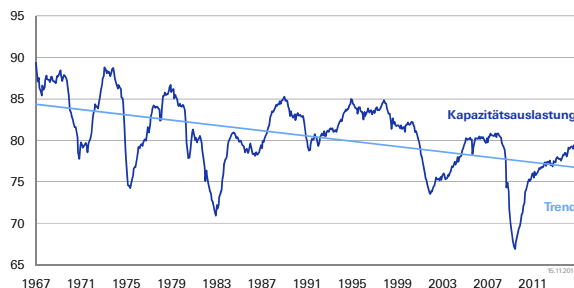


Metzler: US-Geldpolitik stochert im Nebel Deflations- und Inflationsrisiken in den USA extrem schwer einschätzbar

USA: Fehler im System

Der Rückgang des Ölpreises wirkt wie eine Steuersenkung für die privaten Haushalte, da nach Abzug der Ausgaben für Energie mehr Geld für andere Konsumausgaben übrigbleibt. Erfahrungsgemäß reagiert die Energienachfrage nur sehr unelastisch (so gut wie gar nicht) auf Ölpreisänderungen. Dementsprechend dürften die US-Einzelhandelsumsätze (Mittwoch) nach dem sehr kräftigen Anstieg im November im Dezember nochmals moderat gestiegen sein. Eigentlich müssten die Unternehmen aufgrund der guten Konsum- und Wachstumsperspektiven die Investitionsausgaben deutlich erhöhen und ihre Produktionskapazitäten erweitern – umso mehr, als die Kapazitätsauslastung (Freitag) auch im Dezember bei über 80 % gelegen haben dürfte und damit deutlich über dem Trend seit 1967.

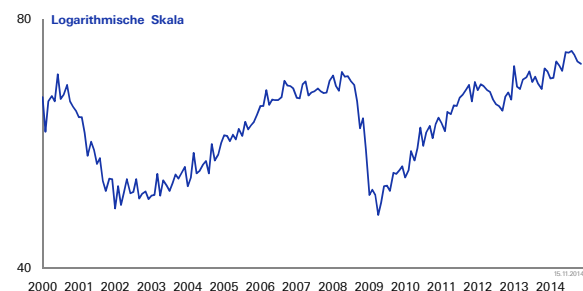
US-Kapazitätsauslastung wieder auf Vorkrisenniveau in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler

Tatsächlich zeigen die Auftragseingänge für Investitionsgüter in eine andere Richtung und verzeichneten in den vergangenen Monaten sogar Rückgänge. In einem gewissen Sinne ist die Investitionsschwäche in den USA unerklärlich und ein Fehler im System.

US-Auftragseingänge für Investitionsgüter mit Schwächetendenzen in den vergangenen Monaten Auftragseingänge für Investitionsgüter in Mrd. USD



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler

Vielleicht halten sich US-Unternehmen derzeit aufgrund der intensiven Deflationsdebatte mit Investitionen zurück. So dürfte die Inflation (Freitag) aufgrund des gefallen Ölpreises im Dezember auf nur noch 0,7 % gesunken sein. Interessanterweise könnte jedoch die Kerninflation in den kommenden Monaten eher nach oben tendieren, da die steigende Nachfrage zunehmend auf immer besser ausgelastete Kapazitäten trifft.

Darüber hinaus werden mit dem Philadelphia Fed Index (Donnerstag) und dem Beige Book (Mittwoch) noch wichtige Konjunkturdaten veröffentlicht.

USA: US-Notenbank im Dilemma

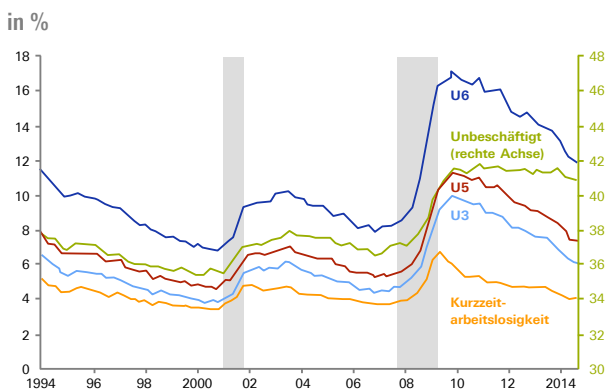
Die US-Statistikbehörde ermittelt unterschiedliche Kennzahlen zur Arbeitslosenquote. Die engste Definition ist dabei die Kurzarbeitslosigkeit, die weiteste Definition umfasst alle Arbeitsfähigen, aber nicht Beschäftigten. Dazwischen gibt es noch die offizielle Arbeitslosenquote U3 sowie die Quoten U4, U5 und U6:

| Indikator | Definition |
|-----------------------------------|--|
| U3 (offizielle Arbeitslosenquote) | Arbeitslos und auf der Suche nach Arbeit im vergangenen Monat |
| Kurzarbeitslosigkeit | Weniger als 27 Wochen arbeitslos |
| U4 | U3 + arbeitslos und nicht auf der aktiven Suche nach Arbeit im vergangenen Monat |
| U5 | U4 + andere Arbeitslose ohne aktive Arbeitssuche |
| U6 | U5 + unfreiwillig Teilzeit Arbeitende |
| Unbeschäftigt | Alle potenziellen Arbeitskräfte, die nicht arbeiten |

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

Bisher waren die unterschiedlichen Kennzahlen eng miteinander korreliert, sodass die Indikatoren eine einheitliche Aussage über den Zustand des Arbeitsmarktes lieferten. Seit der Finanzmarktkrise entwickeln sich die einzelnen Arbeitsmarktindikatoren jedoch völlig unterschiedlich. Dabei ist noch unklar, welche Definition der Arbeitslosigkeit den Zustand des Arbeitsmarktes am besten abbildet und wie groß die Risiken einer sich plötzlich beschleunigenden Lohndynamik sind.

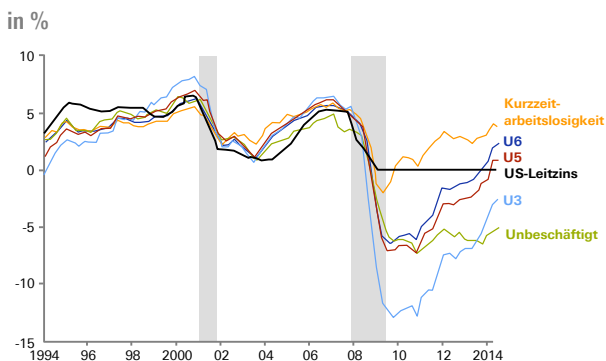
Verschiedene Indikatoren zum US-Arbeitsmarkt



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

Dementsprechend waren auch die Signale eines Zinsmodells auf Basis der Taylor-Regel bis zur Finanzmarktkrise einheitlich – unabhängig davon, welcher Arbeitsmarktindikator verwendet wurde. Seit der Finanzmarktkrise liefern die verschiedenen Modelle jedoch völlig unterschiedliche Signale.

Verschiedene Zinsmodelle für den US-Leitzins



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

Anhand der Ergebnisse eines Zinsmodells auf Basis der Kurzarbeitslosigkeit müsste der Leitzins sofort auf über 3 % angehoben werden, während sich aus einem Modell auf Basis der Nichtbeschäftigten ein derzeit

angemessener Leitzins von etwa -5 % ergibt. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit zeigen, dass zu frühe Leitzinserhöhungen nach einer schweren Finanzmarktkrise äußerst kontraproduktiv wirken. Die US-Notenbank muss daher zwangsläufig abwarten und die Lohndynamik beobachten. Der Nachteil dabei ist, dass die Arbeitslosenquote in der Regel ein Frühindikator für die Lohnentwicklung ist und die US-Notenbank bei einem Rückgang der Arbeitslosenquote schon früh gegensteuern kann. Wenn die Fed erst reagiert, wenn eine sich beschleunigende Lohndynamik bereits sichtbar ist, bedeutet dies, dass sie eigentlich zu lange damit gewartet hat, ihre Geldpolitik zu straffen.

Europa: Warten auf die EZB

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird sehr wahrscheinlich am 22. Januar den Kauf von Staatsanleihen beschließen – unter anderem aufgrund des Rückgangs der Inflation (Freitag) auf -0,2 % im Dezember. Darüber hinaus dürfte die Industrieproduktion (Mittwoch) in der Eurozone im November nur leicht gestiegen sein. Von besonderem Interesse sind in diesem Zusammenhang die Aussagen des Europäischen Gerichtshofs (Mittwoch) über die Legalität von Outright Monetary Transactions (OMT) und die Implikationen daraus für ein mögliches Staatsanleihekaufprogramm der EZB. Derzeit scheint die überwiegende Mehrheit der Finanzmarktteilnehmer davon auszugehen, dass die EZB in ihrer Entscheidung über ein Wertpapierkaufprogramm für Staatsanleihen nicht rechtlich eingeschränkt wird, da es sich um einen rein geldpolitischen Schritt handelt. Im Gegensatz dazu hat die EZB durch die Verknüpfung von OMT mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und durch den Fokus auf einzelne Länder ihr geldpolitisches Terrain verlassen.

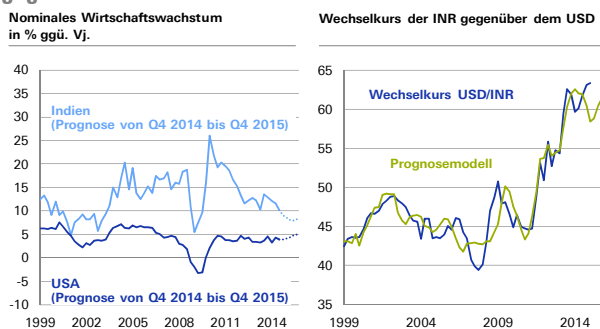
Auch in Großbritannien dürfte die Inflationsrate (Dienstag) aufgrund der gesunkenen Energiepreise gefallen sein. Mit Spannung erwartet wird dagegen, wie sich die in den vergangenen Monaten signifikant beschleunigte Lohndynamik im Dezember in der Kerninflation niedergeschlagen hat.

Schwellenländer: Indische Rupie mit moderatem Aufwertungspotenzial gegenüber dem US-Dollar

Das grundsätzliche Vorgehen, Währungsentwicklungen mithilfe vergangener und zukünftiger kumulierter Wachstumsdifferenzen zu erklären und zu prognostizieren, lässt sich auch auf die Währungen der Schwellenländer übertragen. Die indische Rupie ist ein gutes

Beispiel dafür. So ist das seit 2011 signifikant nachlassende Wirtschaftswachstum ein Grund für die Schwäche der indischen Rupie gegenüber dem US-Dollar in den vergangenen Jahren. Im Jahresverlauf 2015 dürfte sich das Wirtschaftswachstum in Indien aufgrund der positiven Effekte geringerer Energiepreise wieder leicht beleben.

Moderates Aufwertungspotenzial für die indische Rupie gegenüber dem US-Dollar



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand: 30.11.2014

Damit sehen wir gute Chancen, dass die indische Rupie gegenüber dem US-Dollar sich im Jahresverlauf stabilisieren oder sogar moderat aufwerten dürfte.

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.