



Markt- und Wirtschaftsausblick

John Greenwood, Chefvolkswirt Invesco Ltd.

Jahresausblick 2012



Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden und Finanzberater und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt.

Einführung

Das Schicksal der Weltwirtschaft und die Aussichten für die Finanzmärkte in den Jahren 2012 und 2013 hängen vor allem von den Antworten auf drei große Fragen ab: Wird die Euro-Staatsschuldenkrise zeitnah und effektiv gelöst werden können? Wird die US-Wirtschaft ihre zuletzt höhere Dynamik aufrechterhalten können? Und wird die chinesische Wirtschaft im Jahr 2012 eine harte Landung vermeiden können?

Nicht alle diese Fragen lassen sich uneingeschränkt bejahen. Der Ausgang der Euro-Staatsschuldenkrise bleibt selbst nach dem Brüsseler Gipfel vom 8. bis 9. Dezember 2011 unsicher – alles spricht dafür, dass die Krise im Jahr 2012 andauern und eventuell sogar einen neuen Höhepunkt erreichen wird. Derweil hat sich die US-Wirtschaft zwar erholt, aber nur in Teilen. Obwohl sich einige dieser Verbesserungen als nachhaltig erweisen dürften, werden die Wachstums-hemmnisse des Jahres 2011 den gesamtwirtschaftlichen Ausblick auch 2012 weiter belasten. Schließlich hängt das Wachstum der chinesischen Wirtschaft weiterhin sehr stark an der Auslandsnachfrage, so dass eine weitere Verschärfung des Abschwungs in Europa die chinesische Wirtschaft empfindlich treffen dürfte. Obwohl klar scheint, dass die chinesische Regierung die eigene Wirtschaft auch 2012 mit monetären und fiskalischen Impulsen stützen wird, ist mit einem insgesamt schwächeren Wachstum als 2010 oder Anfang 2011 zu rechnen.

Euro-Staatsschuldenkrise

Seit inzwischen 18 Monaten stehen die Märkte im Bann der Euro-Staatsschuldenkrise. Beschleunigt durch das Scheitern des ersten griechischen Rettungsplans im Mai 2010 hat sich die Krise ab März 2011 deutlich verschärft. Die seither stattgefundenen Treffen der Regierungschefs der Eurozone haben mit der Abschlusserklärung des fünften Krisengipfels am 9. Dezember 2011 ihren Höhepunkt erreicht. In dieser Erklärung haben sich die Regierungschefs zu zwei grundlegenden Ansätzen zur Stärkung der europäischen Währungsunion (EWU) verpflichtet.

Zum einen werden die einzelnen Länder zu einer disziplinierten Fiskalpolitik verpflichtet. Konkret haben sich die Regierungschefs auf nationale Verfassungsänderungen zur gesetzlichen Verankerung einer Begrenzung der strukturellen (konjunkturbereinigten) Neuverschuldung auf maximal 0,5% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) geeinigt. Diese neue Schuldengrenze ersetzt die alte, im mittlerweile diskreditierten Stabilitäts- und Wachstumspakt festgeschriebene 3%-Grenze für die Nettokreditaufnahme unabhängig von konjunkturellen Sondereinflüssen. Die Umsetzung des neuen „Haushaltspaktes“ soll nach von der Europäischen Kommission vorgeschlagenen nationalen Zeitplänen erfolgen und automatische Strafen für Defizitsünder umfassen. Die Gerichtsbarkeit liegt beim Europäischen Gerichtshof.

Zweitens haben sich die Regierungen auf die Stärkung der „Stabilisierungsinstrumente“ oder Rettungsfonds geeinigt. Darunter verstehen sie eine „rasche Umsetzung“ des EFSF-Hebels (EFSF = Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) und die vorgezogene Einrichtung eines permanenten Rettungsfonds mit der Bezeichnung Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) im Juli 2012. Die gebündelte Kreditkapazität der beiden Institutionen wäre jedoch auf 500 Milliarden Euro begrenzt, und die Mitglieder würden 200 Milliarden Euro zur Aufstockung des Internationalen Währungsfonds (IWF) für bilaterale Kredite bereitstellen.

Tab. 1: Kreditklemme in Europa hält an

	Staatsanleihenrenditen	
	2 Jahre	10 Jahre
Deutschland	0,23%	1,89%
Frankreich	0,93%	3,11%
Belgien	2,59%	4,35%
Großbritannien	0,33%	2,09%
Spanien	3,17%	5,12%
Italien	4,87%	6,75%
Portugal	14,20%	12,53%
Irland	7,52%	8,41%
Griechenland	134,93%	32,07%

Quellen: Bloomberg, Stand: 19. Dezember 2011.
Vergangene Wertentwicklung ist kein Garant für zukünftige Ergebnisse.

Diese Vorhaben sind zwar lobenswert, die Finanzmärkte dürften jedoch deutlich greifbarere, schneller umsetzbare Maßnahmen fordern. Das Problem besteht darin, dass diese Maßnahmen zwar helfen können, die nächste Krise zu vermeiden, aber nicht geeignet sind, um die aktuelle Krise zu lösen. Beispielsweise gibt es angesichts der sich verschärfenden Kreditklemme im Bankensystem keine Aussicht auf unmittelbare Liquiditätsspritzen durch die Europäische Zentralbank (EZB) oder eine andere Institution. Die jüngsten Liquiditätsmaßnahmen der EZB – die Senkung der Mindestreserve, die Bereitstellung dreijähriger Finanzierungen und die Erweiterung der notenbankfähigen Sicherheiten – werden die Liquiditätssituation verbessern und sollen die Stabilität der Bankfinanzierungen in den Jahren 2012 und 2013 stärken. Bis auf weiteres ist aber alles andere als klar, ob diese Maßnahmen ausreichen werden. Die Banken und Staaten im Euroraum sind in einer zerstörerischen Umarmung gefangen – wenn die Staaten zahlungsunfähig werden, könnten sich die Banken mit einem Ansturm von Kunden konfrontiert sehen sowie mit höheren Finanzierungskosten und dem Bedarf für Kapitalspritzen. Sollten sich die privaten Märkte jedoch weigern, notleidende Banken zu rekapitalisieren, blieben nur noch Staaten ohne Refinanzierungsmöglichkeiten zurück. Wie die European Banking Authority am 7. Dezember



2011 bekanntgab, benötigen die Banken im Euroraum dringend 115 Milliarden Euro an frischem Kapital.

Der Plan skizziert keine Vision, das ultimative Ziel bleibt unklar, und es werden auch keine Brücken dorthin gebaut. Tatsächlich enthält das vorgeschlagene Instrumentarium nur ein einziges Instrument – weitere Ausgabenkürzungen. An Vorschlägen zur Stärkung des Wachstums fehlt es. Schließlich gibt es kein Anzeichen für Bemühungen, das zugrundeliegende Problem zu adressieren: den Verlust der Wettbewerbsfähigkeit der südeuropäischen Länder, der sich in den Ungleichgewichten in der außenwirtschaftlichen Erfolgsrechnung innerhalb der Eurozone widerspiegelt – mit Überschüssen im Norden und Defiziten im Süden. Demütig haben sich die Gipfelteilnehmer der im Wesentlichen deutschen Ansicht angeschlossen, dass diese Krise durch interne Anpassungen auf Seiten der Schuldner gelöst werden muss – d.h. durch eine mehrjährige Deflation – und nicht wie ein Ungleichgewicht in den Zahlungsbilanzen innerhalb eines Währungsraums durch Anpassungen auf Seiten der Gläubiger wie auch der Schuldner¹.

Aus Sicht der Märkte fehlt es den auf diesem Gipfel vorgelegten Vorschlägen selbst auf den ersten Blick an Glaubwürdigkeit. Stichwort disziplinierte Finanzpolitik: Der ehemalige Stabilitäts- und Wachstumspakt ist immer wieder verletzt worden, vor allem von Deutschland und Frankreich in den Jahren 2003 und 2004, als beide sich weigerten, die entsprechenden Strafen zu zahlen. Es scheint so gut wie sicher, dass die Regierungen auch diesmal wieder Wege finden werden, um den vermeintlich automatischen Sanktionen für eine Verletzung der strukturellen Neuverschuldungsgrenze von 0,5% zu entkommen. Letztlich wird sich diese Form der Fiskalunion als zu schwach erweisen.

Stichwort Stabilisierungsinstrumente: Anstatt das Volumen der kombinierten Rettungsfonds bei 500 Milliarden Euro zu begrenzen, hätten die Regierungsvertreter ein viel größeres, sofort zündbares „Finanzierungsfeuerwerk“ bereitstellen sollen. Schon mehrt sich der Widerstand – zum Beispiel aus Japan, den USA und China – gegen einen Einsatz von IWF-Mitteln für weitere Rettungen wohlhabender europäischer Volkswirtschaften. Wie der britische Schatzkanzler George Osborne bemerkte, stellen die Gipfelvorschläge notwendige, aber nicht ausreichende Bedingungen zur Lösung der Krise dar. Leider ist „zu wenig, zu spät“ das durchgängige Verhaltensmuster, mit dem die politische Führung der Eurozone diesen immensen Problemen begegnet.

Tab. 2: Wachstum und Inflation 2011 und 2012

	Schätzungen 2011		Prognosen für 2012			
	Reales Bruttoinlandsprodukt (Consensus)	Verbraucherpreisinflation (Consensus)	Reales Bruttoinlandsprodukt (Consensus) (Invesco)		Verbraucherpreisinflation (Consensus) (Invesco)	
USA	1,7%	3,2%	2,1%	2,0%	2,1%	1,4%
EU-17	1,6%	2,7%	-0,1%	0,3%	1,8%	1,8%
Großbritannien	0,9%	4,5%	0,7%	1,0%	2,7%	2,4%
Japan	-0,6%	-0,2%	2,0%	2,4%	-0,2%	0,1%
Australien	1,9%	3,5%	3,5%	3,6%	2,8%	2,3%
Kanada	2,3%	2,9%	2,0%	2,4%	2,0%	2,0%
China	9,2%	5,4%	8,3%	8,7%	3,5%	3,5%
Indien*	7,2%	8,2%	7,5%	7,6%	7,1%	7,5%

Quelle: Consensus Economics, 12. Dezember 2011.

*Angaben für das Fiskaljahr (z.B. Fiskaljahr 2011 = April 2011 bis März 2012).

All dies bedeutet, dass die Euro-Staatsschuldenkrise auch 2012 und sogar darüber hinaus andauern wird. Verstärkt wird die Problematik durch die sich verschärfende Rezession in den hochverschuldeten südlichen Euro-Staaten. An den Finanzmärkten dürfte dies zu einer erhöhten Verunsicherung und Volatilität führen. Unter den wichtigen Währungen verliert der Euro an Attraktivität und wird voraussichtlich weiter gegenüber dem US-Dollar, dem Japanischen Yen und dem Britischen Pfund abwerten. Da die Notenbanken der Industrieländer die Zinsen bis auf weiteres sehr niedrig halten dürften, sollte der Fokus weiter auf Qualitätsanlagen mit sicheren und nachhaltigen Erträgen liegen: Unternehmens- und Hochzinsanleihen im Bereich der festverzinslichen Anlagen, „rentenähnlichen“ Aktien, d.h. Aktien mit verlässlichen, durch stetiges

¹ Siehe Rede von Dr. Jens Weidmann, Präsident der Deutschen Bundesbank, 18. November 2011, insbesondere Abschnitt 4, Die deutsche Erfahrung.

Ertragswachstum geschützten Dividenden und einer guten Dividendenabsicherung in einem schwächeren wirtschaftlichen Umfeld, oder Immobilienfonds mit verlässlich hohen und stabilen Mieteinnahmen. Rohstoffinvestments hingegen werden anfällig für einen Abschwung in Europa und Asien sein.

USA

Für die heftigen Kurseinbrüche an den Aktienmärkten im August und September gab es mehrere Gründe: die Wachstumsdelle im Sommer, die Pattsituation in den Verhandlungen über eine Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA und die darauffolgende Herabstufung des US-Ratings von AAA auf AA+ durch Standard & Poor's. Seither haben sich sowohl die von den staatlichen Institutionen erhobenen Wirtschaftsdaten als auch die Umfragedaten verbessert.

Bei der Bewertung des Verbesserungsgrads sollte bedacht werden, dass auch die im Dezember 2010 verabschiedeten Stimulusmaßnahmen (Verlängerung der Steuersenkungen der Bush-Regierung, Verlängerung der Arbeitslosenhilfe und Senkung der Lohnsteuer) sowie die zweite Runde der quantitativen Lockerungsmaßnahmen der US-Notenbank von November 2010 bis Juni 2011 die Wachstumsdelle nicht verhindern konnten. Das verdeutlicht, dass es weder der Fiskal- noch der Geldpolitik gelungen ist, die Wirtschaft anzukurbeln. Gegenüber den stärkeren Kräften der Entschuldung im privaten Sektor haben sich die traditionellen makroökonomischen Instrumente als machtlos erwiesen.

Damit ist die Bilanzgesundheit eines der stärksten Wachstumshemmnisse der Jahre 2010 und 2011. Auch in den nächsten Jahren werden die privaten Haushalte und der Finanzsektor voraussichtlich weiter mit dem Schuldenabbau beschäftigt sein. Eine kurzfristige Rückkehr zur wirtschaftlichen Normalität ist daher kaum zu erwarten.

Für erheblichen Gegenwind sorgte 2010 und 2011 zudem die Verschlechterung der "Terms of Trade", des realen Austauschverhältnisses zwischen exportierten und importierten Gütern. Konkret drückte sich dies in einem starken Anstieg der Preise für Energie-, Metall- und Nahrungsmittelimporte aus, der vor allem durch die starke Nachfrage aus China und Indien sowie anderen Schwellenländern angetrieben wurde. Vor allem stieg dadurch die Gesamtinflationsrate von durchschnittlich 1,6% im Jahr 2010 auf durchschnittlich 3,2% im Jahr 2011 an. Die Teuerung zehrte an den nominalen Lohn- und Gehaltssteigerungen und führte zu einem Rückgang der realen Nettoeinkommen. Dieses Phänomen beschränkte sich keineswegs auf die USA, sondern war auch in vielen anderen Industrieländern zu beobachten.

Im Jahr 2012 rechne ich mit einer Verlangsamung des Rohstoffpreisanstiegs. Vor dem Hintergrund der Rezession in Europa und der Wachstumsverlangsamung in China dürften die Preise einiger Rohstoffe sogar wieder sinken. In der Folge wird die US-Verbraucherpreis-inflation von 3,2% im Jahr 2011 auf 2,1% (aktuelle Prognose Consensus Economics) oder sogar noch weniger im Jahr 2012 sinken. Dadurch könnten sich die realen Konsumausgaben in den USA wieder etwas erholen.

Der dritte Faktor, der das Wachstum der US-Wirtschaft in den letzten zwei Jahren gedämpft hat, ist die anhaltende Schwäche am Häusermarkt. Noch immer sind die Häuser von mehr als 22% aller Hypothekenschuldner weniger wert als die aufgenommenen Hypotheken („negative equity“). Solange diese Verbraucher noch Schulden zurückzahlen haben, werden sie kaum die Einkaufszentren stürmen. Zugleich hat das große Überangebot an Häusern den größten Teil des Jahres 2011 weiter auf die Hauspreise gedrückt. Aktuell werden dadurch pro Jahr lediglich rund 300.000 neue Einfamilienhäuser verkauft, verglichen mit 1 bis 1,3 Millionen in den Jahren 2003 bis 2006. Dementsprechend schwach sind auch die Beschäftigungssituation in der Bauindustrie und die Umsätze mit Baustoffen für den Hausbau. In der Vergangenheit hat sich der Häusermarkt als gutes Barometer für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung erwiesen und eine wichtige Rolle in den BIP-Frühindikatoren gespielt. Wenn man diesem Indikator etwas Positives abgewinnen will, dann dass Eigenheime erschwinglicher geworden sind. Aufgrund des schwierigen Zugangs zu Kreditfinanzierungen ist die Zahl der potenziellen Käufer jedoch gering.

Nach der Wachstumsdelle im Sommer hat sich die US-Wirtschaft in den letzten vier Monaten des Jahres 2011 besser entwickelt. Im dritten Quartal zog das reale BIP-Wachstum auf 2,0% an (annualisiert), verglichen mit 0,4% bzw. 1,3% im ersten und zweiten Quartal. Die Beschäftigungs-



situation außerhalb der Landwirtschaft hat sich verbessert: Im Zeitraum September bis November stieg die Beschäftigung um durchschnittlich 143.000 pro Monat, verglichen mit nur 76.000 pro Monat im Zeitraum Mai bis August. Die Gebrauchsgüteraufträge ohne volatile Transportaufträge – ein wichtiger Indikator der Unternehmensinvestitionen – sind weiter gestiegen, während das Handelsdefizit geschrumpft ist. Das alles sind Anzeichen dafür, dass die Wirtschaft auf einen – zwar nicht besonders dynamischen, aber stetigen – Wachstumspfad eingeschwenkt ist.

Eine wichtige Frage lautet: Warum stürzen Verschuldung und Haushaltsdefizit die USA anders als die Eurozone nicht in die Krise? Ganz einfach: weil die USA das „exorbitante Privileg“ genießen, dass ihre Währung die wichtigste Reservewährung der Welt ist. Solange China, Japan, die kleineren Volkswirtschaften Ostasiens und die OPEC weiter keine Aufwertung ihrer Währungen zulassen und zugleich Leistungsbilanzüberschüsse verzeichnen, häufen sie unweigerlich weiter Devisenreserven an, die irgendwo investiert werden müssen. Ihre Optionen sind jedoch begrenzt. Solange die Staatsschuldenkrise in der Eurozone andauert, werden sie kaum Euros kaufen, und ihr Appetit auf Japanische Yen, Britische Pfund oder Schweizer Franken ist ebenfalls begrenzt. Im Grunde bleibt ihnen damit nur der US-Dollar. Allein aus diesem Grund können sich die USA darauf verlassen, dass ausländische Investoren die Inlandsschulden weiter finanzieren werden, und zwar zu niedrigeren Zinssätzen als (zum Beispiel) Griechenland oder Italien. Das Risiko für die USA besteht darin, dass die hohe Verschuldung die Wirtschaft anfälliger für Bilanzrezessionen macht. Daher ist es so wichtig, die „globalen Ungleichgewichte“ zu reduzieren, bevor eine neue Kreditblase entsteht.

Die tiefe Verankerung von zwei der drei beschriebenen Wachstumshemmnisse – dem allgemeinen Zwang zur Bilanzgesundheit und seinen Folgen für creditsensitive Sektoren wie dem Häusermarkt – macht die für viele Erholungen der Nachkriegszeit typische rasche Rückkehr der US-Wirtschaft zu Wachstumsraten von 3% bis 4% schlicht und einfach unmöglich. Daher ist mit einer anhaltend unterdurchschnittlichen Erholung zu rechnen. Ich gehe von einem realen BIP-Wachstum von lediglich 2,0% im Jahr 2012 aus. Die Jahresrate der Verbraucherpreisinflation dürfte auf 1,4% sinken.

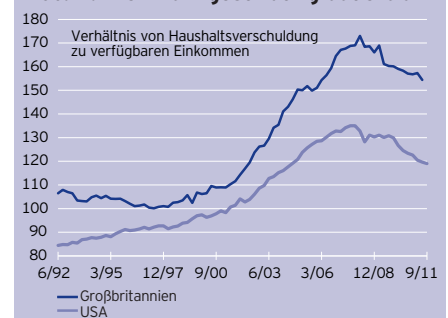
China

Die chinesische Wirtschaft hat im Jahr 2011 an Dynamik verloren und wird sich im ersten Halbjahr 2012 voraussichtlich noch weiter abschwächen. Diese Wachstumsverlangsamung ist vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen: erstens die schwächere Inlandsnachfrage infolge der progressiven Verschärfung der Geldpolitik in den letzten 18 Monaten und zweitens die deutliche Verlangsamung des Exportwachstums angesichts des erhöhten Rezessionsrisikos in wichtigen Auslandsmärkten wie der Eurozone und Großbritannien. Insgesamt rechne ich jedoch nicht mit einer harten Landung der chinesischen Wirtschaft.

Im Inland hat die Regierung ein Programm der geldpolitischen Straffung gestartet – Hauptziel ist die Abkühlung des überhitzten Wohnungsmarktes. Allerdings ist am chinesischen Wohnungsmarkt eine fundamentale strukturelle Verlagerung zu beobachten. Während sich der private Wohnungsmarkt abkühlt, wird der soziale Wohnungsbau im Rahmen des neuen Fünfjahresplans massiv gefördert: Bis 2015 will die chinesische Regierung 36 Millionen subventionierte Wohneinheiten bauen. Aufgrund des Ausmaßes dieser Expansion im sozialen Wohnungsbau wird die Stärke im öffentlichen Sektor die Schwäche in der Privatwirtschaft weitgehend wettmachen. Im Grundstoffmarkt – z.B. Zement und Stahl – wird die Nachfrage aus dem privaten Sektor schwächer und die aus dem öffentlichen Sektor stärker ausfallen.

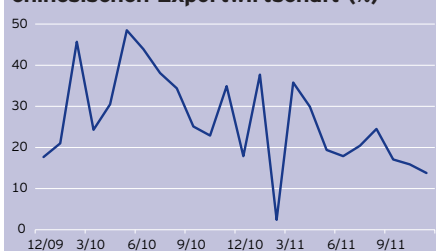
Ein weiterer Bereich, in dem sich das Wachstum verlangsamt hat, ist die Außenwirtschaft: Nach einem Wachstum von mehr als 23% im ersten Halbjahr 2011 legten die Exporte im November 2011 nur noch um 13,8% zu (siehe Abbildung 2). Der Hauptgrund dafür ist die Wachstumschwäche in den Industrieländern. Insgesamt rechne ich 2012 mit einer Verlangsamung des chinesischen Wachstums auf 7% bis 8%. Sollte die chinesische Regierung aber – vielleicht im Zuge einer Rezession in der Eurozone – eine ernsthaftere Wachstumsabschwächung fürchten, wird sie auch nicht zögern, weitere expansive Maßnahmen einzuleiten. Wie schon 2009 und 2010 dürften sich diese auch als wirkungsvoll erweisen, da die Bilanzen in China weiter solide sind und die privaten Haushalte, Unternehmen und Kommunen daher weiter gewillt sind, kreditfinanzierte Ausgaben zu tätigen.

Abb. 1: Die Bilanzgesundheit dauert an



Quelle: Datastream, Stand: Q3 2011.

Abb. 2: Deutliche Verlangsamung der chinesischen Exportwirtschaft (%)



Quelle: Bloomberg, Stand: 30. November 2011.

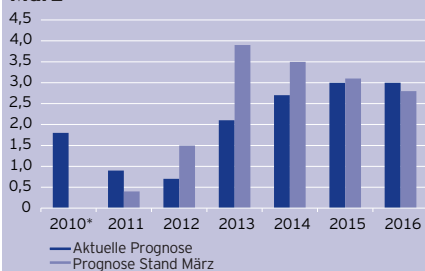
An der Preisfront hat die Verbraucherpreisinflation im Juli mit 6,2% ihren Höhepunkt erreicht. Seither hat sich die Teuerung im Zuge des nachlassenden Preisdrucks an den Nahrungsmittel- und Energiemärkten bis auf 4,2% im November verlangsamt. Für 2012 rechne ich mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 3,5%. Fundamental betrachtet ist China weiterhin übermäßig abhängig von der Auslandsnachfrage und den Investitionsausgaben und damit sehr anfällig für die Auswirkungen eines sich verschärfenden Abschwungs in Europa. Obwohl China im Jahr 2012 mit großer Wahrscheinlichkeit weitere Stimulusmaßnahmen zur Förderung der Binnenwirtschaft einleiten wird, dürfte das Wachstum der chinesischen Wirtschaft daher schwächer ausfallen als 2010 oder Anfang 2011.

Eurozone

Der Ausblick für die Eurozone bleibt überschattet von der Unfähigkeit der Regierungen, die Staatsschuldenkrise in den Griff zu bekommen. Das belastet das Geschäfts- und Konsumklima. Im zweiten und dritten Quartal 2011 ist das reale BIP in der Eurozone im Vergleich zum Vorquartal nur um 0,2% gewachsen. Verantwortlich für diese Wachstumsabschwächung waren die Krisenstaaten, deren Wachstumsprobleme dem stärkeren Wachstum in Deutschland und Frankreich entgegenstanden. Die bisherigen Umfragedaten deuten klar darauf hin, dass die Wachstumsraten in der Eurozone im vierten Quartal ins Minus gerutscht sind. Der Einkaufsmanagerindex zum Beispiel schaffte es in drei Monaten von September bis November nicht über die 50-Punkte-Marke. Ich rechne mit einer Fortsetzung des Schrumpfkurses im ersten Quartal 2012 und gehe für das Gesamtjahr 2012 von einem sehr schwachen Wachstum von 0,3% aus.

Im Durchschnitt lag die Inflationsrate in der Eurozone in 2011 bei 2,7%. Im Jahr 2012 wird sie jedoch - je nach Tiefe der Rezession - unter 2% fallen. Ich prognostiziere eine Inflationsrate von 1,8% im Gesamtjahr 2012.

Abb. 3: Zurücknahme der OBR-Wachstumsprognose für Großbritannien seit März



Quelle: OBR, 30. November 2011.
*Ist-Daten für 2010.

Großbritannien

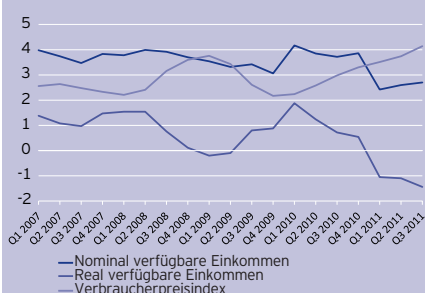
Die Wirtschaftsprognose des unabhängigen Office for Budget Responsibility (OBR) und die Herbsterklärung des britischen Schatzkanzlers haben einen gleichermaßen pessimistischen Ausblick für 2012 und 2013 abgegeben. Immerhin haben jedoch beide Dokumente einen begrüßenswerten Realitätssinn gezeigt, nachdem die britische Regierung die Wachstumsaussichten in der Vergangenheit regelmäßig überschätzt und entsprechend überhöhte Ausgabeziele vorgelegt hat.

Die OBR-Prognosen basieren auf zwei Konzepten, die sehr schwer zu messen sind - der Produktionslücke der Wirtschaft und dem zugrundeliegenden Wachstum der Produktivität. Beide waren zuletzt problematisch. Insbesondere in einer auf Dienstleistungen ausgerichteten Wirtschaft sind die Überkapazitäten notorisch schwer zu erfassen, und dem OBR zufolge hat die Rezession das Produktivitätswachstum so stark gedämpft, dass es einer mehrjährigen Erholung bedarf. Auf dieser Basis prognostiziert das OBR ein reales BIP-Wachstum von lediglich 0,7% für 2012 und 2,1% für 2013.

Meiner Ansicht nach kann man zu dem gleichen Schluss auch einfacher gelangen. Umfangreiche aktuelle Analysen haben gezeigt, dass eine Finanzkrise die Wachstumsbasis einer Wirtschaft nachhaltig schädigt. Finanzkrisen verursachen schwere Bilanzschäden in allen Bereichen der Wirtschaft, und die Gesundung der Bilanzen der privaten Haushalte und des Finanzsektors ist ein sehr langwieriges Unterfangen. Daher würde ich sagen, dass die offizielle Regierungsprognose nun weitestgehend meiner Prognose eines unterdurchschnittlichen realen BIP-Wachstums von 1,0% im Jahr 2012 entspricht.

An der Preisfront hat die starke Erholung der Schwellenländer - vor allem rohstoffimportierender Länder wie China und Indien - in den Jahren 2009 und 2010 zu einem starken Anstieg der Rohstoffpreise geführt. In sehr offenen Volkswirtschaften wie Großbritannien haben sich die steigenden Rohstoffnotierungen schnell in den Verbraucherpreisen niedergeschlagen. Beschleunigt wurde dieser Prozess durch den schwachen Außenwert des Pfundes und höhere Mehrwert- und Kraftstoffsteuern. Im Grunde handelt es sich bei diesem jüngsten Inflationsschub jedoch um ein einmaliges Ereignis und nicht um den Beginn einer nachhaltigen Geldentwertung. Im Zuge der Rezession in der Eurozone und der Wachstumsschwäche in den USA und Großbritannien werden diese Einmaleffekte im Jahr 2012 entfallen, so dass die Inflationsraten nicht mehr

Abb. 4: Auswirkungen der Inflation auf die britischen Einkommen



Quelle: Datastream, bis Q3 2011.



steigen, sondern sinken werden. Im Gesamtjahr 2012 rechne ich mit einem Rückgang der Jahresrate der Verbraucherpreisinflation auf 2,4%.

Hinweis: Mit ihrer jüngsten Entscheidung, ein Veto gegen die Änderung des Lissaboner Vertrags einzulegen, die den Weg für einen „Haushaltspakt“ der Euro-Mitglieder ebnen soll, hat die britische Regierung genauso viel Kritik wie Lob geerntet. Da Großbritannien dem gemeinsamen Währungsraum nicht angehört, erschließt sich auch nicht, warum Großbritannien eine Schwächung der nationalen Souveränität akzeptieren sollte (z.B. durch eine Regulierung des Finanzsektors). Schließlich besteht das Hauptziel des Haushaltspaktes darin, die schwächeren Mitglieder einer Währungsunion, der Großbritannien nicht angehört, zu disziplinieren und möglicherweise zu retten. Vor diesem Hintergrund erscheint das Veto von Premier David Cameron verständlich, auch wenn es zu keinen unmittelbaren Zugeständnissen geführt hat.

Japan

In Japan hat sich die Wirtschaft weiter von den Folgen des verheerenden Erdbebens im März 2011 erholt. Nach drei aufeinanderfolgenden Quartalen mit negativen Wachstumsraten wuchs das reale BIP im dritten Quartal 2011 im Vergleich zum Vorquartal um 1,5%. Der Anstieg der Industrieproduktion um 2,4% im Oktober bestätigte die Erholung der Industrie. Die Verabschiedung des dritten Nachtragshaushalts mit einem Volumen von 12 Billionen Yen (oder 2,5% des BIP) hat das Geschäftsklima gestützt. Die japanische Notenbank hat an ihrer extrem expansiven Geldpolitik festgehalten. Zugleich hat die Regierung im Oktober massiv an den Devisenmärkten interveniert, um die Aufwertung des Yen zu stoppen.

Mit der Erholung vom Erdbeben hat Japan zwar seine Widerstandskraft bewiesen. Dennoch erwarte ich, dass die japanische Wirtschaft bis 2013 auf ihren Trendpfad des letzten Jahrzehnts – mit einem schwachen Inlandswachstum, das zum Teil durch eine starke Exportwirtschaft kompensiert wird – zurückkehren wird. Für 2012 rechne ich mit einem realen BIP-Wachstum von 2,4%, was vor allem auf positive Vergleichseffekte aufgrund der erdbebenbedingt schwachen Vorjahreszahlen zurückzuführen sein wird. Der Preisrückgang hat sich fortgesetzt – seit Januar 2009 ist die Jahresrate der japanischen Verbraucherpreisinflation (ohne Nahrungsmittel und Energiepreise) negativ. Für 2012 rechne ich mit einem leichten Preisanstieg. Grundsätzlich wird das Umfeld jedoch weiter deflationär bleiben.

Asien ex Japan

Die Wachstumsdynamik der ostasiatischen Volkswirtschaften hat nachgelassen. Im dritten Quartal 2011 hat sich das reale BIP-Wachstum auf 2,5% verlangsamt, nach 2,8% im zweiten Quartal. Der gemeinsame Faktor war die Verlangsamung des Exportwachstums, während sich die inländische Nachfrage und vor allem der private Konsum als insgesamt robust erwiesen haben. Die Daten für Oktober und November deuten auf eine weitere Abschwächung der Auslandsnachfrage hin. Während sich das Geschäftsklima zuletzt abgeschwächt hat, signalisieren die zukunftsgerichteten Indikatoren ein anhaltend solides Verbrauchervertrauen. Im Jahr 2012 werden die gedämpften Wachstumsaussichten für die entwickelten Volkswirtschaften und die erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten den regionalen Ausblick weiter dämpfen. Dank der nachgebenden Rohstoffpreise und des insgesamt schwächeren Nachfragedrucks hat auch der Inflationsdruck nachgelassen. Im Oktober lag die Jahresrate der Inflation in der Region insgesamt bei 4%. Die meisten Notenbanken der Region sind in einer Abwartehaltung, obwohl Indonesien, Singapur und Thailand im Oktober und November die Zinsen gesenkt oder andere expansive Maßnahmen eingeleitet haben. Nach einem weitgehend soliden Jahr zeigten die regionalen Währungen im November und Dezember etwas Schwäche, getrieben von Sorgen über die trüberen Exportaussichten im Jahr 2012.

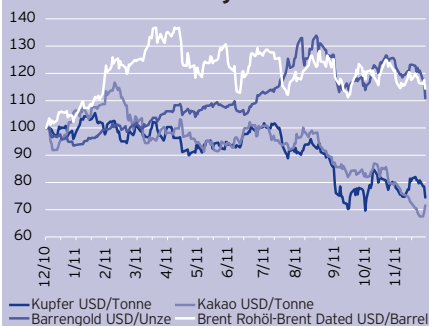
Lateinamerika

Wie die exportorientierten Länder Ostasiens haben auch die lateinamerikanischen Volkswirtschaften in der zweiten Jahreshälfte 2011 an Fahrt verloren. In Brasilien waren im Oktober sowohl die Industrieproduktion als auch die Einzelhandelsumsätze rückläufig, und auch ein viel beachteter Indikator des monatlichen BIP-Wachstums fiel negativ aus. Die vorläufigen Zahlen für November deuten auf einen positiven Trend beim Konsumklima, den Produktions- und Absatz-

zahlen der Autoindustrie, dem Energieverbrauch, dem Straßenfrachtverkehr und den Importen hin und bestätigen damit, dass die Wachstumsverlangsamung vor allem auf Außeneinflüsse zurückzuführen ist. Um der Wachstumsschwäche entgegenzuwirken, hat die Regierung die Zinsen gesenkt, die Besteuerung von Importfahrzeugen aufgeschoben und Steuern auf einige Konsumgüter reduziert.

In der gesamten Region wird die Wirtschaftsaktivität im Jahr 2012 voraussichtlich nachlassen. Ich rechne mit einer Verlangsamung des realen BIP-Wachstums auf etwa 3% von schätzungsweise 4,1% im Jahr 2011. Meiner Prognose zufolge wird der Inflationsdruck nachgeben, allerdings nur leicht. Dennoch werden die meisten Notenbanken dem externen Abschwung im Jahr 2012 mit einer expansiveren Geldpolitik begegnen. Politische Faktoren werden an Bedeutung gewinnen: In Mexiko und Venezuela stehen im Juli bzw. Oktober 2012 Präsidentschaftswahlen an.

Abb. 5: Preise von Basismetallen und weichen Rohstoffen geben nach



Rohstoffe

Die wichtigsten Treiber der Rohstoffpreise im Jahr 2012 werden die Tiefe der Rezession in der Eurozone und deren Auswirkungen auf die wichtigsten Schwellenländer wie China, Indien und Brasilien sein. Während sich der Ölpreis im Zuge der sich verschärfenden Euro-Staatsschuldenkrise als überraschend robust erwiesen hat, haben sich die Basismetalle und weichen Rohstoffe - angeführt von einer Reihe von Agrarrohstoffen - abgeschwächt. In rund zwei Dritteln der Schwellenländer hat dies wiederum zu einem Rückgang der Nahrungsmittelpreise geführt. Dadurch wird die Gesamtinflation in den Industrie- und Schwellenländern 2012 deutlich nachgeben.

Fazit

In den Industrieländern hat sich der normalerweise auf eine Rezession folgende Erholungsprozess in den drei Jahren seit der Lehman-Pleite nicht eingestellt. Zurückzuführen ist das natürlich auf die Überschuldung der privaten Haushalte und des Finanzsektors und die erlittenen Bilanzschäden. Dies bedeutet, dass in großen Teilen der entwickelten Volkswirtschaften der Schuldenabbau durch Konsumzurückhaltung und den Aufschub von Neuinvestitionen weiter ganz oben auf der Tagesordnung steht und zu unterdurchschnittlichen Wachstumsraten führt. Die Regierungen haben zunächst mit einer Ausweitung ihrer Stimulusprogramme reagiert. Da die Verschuldung aber bereits hoch war, hat die zusätzliche Belastung durch die ausufernde Staatsverschuldung in vielen Teilen Europas zu einer Staatsschuldenkrise geführt. Wenn die schuldenfinanzierte Ausgabenpolitik in den USA und Großbritannien nicht eingeschränkt wird, riskieren diese Länder die gleiche Entwicklung. Dadurch wird auch das Jahr 2012 in den meisten Industrieländern vom anhaltenden Schuldenabbau im privaten Sektor, staatlichen Ausgabenkürzungen und schwachem Wachstum geprägt sein. Für einen Hoffnungsschimmer sorgt derweil der nachlassende Inflationsdruck.

Die Schwellenländer haben sich zunächst kräftig erholt. Diese Erholung verliert jetzt jedoch an Fahrt, da es den Ländern nicht gelingt, sich von den entwickelten Volkswirtschaften abzukoppeln. Die anhaltend hohe Abhängigkeit dieser Volkswirtschaften von der Exportnachfrage aus den Industrieländern wird in den meisten Fällen dazu führen, dass das Wachstum der inländischen Nachfrage nicht stark genug ist, um die Schwäche der Außenwirtschaft wettzumachen. Dies wiederum deutet auf ein etwas langsames reales BIP-Wachstum im Jahr 2012 verglichen mit 2010 oder 2011 hin. Mit einer Rezession ist hier - anders als in der Eurozone - aber nicht zu rechnen. Wie in den Industrieländern werden die Inflationsraten, die in vielen Schwellenländern bereits rückläufig sind, im Jahr 2012 weiter sinken.



John Greenwood
Chefvolkswirt, Invesco Ltd.
15. Dezember 2011



Kontakt

Invesco Asset Management Deutschland GmbH

An der Welle 5, D-60322 Frankfurt am Main
Tel.: +49 (0)69 29 807 800, Fax: +49 (0)69 29 807 106
info@fra.invesco.com, www.de.invesco.com

Invesco Asset Management Österreich GmbH

Rotenturmstrasse 16-18, A-1010 Wien
Tel.: +43 (0)1 316 20 0, Fax: +43 (0)1 316 20 20
info@vie.invesco.com, www.invesco.at

Invesco Asset Management (Schweiz) AG

Stockerstrasse 14, CH-8002 Zürich
Tel.: +41 (0)44 287 90 00, Fax: +41 (0)44 287 90 10
info@zur.invesco.com, www.invesco.ch

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden und Finanzberater und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt.

Die hier dargestellte Meinung ist die von John Greenwood, Chefvolkswirt der Invesco Ltd. zum Stand 15. Dezember 2011. Diese Meinung kann sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Diese Publikation ist nicht Bestandteil eines Verkaufsprospektes. Sie enthält lediglich allgemeine Informationen und berücksichtigt keine individuellen Erwartungen, steuerliche oder finanzielle Interessen. Obwohl große Sorgfalt darauf verwendet wurde, sicherzustellen, dass die in dieser Publikation enthaltenen Informationen korrekt sind, kann ebenso wenig eine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen irgendwelcher Art übernommen werden sowie für alle Arten von Handlungen, die auf diesen basieren. Die Nennung von Einzeltiteln dient ausschließlich der Veranschaulichung und stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dar. Sämtliche Informationen zu den genannten Einzeltiteln stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen. Der Wert der Anteile sowie die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen und es ist möglich, dass der Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Weiterhin können auch Wechselkursänderungen Schwankungen des Wertes der Anlage verursachen. Weder Invesco noch ein anderes Unternehmen der Invesco Ltd. übernimmt eine Garantie für die Entwicklung eines Fonds noch den Werterhalt einer Anlage. Die Performance der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Bitte lesen Sie vor jeder Investition den ausführlichen Verkaufsprospekt, insbesondere den Teil über besondere Risiken, der Ihnen von Invesco Asset Management Deutschland GmbH, Invesco Asset Management Österreich GmbH und Invesco Asset Management (Schweiz) AG kostenlos zur Verfügung gestellt wird. Dieses Dokument dient lediglich der Information und stellt keinen Anlagerat oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anteilen dar. Herausgeber dieses Dokuments in Deutschland ist Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, D-60322 Frankfurt am Main, beaufsichtigt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Herausgeber dieses Dokuments in Österreich ist Invesco Asset Management Österreich GmbH, Rotenturmstraße 16-18, A-1010 Wien. Herausgeber dieses Dokuments in der Schweiz ist Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Stockerstrasse 14, CH-8002 Zürich.