

## Vorläufig nur geringer Preisdruck in der Eurozone Inflationsrate in der Eurozone in den kommenden Monaten bei unter 2,0 %

### Inflationsausblick eröffnet der EZB weiteren Spielraum

Eigentlich lässt sich die Inflationsentwicklung der vergangenen Jahre mit nur zwei Faktoren erklären: den langfristigen Inflationserwartungen und den Rohstoffpreisen (siehe auch Kapitalmarktausblick KW 17). Die langfristigen Inflationserwartungen wirken dabei im Sinne einer sich selbst erfüllenden Erwartung. Die Unternehmen und Arbeitnehmer berücksichtigen bei Preissetzung und Lohnforderung kaum mehr die realwirtschaftliche Lage, sondern vertrauen darauf, dass die Zentralbank das Inflationsziel auch in Zukunft erreicht. Vor diesem Hintergrund zeigen mehrere Studien, dass Größen wie die Arbeitslosenquote oder die Kapazitätsauslastung heutzutage kaum mehr die tatsächliche Inflationsentwicklung beeinflussen. Derzeit sind die langfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone bei etwa 2,0 % verankert, was im Endeffekt bedeutet, dass die Inflation in Abhängigkeit von der Rohstoffpreisentwicklung um 2,0 % schwankt. Infolge des deutlichen Rückgangs der

Rohstoffpreise in den vergangenen Wochen ist die Inflation im April auf nur noch 1,2 % gefallen und dürfte sich im Mai (Freitag) auf 1,4 % wieder leicht erholt haben. Solange die Inflationserwartungen verankert bleiben und die Rohstoffpreise wieder moderat steigen, wird sich die Inflation in den kommenden Monaten an das Inflationsziel der EZB von 2,0 % annähern.

Interessanterweise steckt die Forschung über die Erwartungsbildung immer noch in den Kinderschuhen. Es ist somit wenig bekannt, wie langfristige Erwartungen gebildet werden und unter welchen Umständen sie sich ändern. In einem gewissen Sinne reflektieren die Inflationserwartungen jedoch das Vertrauen der Wirtschaftssubjekte in die Stabilitätsorientierung der Geld- und Fiskalpolitik. Die Quantitätsgleichung kann dabei eine Möglichkeit sein, die Stabilitätsorientierung der Wirtschaftspolitik einzuschätzen und damit die Risiken einer Änderung der langfristigen Inflationserwartungen zu eruieren.

### Quantitätsgleichung als übergeordneter Maßstab für den Inflationsausblick



Damit lässt sich das Preisniveau durch die Zentralbankgeldmenge, die Kreditvergabe der Banken und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erklären. Die Zentralbank stellt zwar mit der Zentralbankgeldmenge hauptsächlich den Geschäftsbanken Geld für die Kreditvergabe zur Verfügung. Sie kann jedoch auch die Realwirtschaft unter Umgehung des Bankensystems beeinflussen: Zum einen, indem sie Anleihen bei Nicht-Banken kauft, zum anderen durch den Signalcharakter ihrer geldpolitischen Operationen. So können die Zentralbank und die Geschäftsbanken neues Geld für den Wirtschaftskreislauf aus dem Nichts schaffen, während die Wirtschaftssubjekte über das Fließtempo des Geldes entscheiden.

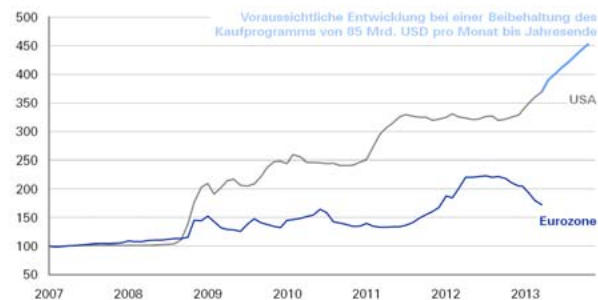
## Kapitalmarktausblick KW 22

Freitag, 24. Mai 2013

In der Eurozone sinkt derzeit die Zentralbankgeldmenge, da die Geschäftsbanken das aus den beiden Langzeitendern aufgenommene Geld seit einigen Wochen an die EZB zurückbezahlen. Im Gegensatz dazu steigt die Zentralbankgeldmenge in den USA aufgrund des Kaufprogramms von Staats- und Hypothekenanleihen von 85 Mrd. USD pro Monat.

### Schrumpfende Zentralbankgeldmenge in der Eurozone und steigende Zentralbankgeldmenge in den USA

Zentralbankgeldmenge indexiert (31.1.2007 = 100)

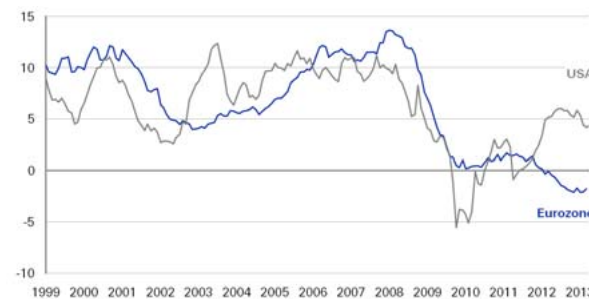


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand Januar 2013

Auch die Kreditvergabe in der Eurozone schrumpfte im Vergleich zum Vorjahresmonat in den vergangenen Monaten, während in den USA eine deutliche Erholung zu beobachten war.

### Normalisierung der Kreditvergabe in den USA steht einer schrumpfenden Kreditvergabe in der Eurozone gegenüber

Kreditvergabe in % ggü. Vj.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand Januar 2013

Immerhin stieg die Kreditvergabe in der Eurozone im März im Vergleich zum Februar. Ein Anstieg der Kreditvergabe und der Geldmenge im April (Mittwoch) sowie des Economic Sentiments (Donnerstag) wäre vor diesem Hintergrund ein wichtiges positives Signal, da nicht unerhebliche Risiken in der Eurozone bestehen, dass die langfristigen Inflationserwartungen aufgrund der sinkenden Zentralbankgeldmenge und der schrumpfenden Kreditvergabe in den deflationären Bereich abgleiten. Es muss jedoch betont werden, dass es sich dabei nur um ein Risikoszenario handelt. Im Basisszenario geht Metzler Asset Management weiterhin von einem Anstieg der

Inflation in den kommenden Monaten in Richtung 2,0 % aus. Nichtsdestotrotz hat die EZB ohne Zweifel Spielraum, weitere geldpolitische Maßnahmen auf ihrer Sitzung im Juni zu beschließen, um potenzielles Deflationsrisiko einzudämmen.

In den USA sprechen dagegen die Frühindikatoren für eine Belebung der Kreditvergabe in den kommenden Monaten, die in Verbindung mit der stark steigenden Zentralbankgeldmenge ein großes Risiko steigender langfristiger Inflationserwartungen impliziert. Zumal die US-Geldpolitik immer erfolgreicher die Realwirtschaft stimulieren kann, wie ein Anstieg des Konsumentenvertrauens (Dienstag), des Chicago-PMI (Freitag) und der Konsumausgaben (Freitag) zeigen dürfte. Auch dürfte die erste Schätzung des BIP (Donnerstag) mit einem Wachstum von 2,5 % bestätigt werden.

### Wie Abenomics in Japan wirkt

Eine hohe Volatilität an den Finanzmärkten ist oft ein Zeichen für einen übergeordneten fundamentalen Trendwechsel an den Finanzmärkten. In Japan könnte es der Übergang von einem deflationären Trend zu einem inflationären Trend sein. So steigen schon seit einigen Monaten die am japanischen Rentenmarkt eingepreisten Inflationserwartungen. Der Anstieg der Inflationserwartungen und mit einer Zeitverzögerung der

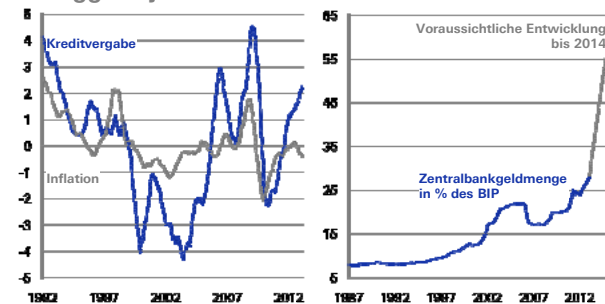
## Kapitalmarktausblick KW 22

Freitag, 24. Mai 2013

tatsächlichen Inflation könnte sich diesmal als nachhaltig erweisen und sich sogar noch in den kommenden Monaten fortsetzen, da gleichzeitig sowohl die Kreditvergabe der Banken als auch die Zentralbankgeldmenge steigen. Schon im April dürfte die Trendwende bei der Inflation eingeleitet worden sein und die Inflationsrate von -0,9 % im März auf -0,7 % im April gestiegen sein.

### Erholung der Kreditvergabe bei gleichzeitig stark steigender Zentralbankgeldmenge birgt erhebliche Inflationsrisiken

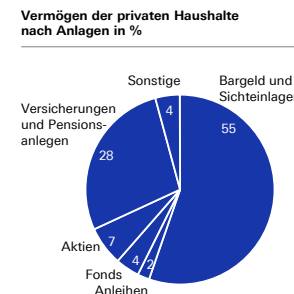
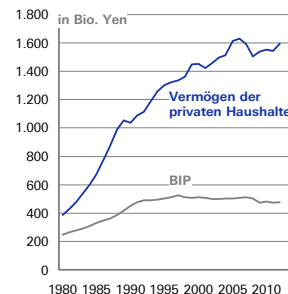
in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen/Schätzungen Metzler; Stand: November 2012

Ein nachhaltiger Anstieg der Inflationserwartungen könnte dramatische Folgen für die japanische Wirtschaft haben. So verfügen japanische Haushalte über ein Vermögen von etwa 1600 Billionen Yen, was mehr als dem dreifachen des japanischen BIPs entspricht. Die japanischen Haushalte halten davon mehr als die Hälfte in Cash.

### Japan: eine Reallokation des Vermögens hätte spürbare Auswirkungen auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Berechnungen/Schätzungen Metzler; Stand: Mai 2013

In einem deflationären Umfeld ist das Halten von Cash eine erfolgreiche Anlagestrategie, da die Kaufkraft über die Zeit steigt. Dementsprechend wird Cash gehortet und kaum bewegt. In einem Umfeld mit steigenden Inflationserwartungen wird Cash zunehmend unattraktiv und eine Reallokation des Vermögens wird immer wahrscheinlicher. So sinkt in einem Niedrigzinsumfeld mit steigenden Inflationserwartungen die Attraktivität des Sparens und die privaten Haushalte tendieren in der Regel dazu, die Allokation von Aktien, Immobilien und anderen langlebigen Wirtschaftsgütern zu erhöhen. Die Folge ist eine Konjunkturerholung, die zunehmend in den Daten sichtbar werden dürfte: Small Business Confidence (Mittwoch), Einkaufsmanagerindex (Freitag), Industrieproduktion (Freitag). Aufgrund des immensen

Vermögens der japanischen Haushalte könnte eine Reallokation des Vermögens erhebliche Auswirkungen auf die japanischen Finanzmärkte und Wirtschaft haben und sogar zu einem Überschießen der Inflation in zwei bis drei Jahren führen.

Kurz gesagt geht es bei Abenomics darum, einen psychologischen Stimmungswandel bei den Konsumenten und Unternehmen zu erzeugen. Das Risiko dabei ist, dass die Strategie zu erfolgreich sein könnte und es zu Übertreibungen kommt.

### US-Geldpolitik im Nullzinsumfeld

Der Präsident der St. Louis Fed Bullard sprach sich in seiner Rede in Frankfurt dafür aus, die Geldpolitik in einem Nullzinsumfeld über ein unbegrenztes Kaufprogramm für Anleihen (QE) zu steuern. Das Kaufvolumen soll demnach vom Verlauf der Wirtschaftsdaten abhängig gemacht werden. So wie in der Vergangenheit bei guten Konjunkturdaten der Leitzins angehoben wurde, so sollte in der gegenwärtigen Phase das Kaufvolumen bei guten Konjunkturdaten reduziert werden. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Fed das aktuelle Kaufprogramm von 85 Mrd. USD pro Monat im September, Oktober und Dezember in drei Schritten auf Null reduzieren wird. Schon ab dem zweiten Quartal 2014 kann Metzler Asset Management sich sogar eine Leitzinserhöhung vorstellen.

## Kapitalmarktausblick KW 22

Freitag, 24. Mai 2013

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk

Chefvolkswirt Metzler Asset Management

14,32	4217,03	▼	8,5%	55,84	POM	1945,65	9376,51	0,00	256,07	9376,51	▲	531,35	6,1%	24,51	POM	1945,65	9376,51	0,00	256,07	9376,51	▲	531,35	6,1%	24,51
2,55	1003,74	▲	4,3%	81,41	RAS	2833,08	7091,48	0,00	93,86	7091,48	▼	85,22	9,8%	53,84	RAS	2833,08	7091,48	0,00	93,86	7091,48	▼	85,22	9,8%	53,84
18,20	2491,17	▼	0,5%	38,74	SAN	4612,71	9178,72	0,00	388,21	9178,72	▼	683,76	8,5%	81,41	SAN	4612,71	9178,72	0,00	388,21	9178,72	▼	683,76	8,5%	81,41
49,04	3169,31	▶	11,2%	0,00	TAF	2498,93	8043,12	0,00	173,98	8043,12	▼	290,33	7,2%	38,74	TAF	2498,93	8043,12	0,00	173,98	8043,12	▼	290,33	7,2%	38,74
0,71	1428,78	▼	0,00	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73	14,32	4217,03	▲	17,26	4,3%	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73	14,32	4217,03	▲	17,26	4,3%	0,00
23,54	2093,10	▲	0,00	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31	2,55	1003,74	▲	4,17	0,5%	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31	2,55	1003,74	▲	4,17	0,5%	0,00
7,22	7581,09	▼	0,00	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64	18,20	2491,17	▶	20,21	11,2%	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64	18,20	2491,17	▶	20,21	11,2%	0,00
10,45	3467,17	▼	0,00	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59	49,04	3169,31	▶	44,09	16,4%	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59	49,04	3169,31	▶	44,09	16,4%	0,00
33,09	2012,94	▼	0,00	0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05	0,71	1428,78	▶	2,56	1,2%	0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05	0,71	1428,78	▶	2,56	1,2%	0,00
29,44	2194,71	▲	0,00	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81	23,54	2093,10	▲	14,71	4,4%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81	23,54	2093,10	▲	14,71	4,4%	0,00
			0,00	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62	7,22	7581,09	▼	3,90	0,2%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62	7,22	7581,09	▼	3,90	0,2%	0,00
			0,00	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45	10,45	3467,17	▼	63,75	13,4%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45	10,45	3467,17	▼	63,75	13,4%	0,00
			0,00	0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76	33,09	2012,94	▼	16,38	7,8%	0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76	33,09	2012,94	▼	16,38	7,8%	0,00
			0,00	0,00	CHE	29518,30	2194,71	31,65	29,44	2194,71	▲	33,51	11,6%	0,00	CHE	29518,30	2194,71	31,65	29,44	2194,71	▲	33,51	11,6%	0,00

Metzler Asset Management

**Kontaktadresse**

Große Gallusstraße 18  
60311 Frankfurt am Main  
Postfach 20 01 38  
60605 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 21 04 - 14 14

[www.metzler-fonds.com](http://www.metzler-fonds.com)

**Grundsätzliche 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. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des gültigen Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des gültigen Jahres- und Halbjahresberichts sowie der wesentlichen Anlegerinformationen (KID). Vergangene Werte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeiten hat. 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.