

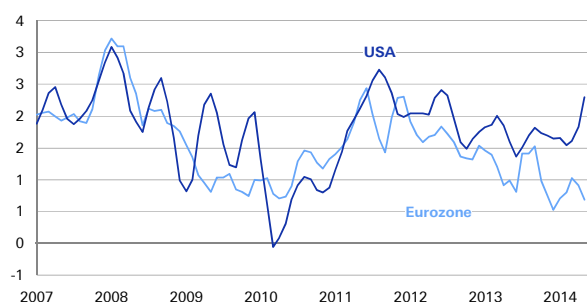
Metzler: Inflation in der Eurozone vor Trendwende Eine wieder steigende Kreditvergabe ist das noch fehlende Puzzleteil

Inflationstrend entscheidend für weitere geldpolitische Maßnahmen in der Eurozone

Nach den weitreichenden Beschlüssen im Juni dürfte die EZB auf ihrer Sitzung am Donnerstag eine abwartende Haltung einnehmen. Zumal noch viele Details der Beschlüsse vom Juni ungeklärt sind – beispielsweise wie das Kaufprogramm für verbriefte Wertpapiere konkret umgesetzt wird. Grundsätzlich hat EZB-Präsident Draghi die Türe für weitere geldpolitische Maßnahmen weit offen gelassen, falls die zukünftige Inflationsentwicklung nicht den Inflationsprognosen der EZB entsprechen sollte.

Immerhin dürfte die erste Schätzung der Inflation (Montag) einen leichten Anstieg der Inflation von 0,5 % im Mai auf 0,6 % im Juni ausweisen. Die Inflationsrate ohne die volatilen Komponenten Energie und Lebensmittel (Kerninflation) wird dagegen im Juni voraussichtlich stabil bei 0,7 % geblieben sein. In den USA zeigt die kurzfristige Dynamik der Kerninflation schon wieder deutlich nach oben, während es erste Stabilisierungstendenzen in der Eurozone zu geben scheint.

Trendwende der Kerninflation in den USA schon vollzogen – erste Stabilisierungstendenzen in der Eurozone Kerninflation in % ggü. vor 3 Monaten annualisiert



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand 15.6.2014

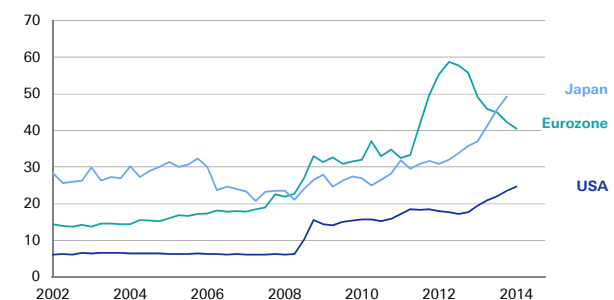
In der Vergangenheit folgte die Inflationsdynamik der Eurozone oft der Entwicklung in den USA mit einer Zeitverzögerung von mehreren Monaten. Vor diesem Hintergrund dürfte die (Kern-)Inflation in der Eurozone in den kommenden Monaten ebenso wie in den USA moderat aufwärts tendieren. Zumal der moderate wirtschaftliche Aufschwung in der Eurozone – ablesbar an den Einkaufsmanagerindizes für die Industrie (Dienstag)

und für den Dienstleistungssektor (Donnerstag) mit einem Wert im Juni von über 50 – zu einer sukzessive besseren Auslastung der Kapazitäten führen wird. Auch die Auftragseingänge in Deutschland (Freitag) dürften das gute wirtschaftliche Umfeld bestätigen. Damit besteht aus Sicht von Metzler Asset Management nur noch eine geringe Wahrscheinlichkeit dafür, dass die EZB weitere neue geldpolitische Maßnahmen beschließen wird.

Grundsätzlich kann die Inflationsdynamik in den entwickelten Volkswirtschaften derzeit nur als moderat bezeichnet werden. Dass die massive Bilanzexpansion der großen Zentralbanken bisher keine größeren Effekte auf die Konsumentenpreise hatte, ist sehr überraschend.

Massive Expansion der Zentralbankbilanzen weckt Inflationsängste

Bilanzsumme der Zentralbanken in % des BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 31.3.2014

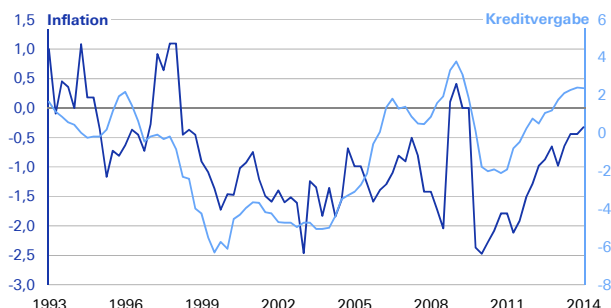
Es hängt sehr wahrscheinlich damit zusammen, dass die Zentralbanken nicht direkt Geld in den Wirtschaftskreislauf pumpen können sondern nur durch den Umweg über das Bankensystem. Einer Studie zur Folge wurden etwa 90 % des sich im Umlauf befindlichen Geldes von den Geschäftsbanken geschaffen und nur 10 % von den Zentralbanken.

Ein gutes Beispiel dafür ist Japan. In Japan kollabierte nach dem Platzen der Preisblase am Aktien- und Immobilienmarkt in den 1990er Jahren die Kreditvergabe der Banken, da die Banken aufgrund des rapiden Anstiegs der notleidenden Kredite mehr oder weniger technisch insolvent waren und daher keine Kapazitäten zur Kreditvergabe mehr hatten. Der Rückgang des ausstehenden Kreditvolumens reduzierte die Geldmenge

und war damit maßgeblich für die Deflation in Japan verantwortlich.

Kreditvergabe beeinflusst maßgeblich die Inflationsentwicklung

Kreditvergabe & BIP-Deflator in % ggü. Vj. am Beispiel Japans seit 1993

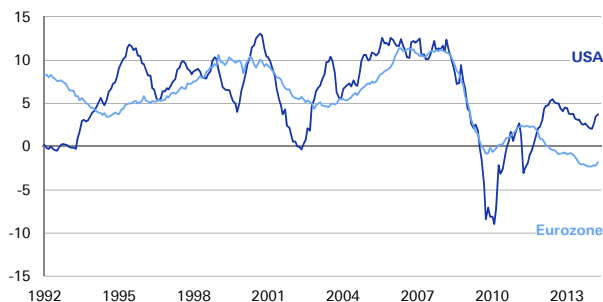


Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 31.3.2014

In den USA konnte sich die Kreditvergabe nach der globalen Finanzmarktkrise rasch normalisieren und sogar in den vergangenen Wochen merklich beschleunigen. Dementsprechend ist es nicht verwunderlich, dass sich die Inflationsrate schnell wieder auf den Vorkrisenniveaus einpendelte. Im Gegensatz dazu schrumpft die Kreditvergabe in der Eurozone schon seit einigen Monaten und übt daher Abwärtsdruck auf die Inflationsentwicklung aus.

Schrumpfende Kreditvergabe erklärt niedrige Inflation in der Eurozone

Kreditvergabe in % ggü. Vj.



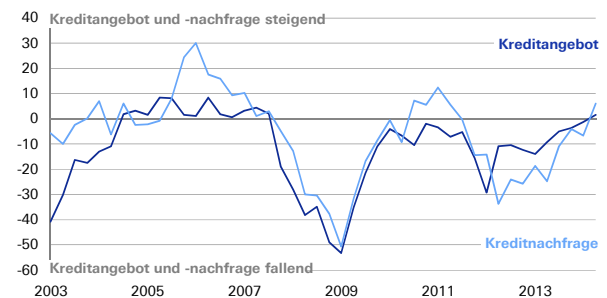
Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 30.4.2014

Vor diesem Hintergrund kann eine nachhaltige Trendwende bei der Inflation in der Eurozone nur dann gelingen, wenn die Kreditvergabe wieder anspringt. Dementsprechend werden die Geldmengen- und Kreditdaten (Montag) im Mai im Fokus der EZB und der Finanzmarktteilnehmer stehen. Die Umfrage der EZB bei den Geschäftsbanken zu Beginn des zweiten Quartals

zeigte eine erfreuliche Erholung der Kreditnachfrage aus dem privaten Sektor und eine merkliche Verbesserung des Kreditangebots.

Eurozone: Geschäftsbanken erhöhen erstmalig seit Q3 2007 wieder das Kreditangebot für den privaten Sektor

Umfrage zu Kreditangebot und -nachfrage (Saldo der Befragten)



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 27.6.2014

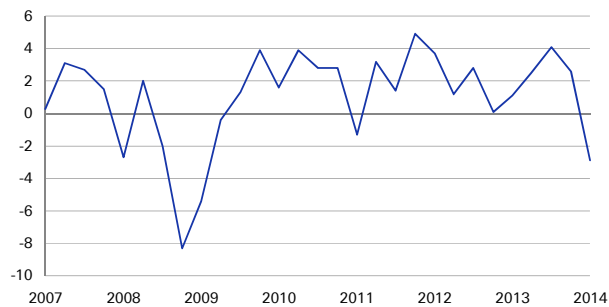
Es bestehen daher gute Chancen für eine wieder leicht steigende Kreditvergabe im Mai. Die Bilanzexpansion der Zentralbanken ist jedoch nicht völlig wirkungslos. Die großen Zentralbanken fluten nicht nur das Bankensystem mit Liquidität, sondern beeinflussen mit der unorthodoxen Geldpolitik auch direkt und indirekt die Kurse von Wertpapieren an den Finanzmärkten. Die makroökonomischen Effekte steigender Finanzvermögen sind bisher eher gering geblieben, da erfahrungsgemäß die marginale Konsumneigung von Anlegern mit einem großen Vermögen niedrig ist. Der Aufwärtstrend der Kurse an den Finanzmärkten schafft eher einen Anreiz, noch mehr Geld in Wertpapiere zu investieren. Hätten die großen Zentralbanken privaten Haushalten mit niedrigem Einkommen Kredit zu Nullzinsen gewährt anstatt den Geschäftsbanken, wäre der Aufschwung deutlich robuster verlaufen und die Inflation wäre deutlich höher, da die marginale Konsumneigung der privaten Haushalte mit niedrigem Einkommen deutlich höher ist.

Über unverständliche Statistiken in den USA

Laut der amerikanischen Statistik ist das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal um nahezu 3 % eingebrochen. Zwar dämpfte der Kälteeinbruch die wirtschaftliche Aktivität und die Verzögerungen bei den Gesundheitsausgaben im Rahmen der Gesundheitsreform reduzierten die Konsumausgaben deutlich – ein Wachstumseinbruch von knapp 3 % erscheint trotz alledem unvereinbar mit den anderen makroökonomischen Daten.

USA: Heftiger Wachstumseinbruch im ersten Quartal laut Statistikbehörde

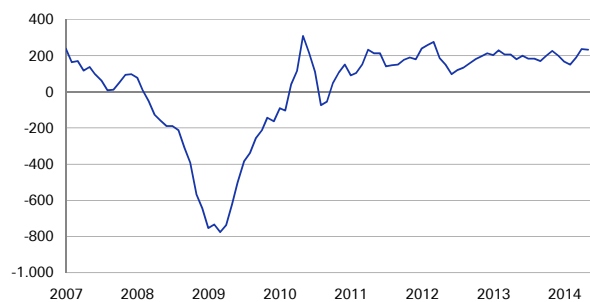
Bruttoinlandsprodukt in % ggü. Vorquartal, annualisiert



So stieg die Beschäftigung im ersten Quartal um etwa 600.000 Personen. Gerade für die USA ist es unlogisch, dass Unternehmen mehr Personen einstellen, um weniger zu produzieren. Sollte das BIP nicht revidiert werden, droht ein Rückgang der Produktivität im ersten Quartal um 6 % – das wäre der stärkste Rückgang innerhalb eines Quartals seit dem Zweiten Weltkrieg.

USA: Stabiles Wachstum der Beschäftigung im ersten Quartal

Veränderung der Beschäftigung in tausend Personen pro Monat*



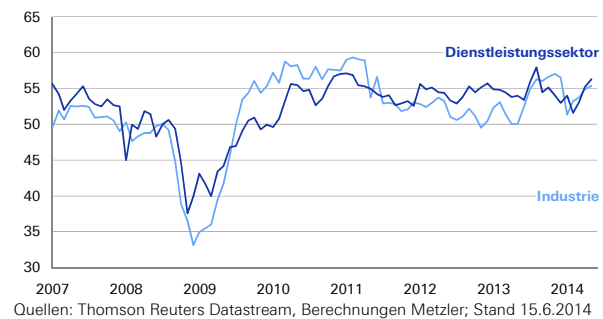
* Gleitender Durchschnitt über 3 Monate

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand 15.6.2014

Dagegen signalisieren die Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt wie die wöchentlichen Erstanträge zur Arbeitslosenhilfe sogar eine verbesserte Dynamik am US-Arbeitsmarkt im zweiten Quartal. Somit dürfte sich das Tempo des Beschäftigungsaufbaus (Freitag) im Juni bei einem Wert von mehr als 200.000 neuen Beschäftigten pro Monat verfestigt haben. Darüber hinaus dürfte auch die Arbeitslosenquote (Freitag) von 6,3 % im Mai auf 6,2 % im Juni gefallen sein.

Des Weiteren zeigten die Geschäftsklimaindizes des ISM für die Industrie (Dienstag) und den Dienstleistungssektor (Donnerstag) im ersten Quartal keine Anzeichen von Wachstumsproblemen. Beide Indikatoren konnten sich deutlich über der kritischen Schwelle von 50 etablieren und signalisieren damit ein anhaltend positives Wirtschaftswachstum.

USA: stabiles Geschäftsumfeld im ersten Quartal ISM Index (Saldo der Befragten)



Auch im Juni stehen die Chancen gut, dass sich beide Indikatoren auf den erreichten hohen Niveaus stabilisieren konnten.

Japan zurück auf Wachstumskurs

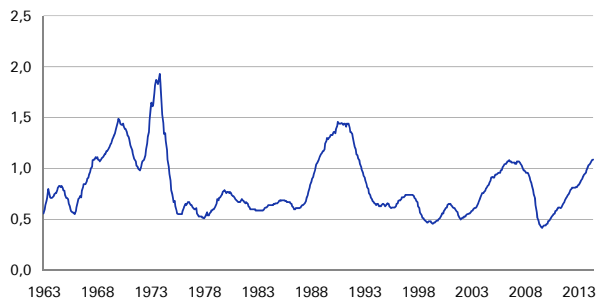
Die Mehrwertsteuererhöhung am 1. April hatte einen deutlichen Einbruch der Konsumausgaben von 13,6 % im April zur Folge, da Konsumausgaben im Vorfeld der Steuererhöhung vorgezogen wurden. Im Mai stiegen die Einzelhandelsumsätze schon wieder um knapp 5 % gegenüber dem Vormonat. Dementsprechend dürfte die Industrieproduktion (Montag) nach einem Rückgang von etwa 3 % im April im Mai wieder um mehr als 1 % zugelegt haben. Auch dürfte die Tankan-Umfrage (Dienstag) vor diesem Hintergrund nur einen moderaten Rückgang verzeichnet haben und damit weiterhin ein solides Wirtschaftswachstum signalisieren.

Darüber hinaus scheint die Überwindung der Deflation zu gelingen. Im Mai stieg die Kerninflation auf 2,2 %, den höchsten Wert seit 1997. Die Inflation ist durch die Anhebung der indirekten Mehrwertsteuer zwar verzerrt, die deutliche Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt spricht jedoch für einen anhaltenden Inflationsdruck.

27. Juni 2014

Japan: pro Bewerber gibt es derzeit durchschnittlich 1,09 offene Stellen

Verhältnis von offenen Stellen zu Bewerbern



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand 15.6.2014

Pro Bewerber kommen derzeit im Durchschnitt 1,09 offene Stellen. Auch fiel die Arbeitslosenquote im Mai auf 3,5 %, den niedrigsten Wert seit Dezember 1997. Trotz der erfolgreichen Inflationierung wird die Bank von Japan bis mindestens Jahresende an ihrer extrem expansiven Ausrichtung der Geldpolitik festhalten.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Große Gallusstraße 18
60311 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.