

## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### US-Geldpolitik: Billige US-Dollar bis 2014?

Viel günstiges Geld für sehr lange: Nach dieser Devisen scheint die Notenbank Fed zu handeln, um die US-Wirtschaft und besonders den Arbeitsmarkt wieder in Schwung zu bringen. Im Rahmen ihrer jüngsten Transparenzinitiative gab die US-Notenbank im Januar erstmals einen langfristigen Ausblick darüber, wie sie ihre Geldpolitik gestalten will: So heißt es im Protokoll des Offenmarktausschusses, der die zentralen geldpolitischen Entscheidungen fällt, dass die ökonomischen Bedingungen nach mehrheitlicher Einschätzung eine außergewöhnlich expansive Geldpolitik bis mindestens Ende 2014 oder sogar darüber hinaus rechtfertigen. Besonders die Lage am Arbeitsmarkt wurde von einigen Mitgliedern des Ausschusses hervorgehoben: So liege die Arbeitslosenquote immer noch weit über dem Niveau, das von der Fed als normal angesehen wird, so dass weitere Anleihenkäufe durch die Notenbank notwendig werden könnten.

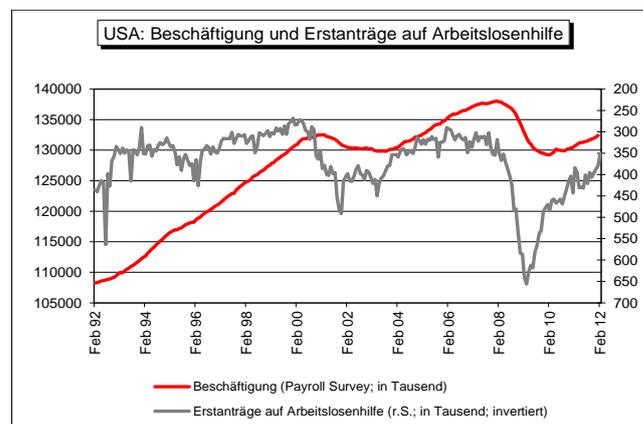
Fed: Zusammenfassung der wirtschaftlichen Prognosen				
	Hauptzenario			
	2012	2013	2014	Langfristig
Wachstum real	2,2 bis 2,7	2,8 bis 3,2	3,3 bis 4,0	2,3 bis 2,6
November Prognose	2,5 bis 2,9	3,0 bis 3,5	3,0 bis 3,9	2,4 bis 2,7
Arbeitslosenquote	8,2 bis 8,5	7,4 bis 8,1	6,7 bis 7,6	5,2 bis 6,0
November Prognose	8,5 bis 8,7	7,8 bis 8,2	6,8 bis 7,7	5,2 bis 6,0
Inflation PCE	1,4 bis 1,8	1,4 bis 2,0	1,6 bis 2,0	2
November Prognose	1,4 bis 2,0	1,5 bis 2,0	1,5 bis 2,0	1,7 bis 2,0
Kerninflation PCE	1,5 bis 1,8	1,5 bis 2,0	1,6 bis 2,0	
November Prognose	1,5 bis 2,0	1,4 bis 1,9	1,5 bis 2,0	

Quelle: Fed Minutes Januar 2012

Der langfristige geldpolitische Ausblick, den die Fed erstmals gegeben hat, soll unter anderem dazu dienen, die Erwartungen der Investoren zu beeinflussen und damit die Wirksamkeit der Geldpolitik zu erhöhen. Da aber langfristige Prognosen mit besonders großen Unsicherheiten behaftet sind, kann sich dies als zweischneidiges Schwert erweisen. Die Notenbank betont zwar auch, dass sich ihre Geldpolitik mit den Rahmenbedingungen ändern könnte, dennoch besteht unseres Erachtens die Möglichkeit, dass die Fed die Erwartungen der Investoren enttäuscht. Dies gilt insbesondere, weil sich einige der Rahmenbedingungen, die die Fed bis 2014 unterstellt, bereits heute ändern.

Die Fed verfolgt mit ihrer Geldpolitik zwei Ziele: Eine möglichst hohe Beschäftigung und eine moderate Inflationsrate. In ihrem letzten Treffen wurden beide Ziele präzisiert: Die Arbeitslosenquote liegt nach der Einschätzung der Notenbank in einem Korridor von 5,2% bis 6,0% auf einem „natürlichen“ Niveau, die Inflation sei in einer Größenordnung von 2% mit ihrem Mandat vereinbar. Für das laufende Jahr rechnen die Notenbanker mit einer Arbeitslosenquote von 8,2% bis 8,5% (vgl. oben stehende Tabelle). Besonders am Arbeitsmarkt könnte sich die Prognose der Notenbank allerdings als zu pessimistisch erweisen. So haben wir bereits mehrfach in vergangenen Publikationen darauf hingewiesen, dass fast alle von uns beobachteten Indikatoren auf eine anhaltende Erholung am US-Arbeitsmarkt hindeuten, zumindest in der kurzen Frist.

Nicht nur die großen, sondern auch die kleinen Unternehmen fragen zunehmend mehr Arbeitskräfte nach, die wöchentliche Arbeitszeit und die Entlohnung steigen und die Zahl der Entlassungen befindet sich auf einem niedrigen Niveau. Die Entspannung am Arbeitsmarkt zeigt sich nicht nur bei den wöchentlichen Erstanträgen auf Arbeitslosenhilfe, die mittlerweile eine Größenordnung von 350.000 erreicht haben, sondern auch die Konsumentenumfragen ergeben, dass es zunehmend weniger Befragte als schwierig einschätzen, einen Arbeitsplatz zu finden. Dementsprechend ist auch die Arbeitslosenquote rückläufig, sie fiel im Januar auf 8,3%. Gemessen an den Zielen der Fed ist das immer noch deutlich zu hoch. Sollte sich der Arbeitsmarkt aber wie von uns erwartet weiter erholen, dann droht die Prognose der Fed für 2012 bereits in wenigen Monaten hinfällig zu werden, weil die Arbeitslosenquote dann nachhaltig unter die von der Notenbank prognostizierten 8,2% fallen könnte.

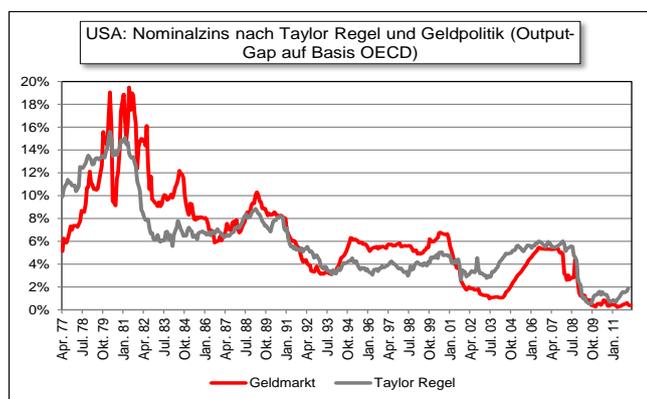


Auch inflationsseitig muss sich die Prognose der US-Notenbank nicht in jedem Fall als treffend erweisen. So ist die PCE-Kerninflation im Dezember 2011 auf 1,8% angestiegen und liegt damit bereits am oberen Ende des Korridors, den die Fed für 2012 erwartet, die PCE-Gesamtinflation lag im Dezember sogar bei 2,4%. Unterstellt man für das Jahr 2012, dass sich die Inflationsraten im langjährigen Durchschnitt bewegen, dann würde die PCE-Kerninflation 2012 im Mittel bei 1,9% und die PCE-Gesamtinflation bei 2,0% liegen, die Fed-Prognosen würden also übertroffen. Offensichtlich erwartet die Notenbank, dass die Preise 2012 geringer ansteigen, als dies in den vergangenen Jahren zu beobachten war. Wir würden dies zwar nicht gänzlich ausschließen, aber zumindest 2011 hätte sich die Preisentwicklung auf der Basis historischer Erfahrungen ziemlich zutreffend prognostizieren lassen.

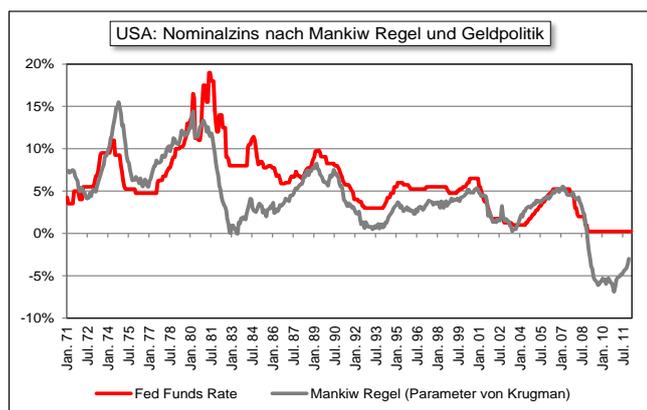
Zudem hat das Wachstum der US-Wirtschaft zum Jahresende 2011 zugelegt und erreichte im Schlussquartal auf Jahresbasis 3%. Das Wachstum lag damit höher als im Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre, in denen die Wirtschaft lediglich um 2,5% gewachsen ist. Von einer höheren wirtschaftlichen Dynamik gehen allerdings konventioneller ökonomischer Logik zur Folge auch Aufwärtsrisiken für die Preisentwicklung aus. Es ist daher unseres Erachtens

keine ausgemachte Sache, dass die Inflation tatsächlich niedriger als in den Vorjahren ausfallen wird.

Die Überlegungen zum Zusammenhang zwischen Geldpolitik, Arbeitsmarkt, Wachstum und Inflation sind von einigen bedeutenden Wirtschaftswissenschaftlern verwendet worden, um die geldpolitische Reaktion der Zentralbank zu schätzen. Bekannt sind vor allem die Taylor-Regel und die darauf aufsetzende Mankiw-Regel. Die Taylor-Regel formalisiert den Zusammenhang zwischen Geldpolitik, Inflation und Wachstum (in Form der Produktionslücke): Die Notenbank reagiert auf Inflation mit steigenden Zinsen und auf eine größere Produktionslücke mit fallenden Zinsen. Bei der Mankiw-Regel ist die Produktionslücke durch die Arbeitslosenquote ersetzt.

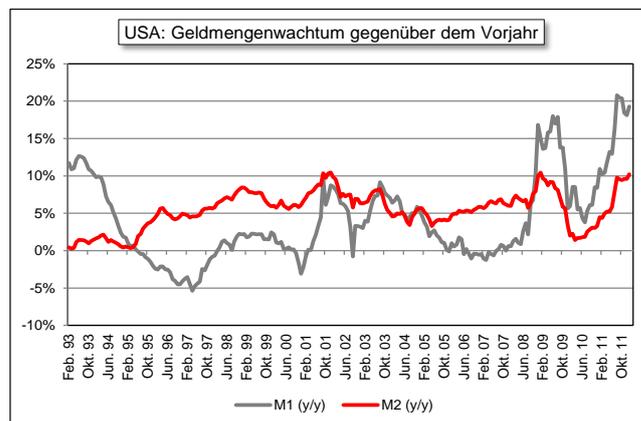


Bei der Schätzungen beider Regeln gibt es einige technische Hürden, die bei der Interpretation berücksichtigt werden müssen. So ist insbesondere die Schätzung der Produktionslücke ein diffiziles Unterfangen: Es stehen verschiedene Verfahren zur Auswahl, deren Ergebnisse teilweise so stark voneinander abweichen, dass mit dem einen Verfahren eine Produktionslücke, mit einem anderen Verfahren aber ein Produktionsüberschuss errechnet werden kann.



Trotz dieser Unterschiede lohnt sich ein Blick auf die Ergebnisse: Die nach den Taylor- und Mankiw-Regeln prognostizierten Leitzinsen fallen zwar der Höhe nach unterschiedlich aus, doch der Trend der vergangenen Monate ist unabhängig vom Schätzverfahren steigend. Da wir auch in den kommenden Monaten davon ausgehen, dass die US-Wirtschaft wächst und sich der Arbeitsmarkt erholt, wird der Spielraum für die US-Geldpolitik sinken, wenn die Reaktionsmuster der Vergangenheit immer noch Gültigkeit

besitzen. Zudem haben wir für die Grafiken jeweils die Parameter und Zeitreihen verwendet, die am ehesten geeignet wären, die expansive Politik der Fed zu rechtfertigen; mit etwas anderen Stützzeiträumen für die Schätzung der Parameter oder anderen Verfahren für die Schätzung der Produktionslücke könnten mit beiden Regeln höhere adäquate Leitzinsen errechnet werden, als sie hier dargestellt sind.



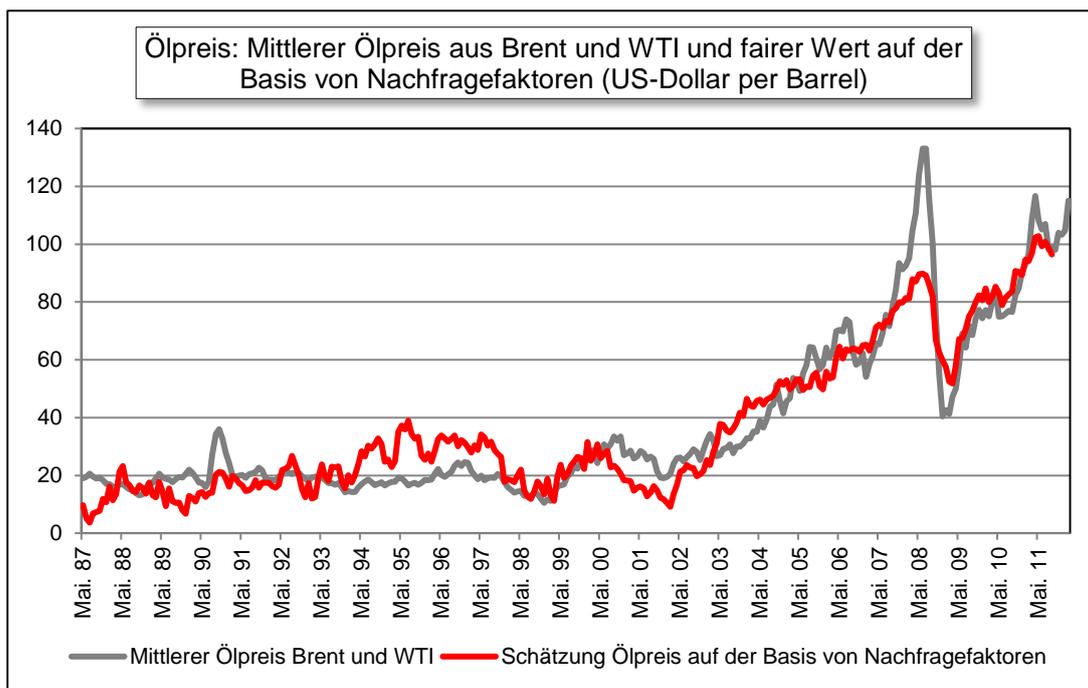
Neben diesen vor allem realwirtschaftlich motivierten Überlegungen könnte sich für die Fed auch Handlungsbedarf ergeben, weil die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge in den USA zu einem kräftigen Anstieg der Geldmengen M1 und M2 geführt hat. Die Wachstumsgeschwindigkeit beider Geldmengenaggregate liegt aktuell nahe der Höchstwerte der vergangenen 20 Jahre. Sobald die Geldmengenausweitung der Zentralbank aber in der Realwirtschaft ankommt, drohen von dieser Seite tatsächlich Inflationsgefahren. Vor diesem Hintergrund gehen zunehmend weniger Beobachter davon aus, dass die Notenbank in den kommenden Monaten zusätzliche Wertpapiere aufkauft, auch wenn sich Fed-Chef Bernanke diese Möglichkeit weiter offen hält. Auch innerhalb des Offenmarktausschusses gab es im Januar unterschiedliche Einschätzungen darüber, wann der Leitzins zum ersten Mal angehoben werden muss. Von den 17 befragten Teilnehmern hielten dies immerhin drei Mitglieder bereits 2012 für notwendig, weitere drei Mitglieder halten eine Leitzinserhöhung 2013 für angemessen. Die Spanne bei den Leitzinsen, die 2014 für notwendig gehalten werden, zeigt ebenfalls durchaus abweichende Einschätzungen an: Immerhin fünf Teilnehmer erwarten, dass der angemessene Zinssatz 2014 zwischen 2% und 3% liegen wird, weitere sechs Teilnehmer prognostizierten einen Leitzins über dem heutigen Niveau. Natürlich können sich die wirtschaftlichen Bedingungen zukünftig wieder deutlich verschlechtern, so dass die US-Notenbank tatsächlich bei ihrer sehr expansiven Geldpolitik bleiben muss oder diese sogar noch einmal ausdehnen kann. Unseres Erachtens wäre dies insbesondere dann möglich, wenn die Schuldenkrise in Europa eskaliert oder die US-Regierung ebenfalls ernsthaft ihre Schulden zurückführen sollte. Bleibt dies aber aus, dann lassen sich bereits heute Gründe dafür finden, dass die sehr expansive Notenbankpolitik nicht zwangsläufig unverändert bis 2014 fortgeführt werden muss.

**Wochenausblick für die Zeit vom 5. bis 9. März 2012**

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mär	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	50,6	50,3	52,4	53,7	52,6		5. März
D: Auftragseingang, m/m	5,0%	-4,8%	1,7%	0,3%			7. März
D: Auftragseingang, y/y	5,4%	-4,3%	0,1%	-1,9%			7. März
D: Industrieproduktion, m/m	0,8%	-0,6%	-2,9%	1,6%			8. März
D: Industrieproduktion, y/y	4,1%	3,6%	1,3%	1,7%			8. März
D: Konsumentenpreise, m/m	0,0%	0,0%	0,7%	-0,4%	0,7%		9. März
D: Konsumentenpreise, y/y	2,5%	2,4%	2,1%	2,1%	2,3%		9. März
D: Handelsbilanzsaldo, in Mrd €	12,5	15,1	13,9	14,0			9. März
E-17: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	46,4	47,5	48,8	50,4	49,4		5. März
	<b>2011 Q1</b>	<b>2011 Q2</b>	<b>2011 Q3</b>	<b>2011 Q4</b>	<b>2012 Q1</b>	<b>2012 Q2</b>	
E-17: BIP, q/q	0,8%	0,2%	0,1%	-0,3%			5. März

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Ölpreis mit steigender Risikoprämie**



Der Preis für Öl ist immer wieder Gegenstand für Diskussionen unter Ökonomen und Autofahrern. Letzteren geht es dabei vor allem um die Belastungen ihres Portemonnaies an der Zapfsäule, erstere diskutieren die Auswirkungen von Ölpreisen auf die Konjunktur, den privaten Verbrauch und einzelne Branchen. Besonders tückisch: Ein hoher Ölpreis bremst die Wirtschaft, aber eine robuste weltweite Nachfrage lässt auch die Ölpreise steigen. Als ob dies nicht genug wäre, droht derzeit auch Ungemach, weil die geopolitische Situation im Iran und in einigen anderen Förderländern angespannt ist. Unserer Einschätzung nach haben die Auswirkungen dieser Spannungen auf den Ölpreis zuletzt zugenommen, so dass der Ölpreis

über dem Niveau liegt, welches auf der Basis normaler Nachfrage zu erwarten wäre. Wir haben den „fairen“ Ölpreis für unseren Chart der Woche auf der Basis eines globalen Konjunkturindicators und anderer Nachfrageindicators berechnet. Darüber hinaus gehen die Öl-Lagerbestände und der US-Dollar in die Schätzung ein. Wie im Chart zu sehen ist, hat es größere Abweichungen vom „fairen“ Ölpreis allerdings auch schon in der Vergangenheit gegeben. Vor diesem Hintergrund halten wir es nicht für ausgeschlossen, dass der Preis weiter ansteigt wenn die geopolitischen Spannungen zunehmen sollten.

<b>Finanzmärkte im Überblick</b>					
	Stand 29.02.2012	Veränderung zum			
		23.02.2012 -1 Woche	31.01.2012 -1 Monat	30.11.2011 -3 Monate	31.12.2010 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	12.952	-0,3%	2,5%	7,5%	11,9%
S&P 500	1.366	0,2%	4,1%	9,5%	8,6%
Nasdaq	2.967	0,3%	5,4%	13,2%	11,8%
Wilshire 5000	14.332	-0,1%	4,1%	9,9%	7,8%
DAX	6.856	0,7%	6,1%	12,6%	-0,8%
MDAX	10.429	0,6%	5,2%	15,7%	3,0%
TecDAX	772	0,1%	3,8%	9,5%	-9,3%
EuroStoxx 50	2.512	0,2%	3,9%	7,8%	-10,1%
Stoxx 50	2.477	-0,4%	2,2%	7,7%	-4,3%
Nikkei 225	9.723	1,3%	10,5%	15,3%	-4,9%
Topix	836	0,8%	10,7%	14,8%	-7,0%
Brasilien BOVESPA	65.812	0,0%	4,3%	15,7%	-5,0%
Russland RTS	1.735	5,7%	10,0%	12,6%	-2,0%
Indien BSE 30	17.753	-1,8%	3,3%	10,1%	-13,4%
China Shanghai Composite	2.428	0,8%	5,9%	4,1%	-13,5%
MSCI Welt (in €)	971	-0,1%	2,4%	10,3%	1,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	807	1,4%	3,6%	17,0%	-6,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	139,89	87	17	607	1458
Bobl-Future	125,60	35	-2	297	682
Schatz-Future	110,42	13	-1	21	142
3 Monats Euribor	0,98	-3	-14	-49	-2
3 Monats Treasury Bill	0,08	-1	2	7	-4
10-jährige US Treasuries	1,98	-1	18	-9	-133
10-jährige Bunds	1,81	-8	3	-42	-107
10-jährige JGB	0,96	-2	-1	-11	-16
US Treas 10Y Performance	521,15	0,1%	-1,1%	1,6%	16,6%
Bund 10Y Performance	475,64	0,7%	0,1%	5,0%	14,8%
Hypothekenzinsen USA	3,95	0	-3	-3	-91
IBOXX AAA, €	2,53	-2	-22	-109	-105
IBOXX BBB, €	4,81	-23	-62	-181	-14
Wandelanleihen Exane 25	4.950	0,5%	4,6%	9,8%	-1,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	600,32	0,0%	1,9%	2,8%	-4,6%
MG Base Metal Index	389,92	2,4%	0,4%	15,8%	-9,6%
Rohöl Brent	123,16	0,7%	10,9%	11,5%	31,7%
Gold	1734,74	-2,8%	0,2%	-0,6%	22,4%
Silber	37,23	7,8%	10,8%	18,8%	21,5%
Aluminium	2.285,5	2,4%	3,8%	8,7%	-7,1%
Kupfer	8.493,0	1,2%	2,3%	8,1%	-12,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	750	6,2%	10,3%	-59,4%	-57,7%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,3443	1,1%	2,0%	0,2%	0,6%
EUR/ GBP	0,8374	-1,2%	0,9%	-2,2%	-2,3%
EUR/ JPY	107,92	1,1%	7,2%	3,8%	-0,7%
EUR/ CHF	1,2051	0,0%	0,0%	-1,7%	-3,6%
USD/ JPY	81,23	1,6%	6,6%	4,8%	0,1%

Carsten Klude +49 40 3282-2572  
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439  
 Matthias Thiel +49 40 3282-2401  
 Martin Hasse +49 40 3282-2411

cklude@mmwarburg.com  
 cjasperneite@mmwarburg.com  
 mthiel@mmwarburg.com  
 mhasse@mmwarburg.com