

## Metzler: Aufschwung in der Eurozone in Gefahr?

### Krim-Krise und ein starker Euro-Wechselkurs belasten

#### Konjunktur in der Eurozone im Fokus

Schon in dieser Woche verzeichnete der ZEW-Index aufgrund der Unsicherheiten über den weiteren Verlauf der Krim-Krise und wegen des starken Euro-Wechselkurses einen deutlichen Rücksetzer. Auch die Einkaufsmanagerindizes (Montag) in der Eurozone, der ifo-Index (Dienstag) sowie der europäische Geschäftsklimaindex (Freitag) dürften von den Ereignissen der vergangenen Wochen nicht unbeeinflusst bleiben und sehr wahrscheinlich Rückgänge verzeichnen.

Die Bankbilanzen am 31.12.2013 sind die Grundlage für den Stresstest und das Prüfen der Bilanzqualität (Asset Quality Review). Vor diesem Hintergrund bereinigten die Banken vor diesem Stichtag ihre Bilanzen in erheblichem Umfang, und zwar um 5 Billionen EUR; zudem zeigten sie eine große Vorsicht bei der Vergabe neuer Kredite. Im Januar stiegen die Kreditvergabe und die Geldmengen seit langem wieder in nennenswertem Umfang.

#### Ist der Anstieg der Kreditvergabe im Januar die Trendwende?

Kreditvergabe in der Eurozone in Billionen EUR



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 31.1.2014

Vor diesem Hintergrund dürfte ein weiterer Anstieg der Kreditvergabe und der Geldmengen im Februar (Donnerstag) ein Signal sein – für eine grundsätzliche Trendwende in der Kreditvergabe und für ein Ende des Deleveraging der Banken in der Eurozone. Damit würden auch die Deflationsrisiken in der Eurozone merklich sinken.

#### Inflation in Großbritannien: Ruhe vor dem Sturm

Die Wirtschaft in Großbritannien boomt. Die Inflation traf im Januar mit 1,9 % genau das Inflationsziel der Bank of

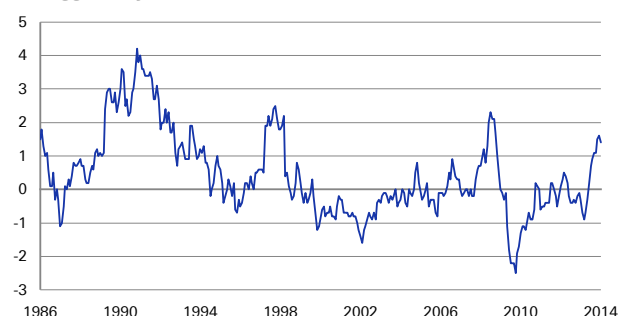
England. Eigentlich müsste die Bank of England nun langsam eine Normalisierung der Geldpolitik einleiten. Dies hätte jedoch im aktuellen globalen Niedrigzinsumfeld eine massive Aufwertung des britischen Pfunds zur Folge, weshalb die Bank of England noch zögert. Damit ist jedoch die Geldpolitik viel zu locker ausgerichtet und dürfte im Jahresverlauf für zunehmenden Inflationsdruck sorgen. Im Februar (Dienstag) dürfte die Inflation aufgrund von Basiseffekten jedoch noch auf 1,8 % gefallen sein und damit zunächst noch keine Warnsignale senden.

#### Japan: Erfolg bei der Inflationierung

Die Inflation (Freitag) in Japan ist seit März 2013 von -0,9 % auf sehr wahrscheinlich 1,6 % im Februar gestiegen und hat damit den höchsten Stand seit 2008 und 1997 erreicht. Die Mehrwertsteuererhöhung im April dürfte die Inflation darüber hinaus auf über 3 % beschleunigen – auf den höchsten Stand seit 1991. Der nachhaltige Inflationsanstieg zeigt, dass es unter einem Papiergeldstandard und flexiblen Wechselkursen immer grundsätzlich möglich ist, Inflation zu generieren. Die Wirtschaftspolitik darf jedoch jetzt nicht zulassen, dass der Inflationsprozess eine Eigendynamik gewinnt, die nur schwer zu kontrollieren ist. Vor diesem Hintergrund sind weitere geldpolitische Lockerungen der japanischen Zentralbank äußerst unwahrscheinlich – zumal die Mehrwertsteuererhöhung diesmal keine schwere Rezession verursachen wird wie im Jahr 1997, da die japanische Politik aus den damaligen Fehlern gelernt und zahlreiche Gegenmaßnahmen beschlossen hat.

#### Inflation in Japan

in % ggü. Vorjahr



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.1.2014

### USA: Aufschwung intakt

In den USA ist der Aufschwung grundsätzlich intakt, wobei der Unternehmenssektor zuletzt zum Taktgeber geworden ist und damit die Wachstumsstaffel von der zuvor stark steigenden Konsumentennachfrage nach Immobilien und Automobilen übernommen hat. Dementsprechend ist mit einem merklichen Anstieg der Auftragseingänge (Mittwoch) zu rechnen. Demgegenüber dürften sich das Konsumentenvertrauen (Dienstag und Freitag), die Neubauverkäufe (Dienstag) sowie die Konsumausgaben (Freitag) eher im Rahmen der Erwartungen der Marktteilnehmer bewegt haben.

### China: Nun auch von Währungsturbulenzen betroffen

In den vergangenen Wochen wertete die chinesische Währung gegenüber dem US-Dollar um mehr als 3 % ab und gab damit die seit Anfang 2013 verzeichneten Kursgewinne wieder vollständig ab. Aufgrund der umfangreichen Kapitalverkehrskontrollen wurde die Währungsbewegung jedoch nicht von internationalen Kapitalflüssen wie in anderen Schwellenländern verursacht, sondern von der chinesischen Zentralbank. China möchte grundsätzlich den Wechselkurs flexibilisieren und damit einhergehend auch eine stärkere Aufwertung der Währung akzeptieren. Die daraus resultierenden Aufwertungserwartungen der Finanzmarktteilnehmer haben jedoch in den vergangenen Monaten zu einem erheblichen Anstieg der spekulativen Positionen geführt – auch unter Umgehung der Kapitalverkehrskontrollen. Die Abwertung der chinesischen Währung soll die Finanzmarktteilnehmer zu einer Auflösung der spekulativen Positionen zwingen, was der chinesischen Zentralbank auch zunehmend zu gelingen scheint. So wurden viele dieser sogenannten „Carry Trades“ durch Rohstoffe wie Kupfer und Eisenerz besichert. Der Preisverfall beider Rohstoffe in den vergangenen Wochen ist ein Hinweis darauf, dass diese „Carry Trades“ zunehmend eingedeckt werden. Nach einer Bereinigung der spekulativen Positionen dürfte sich die chinesische Währung wieder stabilisieren und mittelfristig auf den alten Aufwertungspfad zurückkehren.

### Deutliche Abwertung der chinesischen Währung gegenüber dem US-Dollar

#### USD/CNY-Wechselkurs



Quelle: Bloomberg, Stand: 21.3.2014

So bestimmt die relative Produktivitätsentwicklung maßgeblich den mittelfristigen Trend einer Währung. Dabei kann die Produktivität nur den realen Wechselkurs beeinflussen, also den nominalen Wechselkurs bereinigt um das Preisniveau im In- und Ausland. Darüber hinaus ist nicht entscheidend, wie sich die Produktivität in der Gesamtwirtschaft entwickelt, sondern im handelbaren Gütersektor (Industrie) im Gegensatz zum nichthandelbaren Gütersektor (Dienstleistungssektor).

Bei der Währungstheorie auf Basis der Produktivität wird ein einheitlicher Weltmarktpreis für handelbare Güter unterstellt. Im Zuge der Wirtschaftsentwicklung eines Landes steigt die Produktivität in der Industrie in der Regel überproportional stark an, und die Industrie kann damit höhere Löhne bezahlen, ohne die Güterpreise anheben zu müssen. Die höheren Löhne in der Industrie zwingen jedoch auch den Dienstleistungssektor, die Löhne anzuheben. Da im Dienstleistungssektor die Produktivität in diesem Beispiel unverändert geblieben ist, werden die Lohnsteigerungen auf die Preise für Dienstleistungen abgewälzt und führen damit zu Inflation im Inland. Der nominale Wechselkurs ist in diesem Beispiel unverändert geblieben, der reale Wechselkurs hat jedoch aufgrund der steigenden Preise im Inland aufgewertet.

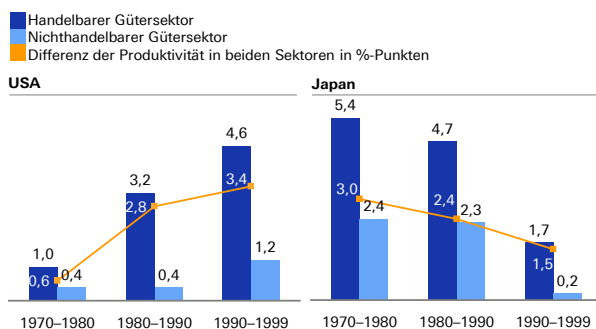
Andererseits könnte die Industrie den positiven Produktivitätsschock dazu nutzen, um die Preise für ihre Güter zu senken (bzw. weniger stark zu erhöhen als die internationale Konkurrenz). In diesem Fall muss der nominale Wechselkurs steigen, um den einheitlichen Weltmarktpreis wiederherzustellen. Der Dienstleistungssektor ist jedoch aufgrund der niedrigeren Produktivität nicht in der Lage, die Preise zu senken, sodass der reale Wechselkurs steigt, da die nominale Aufwertung der Währung per saldo stärker ausfällt als der Preisrückgang im Inland. Wenn es im Dienstleistungssektor einen ähnlichen posi-

tiven Produktivitätsschock wie in der Industrie gäbe, könnte der Dienstleistungssektor im gleichen Umfang wie die Industrie die Preise senken, sodass der Anstieg des nominalen Wechselkurses den Rückgang des Preisniveaus im Inland ausgleichen und der reale Wechselkurs unverändert bleiben würde.

Leider gibt es keine Daten zur Produktivitätsentwicklung in den einzelnen Sektoren in China. Glücklicherweise scheint jedoch China die Entwicklung Japans mit einer Verzögerung von 35 Jahren nachzuvollziehen. China ist demnach derzeit in der gleichen Lage wie Japan in den 1970er- und 1980er-Jahren. Damals hatte Japan eine deutlich höhere Produktivität in der Industrie als im Dienstleistungssektor.

### Produktivitätsentwicklung in den USA und in Japan

#### Durchschnittliche Jahresveränderung in %

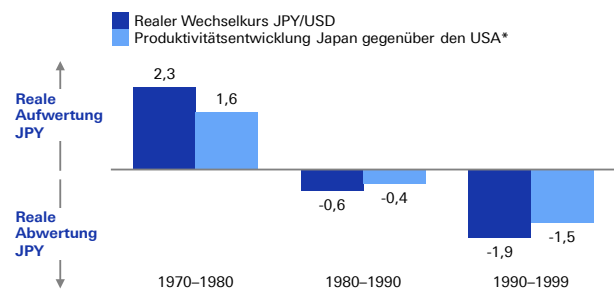


Quelle: „To What Extent Does Productivity Drive the Dollar?“, Cedric Tille et al. (2001)

Entsprechend der oben erläuterten Theorie wertete der japanische Yen in den 1970er-Jahren real um mehr als 2 % p.a. gegenüber dem US-Dollar auf, weil die Produktivität in den USA sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor damals niedrig war. In den 1980er-Jahren begann die Renaissance der US-Industrie im Zuge der „New Economy“, sodass sich in den 1990er-Jahren das Blatt in puncto relativer Produktivitätsentwicklung wieder zugunsten des US-Dollar wendete.

### Überraschend starker Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Produktivität

#### Durchschnittliche Jahresveränderung in %



\* (Produktivität der japanischen Industrie abzüglich des japanischen Dienstleistungssektors gewichtet mit der Größe des Dienstleistungssektors in Japan) abzüglich (Produktivität der US-Industrie abzüglich des US-Dienstleistungssektors gewichtet mit der Größe des Dienstleistungssektors in den USA)

Quelle: „To What Extent Does Productivity Drive the Dollar?“, Cedric Tille et al. (2001)

Derzeit erscheint es unwahrscheinlich, dass in den USA oder in Europa bald wieder eine neue Ära der „New Economy“ anbrechen könnte. In den kommenden zehn bis 20 Jahren dürfte daher der japanische Yen in den 1970er-Jahren als Blaupause für den chinesischen Yuan dienen. So könnte der chinesische Yuan in den nächsten ein bis zwei Dekaden durchaus real um durchschnittlich 2 % pro Jahr gegenüber dem US-Dollar und dem Euro aufwerten. Natürlich eignet sich der damit verbundene sehr langsame Aufwertungsprozess nicht für Prognosen zu Wechselkursen in sechs oder zwölf Monaten.

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.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.