

15. August 2014

# Metzler: Eurozone vor einer Rückkehr zu Wachstum

## Die Wirtschaft in der Eurozone steht auf einem soliden Fundament

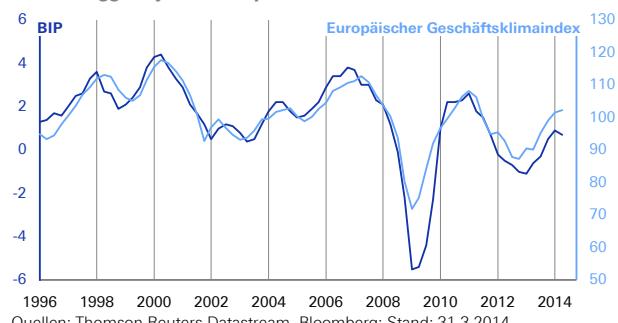
### Eurozone: Einkaufsmanagerindizes im Fokus

Im zweiten Quartal enttäuschte das Wirtschaftswachstum in der Eurozone mit einer Stagnation. Noch vor einem Monat war mit einem Anstieg von 0,3 % gerechnet worden. Die Krise in der Ukraine, die russischen Sanktionen sowie eine strukturelle europäische Wachstumsschwäche wurden dabei häufig als Gründe für das schwache Wachstum genannt.

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass eine schnelle Restrukturierung des Bankensystems nach einer schweren Finanzmarktkrise ein entscheidender Erfolgsfaktor für eine Rückkehr zu solidem Wirtschaftswachstums ist. So restrukturierte Schweden mit großem Erfolg das Bankensystem Anfang der 1990er-Jahre schnell und umfassend, während beispielsweise Japan das Bankensystem nach dem Ausbruch der Finanzkrise über mehr als 13 Jahre mit einem wachsenden Berg an notleidenden Krediten mehr oder weniger unangetastet ließ. In der Eurozone wurden erst im vergangenen Jahr mit der Bankenunion, dem Stress-Test und der „Asset Quality Review“ der EZB die Probleme im europäischen Bankensektor ernsthaft angegangen. Die Maßnahmen kosteten bisher zweifellos Wachstum – die Banken hielten sich in den vergangenen Quartalen mit der Kreditvergabe zurück. Die Umfrage der EZB bei den Geschäftsbanken zu Beginn des dritten Quartals zeigte jedoch eine deutliche Verbesserung bei der Kreditnachfrage und beim Kreditangebot. Damit hat die Eurozone die Grundlagen geschaffen, wieder auf einen soliden Wachstumspfad zurückzukehren.

Die Geschäftsklimaindizes in der Eurozone und die Einkaufsmanagerindizes zeigen derzeit ein deutlich besseres Wachstumsbild als die Daten der Realwirtschaft, beispielsweise das BIP und die Industrieproduktion. In der Vergangenheit wurden oft die realwirtschaftlichen Daten mit einiger Verzögerung im Einklang mit den Signalen der Geschäftsklimaindizes revidiert.

Geschäftsklimaindizes signalisieren deutlich besseres Wachstumsumfeld in der Eurozone als die BIP-Daten  
BIP in % ggü. Vj. und europäischer Geschäftsklimaindex



Vor diesem Hintergrund bestehen gute Chancen, dass die Einkaufsmanagerindizes (Donnerstag) in der Eurozone im August nicht wie befürchtet fallen, sondern sich einigermaßen stabil entwickeln werden.

### USA und Großbritannien: Inflation im Fokus

In dieser Woche entspannten sich die Zinsängste an den Finanzmärkten wieder. Dabei könnte die Rede von Mark Carney, Präsident der Bank von England, eine Rolle gespielt haben. Carney deutete an, dass die Bank von England trotz der guten Konjunkturdaten erst sehr spät und nur sehr vorsichtig den Leitzins anheben wird. Dementsprechend erwartet ein Großteil der Finanzmarktteilnehmer eine Leitzinsanhebung erst fürs erste Quartal 2015. Darüber hinaus sprach Mark Carney davon, dass die Lohnentwicklung der maßgebliche Inflationsfrühindikator für die Bank von England geworden sei, da die Arbeitslosenquote den Zustand des Arbeitsmarktes nur unvollständig abbilde. Viele Finanzmarktteilnehmer rechnen nunmehr mit einem ähnlichen Vorgehen der US-Notenbank und mit einem starken Fokus auf die US-Löhne.

Das Problem dabei ist jedoch, dass derzeit viele Baby-Boomer in Rente gehen und ihre hohen Gehälter somit aus der Lohnstatistik herausfallen. Damit könnte die Lohnstatistik die tatsächliche Lohndynamik unterzeichnen. Während des Rentenbezugs konsumieren die

# markt:aktuell

## Kapitalmarktausblick KW 34

15. August 2014

Baby-Boomer zwar weniger als zuvor, tragen aber auch nicht mehr zum Produktionsprozess bei, sodass die Nachfrage langsamer schrumpft als das Angebot. Diese Dynamik spricht tendenziell für steigende Konsumentenpreise.

Vor diesem Hintergrund dürfte die Inflationsentwicklung neben den Löhnen weiterhin eine große Rolle für die Geldpolitik spielen. Demnach besteht auch immer das Risiko, dass die Inflation in den USA (Dienstag) und in Großbritannien (Dienstag) mit hohen Steigerungsraten überrascht.

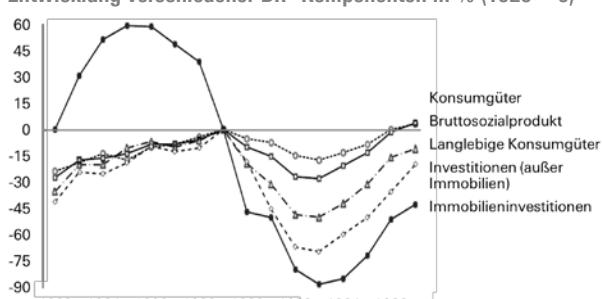
Eine Studie des Internationalen Währungsfonds (IWF) – „Is Japan's population aging deflationary?“ – kommt in diesem Zusammenhang am Beispiel Japans zu dem Ergebnis, dass die Alterung einer Gesellschaft per saldo deflationär wirkt. Laut dem Modell des IWF sind dafür hauptsächlich das geringe Nachfragewachstum, die fallenden Preise für Grund und Boden und die aufgrund der hohen Staatsverschuldung erforderlichen staatlichen Sparmaßnahmen verantwortlich. Laut dem IWF kann die Geldpolitik jedoch durch aggressive unorthodoxe Maßnahmen auch bei einer Alterung der Gesellschaft das Inflationsziel erreichen. Die unorthodoxe Geldpolitik wäre dann jedoch nicht nur temporär, sondern permanent.

### Taktgeber US-Wohnimmobilienmarkt

Der Wohnimmobilienmarkt in den USA ist schon seit der Großen Depression ein zuverlässiger Frühindikator für die Gesamtwirtschaft. So entwickelte sich der Wohnungsbau schon 1927 früher als alle anderen BIP-Komponenten rückläufig. Auch in der Finanzmarktkrise drehte der Wohnungsbau bereits im Jahresverlauf 2006 vor allen anderen BIP-Komponenten nach unten.

**Schon in der Großen Depression war der Wohnimmobilienmarkt in den USA ein Frühindikator ...**

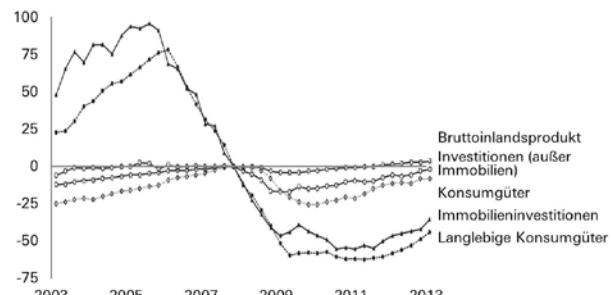
Entwicklung verschiedener BIP-Komponenten in % (1929 = 0)



Quelle: Steven Gjerstad und Vernon L. Smith: „Balance Sheet Crises: Causes, Consequences, and Responses“

... ebenso wie in der Finanzmarktkrise 2008

Entwicklung verschiedener BIP-Komponenten in % (2008 = 0)

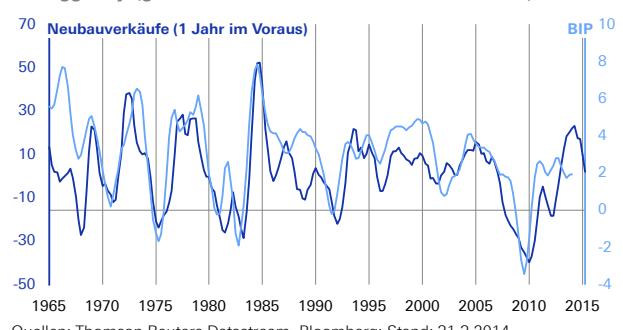


Quelle: Steven Gjerstad und Vernon L. Smith: „Balance Sheet Crises: Causes, Consequences, and Responses“

Der Wohnungsbau ist aufgrund seiner hohen Zinsensensitivität frühzyklisch, da er als erstes auf eine Veränderung des monetären Umfelds reagiert. Ob aus einem Abschwung des Wohnimmobilienmarktes eine Rezession oder eine Depression wurde, hing in der Vergangenheit davon ab, ob es zu Wohlstandsverlusten infolge fallender Immobilienpreise kam. Sowohl in der Großen Depression als auch in der Finanzmarktkrise 2007 verursachten deutlich fallende Immobilienpreise jeweils massive Vermögensverluste bei den privaten Haushalten.

Aktuell signalisieren die Neubauverkäufe ein Wirtschaftswachstum in den USA zwischen 2 und 3 % in den kommenden Quartalen.

**Der private Wohnimmobilienmarkt ist frühzyklisch und signalisiert ein anhaltend dynamisches BIP-Wachstum in % ggü. Vj. (gleitender Durchschnitt über vier Quartale)**



Nichtsdestotrotz kamen zuletzt sehr unterschiedliche Signale vom Wohnimmobilienmarkt. Die Hypothekenanträge für Wohnimmobilien waren in den vergangenen zwölf Monaten eher rückläufig, während die Wohnimmobilienverkäufe gestiegen sind.

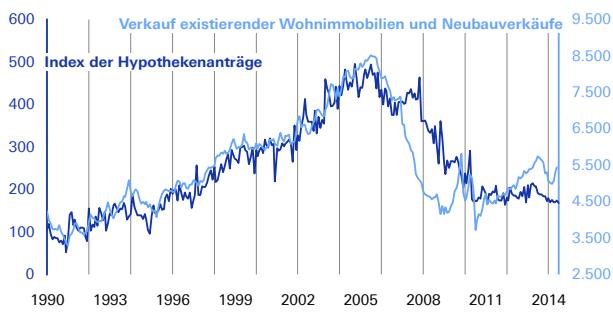
# markt:aktuell

## Kapitalmarktausblick KW 34

15. August 2014

### Zwischen Immobilienverkäufen und Hypothekenanträgen öffnet sich eine Schere

#### Wohnimmobilienverkäufe in Tausend und Index der Hypothekenanträge



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg; Stand: 31.7.2014

Die steigenden Umsätze bei den Wohnimmobilien wurden bisher vorwiegend ohne Kredite finanziert oder von großen Finanzinvestoren getragen. Früher oder später wird sich die Schere zwangsläufig wieder schließen. Die Frage ist nur, ob die Immobilienkredite steigen oder die Umsätze fallen. Sollte Letzteres der Fall sein, droht

ein herber Rückschlag am Wohnimmobilienmarkt in den USA mit negativen Konsequenzen für die Gesamtirtschaft. Immerhin zeigte die Umfrage der US-Notenbank bei den Geschäftsbanken zu Beginn des dritten Quartals, dass sich Nachfrage und Angebot an Immobilienkrediten deutlich belebt haben. Insgesamt kommt dem US-Immobilienmarkt vor diesem Hintergrund eine entscheidende Bedeutung für die Geldpolitik der Fed in den kommenden Monaten zu: NAHB-Index (Montag), Neubaubeginne und -genehmigungen (Dienstag) sowie Verkäufe bestehender Immobilien (Freitag).

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 diese 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.