

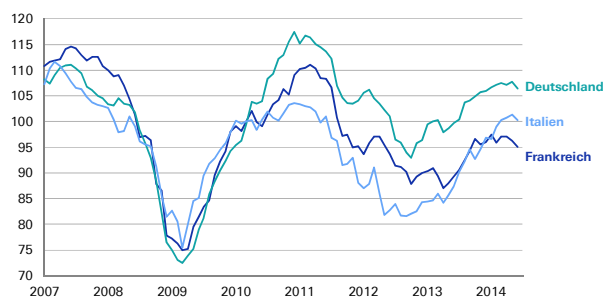
## Metzler: Frankreich mit katastrophaler Entwicklung Strukturreformen müssten schnellstens angegangen werden

### Frankreich: neuer potenzieller Krisenherd

Frankreich entwickelt sich immer mehr zu einem neuen potenziellen Krisenherd in der Eurozone. Die Konjunktur stottert schon seit 2011 ununterbrochen – auch im Juni gab es keine wirklichen Erholungstendenzen, wie ein Einkaufsmanagerindex von nur 48,1 sowie ein Wert des europäischen Geschäftsklimaindex von nur 95 signalisieren. Der europäische Geschäftsklimaindex ist ein äußerst zuverlässiger Konjunkturindikator, der mit dem Wirtschaftswachstum gleichläuft. Ein Niveau von 95 im Juni steht in etwa im Einklang mit einem Wirtschaftswachstum von nur 0,8 % im zweiten Quartal.

### Frankreich kämpft mit erheblichen wirtschaftlichen Problemen

#### Geschäftsklimaindex der Europäischen Kommission\*

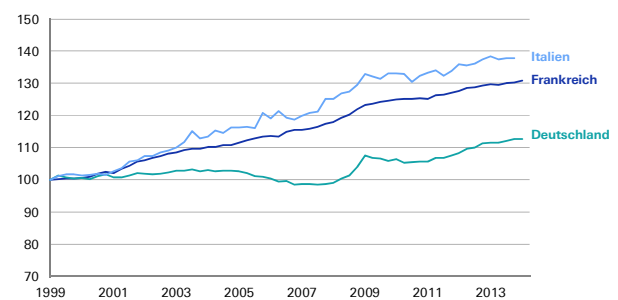


\* Saldo der Befragten

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: Juni 2014

Für eine nachhaltige Wachstumsbeschleunigung in den kommenden Quartalen bestehen kaum Hoffnungen, da bisher kaum Fortschritte bei den Strukturreformen erzielt wurden. Dementsprechend gibt es auch keine Anzeichen für ein Ende des Aufwärtstrends bei den Lohnstückkosten, die einen überraschend ähnlichen Trend wie in Italien aufweisen.

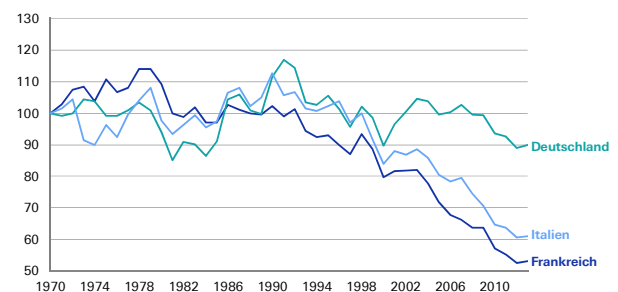
### Keine Anzeichen für eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit in Frankreich Lohnstückkosten (31.3.1999 = 100)



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand März 2014

Wobei die Lohnstückkosten nur einen unvollständigen Eindruck über den dramatischen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit geben. Französische Exporte hatten 1970 noch einen Weltmarktanteil von 6,1 %, der sich im Jahr 2013 mit einem Wert von nur noch 3,3 % nahezu halbierte. Im Gegensatz dazu war in Italien trotz einer ungünstigeren Entwicklung der Lohnstückkosten als in Frankreich der Verlust an Exportweltmarktanteilen geringer.

### Die geringe Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs verursachte eine Halbierung des Weltmarktanteils der Exporte Weltmarktanteil der Exporte (31.12.1970 = 100)



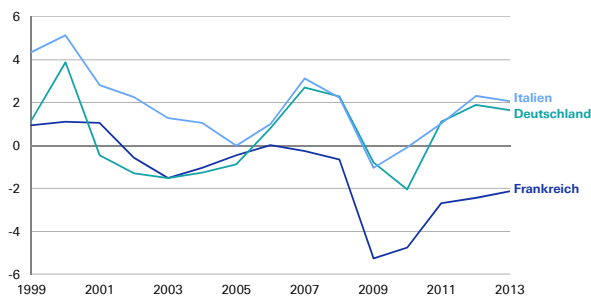
Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 2013

Das französische Wirtschaftssystem der staatlichen Eingriffe und der Schaffung nationaler Champions scheint einem Wirtschaftssystem hoffnungslos unterlegen zu sein, das eher auf einen großen Mittelstand setzt – wie in Deutschland und (teilweise) in Italien.

Das schwierige wirtschaftliche Umfeld in Frankreich erschwert es ungemein, den Staatshaushalt wieder in den Griff zu bekommen. Schon im vergangenen Jahr betrug das Haushaltsdefizit 4,3 % des BIP; in diesem Jahr ist kaum mit einer Besserung zu rechnen. Oft können Staatsschulden nur dann abgebaut werden, wenn der Primärsaldo (Haushaltssaldo abzüglich der Zinszahlungen) einen Überschuss aufweist. Deutschland und Italien sind hierbei auf einem guten Weg, während Frankreich noch weit davon entfernt ist, einen Primärüberschuss zu erreichen.

### Das schwierige wirtschaftliche Umfeld erschwert die Sanierung des Staatshaushaltes

Haushaltssaldo abzüglich der Zinszahlungen in % des BIP

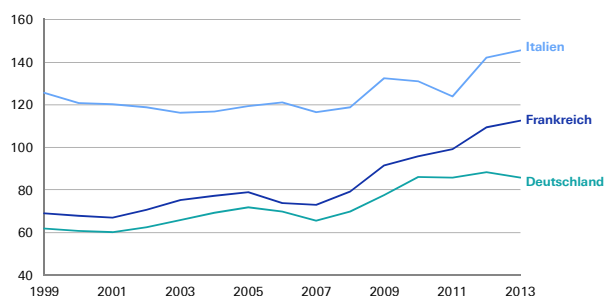


Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 2013

Ein Primärdefizit bedeutet, dass die Staatsschulden in Frankreich weiter steigen werden. Laut OECD lagen die französischen Staatsschulden im vergangenen Jahr schon bei etwa 112 % des BIP.

### Frankreich bekommt seine Staatsschulden nicht in den Griff

Staatsverschuldung in % des BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand 2013

Die gegenwärtige politische Handlungsunfähigkeit erhöht die Risiken einer Staatsschuldenkrise in Frankreich immer weiter. Eigentlich sollten sich die steigenden Risiken einer Schuldenkrise in Frankreich in einer höheren Risikoprämie für französische Staatsanleihen niederschlagen – die geldpolitischen Maßnahmen der

EZB (Draghi-Put) haben jedoch zu einer verzerrten Risikowahrnehmung an den Finanzmärkten geführt: Die Finanzmarktteilnehmer blenden fundamentale Risiken aus, da sie von EZB-Präsident Draghi in dem Glauben gelassen wurden, dass im Notfall die EZB einspringen wird. Darüber hinaus ist es verwunderlich, dass die Rating-Agenturen auf die fundamentale Verschlechterung nicht mit Herabstufungen reagieren.

### Schweiz: Hohe Risiken einer Bankenkrise

Für viele war es sehr überraschend, dass die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in ihrem Jahresbericht das Schweizer Bankensystem neben dem chinesischen, brasilianischen, indischen und türkischen Bankensystem als hoch riskant einstufte. Über die hohen Risiken in den Bankensystemen in den oben genannten Schwellenländern besteht an den Finanzmärkten schon seit einiger Zeit weitestgehend Einigkeit. Das Schweizer Bankensystem war bisher jedoch noch nicht im Fokus.

### Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sieht hohe Risiken für das Schweizer Bankensystem Frühwarnindikatoren für eine Bankenkrise

	Credit-to-GDP gap <sup>1</sup>	Property price gap <sup>2</sup>	Debt service ratio (DSR) <sup>3</sup>	Debt service ratio if interest rates rise by 250 bp <sup>3,4</sup>
Boom Asien <sup>5</sup>	19,9	16,7	2,4	4,4
Brasilien	13,7	3,7	4,0	6,3
China	23,6	-2,2	9,4	12,2
Indien	-2,7		3,4	4,4
Schweiz	13,1	13,0	0,6	3,6
Türkei	17,4		4,5	6,2

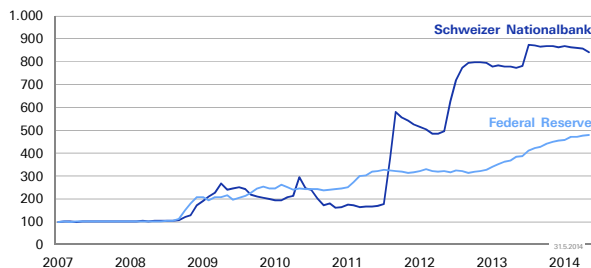
Risiko: ■ hoch ■ mittel

1 Difference of the credit-to-GDP ratio from its long-run, real-time trend calculated with one-sided HP filter using a smoothing factor of 400.000, in percentage points  
 2 Deviations of real residential property prices from their long-run trend calculated with a one-sided HP filter using a smoothing factor of 400.000, in per cent  
 3 Difference of DSRs from country-specific long-run averages since 1985 or later depending on data availability and when five-year average inflation fell below 10 % (for Russland and Türkei, the last 10 years taken)  
 4 Assuming an increase in the lending rates of 2,5 percentage points and that all of the other components of the DSRs stay fixed  
 5 Hongkong SAR, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur und Thailand.  
 Excluding Philippinen and Singapur for DSRs and their forecasts  
 Quelle: Journal of Central Banking, vol 7, no 4, 2011, pp 189–240. For debt service ratios, see M. Drehmann and M. Juselius, „Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?“, BIS Quarterly Review, September 2012, pp 21–34

Dabei sollte jedoch nicht vergessen werden, dass die Schweizer Nationalbank seit Ausbruch der Finanzmarktcrise ihre Bilanz mit Abstand am aggressivsten expandierte, um eine Aufwertung des Schweizer Franken zu verhindern.

4. Juli 2014

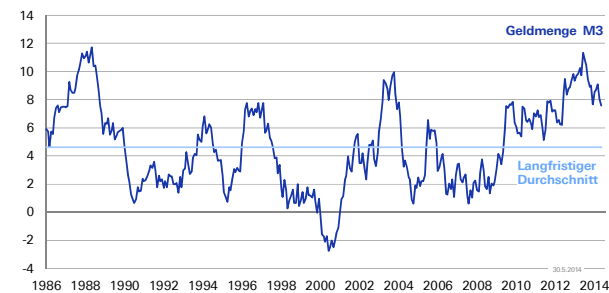
### Schweizer Nationalbank verachtachte die Geldmenge seit Ausbruch der Krise und ist damit weltweiter Spitzenreiter Zentralbankgeldmenge (31.1.2007 = 100)



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die massive Expansion der Zentralbankgeldmenge flutete das Bankensystem mit Liquidität. Die Banken in der Schweiz verwendeten die üppige Liquidität zunehmend dazu, die Kreditvergabe auszuweiten. Der Anstieg der Kreditvergabe hatte automatisch einen Anstieg der Geldmenge zur Folge. Ein robustes Wachstum der Geldmenge verursacht ein hohes Risiko für eine zukünftige Inflation.

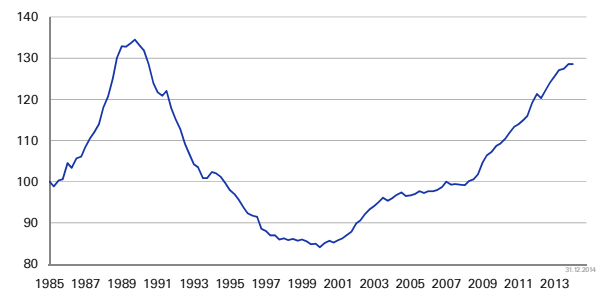
### Hohe Wachstumsrate der Geldmenge M3 signalisiert steigendes Inflationspotenzial in % ggü. Vj.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Bisher gibt es jedoch kaum einen nennenswerten Einfluss der Geldmengenexplosion auf die Konsumentenpreise. Die Inflation ist bisher nur von -1,1 % im Juni 2012 auf 0,2 % im Mai 2014 gestiegen. Die inflationären Effekte der Geldmengenexpansion sind dagegen sehr stark bei den Vermögenspreisen sichtbar. So sind beispielsweise die Immobilienpreise schon seit einigen Quartalen rasant gestiegen.

### Rasanter Anstieg der Immobilienpreise in der Schweiz signalisiert erhöhte Risiken einer Preisblase Reale Immobilienpreise (31.3.1985 = 100)



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler

Die realen Immobilienpreise in der Schweiz erreichten im ersten Quartal 2014 nahezu wieder die Niveaus der letzten großen Immobilienpreisblase Anfang der 1990er Jahre. Damit bestätigt sich einmal wieder, dass eine ultralockere Ausrichtung der Geldpolitik von Natur aus inflationär ist und hohe Risiken mit sich bringt. Die Schweizer Nationalbank kann erst durch eine Entkopplung des Wechselkurses wieder eine eigenständige Geldpolitik betreiben. Solange der Schweizer Franken jedoch an den Euro gekoppelt ist, droht eine weitere Ausweitung der Blase am Immobilienmarkt und früher oder später auch die traditionelle Konsumentenpreis-inflation.

### Wirtschaftsdaten (wahrscheinlich) ohne größere Überraschungen in der kommenden Woche

Aus Europa werden in der kommenden Woche die Zahlen zur Industrieproduktion im Mai in Deutschland (Montag), Großbritannien (Dienstag), Frankreich (Donnerstag) und Italien (Donnerstag) veröffentlicht. Die Daten dürften für alle Länder einen moderaten Anstieg verzeichnen haben und damit bestätigen, dass sich die Wirtschaft in der Eurozone weiter im Aufschwung befindet.

In Japan werden neben dem Geschäftsklimaindex (Eco Watchers Survey, Dienstag) die Auftragseingänge (Donnerstag) veröffentlicht. Beide Indikatoren werden mit Zuwächsen aller Voraussicht nach zeigen, dass sich die japanische Wirtschaft schnell von dem Mehrwertsteuerschock im April erholt hat und wieder auf Wachstumskurs zurückgekehrt ist.

4. Juli 2014

In China wird sich der Fokus auf die Erzeuger- und Konsumentenpreise (Mittwoch) sowie die Außenhandelsbilanz (Donnerstag) richten. Vor allem die chinesischen Exporte dürften von der Konjunkturerholung der entwickelten Volkswirtschaften profitiert haben und zunehmend einen positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum liefern.

Darüber hinaus wird das Protokoll der Fed-Sitzung vom 19. Juni (Mittwoch) veröffentlicht und die Bank von England (Donnerstag) hält ihre Sitzung ab. Beide Zentralbanken interpretieren das derzeitige starke Beschäftigungswachstum in ihren Ländern bei gleichzeitiger

schwacher Lohndynamik damit, dass es noch eine große Reserve an Arbeitswilligen gibt, die nicht in der Arbeitslosenstatistik erfasst werden. Daher sehen beide Zentralbanken derzeit auch keinen Handlungsbedarf. Erst Anzeichen für eine Beschleunigung der Lohndynamik würde nach der aktuellen Denkweise beider Zentralbanken den Übergang zu einer restriktiveren Geldpolitik erfordern.

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.