

## Getrübte Aussichten für die Eurozone Dramatischer Einbruch bei den Einkaufsmanagerindizes im April

### **Eurozone: Leicht sinkende Wirtschaftstätigkeit zu erwarten**

Nach den heftigen Finanzmarkturbulenzen und der darauf folgenden Bankenkrise im Sommer vergangenen Jahres waren gewisse Rezessionstendenzen in der Eurozone ab Herbst 2011 absehbar. So war die jeweils zurückgehende Wirtschaftstätigkeit im vierten Quartal 2011 und im ersten Quartal 2012 eine direkte Folge der dramatisch gesunkenen Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben. Die Liquiditätsschritte der Europäischen Zentralbank (EZB) im Dezember und im Februar entspannten jedoch die Lage an den Finanzmärkten und im Bankensystem deutlich. So verschärften die Banken die Kreditvergabekriterien im ersten Quartal kaum noch, was als sehr positives Signal für das Kreditangebot zu werten ist. Vor diesem Hintergrund kommen die im April dramatisch gesunkenen Einkaufsmanagerindizes völlig überraschend. Die EZB sieht darin nur eine gestiegene Unsicherheit des privaten Sektors ohne nachhaltige Konsequenzen für die Realwirtschaft, da sie weiter von einer sich graduell erholenden Konjunktur im Jahresverlauf 2012 ausgeht. Die Einschätzung der EZB könnte sich jedoch als etwas zu optimistisch erweisen. So berichteten die Banken von einer stark einbrechenden

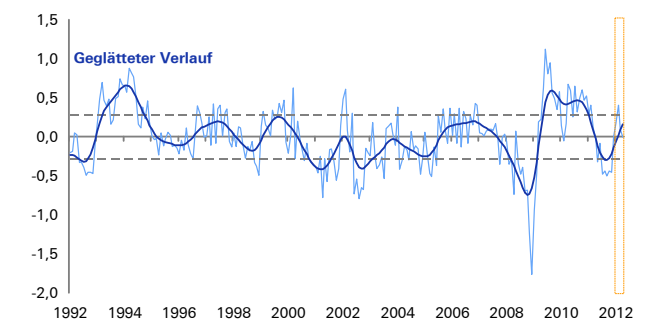
Kreditnachfrage im ersten Quartal, was eine Folge der gestiegenen Unsicherheit des privaten Sektors in vielen Ländern der Europäischen Währungsunion gewesen sein dürfte. Die einbrechende Kreditnachfrage dürfte im zweiten Quartal negative Effekte auf die Konjunktur haben und damit den Rückgang bei den Einkaufsmanagerindizes zumindest teilweise bestätigen. Immerhin erwarten die Banken, dass sich die Kreditnachfrage im zweiten Quartal deutlich erholen wird, was bei einer tatsächlich anziehenden Kreditnachfrage verzögert zu verbesserten Einkaufsmanagerindizes führen dürfte.

Derzeit gehen wir davon aus, dass der Einbruch bei den Einkaufsmanagerindizes übertrieben und zumindest teilweise psychologisch motivierten Bedenken geschuldet ist. Andere Indikatoren wie der Surprise-Gap-Index (SGI) von Morgan Stanley signalisieren eine stagnierende bis moderat wachsende Wirtschaft in der Eurozone im April. Mit dem SGI werden die Produktionserwartungen der Unternehmen von vor drei Monaten gemessen und mit der tatsächlichen Produktion drei Monate später verglichen. Wenn beispielsweise die Unternehmen von einer starken Nachfrage überrascht werden, wird ihre

Produktion höher ausfallen als vor drei Monaten geplant und darüber hinaus in den kommenden Monaten weiter expandieren. In der Vergangenheit gab der geglättete Verlauf des SGI meistens frühzeitig Signale für eine Rezession bzw. einen Aufschwung. Im April lag der geglättete Verlauf des SGI im positiven Bereich und spiegelte damit eher das optimistische Szenario der EZB wider.

### **Surprise-Gap-Index (SGI) stützt positives Konjunkturbild der EZB**

#### **Standardabweichung vom langfristigen Durchschnitt**



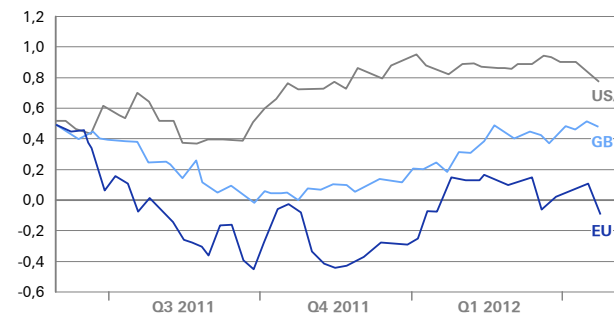
Quelle: Morgan Stanley

## Kapitalmarktausblick KW 19

Freitag, 4. Mai 2012

Zwischen dem sehr negativen Signal der Einkaufsmanagerindizes und dem eher positiven Signal des SGI steht die Prognose von Now-Casting.com. Now-Casting.com wurde von mehreren Professoren europäischer Universitäten gegründet und versucht, mithilfe eines innovativen Ansatzes das BIP-Wachstum drei Monate im Voraus zu prognostizieren. Dabei werden die Prognosen täglich auf Basis der neuesten verfügbaren Daten aktualisiert. Mit dem Ansatz wurden in der Vergangenheit gute Resultate erzielt und sogar später korrigierte Daten zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) antizipiert. Derzeit errechnet sich aus den Ergebnissen dieses Modells eine stagnierende bis leicht schrumpfende Wirtschaft in der Eurozone bis zum Ende des dritten Quartals. Interessanterweise hat sich der Wachstumsausblick für Großbritannien zuletzt deutlich verbessert, und die US-Wirtschaft scheint stabil mit ca. 3 % zu wachsen.

### Prognose des BIP-Wachstums in den kommenden drei Monaten auf Basis des Modells von Now-Casting.com in % ggü. Vq.



Quelle: Domenico Giannone et al, "Have the US and European economies parted company?"

Die Einschätzung einer stagnierenden bzw. leicht schrumpfenden Wirtschaft in der Eurozone erscheint uns im aktuellen Marktumfeld als realistisch. Wir haben daher unsere Wachstumsprognose für die Wirtschaft der Eurozone von 0,1 % in diesem Jahr auf -0,4 % reduziert. Vor allem die gute deutsche Konjunktur wirkt hierbei als Stabilisator. So erwarten wir Zuwächse bei den deutschen Auftragseingängen (Mo) und bei der Industrieproduktion (Di). Die französische Industrieproduktion (Do) dürfte dagegen im April eher gesunken sein.

Angesichts der schwierigen Konjunkturlage in der Eurozone ist ein Wachstumspakt dringend notwendig. Der sehr wahrscheinliche Wahlsieg des Sozialisten Hollande

in Frankreich am Sonntag dürfte die Tendenz in diese Richtung auf politischer Ebene noch verstärken. Die Vorschläge von EZB-Präsident Draghi könnten hierbei auch eine wichtige Rolle spielen. Nach seinen Worten soll der Wachstumspakt neben Strukturreformen und EU-finanzierten Infrastrukturmaßnahmen eine Vision für Europa in zehn Jahren umfassen, womit die derzeitige Unsicherheit der Investoren über die weitere Entwicklung in der Eurozone reduziert werden soll. Die EZB scheint dabei dem Ziel einer Fiskalunion und damit wohl oder übel der Emission von Eurobonds nicht abgeneigt zu sein. Auch könnten der ausbleibende Aufschwung und die schleppende Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone die EZB zu weiteren geldpolitischen Schritten zwingen – durchaus auch eine Leitzinssenkung im Juni oder Juli, zumal die Marktteilnehmer schon eine weiter gelockerte Geldpolitik in den Anleihekursen eingepreist haben.

### China: Konjunktur scheint sich zu stabilisieren

Die Inflation (Fr) in China dürfte von 3,6 % im März auf 3,4 % im April gefallen sein und damit den Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik nochmals vergrößern. Die chinesische Wirtschaft scheint sich aufgrund vergangener geld- und fiskalpolitischer Programme zunehmend stabilisiert zu haben. Offenbar will Chinas Führung im Jahr des Führungswechsels keine wirtschaftlichen Risiken eingehen und hat daher die wach-

## Kapitalmarktausblick KW 19

Freitag, 4. Mai 2012

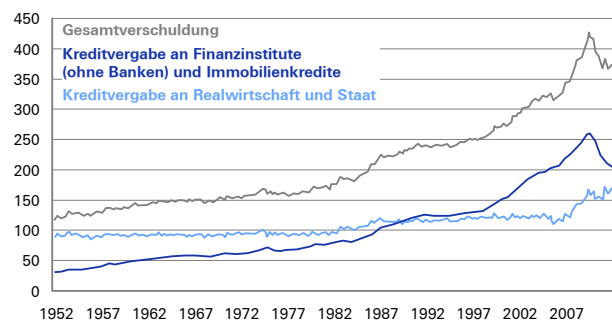
tumsfördernden Anreize in der Fiskalpolitik in den vergangenen Monaten ausgebaut.

### Über gute und schlechte Kredite am Beispiel der USA

In den USA, aber auch in anderen entwickelten Volkswirtschaften war in den vergangenen Jahrzehnten eine dramatisch steigende Verschuldung zu beobachten. Dabei ist es jedoch wichtig, die Kreditvergabe nach Verwendung zu differenzieren. Die Kredite für die Realwirtschaft liegen seit dem Zweiten Weltkrieg relativ stabil bei etwa 100 % des BIP. Das stabile Verhältnis wurde auch für andere Volkswirtschaften nachgewiesen.

### Steigende Verschuldung vor allem eine Folge der rasant wachsenden Kredite für Finanzgeschäfte

#### Kreditvergabe der Banken in den USA in % des BIP



Quelle: Dirk Bezember „Finance and Growth“; Stand: 2011

Eigentlich ist das stabile Verhältnis eine logische Konsequenz, da beispielsweise Unternehmen Kredite aufnehmen, um Investitionen zu finanzieren. Die Kreditaufnahme erhöht die Verschuldung, während die Investitionsausgabe das BIP erhöht. Dementsprechend muss das Verhältnis von Verschuldung zu BIP konstant bleiben. Das heißt auch, dass ohne Kreditvergabe an die Realwirtschaft kein Wirtschaftswachstum möglich ist.

Kredite für Finanztransaktionen (also an Nichtbank-Finanzinstitute oder für den Kauf von Immobilien) haben keine realwirtschaftlichen Effekte und erhöhen daher die Verschuldung im Verhältnis zum BIP. Wenn beispielsweise eine Bank einen Kredit an einen Hedgefonds vergibt, dürften die Manager dieses Fonds damit aller Wahrscheinlichkeit nach ein Wertpapier kaufen und dessen Preis in die Höhe treiben. Kredite in dieser Kategorie erhöhen dementsprechend nur die Preise von Finanzanlagen. Übermäßig zunehmende Kredite für Finanztransaktionen können zu einer Kursblase an den Finanzmärkten führen und in der Folge zu einem Crash. Der Crash hat negative Konsequenzen für die Bankbilanzen und damit auch für die Kreditvergabe an die Realwirtschaft. Eine schwere Rezession kann daher die Folge von Finanzmarktkrisen sein. Vor diesem Hintergrund ist es von entscheidender Bedeutung, dass das Finanzsystem im aktuellen Umfeld weiter Kredite an die Realwirtschaft vergibt, da sonst kein Wirtschaftswachstum und

kein erfolgreicher Schuldenabbau möglich ist. Das Regulationsumfeld sollte jedoch zumindest für ein konstantes Niveau bei den Krediten für Finanztransaktionen sorgen, damit die Verschuldung im Verhältnis zum BIP nach und nach sinken kann. Als eine Folge dessen sollten die Preise vieler Finanzanlagen nur seitwärts tendieren, und der Finanzsektor dürfte schrumpfen.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk

## Kapitalmarktausblick KW 19

Freitag, 4. Mai 2012

14,32	4217,03	▼	883,76	9,8%	55,84	POM	1945,65	9376,51	0,00	256,07	9376,51	▼	531,35	6,4%	24,51	POW	1945,65	9376,51	0,00
2,55	1003,74	▲	290,33	7,2%	81,41	RAS	2833,08	7091,48	0,00	93,86	7091,48	▲	85,22	9,8%	55,84	RAS	2833,08	7091,48	0,00
18,20	2491,17	▲			38,74	SAN	4612,71	9178,72	0,00	388,21	9178,72	▲	683,76	8,5%	81,41	SAN	4612,71	9178,72	0,00
49,04	3169,31	▼			0,00	TAF	2498,93	8043,12	0,00	173,98	8043,12	▼	290,33	7,2%	38,74	TAF	2498,93	8043,12	0,00
0,71	1428,78	▶			0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73	14,32	4217,03	▲	17,26	4,3%	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,73
23,54	2093,10	▼			0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31	2,55	1003,74	▲	4,17	0,5%	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,31
7,22	7581,09	▲			0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64	18,20	2491,17	▼	20,21	11,2%	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,64
10,45	3467,17	▼			0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59	49,04	3169,31	▲	44,09	16,4%	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,59
33,09	2012,94	▼			0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05	0,71	1428,78	▼	2,56	1,2%	0,00	BLG	9951,03	1428,78	51,05
29,44	2194,71	▲			0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81	23,54	2093,10	▲	14,71	4,4%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,81
					0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62	7,22	7581,09	▼	3,90	0,2%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,62
					0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45	10,45	3467,17	▼	63,75	13,4%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,45
					0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76	33,09	2012,94	▼	16,38	7,8%	0,00	BER	63057,29	2012,94	17,76
					0,00	CHE	29518,30	2194,71	31,65	29,44	2194,71	▲	33,51	11,6%	0,00	CHE	29518,30	2194,71	31,65

### Metzler Asset Management

#### Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18  
60311 Frankfurt am Main  
Postfach 20 01 38  
60605 Frankfurt am Main  
Telefon (0 180 2) 210 450\*  
(+49 - 69) 21 04 - 13 50  
www.metzler-fonds.com

\* 6 ct/Anruf aus dem deutschen Festnetz; Mobilfunkhöchstpreis 42 ct/min

#### Grundsätzliche Hinweise

Diese Unterlage enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen 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. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haftet für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des gültigen Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des gültigen Jahres- und Halbjahresberichts sowie der wesentlichen Anlegerinformationen. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden. 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.