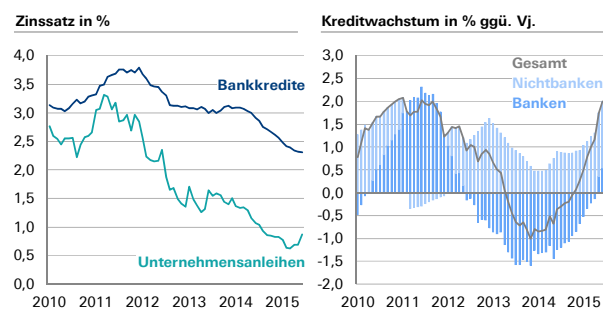


Metzler: EZB vor großem Politikfehler Geplante Öffnung der geldpolitischen Schleusen völlig unnötig

Mit einer hohen Wahrscheinlichkeit wird die EZB die Geldpolitik am kommenden Donnerstag erneut lockern. EZB-Präsident Draghi äußerte sich zuletzt so eindeutig, dass ein Zurückrudern kaum mehr möglich erscheint. Der Einlagesatz dürfte dabei auf -0,3 % gesenkt und die monatlichen Wertpapierkäufe von derzeit 60 Mrd. EUR auf 70 Mrd. EUR erhöht werden. Die geplante Öffnung der geldpolitischen Schleusen kommt zu einem überraschenden Zeitpunkt. Die Konjunkturdaten verbesserten sich in den vergangenen Monaten, die Kerninflation befindet sich im Aufwärtstrend und die Kreditvergabe zeigt signifikante Erholungstendenzen. Das gegenwärtige Wertpapierkaufprogramm der EZB hat also schon jetzt die gewünschten Effekte und stimuliert die Wirtschaft völlig ausreichend. So sanken die Zinsen in den vergangenen Monaten für Bankkredite und für Unternehmensanleihen.

Eurozone: Bankenreformen und „Quantitative Easing“ zeigen Wirkung

Kreditvergabe an den Privatsektor (Unternehmen und Haushalte)



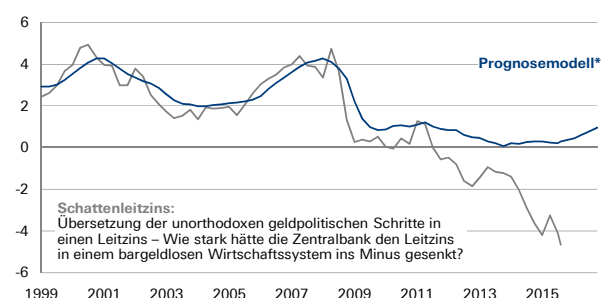
Quellen: EZB, IWF, Stand: 30. Juni 2015

Die gesunkenen Zinsen bewirkten dabei eine steigende Kreditnachfrage des privaten Sektors. Aufgrund der deutlich niedrigeren Zinsen für Unternehmensanleihen ist es wenig verwunderlich, dass Unternehmen bisher ihre Kredite überwiegend durch die Emission von Anleihen aufnehmen. Insgesamt ist das Kreditwachstum bestehend aus Bankkrediten und

Unternehmensanleihen wieder auf das Niveau von vor der Staatsschuldenkrise zurückgekehrt. Es ist somit nicht ersichtlich, warum die Wirtschaft in der Eurozone einen weiteren geldpolitischen Stimulus benötigt.

In diesem Zusammenhang fällt es oft schwer, die Größe des monetären Stimulus im aktuellen Umfeld zu bestimmen. Die implizite Nullverzinsung von Bargeld verhindert, dass die Zentralbanken den Leitzins nennenswert in den negativen Bereich senken können – das wiederum zwingt sie dazu, auf unorthodoxe geldpolitische Maßnahmen auszuweichen, für die es keine historischen Erfahrungen gibt. Mit Hilfe der Optionstheorie¹ lässt sich jedoch der Wert einer Call-Option auf Bargeld ermitteln. Zieht man den Wert der Call-Option vom aktuellen Leitzins ab, erhält man den sogenannten „Schattenleitzins“. Der Schattenleitzins ermöglicht eine Übersetzung der unorthodoxen Maßnahmen in ein Leitzinsäquivalent. Im Endeffekt drückt der Schattenleitzins aus, wie stark die Zentralbank den Leitzins in den negativen Bereich gesenkt hätte in einer Welt ohne Bargeld.

Eurozone: Das geplante Öffnen der geldpolitischen Schleusen im Dezember halten wir für völlig unnötig



* Prognosemodell auf Basis der Kapazitätsauslastung, der Kreditvergabe und des Wirtschaftswachstums
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Leo Krippner (2014): Documentation for United States measures of monetary policy, RBNZ; Stand: 31.10.2015

¹ Quelle: Leo Krippner (2014): Documentation for United States measures of monetary policy, RBNZ

Die zahlreichen geldpolitischen Maßnahmen der EZB zeigen dementsprechend schon seit einigen Monaten deutliche Effekte auf den Schattenleitzins, der von -1,4 % im März 2014 auf -4,7 % im Oktober 2015 gefallen ist. Erfahrungsgemäß wirkt Geldpolitik immer mit einer Zeitverzögerung von neun bis zwölf Monaten, sodass immer noch ein erheblicher Stimulus in der Pipeline ist. Ein Prognosemodell für den EZB-Leitzins auf Basis des Wirtschaftswachstums, der Kreditvergabe und der Kapazitätsauslastung zeigt für die kommenden Quartale keine Notwendigkeit für eine weitere Lockerung der Geldpolitik – im Gegenteil: Eine moderate Straffung der Geldpolitik wäre angebracht. Eine nochmalige Lockerung der Geldpolitik im Dezember erscheint vor diesem Hintergrund als großer Politikfehler. So könnte sich die EZB schon im nächsten Jahr gezwungen sehen, den geldpolitischen Stimulus früher und stärker als erwartet reduzieren zu müssen – mit dem Potenzial, erhebliche Turbulenzen an den europäischen Finanzmärkten auszulösen. Manchmal ist es die bessere Politik, einfach abzuwarten, wenn sich alles in die richtige Richtung bewegt – auch wenn es vielleicht nicht ganz so schnell wie gewünscht vonstattengeht.

Die sehr guten Wachstumsperspektiven der Eurozone dürften vom Anstieg der Einkaufsmanagerindizes (Dienstag und Donnerstag) sowie von einem starken Anstieg der deutschen Auftragseingänge (Freitag) im Oktober untermauert werden. Auch dürfte die Inflation (Mittwoch) im November auf 0,3 % gestiegen sein.

Das Konzept des Schattenleitzinses kann auch Licht in eines der bisher vielen Rätsel seit Ausbruch der Finanzmarktkrise bringen. In Großbritannien verzeichnete die Wirtschaft zwischen 2010 und 2012 nur ein Wachstum von durchschnittlich etwa 1,5 % pro Jahr. Von 2013 bis 2015 beschleunigte sich jedoch das Wirtschaftswachstum auf durchschnittlich etwa 2,5 % pro Jahr. Diese Wachstumsbeschleunigung kam aus dem Nichts, es gab keine offensichtlichen Gründe dafür. Ein Blick auf den Schattenzins zeigt jedoch, dass die Bank von England ab 2012 die Geldpolitik signifikant lockerte, was an einem Schattenleitzins von bis zu -8 % im April 2013 ablesbar ist. Der substantielle Wachstumsimpuls reichte anscheinend aus, das Wirtschaftswachstum anzuschieben, sodass die Bank von England in der Folge den Stimulus wieder

reduzieren konnte. Im Gegensatz zu Großbritannien damals hat sich das Wirtschaftswachstum in der Eurozone aktuell schon merklich beschleunigt.

Großbritannien: erfolgreiche Stimulierung in schwierigen Zeiten

Schattenleitzins in %



Quelle: Leo Krippner (2014): Documentation for United States measures of monetary policy, RBNZ; Stand: 31.10.2015

USA: die Woche der Weichenstellungen

Die Wahrscheinlichkeit für eine Leitzinserhöhung der Fed am 16. Dezember wird derzeit von den Finanzmarktteilnehmern bei etwa 74 % gesehen. Daran dürfte sich auch in der kommenden Woche nicht viel ändern. Der ISM-Index für die Industrie (Dienstag) wird zwar mit aller Voraussicht im November nochmals gefallen sein, der ISM-Index (Dienstag) für den Dienstleistungssektor (Donnerstag) dürfte dagegen ein anhaltend dynamisches Wachstum in diesem Sektor signalisieren. Mit etwa 101 Millionen Beschäftigten ist der Dienstleistungssektor deutlich größer als die Industrie mit etwa 12 Millionen Beschäftigten. Dementsprechend ist mit einer stabilen Arbeitslosenquote (Freitag) bei 5,0 % und einem Wachstum der Stundenlöhne (Freitag) von etwa 2,4 % zu rechnen. Janet Yellen dürfte die guten konjunkturellen Entwicklungen zum Anlass nehmen, in ihren beiden Reden (Mittwoch und Donnerstag) den Willen der Fed zu bekräftigen, den Leitzins schon im Dezember anzuheben.

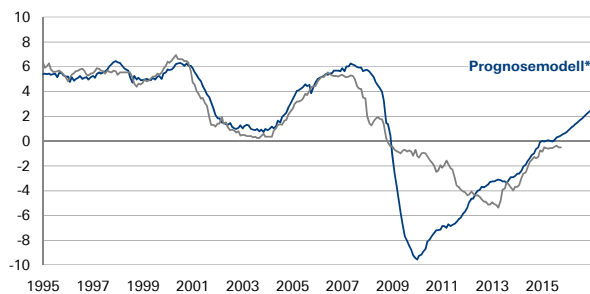
Ein Blick auf den US-Schattenleitzins zeigt, dass die Fed schon seit April 2013 die Geldpolitik sukzessive weniger expansiv ausgerichtet hat. Der Schattenleitzins ist dementsprechend von -5,4 % im April 2013 auf etwa -0,5 % im Oktober 2015 gestiegen. Interessanterweise verlief der Anstieg des Schattenleitzinses in den

27. November 2015

vergangenen Monaten im Einklang mit der fundamentalen Verbesserung der US-Wirtschaft. Laut unserem Prognosemodell müsste die Fed den Leitzins eigentlich bis auf 2 % bis Ende 2016 anheben. Aufgrund der nach wie großen Unsicherheit und der Präsidentschaftswahlen im kommenden Jahr erwarten wir jedoch nur Leitzinserhöhungen bis auf 1,0 % bis Ende 2016.

USA: Vorsichtige Federal Reserve dürfte den Leitzins auf 1,0 % bis Ende 2016 anheben

Schattenleitzins in %



* Prognosemodell auf Basis der Kapazitätsauslastung, der Inflation und der Arbeitslosenquote

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Leo Krippner (2014): Documentation for United States measures of monetary policy, RBNZ; Stand: 31.10.2015

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.