

## Metzler: Eurozone löst USA als Wachstumsmotor ab

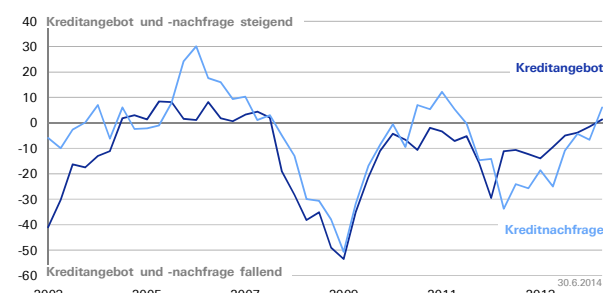
### Kreditzyklus in der Eurozone springt endlich an

#### Deutliche Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in der Eurozone im ersten Quartal

Nach einem Wirtschaftswachstum von nur 0,1 % im dritten Quartal und von 0,2 % im vierten Quartal 2013 beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2014 mit aller Wahrscheinlichkeit auf 0,4 % (Donnerstag). Die Wirtschaft in der Eurozone würde damit wieder auf einen soliden Wachstumspfad zurückkehren, zumal sich die Wachstumsperspektiven zuletzt merklich verbessert haben. So zeigt die Umfrage der Europäischen Zentralbank (EZB) bei den Geschäftsbanken im zweiten Quartal zum ersten Mal seit 2007 einen Anstieg des Kreditangebots der Geschäftsbanken an den privaten Sektor (eine Reduktion der Kreditvergabestandards entspricht dabei notwendigerweise einem Anstieg des Kreditangebots). Gleichzeitig berichteten die Banken zum ersten Mal seit einigen Quartalen wieder von einem Anstieg der Kreditnachfrage aus dem privaten Sektor.

#### 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

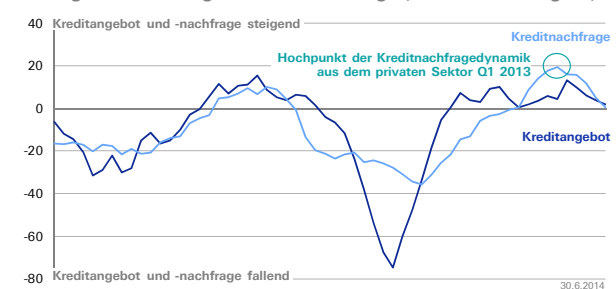
Der Aufschwung in der Eurozone gewinnt damit an Stärke und Nachhaltigkeit. Auch der ZEW-Index (Dienstag) dürfte den positiven Wachstumsausblick durch ein anhaltend hohes Niveau bestätigen. Nichtsdestotrotz gehen wir davon aus, dass die EZB im Juni die Geldpolitik lockern wird – mit einer Senkung des Refinanzierungssatzes auf 0,1 % und einer Senkung des Einlage-satzes in den negativen Bereich. Der Hintergrund dafür ist das niedrige Inflationsniveau von nur 0,7 % im April (Donnerstag) und der nur verhaltene Inflationsausblick.

#### US-Wirtschaft zeigt grundsätzliche Schwächen

Die Umfrage der Fed bei den Geschäftsbanken im zweiten Quartal 2014 in den USA zeigte dagegen, dass die Dynamik der privaten Nachfrage nach Krediten seit dem zweiten Quartal 2013 deutlich gesunken ist. Insbesondere die Nachfrage nach Hypothekenkrediten brach regelrecht ein, während die anderen Komponenten wie Auto- und Firmenkredite unverändert stark nachgefragt waren.

#### USA: Erste Schwächetendenzen der Kreditnachfrage für Wohnimmobilien

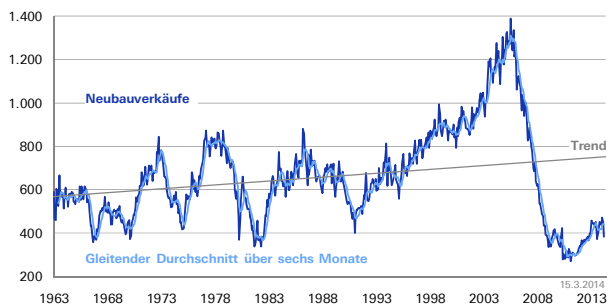
##### Umfrage zu Kreditangebot und -nachfrage (Saldo der Befragten)



Quelle: Thomson Reuters Datastream

In den USA reagiert der Wohnimmobilienmarkt erfahrungsgemäß am schnellsten auf Änderungen des Zinsgefüges und ist daher frühzyklisch. Eine Schwäche am Wohnimmobilienmarkt hat damit kurzfristig keinen Einfluss auf die Konjunkturdaten. Die anderen Branchen der US-Wirtschaft könnten dem Wohnimmobilienmarkt jedoch in sechs bis zwölf Monaten folgen – was zu einem Abschwung in der Gesamtwirtschaft führen würde. Vor diesem Hintergrund war es auch nicht überraschend, dass Fed-Präsidentin Janet Yellen in ihrer Rede in dieser Woche hervorhob, welch großes Risiko der Wohnimmobilienmarkt für die US-Wirtschaft sei. Der beste Indikator zur Beurteilung der Konjunkturrisiken durch den Wohnimmobilienmarkt sind die Neubauverkäufe und dabei insbesondere der gleitende Durchschnitt über sechs Monate.

**USA: Neubauverkäufe signalisierten in der Vergangenheit oft frühzeitig wirtschaftliche Abschwungphasen**  
Verkauf neuer Einfamilienhäuser in Tausend Einheiten



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler

Aber auch die anderen Indikatoren sollten beachtet werden, etwa der NAHB-Index (Donnerstag) sowie die Neubaubeginne und -genehmigungen (Freitag). Sollte sich der Wohnungsmarkt merklich abschwächen, dürfte die Fed eher den Zeitpunkt der ersten Leitzinserhöhung nach hinten verschieben, als das Wertpapierkaufprogramm fortführen. Wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass das Wertpapierkaufprogramm im Oktober beendet wird. Die Schwäche der Kreditnachfrage nach Immobilien zeigt darüber hinaus, dass die US-Wirtschaft immer noch nicht höhere Zinsen verkraften kann. Die Fed wird vor diesem Hintergrund alles unternehmen, um einen Anstieg der Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf über 3 % zu verhindern und wahrscheinlich eher ein niedrigeres Zinsniveau bevorzugen.

Auf kurze Sicht bestehen jedoch kaum Konjunktursorgen, sodass die Einzelhandelsumsätze (Dienstag) und die Industrieproduktion (Donnerstag) solide Zuwächse im April verzeichnet haben dürften.

**Japan mit starkem Wirtschaftswachstum in Q1**

Im Vorfeld der Mehrwertsteuererhöhung am 1. April wurden in Japan Konsumausgaben in erheblichem Umfang vorgezogen. Demensprechend dürfte sich das Wirtschaftswachstum (Donnerstag) im ersten Quartal auf eine Rate von 1,4 % beschleunigt haben. Die Konjunkturdaten brachen im April jedoch deutlich stärker ein als erwartet, was ein Indiz dafür ist, dass die geld- und fiskalpolitischen Gegenmaßnahmen bisher nicht gegriffen haben. Sollte es weder im Mai noch im Juni zu einer merklichen Erholung kommen, dürfte die Bank von Japan im Juli die Geldpolitik nochmals durch den Kauf von Wertpapieren aus dem privaten Sektor lockern.

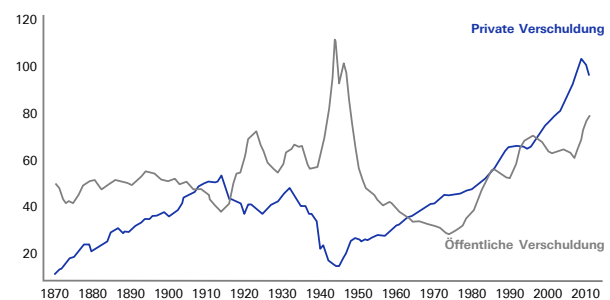
**Über die Inflation**

Derzeit sind die Inflationsraten in den entwickelten Volkswirtschaften niedrig. So wird mit einer Inflationsrate von nur 0,7 % im April in der Eurozone (Donnerstag) gerechnet und von nur 2,0 % in den USA (Donnerstag). Daraus folgt die Frage, warum angesichts der umfangreichen Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbanken eine Beschleunigung der Inflation ausbleibt?

Grundsätzlich entsprechen unter einem Papiergeldsystem die ausstehenden Schulden der verfügbaren Geldmenge (unser Geld ist sozusagen durch Schulden gedeckt). Wenn beispielsweise eine Bank einen Kredit vergibt, schafft sie gleichzeitig neues Geld, das sie dem Kreditnehmer auf seinem Girokonto zur Verfügung stellt. Die Geldmengenaggregate M1, M2 und M3 umfassen nur einen Teil der verfügbaren Geldmenge, da es eine Unzahl von Möglichkeiten gibt, Schulden aufzunehmen und Geld zu schöpfen. Als die Verschuldung im Vorfeld der Finanzmarktkrise rapide stieg, war zwangsläufig ein rapider Anstieg der verfügbaren Geldmenge die Folge.

**Erheblicher Anstieg der Verschuldung in den entwickelten Volkswirtschaften**

Verschuldung in den entwickelten Volkswirtschaften in % des BIP\*



\* Von 1870 bis 2011, Durchschnitt von 17 entwickelten Volkswirtschaften  
Quelle: Óscar Jordà, Moritz Schularick, Alan Taylor (October 18, 2013): Sovereigns versus banks: Crises, causes and consequences

Das rapide Wachstum der Geldmenge verursachte jedoch keine Güterpreis-inflation, sondern eine Vermögenspreis-inflation.

Die Finanzmarktkrise wurde unter anderem auch dadurch verursacht, dass Kreditnehmer vermehrt ihre Kredite nicht mehr bedienen konnten. Ein Kreditausfall zerstört Geld und reduziert damit die Geldmenge. Kreditausfälle in einem großen Umfang verursachen durch den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Geldmenge in der Regel eine Deflation. Die Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbanken, die Bankenrettungs-

9. Mai 2014

maßnahmen der Staaten und die Konjunkturpakete hatten unter anderem das Ziel, eine Deflation durch die Stabilisierung der Geldmenge zu verhindern. So wurden Kreditausfälle durch neue Schulden ausgeglichen und die Rückzahlungsfähigkeit vieler Schuldner durch niedrige Zinsen gewährleistet. Insgesamt ist der Schuldenberg in den entwickelten Volkswirtschaften seit der Finanzmarktkrise gestiegen – und damit die gesamtwirtschaftliche Geldmenge. Die zuvor geschaffene überschüssige Geldmenge ist dadurch sogar noch weiter gewachsen. Bisher jedoch ist nichts davon in die Gütermärkte zurückgeflossen, sondern allein wieder in die Finanzmärkte. Anders sind die rekordniedrigen Zinsen bei einer rekordhohen Staatsverschuldung nicht zu erklären.

Die Erwartung einer Beschleunigung der Inflation nach 2008 basierte auf der Annahme, dass ein Teil der überschüssigen Geldmenge in die Gütermärkte fließen wird. Es ist immer noch völlig unklar, warum das überschüssige Geld bisher nur in die Finanzmärkte geflossen ist.

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.