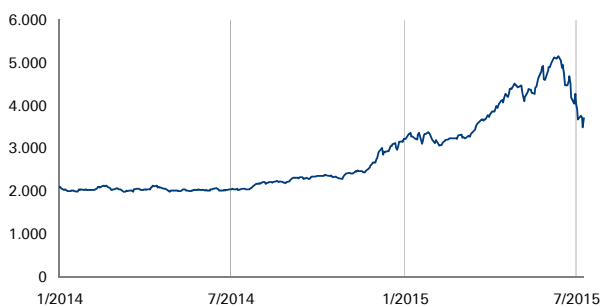


Metzler: Risiken der Turbulenzen in China Chinesische Regierung begeht Politikfehler

Kursturbulenzen in China im Fokus

China hat sowohl gemessen an den Handelsvolumen als auch an der Marktkapitalisierung den zweitgrößten Aktienmarkt der Welt (Nummer 1: USA). So betrug die Marktkapitalisierung des US-Aktienmarktes im Mai 2015 etwa 27 Bio. USD im Vergleich zu etwa 10 Bio. USD in China. Bereits die schiere Größe des chinesischen Aktienmarktes sorgt dafür, dass die dortigen Kursbewegungen im Fokus der internationalen Finanzmarktteilnehmer stehen – vor allem bei Kursturbulenzen wie zuletzt.

Kursturbulenzen am chinesischen Aktienmarkt Shanghai-Composite-Index



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand: 9. Juli .2015

Von Jahresanfang bis Mitte Juni stieg der Shanghai-Composite-Index um knapp 60 %. Die Kursrally wurde dabei hauptsächlich von privaten Investoren getragen, die ein neues Depot eröffneten und Aktien auf Kredit kauften. So entstanden in den ersten fünf Monaten dieses Jahres etwa 18 Mio. neue Depots – mehr als in den gesamten vier Jahren davor. Die kreditfinanzierten Aktienkäufe wirken dabei wie ein zusätzlicher Kursturbo – nach oben, aber auch nach unten, wie die vergangenen Tage gezeigt haben. Das Verhalten der chinesischen Regierung war in der Aufwärts- und Abwärtsphase äußerst unglücklich. So wurde die Aufwärtsbewegung am chinesischen Aktienmarkt oft durch positive Berichte in den öffentlichen Medien begleitet, die anscheinend bei vielen chinesischen Investoren den Eindruck vermittelten, dass die chinesische Regierung aktiv für anhaltend steigende Kurse sorgen würde. Im gewissen Sinne bestätigten sich diese Erwartungen in der Folge, da die chinesische Regierung in den vergangenen Tagen zahlreiche Schritte beschloss, um den

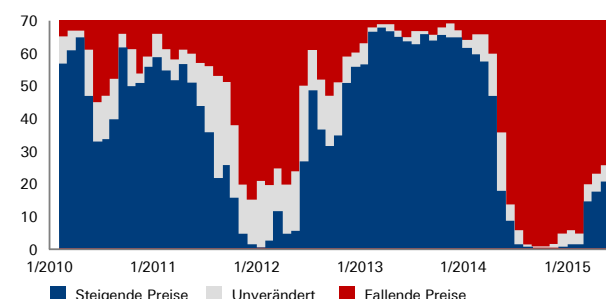
Aktienmarkt zu stützen. Damit schuf sie einen gefährlichen Präzedenzfall, da die Anleger auch bei der nächsten Kurskorrektur eine solche Intervention des Staates erwarten und dementsprechend wiederum viel zu hohe Risiken eingehen könnten.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, welche realwirtschaftlichen Konsequenzen die Kursturbulenzen auslösen könnten. Chinesische Haushalte haben eine geschätzte Aktienquote von nur 6–7 % ihrer Finanzanlagen. Bankeinlagen und Bargeld haben mit 55 % bzw. 17 % den größten Anteil am Finanzvermögen. Der negative Vermögenseffekt dürfte sich damit in Grenzen halten. Auch nutzen chinesische Unternehmen den Aktienmarkt kaum für die eigene Finanzierung.

Die einsetzende Konjunkturerholung dürfte darüber hinaus den wirtschaftlichen Schaden der Kurskapriolen begrenzen. So ist der Wohnimmobilienmarkt in nahezu allen Volkswirtschaften frühzyklisch, da er sehr sensibel auf Veränderungen des monetären Umfelds reagiert. In China lässt sich die Entwicklung am Wohnimmobilienmarkt an den Preisveränderungen in den 70 größten Städten ablesen.

Trendwende am Wohnimmobilienmarkt signalisiert konjunkturelle Erholungstendenzen

Anzahl der Städte mit steigenden, fallenden oder unveränderten Wohnimmobilienpreisen gegenüber Vormonat

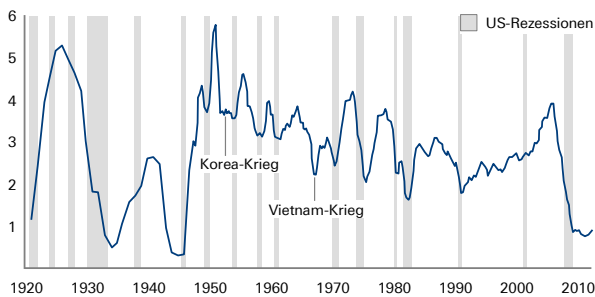


Quelle: Deutsche Bank Research; Stand: Juni 2015

Noch im Oktober 2014 fielen in allen 70 Städten die Wohnimmobilienpreise. Im Mai stiegen die Preise immerhin schon wieder in 21 Städten. Damit signalisiert der Wohnimmobilienmarkt verbesserte Konjunkturperspektiven für die kommenden Monate.

Die überragende Bedeutung des Wohnimmobilienmarktes für die Konjunkturperspektiven lässt sich am Beispiel der USA zeigen, wo sogar schon vor dem Zweiten Weltkrieg ein überhitzter Wohnimmobilienmarkt frühzeitig Konjunkturabschwünge signalisierte – und ein geringes Geschäft am Wohnimmobilienmarkt Konjunkturaufschwünge.

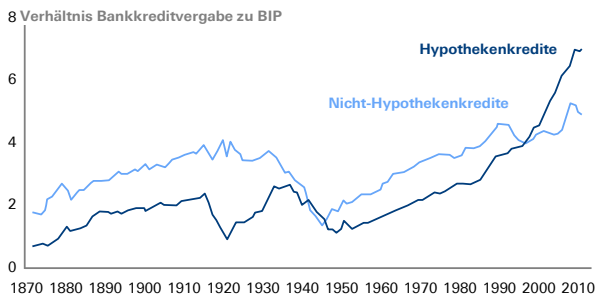
Das Beispiel USA zeigt, dass der Wohnimmobilienmarkt schon vor dem Zweiten Weltkrieg frühzyklisch war
Ausgaben für Neubauten in % des BIP



Quelle: Gjerstad und Smith (2013): Balance Sheet Crises

Diese Zusammenhänge gelten heute umso mehr, als der Wohnimmobilienmarkt in den vergangenen Jahrzehnten in allen großen Volkswirtschaften an Bedeutung gewonnen hat. Seit 2000 ist der Hypothekenkreditbestand bei den Banken sogar größer als der gesamte andere Kreditbestand – vor allem bei den Unternehmen.

Die wirtschaftliche Bedeutung des Wohnimmobilienmarktes hat auf globaler Ebene deutlich zugenommen
Bankkredite für Wohnimmobilien & Unternehmen in % des BIP*



* Durchschnitt über 17 Länder
Quelle: Jorda, Schularick, Taylor (2014): The Great Mortgaging

Die volkswirtschaftliche Theorie ist dementsprechend empirisch nicht haltbar, da Zinsänderungen zuerst auf den Wohnimmobilienmarkt wirken und erst mit einer längeren Verzögerung auf die Unternehmensinvestitionen.

Für China bedeuten die obigen Ausführungen, dass die realwirtschaftlichen Konsequenzen wohl eher gering ausfallen dürften und sich die Konjunkturdaten wie das Wirtschaftswachstum (Mittwoch), die Industrieproduktion (Mittwoch) sowie die Einzelhandelsumsätze (Mittwoch) in den kommenden Monaten sukzessive verbessern werden.

Europa: Verbesserte Chancen auf einen Verbleib Griechenlands in der Währungsunion

In einem gewissen Sinne nimmt die Entwicklung der Griechenland-Krise absurde Züge an, da die griechische Regierung den europäischen Partnern gestern nahezu die gleichen Reformvorschläge unterbreitete, die das griechische Volk beim Referendum vergangene Woche abgelehnt hatte. Trotzdem scheint es auf beiden Seiten eine grundsätzlich höhere Einigungsbereitschaft zu geben als in den vergangenen Monaten, sodass die Wahrscheinlichkeit für einen Erfolg der Verhandlungen mit Griechenland zweifellos gestiegen ist.

Die Grexit-Diskussion hatte bisher kaum nennenswerte Auswirkungen auf die Realwirtschaft in der Eurozone. So zeigten sich die Teilnehmer der sentix-Konjunkturumfrage in dieser Woche unverändert optimistisch für die Wirtschaftsperspektiven der Eurozone. Vor diesem Hintergrund bestehen gute Chancen für einen Anstieg des ZEW-Index (Dienstag). Auch die Industrieproduktion (Dienstag) in der Eurozone dürfte im Mai deutlich stärker als die von den meisten Finanzmarktteilnehmern erwarteten 0,2 % expandiert haben.

Darüber hinaus wird die Europäische Zentralbank (EZB) die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken (Dienstag) veröffentlichen. Dabei wird sich zeigen, ob die Griechenland-Krise einen Einfluss auf das Kreditangebot der Banken und die Kreditnachfrage hatte. Vor allem wird sich der Fokus auf die Kreditvergabekriterien der Banken an Firmenkunden richten, da diese Zeitreihe ein wichtiger Erklärungsfaktor für High-Yield-Spreads in der Eurozone ist.

Europäische High-Yield-Anleihen mit guten Perspektiven in Basispunkten



In unserem Basisszenario erwarten wir weiter gelockerte Kreditvergabekriterien im dritten Quartal und einen anhaltenden Aufschwung in der Eurozone, was einen Rückgang der Spreads für europäische High-Yield-Anleihen gegenüber Staatsanleihen laut Prognosemodell in den kommenden Monaten impliziert.

Die Sitzung der EZB (Donnerstag) und die Inflationsdaten (Donnerstag) dürften keine größeren Neuigkeiten bringen und stehen daher nicht im Fokus. Die EZB hat derzeit keinen Handlungsbedarf und kann daher abwarten. Wenn es zu einem Grexit und dadurch zu unerwarteten Finanzmarkturbulenzen kommen sollte, könnte die EZB jedoch neue Liquiditätsschritte beschließen, um die Investoren an den Finanzmärkten zu beruhigen. In unserem Basisszenario erwarten wir jedoch selbst bei einem Grexit keine größeren Finanzmarkturbulenzen.

In Großbritannien dürfte sich das bereits im Mai signifikant beschleunigende Lohnwachstum (Mittwoch) im privaten Sektor aufgrund der geringen Arbeitslosenquote (Mittwoch) im Juni fortgesetzt haben. Das hohe

Lohnwachstum hat sich bisher jedoch noch nicht auf die Inflation (Dienstag) ausgewirkt.

USA: Was sagt Janet Yellen?

Der Internationale Währungsfonds empfahl der US-Notenbank in dieser Woche, auf eine Leitzinserhöhung in diesem Jahr zu verzichten. Sicherlich eine Einschätzung, mit der sich Janet Yellen anfreunden kann, da auch sie die Risiken von zu frühen Zinsschritten immer wieder hervorgehoben hat. Im Offenmarktausschuss gibt es jedoch eine große Fraktion von Mitgliedern, die noch in diesem Jahr den Leitzins unbedingt anheben wollen, sodass Janet Yellen wohl in ihrer Rede (Mittwoch) gezwungen sein wird, einen gut ausbalancierten Ausblick zu präsentieren.

Und diese Einschätzung trifft unseres Erachtens umso mehr zu, als die robusten Konjunkturdaten wie die Einzelhandelsumsätze (Dienstag), die Industrieproduktion (Mittwoch) sowie der Philadelphia Fed Index (Donnerstag) eher den Befürwortern von Leitzinserhöhungen in die Karten spielen dürften. Auch der Wohnungsmarktmittwoch mit dem NAHB-Index (Donnerstag) und den Neubaubeginnen und -genehmigungen (Freitag) dürften das Bild einer dynamisch wachsenden US-Wirtschaft zeichnen. Die niedrige Inflation (Freitag) von voraussichtlich nur 0,2 % im Juni spricht dagegen eher für eine abwartende Geldpolitik.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 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.