

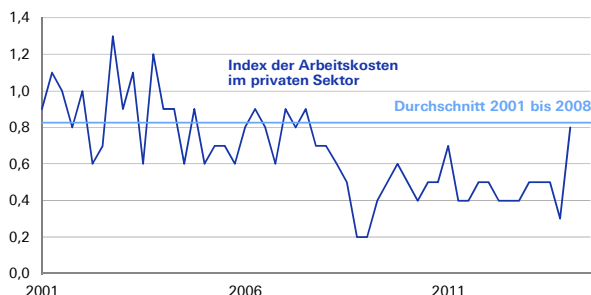
## Metzler: Über Inflationsrisiken und Notenbankpolitik Berechtigte Ängste vor steigenden Inflationsraten in den USA und Großbritannien

### Inflationsausblick in den USA, Großbritannien und in der Eurozone

Der Konjunkturzyklus in den USA ist schon viel weiter fortgeschritten als in der Eurozone. Dementsprechend befindet sich die Inflation in den USA schon seit einigen Monaten wieder in einem Aufwärtstrend, während sie in der Eurozone erst noch einen Boden finden muss. Die Entwicklung der Arbeitskosten in den USA im zweiten Quartal zeigt, dass der Inflationsanstieg in den USA nachhaltig ist und nicht nur von temporären Faktoren verursacht wurde.

### Lohndynamik in den USA im zweiten Quartal wieder auf Vorkrisenniveau

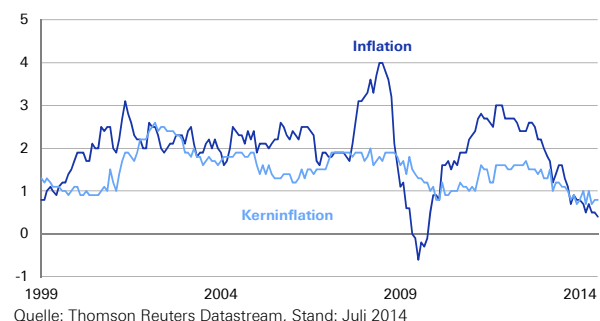
in % ggü. Vorquartal



Der Anstieg der Arbeitskosten im privaten Sektor im zweiten Quartal von 0,8 % gegenüber dem Vorquartal steht dabei wieder im Einklang mit der Entwicklung vor der Finanzmarktkrise und zeigt, dass sich die US-Wirtschaft schon weitgehend normalisiert hat. In den USA befindet sich eigentlich nur noch das Leitzinsniveau im Krisenmodus.

Erfahrungsgemäß sind die USA der Taktgeber für das globale Wirtschaftswachstum und die globale Inflation, sodass auch in den kommenden Monaten in der Eurozone wieder mit steigenden Inflationsraten gerechnet werden kann. Im Juli verzeichnete die Inflationsrate in der Eurozone mit 0,4 % noch einen neuen zyklischen Tiefpunkt, auf dem sie sich sehr wahrscheinlich auch im August noch bewegen dürfte. Die Kerninflation blieb immerhin mit 0,8 % im Juli konstant (Kerninflation = Inflation ohne Energie- und Lebensmittelpreise).

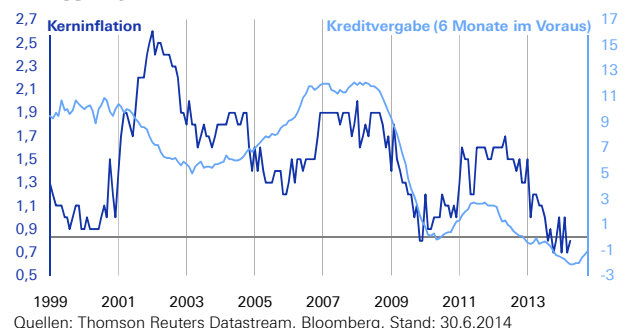
### Inflation in der Eurozone befindet sich im Prozess einer Bodenbildung in % ggü. Vj.



Erst ab September dürfte die Inflationsrate gleichzeitig mit der Kerninflation in der Eurozone wieder steigen. Dafür spricht auch die Trendwende bei der Kreditvergabe. So verzeichnete die Wachstumsrate der Kreditvergabe einen Anstieg von -2,1 % im Januar 2014 auf -1,1 % im Juni 2014. Erfahrungsgemäß ist die Dynamik der Wachstumsrate der Kreditvergabe ein Frühindikator für den Trend der Kerninflation.

### Eurozone: Wachstumsdynamik der Kreditvergabe signalisiert frühzeitig den Trend der Kerninflation

in % ggü. Vj.

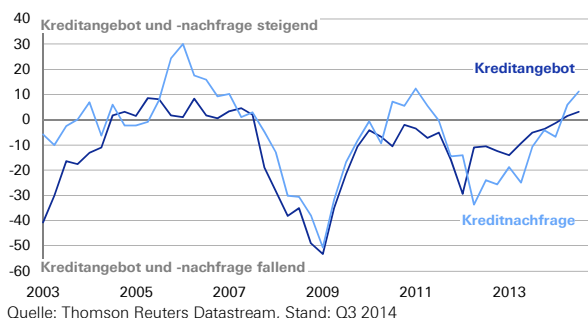


Nach einem Anstieg der Wachstumsrate für die Kreditvergabe folgte in der Vergangenheit regelmäßig ein Aufwärtstrend der Kerninflation. In unserem Wirtschaftssystem „drücken“ nicht die Zentralbanken Geld, sondern hauptsächlich die Geschäftsbanken in Form von Krediten. Die Zentralbanken können durch ihre Geldpolitik nur indirekt die Inflationsentwicklung steuern.

ern, indem sie die Kreditvergabe der Geschäftsbanken beeinflussen. Nichtsdestotrotz beschränkt sich der Zusammenhang zwischen Kreditvergabe und Inflation nur auf die gemeinsamen Trends (aufwärts oder abwärts) und ist in der Amplitude nicht sehr eng. Das hängt damit zusammen, dass Kredite auch vergeben werden, um beispielsweise schon bestehende Vermögenswerte wie Immobilien zu kaufen. Der Effekt eines Kredits für den Kauf einer bestehenden Immobilie ist, dass die Immobilienpreise steigen – jedoch nicht die Konsumentenpreise.

Vieles spricht dafür, dass sich die Kreditvergabe in der Eurozone in den kommenden Monaten weiter erholt. So befindet sich die Wirtschaft in der Eurozone in einem moderaten Aufschwung, wie ein kräftiger Anstieg der Industrieproduktion in Italien (Montag), in Deutschland (Donnerstag) sowie in Frankreich (Freitag) untermauern dürfte. Darüber hinaus sprechen die vom Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) berichteten Auftragseingänge auch für einen Anstieg der gesamtdeutschen Auftragseingänge (Mittwoch). Eine Verbesserung der Konjunktur führt in der Regel zu einer steigenden Kreditnachfrage. Insbesondere aber die Umfrage der EZB bei den Geschäftsbanken im Juli zeigt, dass die Geschäftsbanken ihr Kreditangebot zuletzt deutlich erhöht haben und die Banken eine merkliche Erholung der Kreditvergabe registrieren.

### Kreditzyklus in der Eurozone kommt wieder in Gang Umfrage zu Kreditangebot und -nachfrage (Saldo der Befragten)

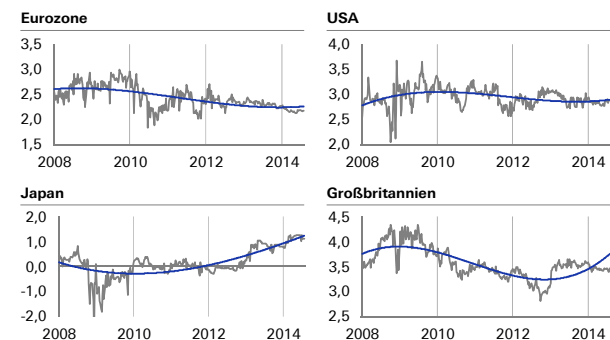


Die Finanzmärkte haben nach wie vor ein großes Vertrauen in die Zentralbanken und gehen davon aus, dass die Inflation mittelfristig stabil gehalten werden kann. So tendieren die mittelfristigen Inflationserwartungen

schon seit einiger Zeit in allen großen Wirtschaftsräumen seitwärts.

### Langfristige Inflationserwartungen: Stabil in der Eurozone und den USA – tendenziell steigend in Japan und Großbritannien

Inflationsswaps in fünf Jahren für fünf Jahre in %



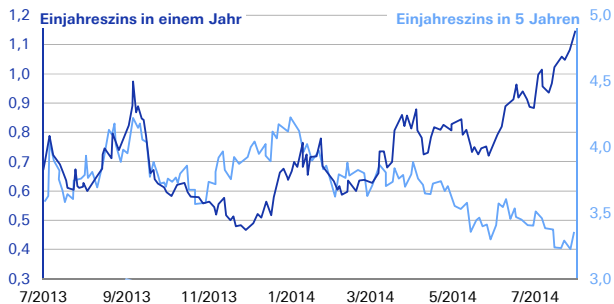
Die EZB (Donnerstag) wird vor diesem Hintergrund erst einmal eine abwartende Haltung einnehmen und nicht, wie vielleicht von vielen erhofft, ein umfassendes Kaufprogramm von Wertpapieren beschließen. Auch wird sie zweifellos noch die Wirkung der im Juni beschlossenen Maßnahmen – etwa der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) – abwarten wollen. Die EZB-Sitzung dürfte daher keine Überraschungen bieten.

Im Gegensatz dazu ist die Bank von England (Donnerstag) in einer ähnlichen Lage wie die US-Notenbank, da viele Inflationsindikatoren in Großbritannien eine steigende Inflationstendenz signalisieren. Die Bank von England wird sehr wahrscheinlich im November mit einer ersten Leitzinserhöhung auf die steigenden Inflationsrisiken reagieren.

Auch in den USA rechnen die Finanzmärkte zunehmend mit Leitzinserhöhungen der Fed im kommenden Jahr. Im Januar erwarteten die Finanzmärkte noch den Einjahreszins in einem Jahr bei etwa 0,5 % (also der Zins für eine Anlage von Januar 2015 bis Januar 2016), im Juli stiegen die Zinserwartungen für den Einjahreszins in einem Jahr auf über 1,1 % (also von Juli 2015 bis Juli 2016).

### Interessante Zinsdynamik in den USA

in %



Quelle: SG Cross Asset Research, Stand: Juli 2014

Interessanterweise fiel jedoch seit Jahresanfang die Zinserwartung für den Einjahreszins in fünf Jahren von etwa 4,25 % auf 3,25 %. Dieser Rückgang ging einher mit einer intensiven Diskussion um den Gleichgewichtszins in den USA. Der Rentenmarkt kann unmöglich die konjunkturelle Lage in der fernen Zukunft prognostizieren, ebenso wie die Rohstoffpreise, die Währungsentwicklung oder das Zinsniveau. Daher ist die beste Prognose für den Geldmarktzins in fünf oder zehn

Jahren eine Rückkehr zum Gleichgewichtszins. Der Gleichgewichtszins errechnet sich dabei aus dem nominalen Trendwachstum der US-Volkswirtschaft. Aufgrund der trägen Investitionsausgaben und der enttäuschenden Produktivitätsentwicklung seit Ausbruch der Finanzmarktkrise haben viele Volkswirte ihre Einschätzung des nominalen Trendwachstums von etwa 4,5 % auf etwa 3,5 % revidiert.

### Globale Konjunktur: Einkaufsmanagerindizes

In der kommenden Woche werden die Einkaufsmanagerindizes (Dienstag) für den Dienstleistungssektor in zahlreichen Regionen veröffentlicht. Die erste Schätzung zeigte eine deutliche Belebung der Aktivitäten des globalen Dienstleistungssektors und bestätigte damit die Erholungstendenzen der Weltwirtschaft.

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.