



## Volkswirtschaftliche Analyse

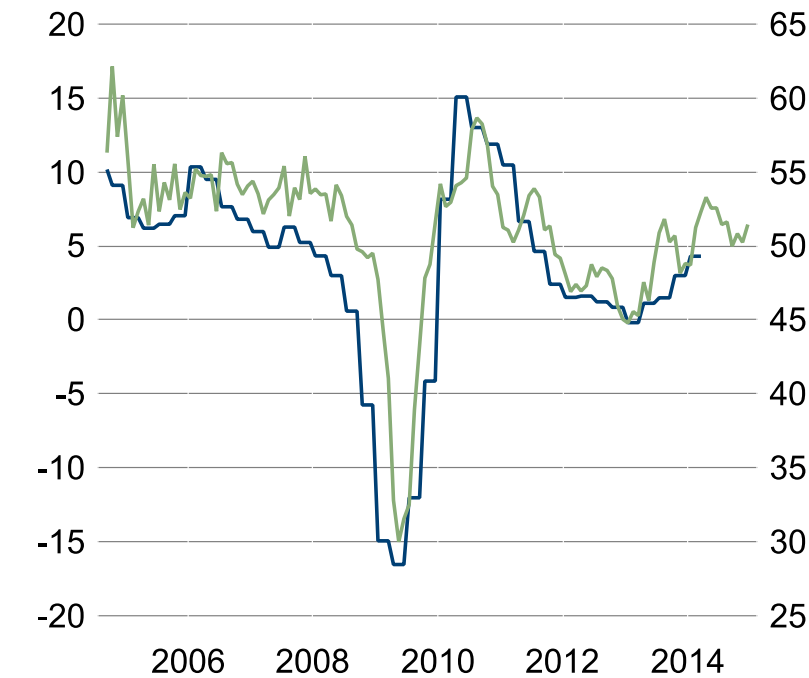
David F. Milleker  
Volkswirtschaft

6. November 2014

# Basisthemen anziehender Welthandel und Ende Rohstoffpreiszyklus sind intakt

## High-Beta-Players und Welthandel

China, Deutschland, Japan, Süd-Korea

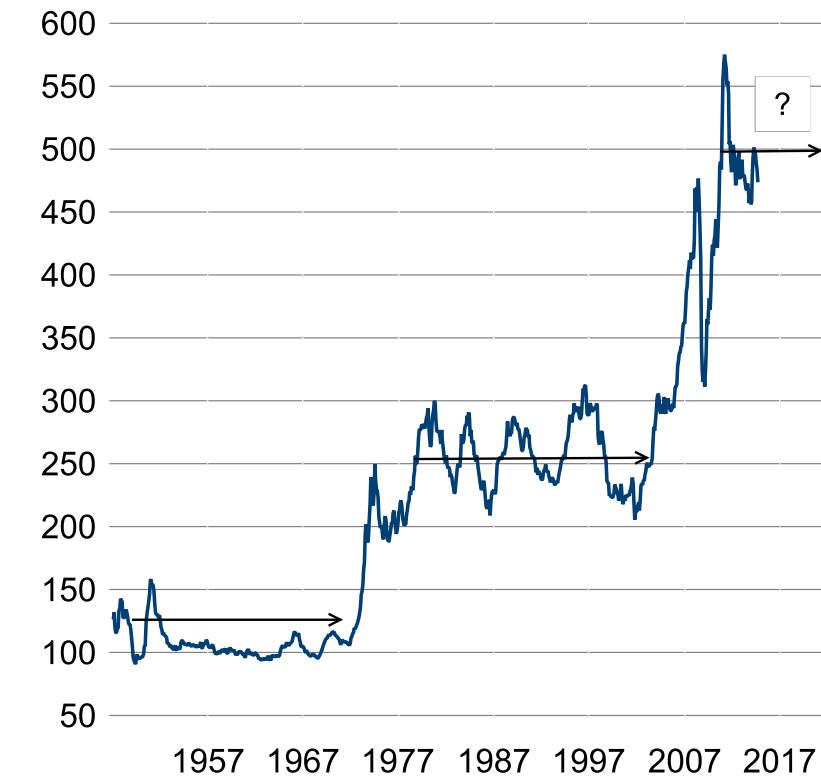


- PMI New Export Orders High Beta (rechts)
- Realer Welthandel (% gg. Vorjahr) (links)

Quelle: Markit Economics, Macrobond

## Nominaler Rohstoffpreis

CRB All Commodities Index

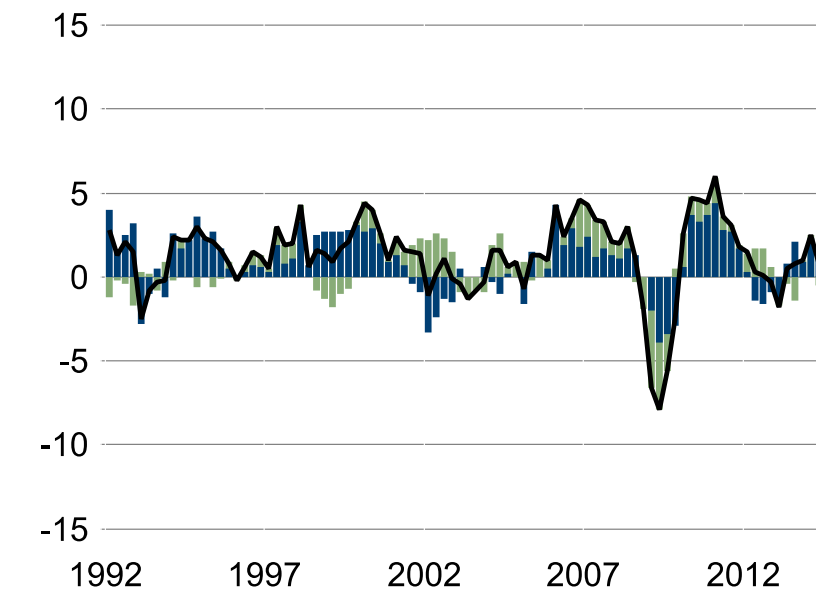


Quelle: Macrobond

# Deutschland: Wenig dynamische Binnennachfrage als zentrale Stütze

## Deutschland: Reales BIP und Zusammensetzung

Änderung gg. Vorjahr

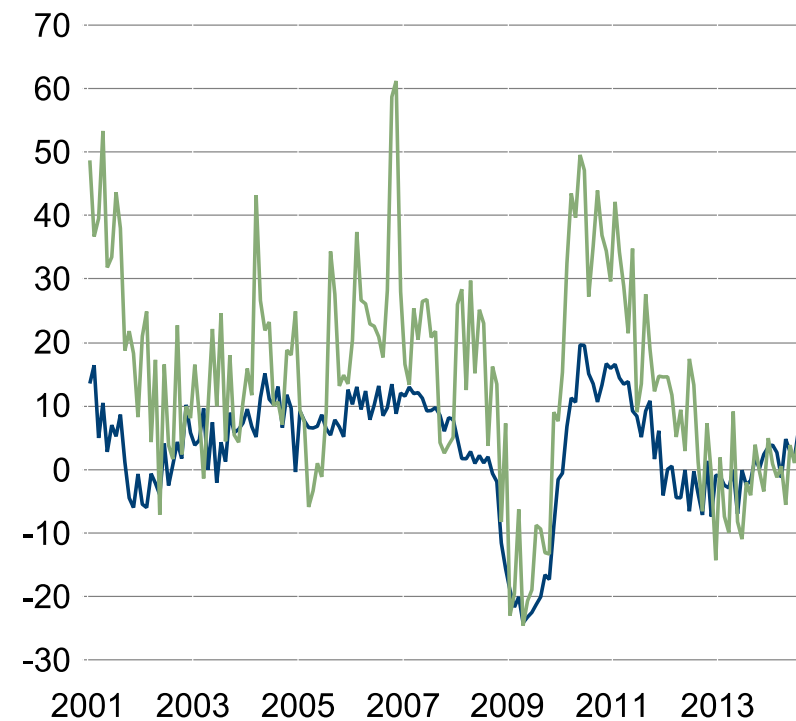


- BIP gesamt, Prozent
- Beitrag Außenhandel, Prozentpunkte
- Beitrag Binnennachfrage, Prozentpunkte

Quelle: Macrobond

## Deutschland: nominale Exporte

Änderung gg. Vorjahr in Prozent



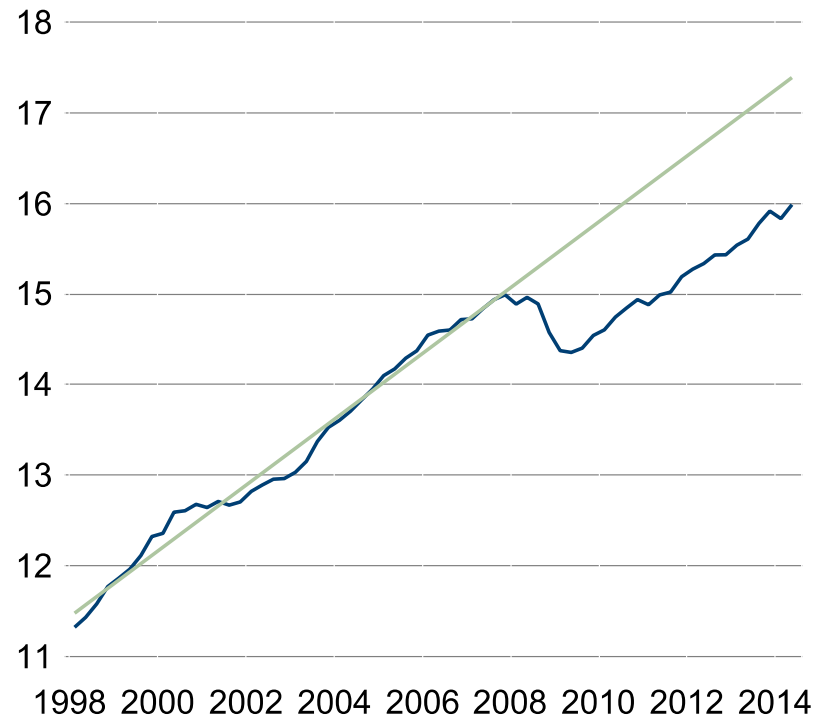
- BRIC-Staaten
- Euro-Raum Länder

Quelle: Macrobond

# USA: weit unter Vorkrisentrend, aber um Längen besser als Europa

## USA reales BIP

Mrd. USD

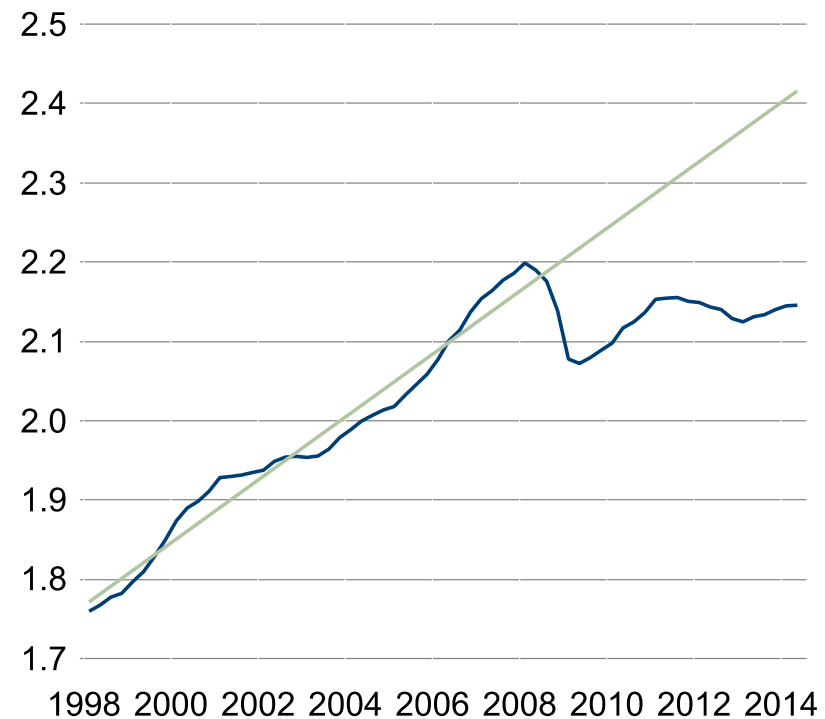


—Trend 1998 bis 2007 —laufend

Quelle: Macrobond

## EWU reales BIP

Mrd. USD



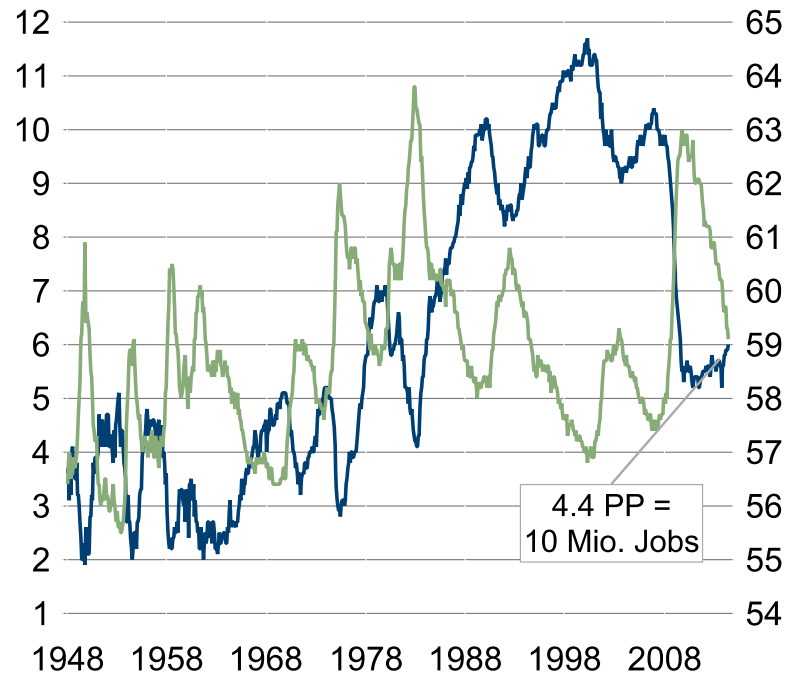
—Trend 1998 bis 2007 —laufend

Quelle: Macrobond

# Arbeitsmarktdebatte in der Fed: Riesige „Stille Reserve“ oder hohe strukturelle Arbeitslosigkeit?

## USA: Arbeitsmarktindikatoren

Prozent

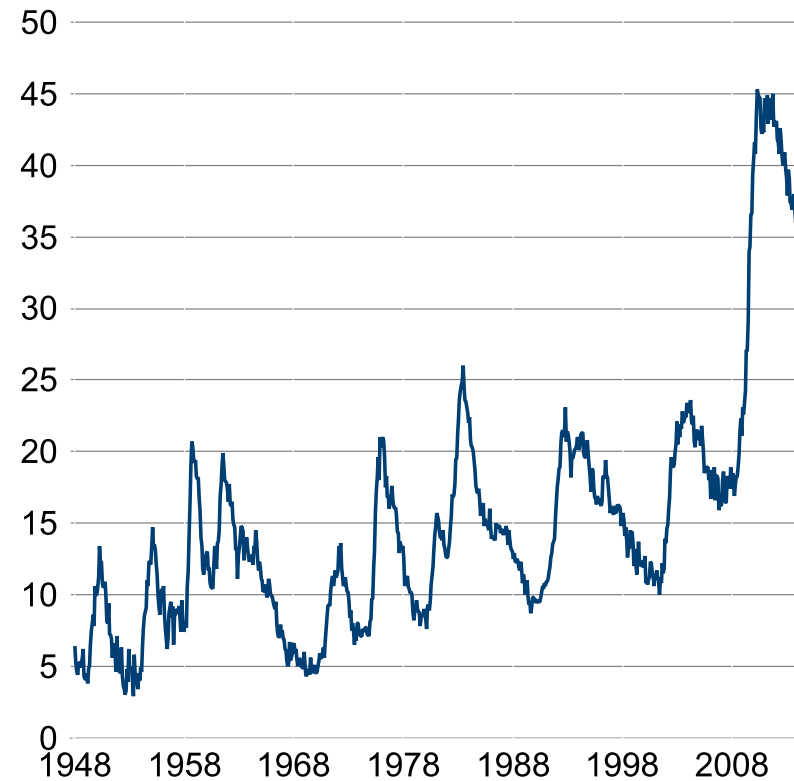


- Arbeitslosenquote (links)
- Employment-to-Population Ratio (rechts)

Quelle: Macrobond

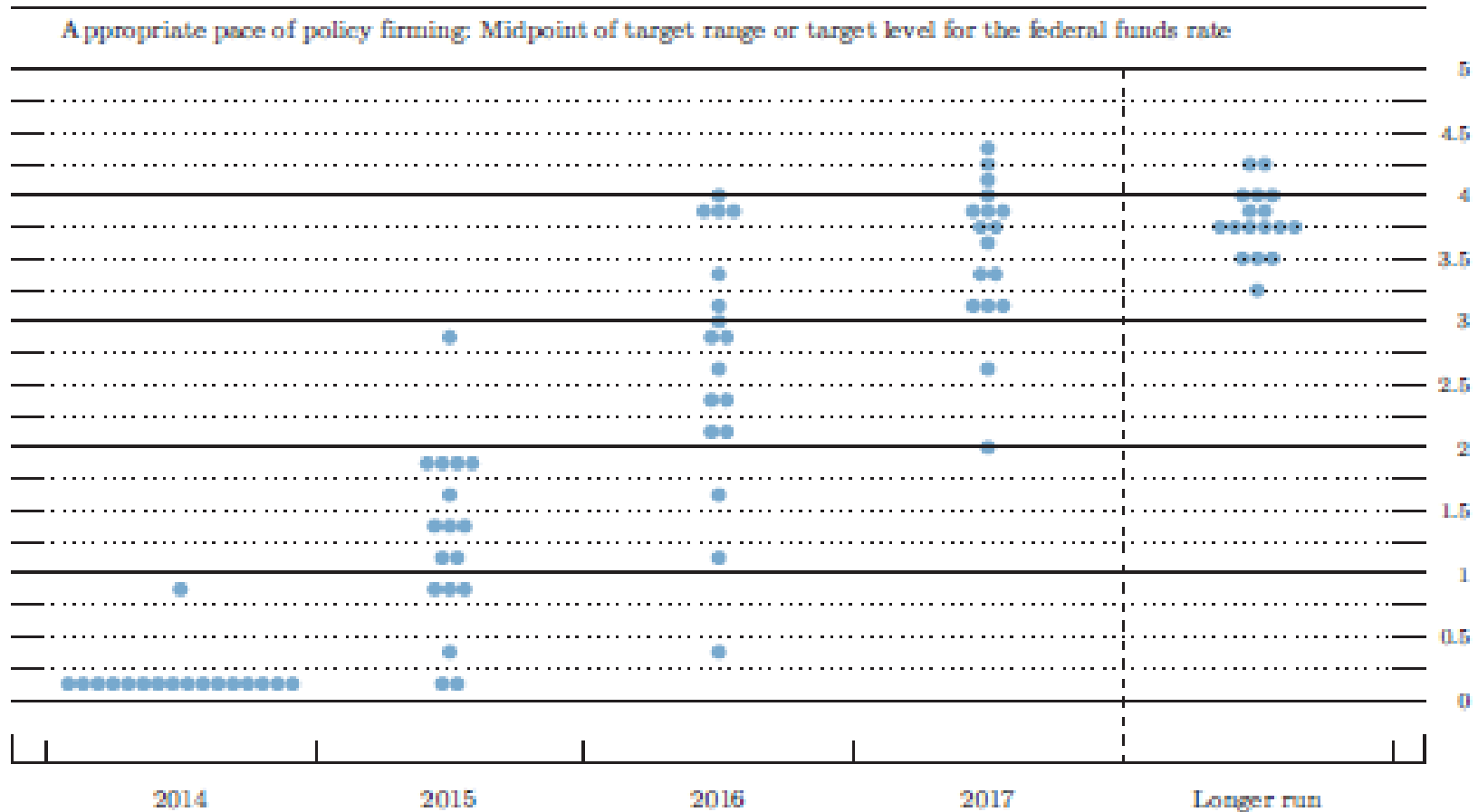
## Langzeitarbeitslose

Prozent der Gesamtarbeitslosen



Quelle: Macrobond

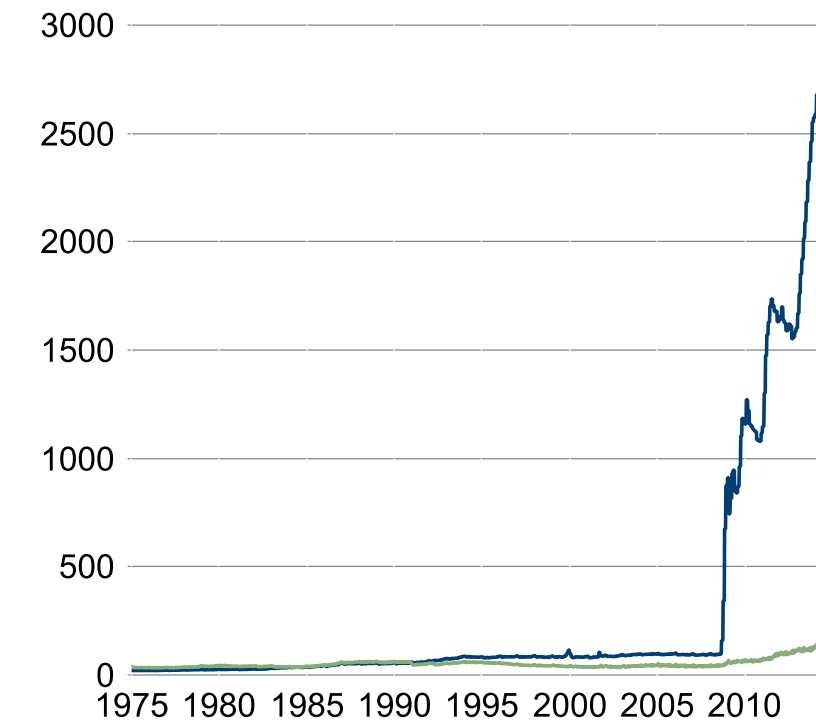
# Konsens über Leitzinspfad bildet sich erst sehr langsam aus



# Das technische Problem beim Übergang zur Zinssteuerung nach fünf Jahren QE ...

## USA: Reserven der Einlageninstitute

Mrd. USD



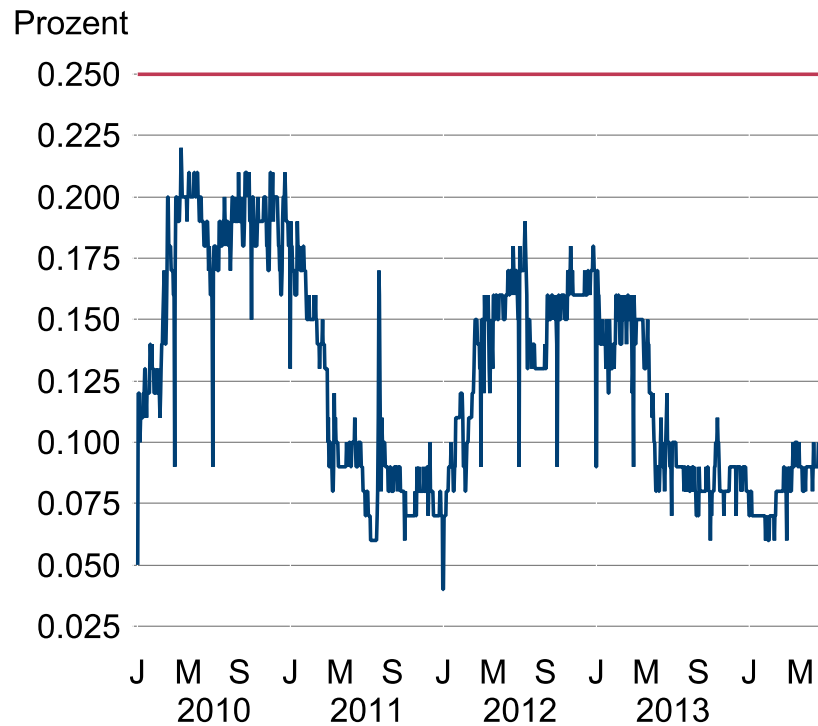
— Mindestreserven — Überschussreserven

Quelle: Macrobond

Instrument	Institute mit Einlagengeschäft	Institute ohne Einlagengeschäft
Gegenpartei bei Wertpapierkäufen	Ja	Ja
Mindestreservepflicht	Ja	Nein
Reserveverzinsung	Ja	Nein
Gegenpartei Reverse Repo & TRRP	Ja	Ja
Term Deposits	Ja	Nein

# Leitzinskonzept der Fed: Vom Ausleih- zum Einlagezinskonzept

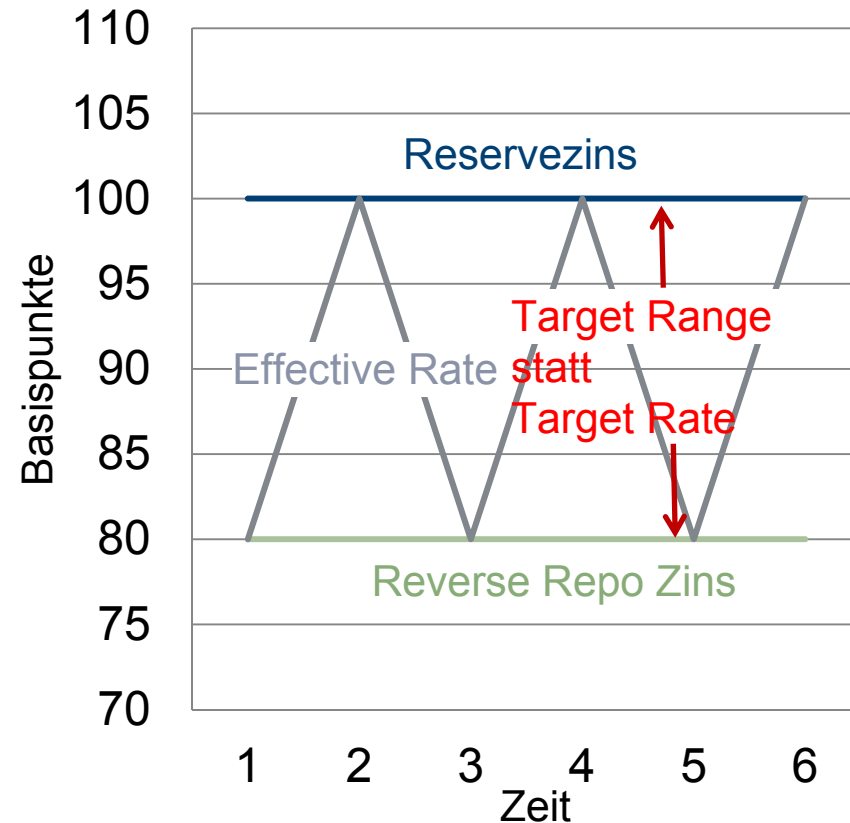
## USA: Reserveverzinsung (required and excess)



— Interest on reserves — Effective Rate

Quelle: Macrobond

## Korridorsystem

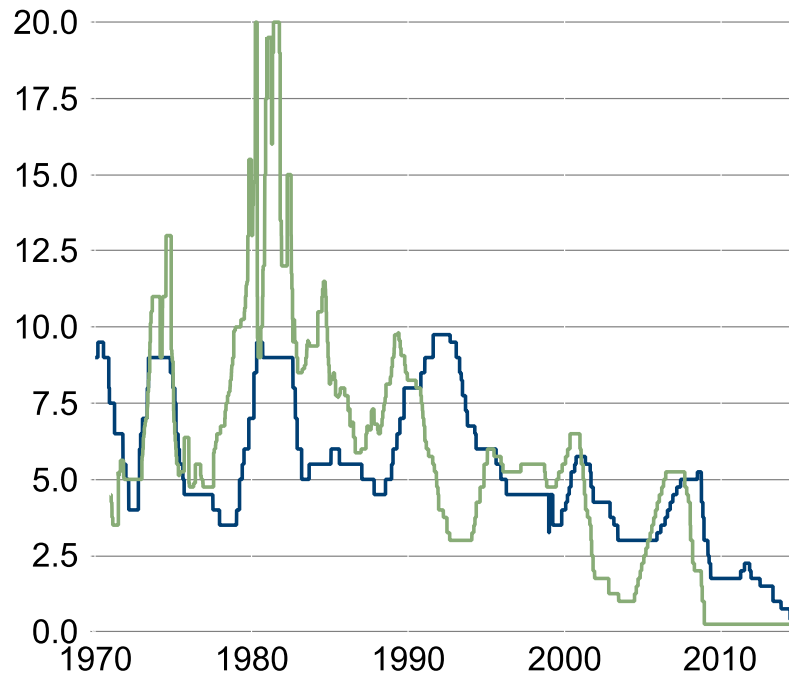




# Zinswende in den USA bei Lockerung in Europa: Ist das möglich und wenn mit welcher Wirkung?

## Leitzinsen

Prozent

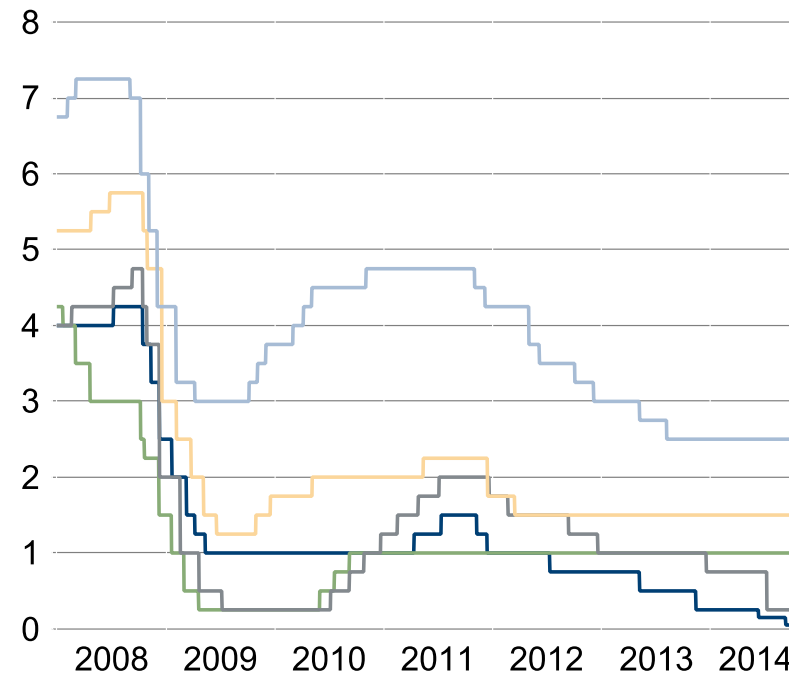


- US Fed Funds Target Rate
- Bundesbank Lombardsatz

Quelle: Macrobond

## Leitzins

Prozent



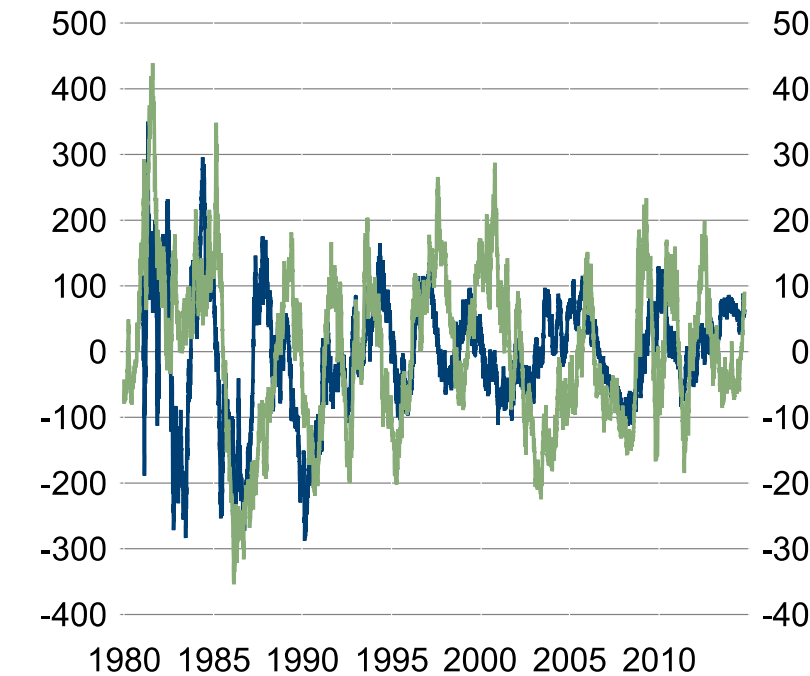
- Australien — Schweden — Euro-Raum
- Norwegen — Kanada

Quelle: Macrobond

# Eine breit angelegte Dollar-Stärke von 10% reduziert Kerninflation etwa um 0,3 Prozentpunkte

## Zinsdifferential und Wechselkurs

Änderung gg. Vorjahr

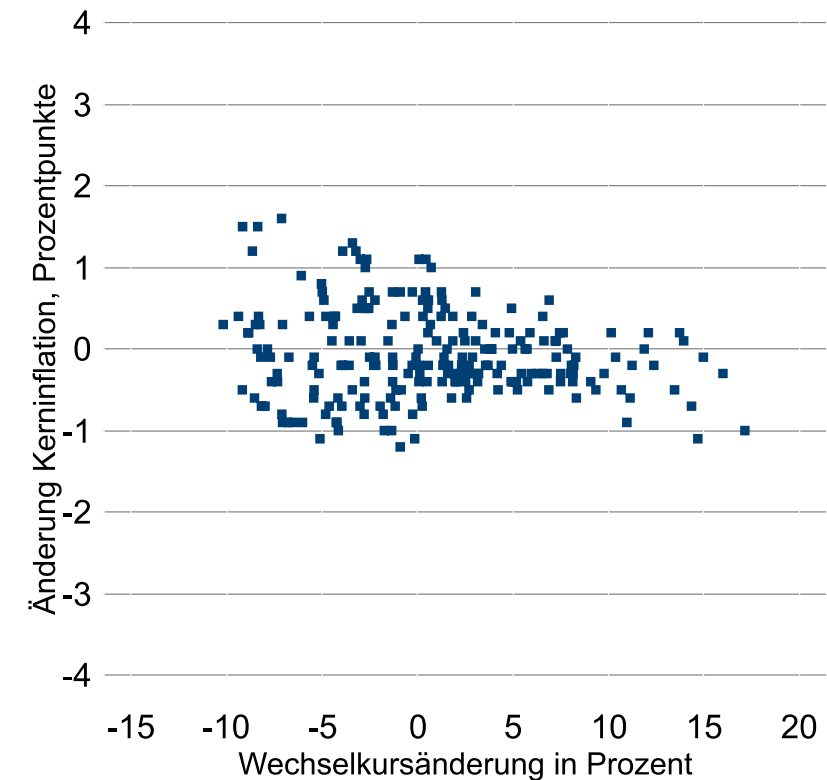


– Wechselkurs gen. DEM/USD (rechts)  
 – Zinsdifferential 10j, Basispunkte (links)

Quelle: Macrobond

## Wechselkurseffekt auf Kerninflationsrate

Änderung gg. Vorjahr

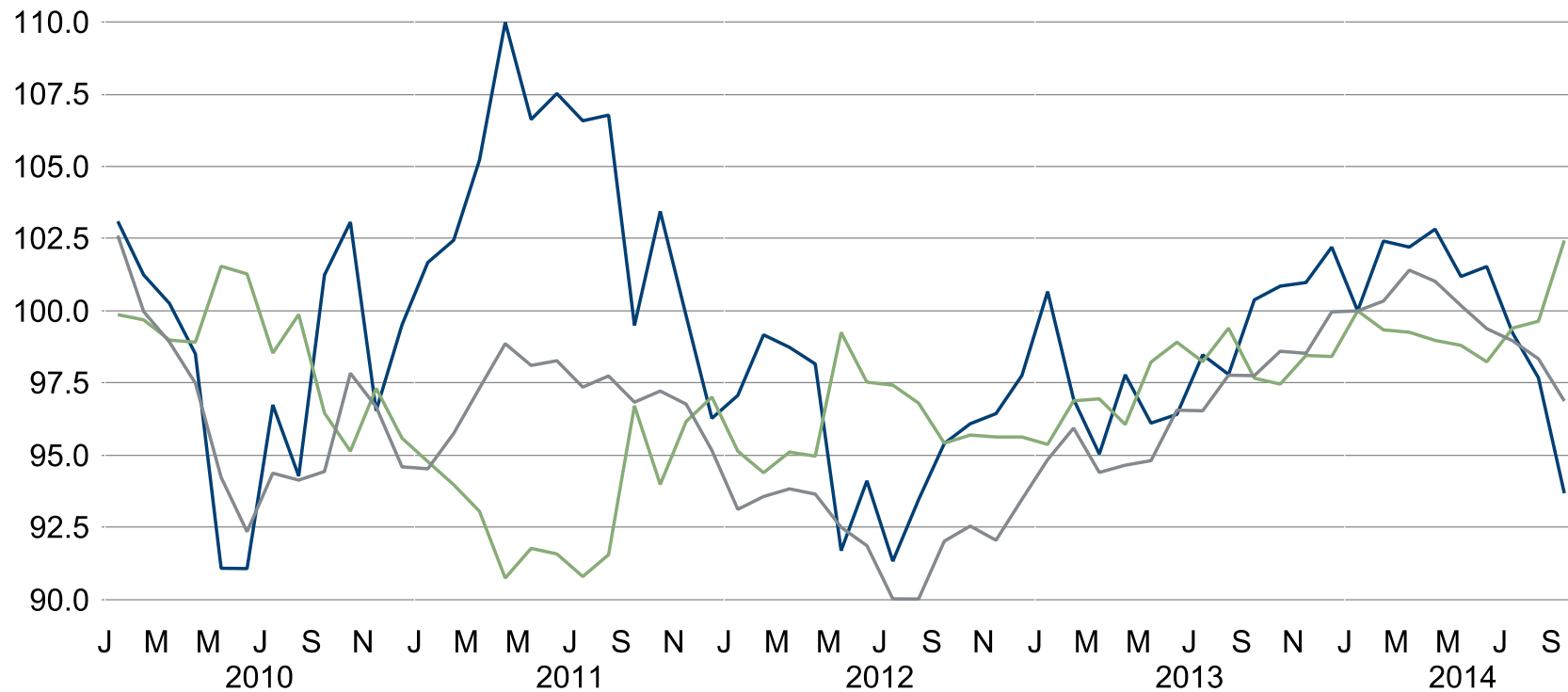


Quelle: Macrobond

# Starke Bewegung im USD/EUR reflektiert nicht in der Breite den Währungsmarkt

## Wechselkurs im Kontext

Index Januar 2014 = 100



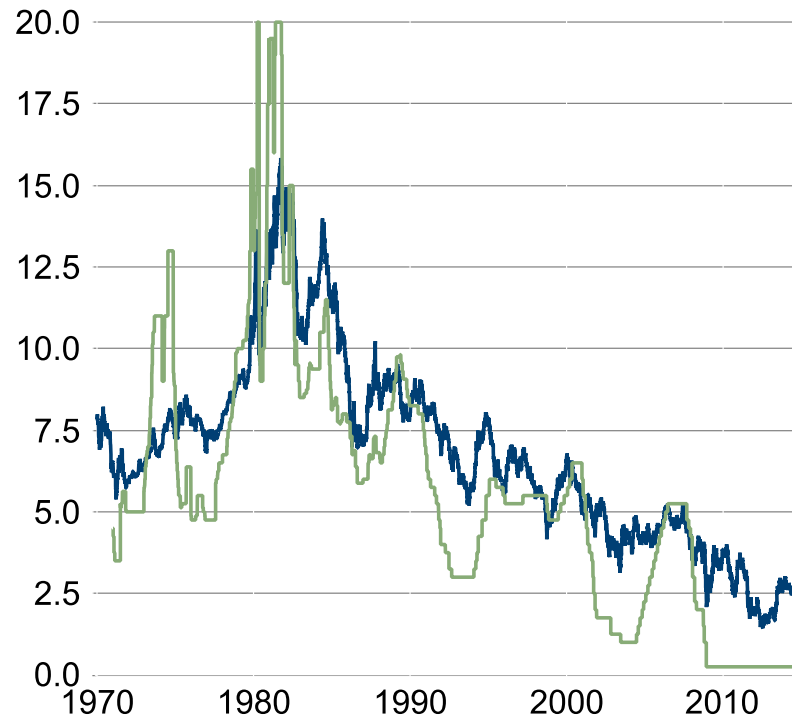
–Breiter EUR-Index –Breiter USD-Index –USD/EUR

Quelle: Macrobond

# Die historische Normalreaktion: Bundrendite steigt mit Treasury. Und Treasury steigt mit Fed Funds

## US-Zinsen

Prozent

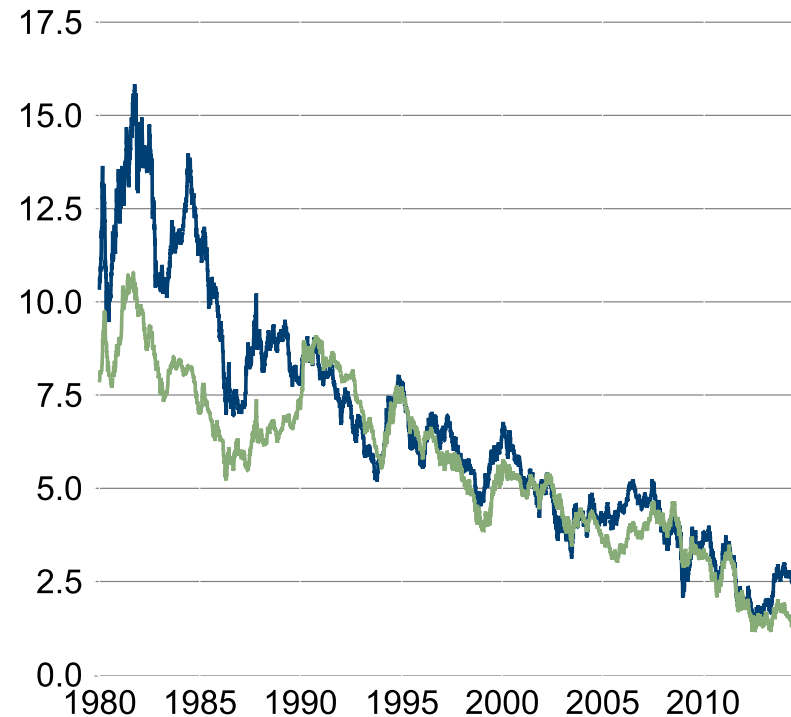


—Leitzins — 10j. Treasury Rendite

Quelle: Macrobond

## Renditen

Prozent



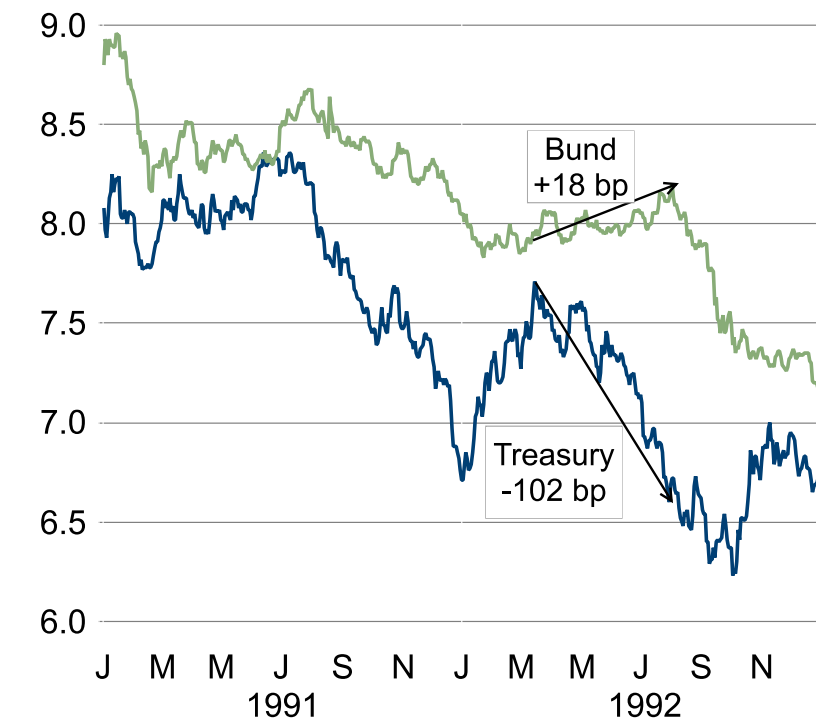
—Deutschland —USA

Quelle: Macrobond

## März bis Juli 1992: Korrelationsbruch über fünf Monate

### Renditen

Prozent



— Deutschland — USA

Quelle: Macrobond

### Ökonomischer Hintergrund:

Bundesbank bekämpft Wiedervereinigungs-Inflation.

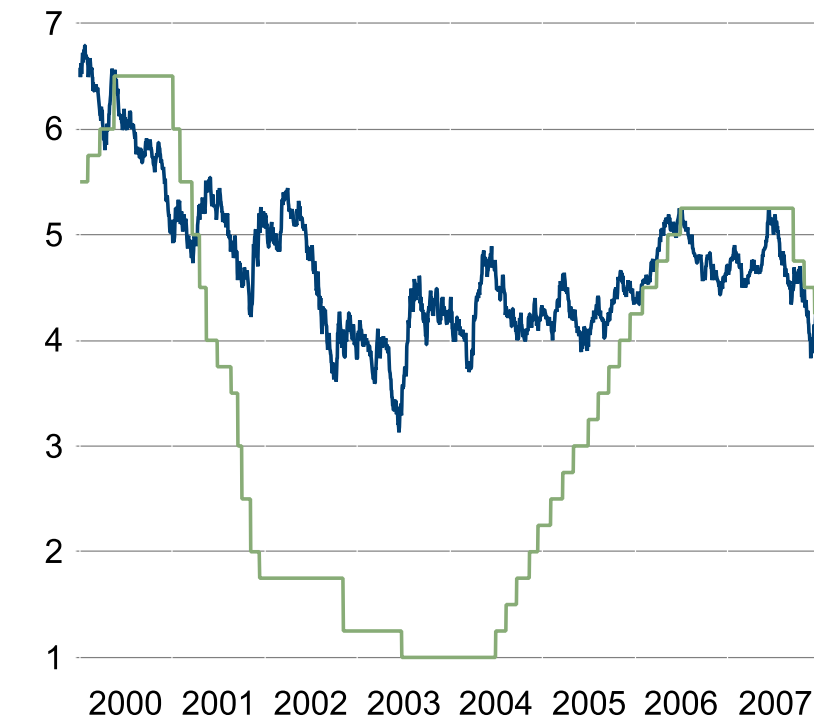
Fed setzt auch nach Rezessionsende Zinssenkungen fort wegen US-Sparkassenkrise.

Auflösung durch Zinswende der Bundesbank im Zuge der einsetzenden EWS-Krise (Aufwertungsschock für D-Mark gegenüber europäischen Währungen).

# US-Zinsrätzel 2004 bis 2007: Chinesische Überersparnis als Renditedeckel?

## US-Zinsen

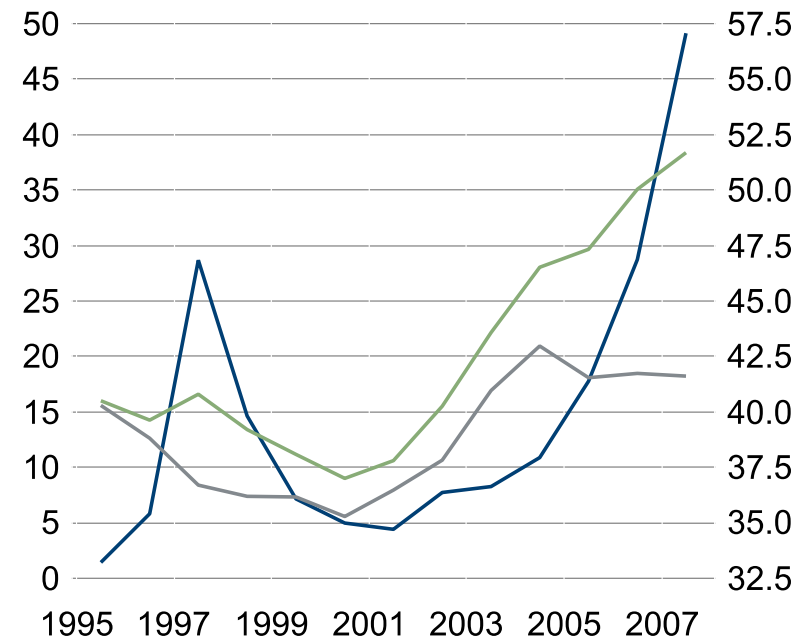
Prozent



— Leitzins — 10j. Treasury Rendite

Quelle: Macrobond

## China und die Finanzierung der US-Leistungsbilanz



= China Investitionen, % des BIP (rechts)

= China Ersparnis, % des BIP (rechts)

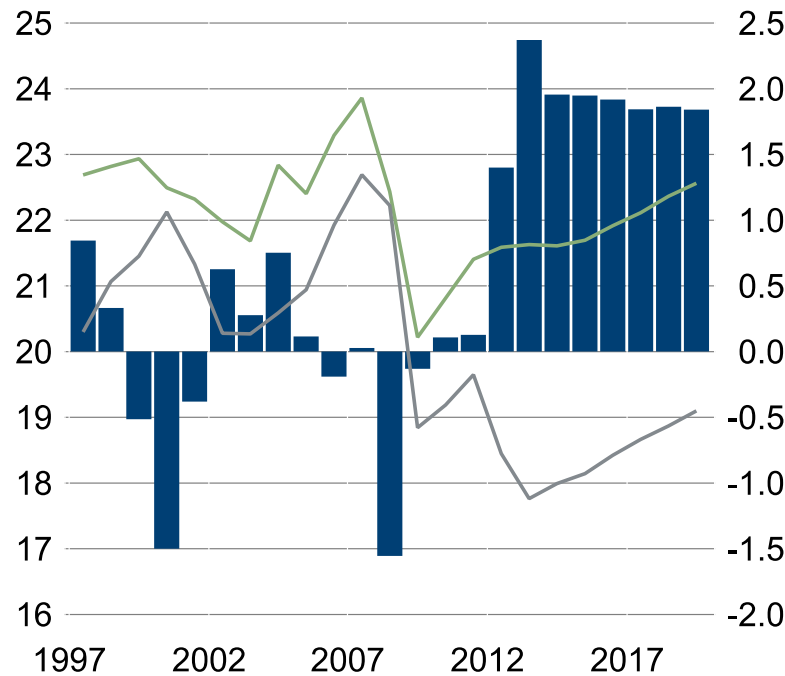
= Chin. Überersparnis als % US-Außendefizit (links)

Quelle: Macrobond

# IWF sieht Euro-Staaten als neue Dauerquelle der globalen Überersparnis

## IWF Projektion EWU

in Prozent des BIP

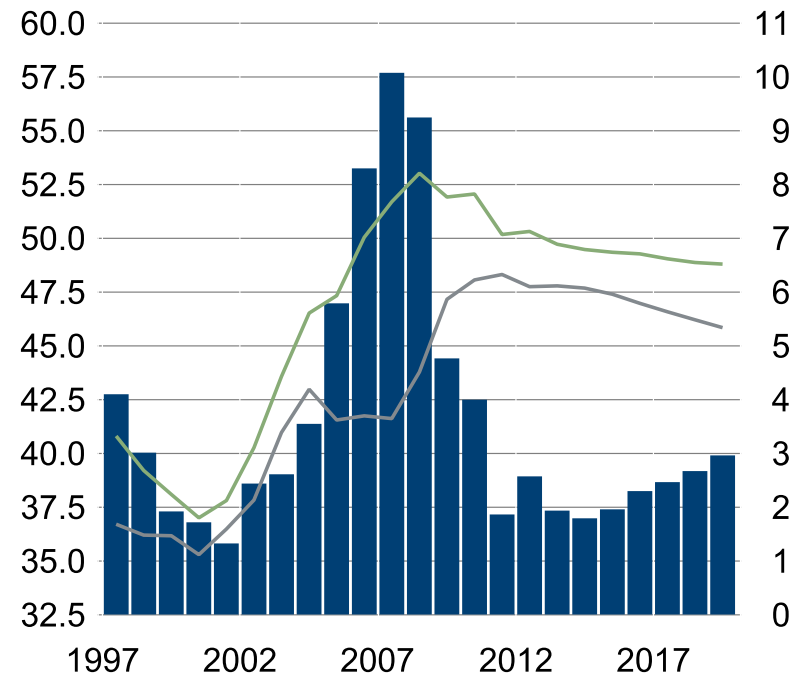


= Investitionen (links) ■ Leistungsbilanz (rechts)  
 = Ersparnis (links)

Quelle: Macrobond

## IWF Projektion China

in Prozent des BIP



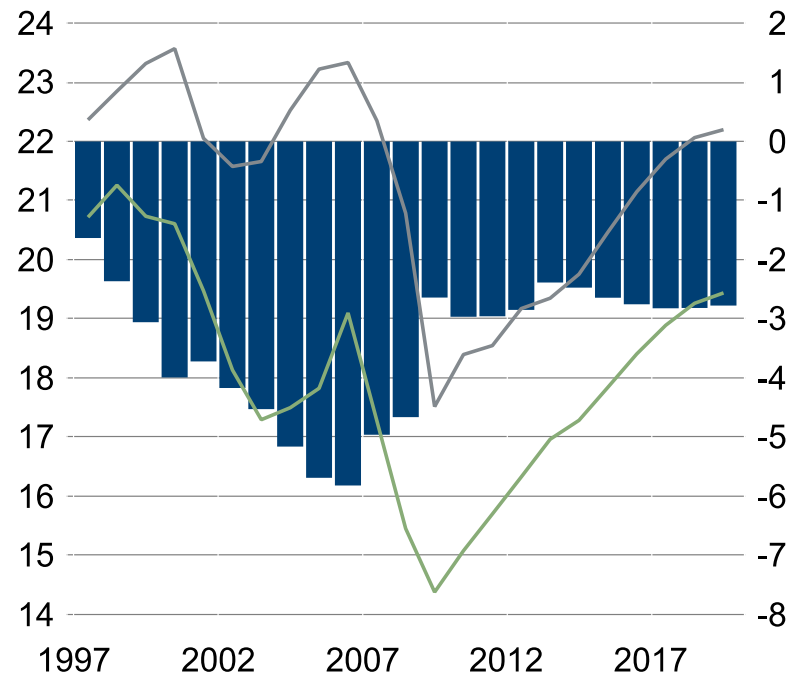
= Investitionen (links) ■ Leistungsbilanz (rechts)  
 = Ersparnis (links)

Quelle: Macrobond

# Spiegelbildlich würde das für die USA unter dem IWF-Szenario eine Überfinanzierung bedeuten

## IWF Projektion USA

in Prozent des BIP

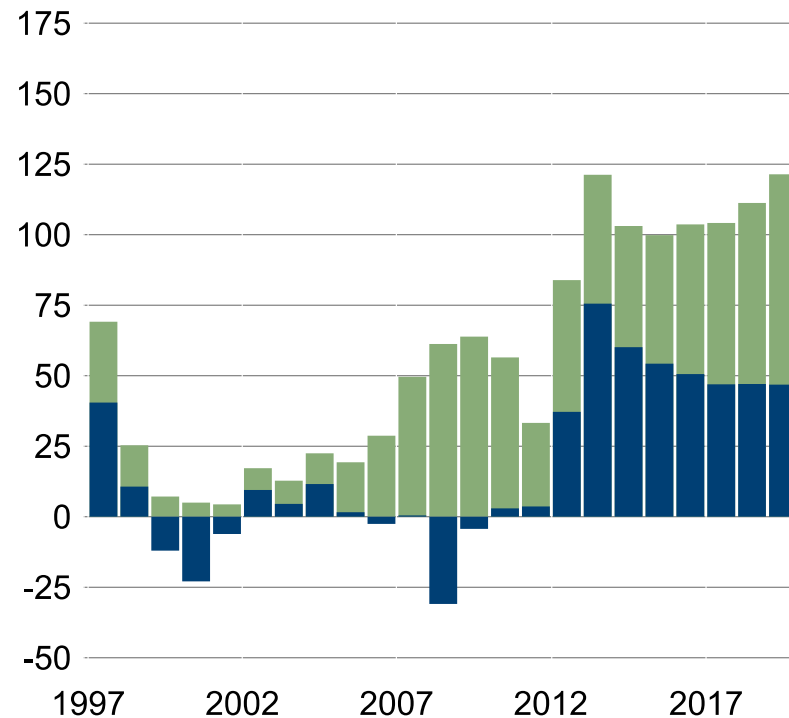


= Investitionen (links) ■ Leistungsbilanz (rechts)  
 = Ersparnis (links)

Quelle: Macrobond

## Überschüsse China/EWU in Relation zu USA

in Prozent US-Leistungsbilanz



■ China ■ EWU

Quelle: Macrobond



## Was würde das in der Übersetzung für die Renditeniveaus bedeuten?

	Fed	EZB	Historisch normal		Korrelationsbruch		Renditedeckel	
	Fed	EZB	UST	Bund	UST	Bund	UST	Bund
Aktuell	0.125	0.05	2.3	0.9	2.3	0.9	2.3	0.9
Q4 14	0.125	0.05	2.9	1.5	2.9	0.8	2.5	1.2
Q1 15	0.125	0.05	3.2	1.8	3.2	0.9	2.6	1.3
Q2 15	0.25	0.05	3.4	2.1	3.4	0.8	2.6	1.2
Q3 15	0.50	0.05	3.5	2.1	3.5	0.7	2.7	1.2
Q4 15	0.75	0.05	3.6	2.2	3.6	0.6	2.8	1.2
Q1 16	1.25	0.05	3.7	2.2	3.7	0.6	2.9	1.1
Q2 16	1.75	0.05	3.8	2.3	3.8	0.7	2.8	1.0
Q3 16	2.25	0.05	3.9	2.3	3.9	0.7	2.9	1.1

## Zusammenfassung

- Welthandel und Konjunktur haben sich belebt, bleiben aber weit hinter historischen Normalzuständen zurück. Gleichzeitig sorgt die geänderte Situation am Rohstoffmarkt für anhaltend niedrige Inflation.
- Die unterschiedliche Ausgangslage – schon länger stabil-moderates US-Wachstum bei nur ganz verhaltener Erholung von der Euro-Krise – bildet den Hintergrund für eine möglicherweise konträre Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantik.
- Mit Ausnahme einer sehr kurzen Divergenz im Zuge der Wiedervereinigung ist das historisch nicht vorgekommen. Das bedeutet im Umkehrschluss freilich auch, dass historische Verhaltensmuster nur sehr bedingt für Prognosen taugen könnten. Das gilt selbst für das Zinsspektrum innerhalb der USA selbst, da etwa der Ersparnisüberschuss aus Europa jeden US-Renditeanstieg in Reaktion auf steigende Leitzinsen unterbinden könnte.