



Einführung

Im Dezember stellte ich drei zentrale Fragen an den Anfang meines Jahreswirtschaftsausblicks: Wird die US-Wirtschaft ihre zuletzt höhere Dynamik aufrechterhalten können? Wird die Euro-Staatsschuldenkrise zeitnah und effektiv gelöst werden können? Und wird die chinesische Wirtschaft im Jahr 2012 eine harte Landung vermeiden können? Auch Ende März lassen sich diese Fragen erst teilweise beantworten.

In den USA schreitet die Erholung schleppend fort. Wie Dennis Lockhart, Präsident der Atlanta FED, meint, lässt sich die Lage der US-Wirtschaft je nachdem, welche Daten man betrachtet, als halb volles oder halb leeres Glas beschreiben. Ermutigende Signale gibt es von den Unternehmensinvestitionen, den Unternehmensgewinnen, den Einzelhandelsumsätzen und vom Arbeitsmarkt. Wenig Veränderung hingegen gibt es am Häusermarkt und beim erwarteten Haushaltsdefizit – beides wirft weitere Fragen für die Zukunft auf.

In der Eurozone hat die Europäische Zentralbank (EZB) mit zwei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LTRO) im Dezember und Februar insgesamt fast 1 Billion Euro ins Bankensystem gepumpt und so eine Liquiditätsklemme verhindert. Dadurch und durch die erfolgreiche Umschuldung griechischer Staatsanleihen im März – allerdings unter Nutzung von Umschuldungsklauseln („Collective Action Clauses“) – hat sich die Stimmung auf dem Kontinent insgesamt deutlich verbessert. Allerdings handelt es sich bei diesen beiden Maßnahmen nur um kurzfristige Beruhigungsmittel und nicht um dauerhafte Lösungen.

Die chinesische Wirtschaft hat eine harte Landung vermieden, verliert aber eindeutig weiter an Dynamik. Auf negative Resonanz bei Aktienanlegern und Befürwortern einer frühzeitigen Rückkehr zu einer lockeren Geldpolitik sind Erklärungen von politischen Entscheidern wie Premierminister Wen Jiabao gestoßen, der nur noch mit einem realen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 7,5% im Jahr 2012 rechnet und die Notwendigkeit für eine weitere Korrektur der Hauspreise sieht. Dies hat die Stimmung auf den lokalen Finanzmärkten gedämpft.

Abb. 1: Inflations- und Wachstumsprognosen

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

Quelle: Consensus Economics, Stand: 12. März 2012.
*Angaben für das Fiskaljahr (z.B. Fiskaljahr 2011 = April 2011 bis März 2012).

Durch die unterschiedlichen Entwicklungen in diesen drei großen Regionen ist die Lage der globalen Kapitalmärkte nochmals komplexer geworden. Diese gegenläufigen Strömungen und die wiederholten Kreditmarktinterventionen der Zentralbanken haben zu einer anhaltenden Volatilität auf den Renten- und Aktienmärkten geführt. Sehr deutlich hat sich dies im wiederholten Wechsel zwischen „Risk-on“- und „Risk-off“-Tagen gezeigt – Tagen, an denen entweder Risikoanlagen oder vermeintlich sichere Häfen gefragt sind. Dieses Muster dürfte sich fortsetzen, bis der konjunkturelle Trend in den großen geographischen Regionen und Wirtschaftsräumen erkennbar wird.

Unter den wichtigsten Währungen hat sich der Euro relativ gut gegenüber dem US-Dollar, dem Japanischen Yen und dem Pfund Sterling gehalten. Nach einer starken Phase im Januar und Februar haben viele Schwellenländerwährungen im März jedoch nachgegeben. Auch hier gilt:



Bis die konjunkturellen Signale deutlicher werden, dürften die Wechselkursbewegungen eher von kurzfristigen Sorgenfaktoren als von langfristigen zyklischen Faktoren bestimmt sein.

Da die Leitzinsen in den Industrieländern für längere Zeit nahe null verharren dürften, meine ich, dass die Suche der Investoren nach Rendite weitergehen wird. Dadurch rechne ich mit einem Aufschlag auf Qualitätsanlagen mit sicheren und nachhaltigen Anlageerträgen im Vergleich zu Vermögenswerten mit geringeren laufenden Einnahmen. Zu derartigen „Qualitätsanlagen“ können zum Beispiel Unternehmensanleihen oder bestimmte höher verzinsliche Anleihen zählen, Dividendentitel, die durch ein stetiges Ertragswachstum oder eine solide Dividendenabsicherung gegen eine schwache Wirtschaftsentwicklung abgesichert sind, oder Immobilienfonds mit hohen und stabilen Mieteinnahmen.

Im Rohstoffbereich beflügeln die Sorgen über die geopolitische Instabilität oder sogar Konflikte im Iran und in der Straße von Hormus den Ölpreis, während Agrar- und Industrierohstoffe die Sorgen über eine Wirtschaftsschwäche in Europa und Asien stärker zu spüren bekommen.

USA

Die Erholung am US-amerikanischen Arbeitsmarkt gewinnt weiter an Dynamik. Die Neubeschäftigung außerhalb des Agrarsektors ist in jedem der drei Monate bis Februar um mehr als 200.000 gestiegen (siehe Abb. 2). Neben diesem Beschäftigungswachstum hat sich auch die Arbeitslosenstatistik zuletzt verbessert. Die wöchentlichen Arbeitslosenmeldungen gehen zurück, und die Arbeitslosenrate ist im Februar auf 8,3% gesunken. Diese Aufhellung mag einige entmutigte Arbeitssuchende wieder auf den Arbeitsmarkt gelockt haben (was eine Erklärung für den langsamen Rückgang der Arbeitslosenrate sein kann), hat aber auch zur Erholung der privaten Einkommen und der Verbraucherausgaben beigetragen. Die Einzelhandelsumsätze zum Beispiel sind im Februar um solide 1,1% gestiegen, also fast zweimal so schnell wie im Januar, als das Umsatzwachstum bei 0,6% lag. Auch das Konsumklima hat sich zunehmend verbessert, wenn auch von einem niedrigen Ausgangsniveau aus. Mit einem Zählerstand von 70,2 lag der Index des Conference Board im März markant höher als im Januar (61,5), aber immer noch deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt von 94.

Auf der Produktionsseite der Wirtschaft lagen die ISM-Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende und nicht-verarbeitende Gewerbe in den USA im März bei 53,4 bzw. 57,3 Punkten, was auf eine gesunde Konjunkturerholung hindeutet. Auch der im März verzeichnete Anstieg von zwei weiteren wichtigen Indikatoren zur Lage im verarbeitenden Gewerbe, den regionalen Empire State und Philadelphia FED Indizes, signalisierte eine anhaltende Stimmungsaufhellung im verarbeitenden Gewerbe.

Im Gegensatz dazu setzte sich der Rückgang der Hauspreise fort. Trotz der positiven Auswirkungen des ungewöhnlich warmen Winters deuten die jüngsten Daten auf eine Abschwächung der Eigenheimverkäufe und Neubauten hin. Auch mit wiederholten staatlichen Maßnahmen zum Stopp der Zwangsversteigerungswelle, zur Bereitstellung günstigerer Refinanzierungsmöglichkeiten für hochverschuldete Hausbesitzer (z.B. durch die sogenannten Home Affordable Refinance Programme HARP1 und HARP2) oder zur allgemeinen Minderung der Schuldenprobleme der privaten Haushalte ist es nicht gelungen, die fundamentalen Marktbedingungen nennenswert zu verbessern.

Der andere Bereich, in dem kein Fortschritt festzustellen ist, betrifft den Bundeshaushalt - hier haben sich die Positionen auf beiden Seiten des Kongresses eher noch verhärtet. Der Haushaltsplan des Präsidenten für 2013 sieht eine moderate Senkung der Staatsausgaben und eine Neuverschuldung von 901 Milliarden US-Dollar oder 5,5% des BIP vor (gegenüber 1,44 Billionen US-Dollar oder 8,5% des BIP im Jahr 2012). Angesichts der bevorstehenden Wahlen im November und der Tatsache, dass die Republikaner die Mehrheit im Abgeordnetenhaus haben, könnte die Regierung Schwierigkeiten haben, diese Vorschläge auch umzusetzen. Zudem könnte Anfang 2013 eine weitere Erhöhung der Schuldenobergrenze erforderlich sein, was zu erneut scharfen Auseinandersetzungen zwischen beiden politischen Lagern führen könnte.

Durch die Verbesserungen am Arbeitsmarkt, bei den Einkommen und Haushaltsausgaben und in der Produktion sowie durch die jüngste Stellungnahme des FED-Vorsitzenden Bernanke halten die Märkte eine dritte Runde quantitativer Lockerungsmaßnahmen (QE3) inzwischen für weniger

Abb. 2: Non-Farm Payrolls signalisieren Aufhellung am US-Arbeitsmarkt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 30. März 2012. Veränderung zum Vormonat in Tsd.

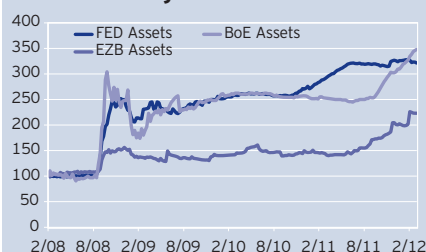
wahrscheinlich, aber nicht für ausgeschlossen. Berichten zufolge könnte die FED eine „Sterilisierung der QE-Politik“ erwägen, indem sie dem Kassakauf langfristiger US-Staats- oder Hypothekenanleihen Terminverkäufe von Wertpapieren am kurzen Ende der Zinskurve (Reverse-Repo-Geschäfte) entgegenstellen würde. Dadurch könnten die Staatsanleihen- und Hypothekenzinsen auf einem niedrigen Niveau gehalten werden, während die Reverse-Repo-Geschäfte den durch die Anleihekäufe bedingten Anstieg der inländischen Geldbasis kompensieren würden. Obwohl derartig offene manipulative Eingriffe den Ruf der FED schädigen könnten, hat der US-Dollar an Stärke gewonnen, während die besseren Konjunkturdaten zu einem Ausverkauf von US-Staatsanleihen geführt haben.

Nach den überraschend positiven Konjunkturdaten vom Januar und Februar hat sich der Trend im März wieder umgekehrt, und weitere positive Überraschungen erscheinen derzeit wenig wahrscheinlich. Daher sollten sich Anleger auf einige Rückschläge im Sommer einstellen. Ich rechne mit einer Fortsetzung des moderaten Aufschwungs. Für 2012 prognostiziere ich ein reales BIP-Wachstum von lediglich 2,1%. Sofern es nicht zu einer Krise im Mittleren Osten kommt, dürfte die Verbraucherpreisinflation auf 1,4% sinken.

Eurozone

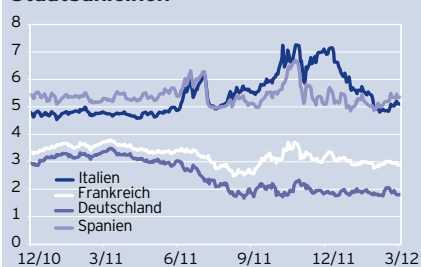
Im ersten Quartal dominierten die Auswirkungen der beiden langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LTRO) der EZB im Dezember und Februar sowie die Umschuldung der griechischen Staatsanleihen und das zweite Hilfspaket für Griechenland die Marktstimmung. In den nächsten Monaten wird sich die Aufmerksamkeit vor allem auf die Rekapitalisierung der Banken richten sowie auf die Fähigkeit Spaniens, Portugals und Italiens, Reformen umzusetzen und gleichzeitig die Staatsverschuldung zu senken.

Abb. 3: Anstieg der Zentralbankaktiva



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 2. März 2012. Index = 100 per Januar 2008.

Abb. 4: Renditerückgang bei zehnjährigen spanischen und italienischen Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Stand: 2. April 2012.

Die beiden langfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB haben die Stimmung und Liquiditätsversorgung in der Eurozone dramatisch verbessert. Durch die Bereitstellung von 497 Milliarden Euro im Dezember und weiteren 520 Milliarden Euro im Februar konnte sich die Lage am Interbankenmarkt, die sich von August bis Dezember deutlich verschärft hatte, schnell entspannen. (Bei beiden Zahlen handelt es sich um Bruttobeträge, von denen man die Beträge zur Erneuerung auslaufender Refinanzierungsgeschäfte abziehen sollte. Die EZB hat den Nettobetrag für die beiden LTRO-Geschäfte mit 502 Milliarden Euro berechnet.) (siehe Abb. 3 zur Ausweitung der Zentralbankaktiva).

Die Entspannung an den Finanzmärkten zeigte sich in der kräftigen Rallye der Aktienmärkte, den deutlich niedrigeren Interbankzinssätzen, dem Rückgang der Staatsanleiherenditen von Krisenländern (siehe Abb. 4) und den Kosten der Kreditausfallversicherungen (CDS) sowie in einer Welle von Neuemissionen von besicherten und unbesicherten Bankanleihen. Marktteilnehmer stellten fest, dass die Banken nach den LTRO-Geschäften deutlich mehr italienische und spanische Staatsanleihen kauften, was allerdings genauso auf die Notwendigkeit, die EBA-Kapitalanforderungen einzuhalten (siehe unten), zurückzuführen gewesen sein kann wie auf die Absicht, vom Zinsabstand zwischen den mit 1% verzinslichen LTRO-Krediten der EZB und höher rentierenden Staatsanleihen zu profitieren.

Obwohl die breitgefaste Geld- und Kreditmenge in der Eurozone bislang nicht auf die zwei LTRO-Geschäfte reagiert hat, muss die Gesundung der Bankbilanzen als erster Schritt in der Normalisierung der Kreditmärkte betrachtet werden. Was die Bilanzreparatur angeht, hinken die Banken der Eurozone ihren Wettbewerbern in den USA und Großbritannien noch hinterher. Zumindest ist dieser Prozess jetzt jedoch angestoßen. Das andere bedeutende Ereignis in der Region betraf die erfolgreiche Umschuldung griechischer Anleihen im März, durch die Griechenlands Schuldenlast um rund 105 Milliarden Euro gesunken ist. Erzielt wurde dies durch die Beteiligung der privaten Gläubiger, von denen mindestens 66% einem Schuldenerlass in Höhe von 53,5% des Nominalwerts der von ihnen gehaltenen Anleihen zustimmen mussten (was auf einen kumulierten Forderungsverzicht von 70% hinauslief). Durch den rückwirkenden Einbau von Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses, CAC) in die noch ausstehenden Anleihen will die griechische Regierung auch unwillige Gläubiger zum Forderungsverzicht zwingen. Eine kleine Zahl von Gläubigern hat sich dem Schuldenschnitt bislang widersetzt. Per Saldo soll die griechische Schuldenquote bis 2020 auf 120% des BIP gesenkt werden.



Die Frage, ob Griechenland oder andere Euroländer, die ähnliche Umschuldungen vornehmen, der Schuldenfalle entkommen können, ist weiter offen. Wenn der Nenner im Schulden/BIP-Bruch – das nominale BIP – weiter sinkt, was angesichts der Rezession, der Sparprogramme und der Notwendigkeit für Lohn- und Preissenkungen wahrscheinlich erscheint, würde die Schuldenquote auch bei einer unveränderten Gesamtverschuldung weiter steigen. Daher ist klar, dass die Risiken der griechischen Anleihen ein Sorgenfaktor an den Finanzmärkten bleiben werden, und sehr wahrscheinlich, dass weitere Umschuldungen erforderlich sein werden, um Griechenlands ausstehende Schulden noch weiter zu senken. Die Euro-Staatsschuldenkrise ist noch nicht überstanden.

Ein wichtiger Faktor für die nächste Phase der Euro-Staatsschuldenkrise wird die Frage sein, ob die Banken der Eurozone in der Lage sein werden, die Vorgabe einer Kernkapitalquote von 9% durch die Europäische Bankenaufsicht (EBA) bis Ende Juni zu erfüllen. Nach den Stresstests im letzten Dezember hat die EBA von den Banken eine Kapitalaufnahme in Höhe von 115 Milliarden Euro gefordert. Bis Mitte Februar hatten die Banken nur wenig Eigenmittel aufgenommen, aber ein erhebliches Volumen an Tier-1-Kapital geschaffen – über Neuemissionen, durch die Umwandlung von hybriden Finanzinstrumenten in Eigenkapital und durch einbehaltene Gewinne. Zudem haben die Banken Vermögenswerte verkauft und in ihren Portfolios Kredite durch Staatsanleihen ersetzt (für die weniger Eigenkapital hinterlegt werden muss). Obwohl die Rückführung der Kredite nach Angaben der EBA nur 1% der Kapitalaufnahmen ausmacht, ist die Kreditvergabe der Banken in der Eurozone ins Stocken geraten. Dementsprechend ist auch kaum mit realwirtschaftlichen Wachstumsimpulsen aus dem Bankensektor zu rechnen. Ich gehe davon aus, dass die Banken bis Jahresende 2012 in ihrer defensiven Haltung verharren und so die Rezession in der Eurozone weiter verlängern werden.

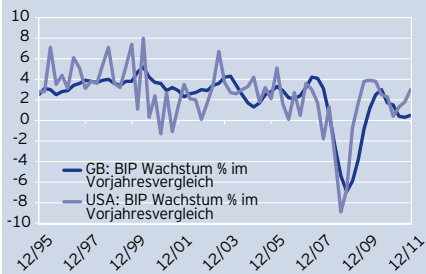
Im vierten Quartal 2011 ist das reale BIP in der Eurozone um 0,3% geschrumpft (gegenüber dem Vorquartal). Dabei verzeichneten alle wichtigen Komponenten der inländischen Nachfrage Rückgänge – der private Konsum, die staatlichen Ausgaben und die Unternehmensinvestitionen. Den jüngsten Daten zufolge hat sich dieser Rückgang im ersten Quartal 2012 fortgesetzt. Der Rückgang des Einkaufsmanagerindex für die Industrie der Eurozone von 49,3 Zählern im Februar auf 48,7 im März deutet an, dass die Eurozone in eine Rezession gerutscht ist. In der Realität sieht das Bild jedoch etwas anders aus: Während die Volkswirtschaften im Norden der Eurozone ein moderates Wachstum erfahren (z.B. Frankreich mit +0,2% in Q4 2011), konzentriert sich die Schwäche auf die Peripherieländer im südlichen Europa (Griechenland mit -2,8%, Italien mit -0,7%, Portugal mit -1,3% und Spanien mit -0,3%). Angesichts der Härte und Dauer der Sparprogramme, die in den südlichen Mitgliedstaaten umgesetzt werden, ist auch noch für längere Zeit mit einem Europa der zwei Geschwindigkeiten zu rechnen. Sehr deutlich wurde der Gegensatz zwischen den zwei Zonen in der jüngsten Stärke der deutschen ZEW- und Ifo-Indizes sowie in der deutschen Industrieproduktion und Exportwirtschaft.

Die größte Hoffnung für die Eurozone insgesamt besteht darin, dass die EZB an ihrer expansiven Geldpolitik über LTRO-Geschäfte festhält und die Konjunktur in Deutschland und anderen Kernländern kräftig ankurbelt. Dies hätte auch positive Auswirkungen auf die krisengeschüttelten Peripherieländer durch positive Impulse für die Exportunternehmen und die Erhöhung des relativen Preisniveaus in den Kernländern. Leider weichen deutsche Entscheider wie Bundesbankpräsident Jens Weidmann angesichts der ersten Anzeichen dieser Symptome in ihrer Volkswirtschaft jedoch bereits zurück. Trotz der Einigung auf ein zweites Hilfspaket für Griechenland, der Ausweitung der Euro-Rettungsfonds, den Fortschritten in der Rekapitalisierung der EU-Banken, des neuen Vertrags für mehr Haushaltsdisziplin in der Eurozone und der Vorschläge für wachstumsförderliche strukturelle Reformen dürfte die Euro-Staatsschuldenkrise daher auch 2012 andauern. Im Gesamtjahr 2012 rechne ich in der Eurozone insgesamt mit einem Rückgang des realen BIP um 0,3% und einer Verbraucherpreis-inflation von +2,1%.

Großbritannien

Im März hat das britische nationale Statistikamt (ONS) das offizielle reale BIP-Wachstum für das vierte Quartal 2011 von -0,2% auf -0,3% zurückgenommen, und die Koalitionsregierung legte ihren dritten Haushalt vor. Die weitere wesentliche Entwicklung betrifft den nachhaltigen Rückgang der Verbraucherpreis-inflation seit ihrem Höchststand im September.

Abb. 5: BIP-Wachstum: Großbritannien hinkt den USA hinterher



Quelle: Bloomberg, Stand: 2. April 2012.

Seit der Herbstklärung des Schatzkanzlers hat sich der Wirtschaftsausblick kaum verändert. Die unabhängige Haushaltsbehörde OBR hatte bereits im November eine deutlich düsterere Prognose gemacht, vor allem im Hinblick auf die Größe der Produktionslücke und das Trend-BIP (siehe Abb. 5), und diese Einschätzung steht immer noch weitgehend unverändert. Die Prognose für das reale BIP-Wachstum im Jahr 2012 wurde um 0,1% auf 0,8% angehoben, die für 2013 im gleichen Maße von 2,1% auf 2% gesenkt. Sieht man einmal von einigen kleineren Verschiebungen bei einzelnen Komponenten der prognostizierten Ausgaben ab, bedeutet dies, dass die Verbraucher zumindest in der ersten Jahreshälfte weiter mit geringen nominalen Einkommenszuwächsen auf der einen und einer über dem Einkommenswachstum liegenden Inflationsrate auf der anderen Seite konfrontiert sein werden. Um diesem Dilemma mit geringer Wirtschaftsaktivität und hoher Arbeitslosigkeit zu entkommen, bedarf es eines geringeren Preisdrucks (vor allem niedrigerer Energiepreise), eines stärkeren Pfund Sterling oder einer Senkung der indirekten Steuern (z.B. der Mehrwertsteuer). Realistisch ist davon im Jahr 2012 einzig eine niedrigere Gesamtinflationrate.

Der Haushalt sieht eine auf Sicht von fünf Jahren strikt neutrale Fiskalpolitik vor – was bedeutet, dass George Osborne keine Steuerersenkungen oder Ausgabenerhöhungen umsetzen will, die nicht durch Steuererhöhungen oder Ausgabensenkungen an anderer Stelle finanziert werden (d.h. keine „Geschenke“). Eine per Saldo leichte Steuerersenkung in den Jahren 2012-2013 und 2013-2014 wird durch eine restriktivere Fiskalpolitik (vor allem Ausgabenkürzungen) ab 2014-2015 aufgefangen. Die drei wichtigsten Steuerersenkungen betreffen: eine zusätzliche Senkung der Unternehmenssteuer um 1% auf 24% in diesem Jahr und auf 22% bis 2014-2015, eine Anhebung des persönlichen Einkommensteuerfreibetrags um 1.100 Pfund Sterling in den Jahren 2013-2014 sowie eine Anpassung der Besteuerung des Kindergelds in den höheren Steuerklassen. Zusammengenommen summieren sich die Kosten dieser Maßnahmen in den nächsten fünf Jahren auf 20 Milliarden Pfund Sterling. Finanziert werden diese durch eine Vielzahl kleinerer Steuererhöhungen – vor allem die schrittweise Rücknahme des altersbezogenen Steuerfreibetrags – sowie eine Kürzung der öffentlichen Ausgaben ab 2014/2015 – darunter 2,4 Milliarden Pfund Sterling an Einsparungen im Verteidigungshaushalt für Afghanistan.

Auf der geldpolitischen Seite hat der geldpolitische Ausschuss der Bank of England (Monetary Policy Committee, MPC) den Leitzins unverändert bei 0,5% belassen. Am 9. Februar 2012 verkündete der Ausschuss jedoch seine Entscheidung für eine Ausweitung des Anleihenkaufprogramms der Notenbank um 50 Milliarden Pfund Sterling in den Monaten Februar bis Mai. Damit erhöht sich das Gesamtvolumen dieser quantitativen Lockerungsmaßnahmen von 275 Milliarden Pfund Sterling auf 325 Milliarden Pfund Sterling. Aus dem Protokoll der März-Sitzung des MPC wissen wir, dass sich zwei Ausschussmitglieder für eine weitere Ausweitung des Anleihenkaufprogramms um 25 Milliarden Pfund Sterling ausgesprochen haben. In Verbindung mit dem trüben Wirtschaftsausblick macht dies erneute Anleihekäufe im weiteren Jahresverlauf sehr wahrscheinlich.

Die schwache Entwicklung der britischen Wirtschaft im Jahr 2011 ist vor allem auf die unerwartet hohe Inflation und ihre negativen Folgen für die privaten Einkommen zurückzuführen. Ob der britischen Wirtschaft in den nächsten zwei Jahren die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelingt, hängt daher auch sehr stark von der weiteren Entwicklung der Inflation ab. Von September bis Februar ist die Jahresrate des Verbraucherpreisindex bereits von 5,2% auf 3,4% gesunken. Solange es nicht zu einem Konflikt mit dem Iran kommt, rechne ich mit einem weiteren Rückgang der Teuerung bis auf 2% zum Jahresende (2,3% für das Gesamtjahr). Die Rezession in der Eurozone und das moderate Wachstum in den USA dürften das BIP-Wachstum im Jahr 2012 auf 0,6% begrenzen.

China

In China hat die Wachstumsdynamik weiter nachgelassen. Im Januar und Februar sind die Einzelhandelsumsätze im Vergleich zum Dezember gesunken, ebenso die Anlageinvestitionen, was vor allem auf die weitere Abschwächung am Immobilienmarkt zurückzuführen ist. Die gedämpfte Nachfrage aus Europa und Japan hat die Exportwirtschaft belastet, während sich die Importe im Zuge des moderateren Wachstums der inländischen Nachfrage verlangsamt haben. Die weiteren Aussichten sind durchwachsen. Auf der einen Seite haben sich Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex nach ihrer Schwäche im vergangenen November (siehe Abb. 6) auf über 50% erholt (was auf anhaltendes Wachstum hindeutet). Auf der anderen Seite fordern



politische Entscheider wie Premierminister Wen Jiabao weitere deutliche Hinweise auf eine Abkühlung der Binnennachfrage. In seinen letzten öffentlichen Erklärungen hat er gewarnt, dass das reale BIP-Wachstum im Jahr 2012 nur 7,5% betragen und damit deutlich unter der Konsensprognose von 8,4% liegen sollte. Außerdem fordert er nach wie vor einen weiteren Rückgang der Hauspreise.

Diese Erklärungen haben Aktienanleger und andere Beobachter, die auf ein frühzeitiges Umschwenken zu einer expansiveren Politik gehofft hatten, entmutigt. Im Einklang mit dieser strikten Haltung der Politik lag das Wachstum der Geldmenge M2 unter 14%, und das Kreditwachstum ist hinter den Erwartungen zurückgeblieben - was sich negativ auf die Stimmung an den lokalen Finanzmärkten ausgewirkt hat. Die Mindestreservevorgabe für Banken (RRR) ist zwar in den letzten sechs Monaten zweimal gesenkt worden. Diese Maßnahmen spiegeln jedoch vor allem einen Rückgang der Devisenreserven im Zuge des Rückgangs des kombinierten Leistungs- und Kapitalbilanzsaldos wider. Die Senkung der Mindestreserve soll verhindern, dass diese Trends in der externen Zahlungsbilanz zu einer schrittweisen geldpolitischen Straffung führen, und sollte nicht als Instrument einer expansiven Geldpolitik betrachtet werden. Kreditziele und Zinsen stellen weiter die wichtigsten Signale für die inländische Geldpolitik dar.

Am Immobilienmarkt führen die fortbestehenden staatlichen Kontrollen und Kaufbeschränkungen dazu, dass die Immobilienpreise weiter sinken und die Gesamtinflationsrate gedämpft wird. Vor allem aufgrund der restriktiven monetären Bedingungen ist die Jahresrate des Verbraucherpreisindex von Januar bis Februar von 4,5% auf 3,2% deutlich gesunken, während der Anstieg der Erzeugerpreise im Februar sogar auf null fiel. Diese Anzeichen einer Abkühlung der chinesischen Wirtschaft haben den Anstieg des Renminbi/US-Dollar-Kurses praktisch gestoppt. Im März gab der Renminbi sogar leicht nach. Im Gesamtjahr 2012 rechne ich in China mit einem realen BIP-Wachstum von 8,2% und einer Inflationsrate von 3,0%.

Abb. 6: Chinesischer Einkaufsmanagerindex erholt sich auf über 50



Quelle: Bloomberg, Stand: 2. April 2012.

Japan

In den letzten Monaten hat das Tempo der Erholung vom verheerenden Tsunami im März 2011 etwas nachgelassen. Im vierten Quartal 2011 ist das reale BIP um 0,6% geschrumpft, und der vom Kabinettsbüro veröffentlichte Konjunkturindikator ist im Januar um 0,3 auf 92,7 gesunken, während das Wachstum der Maschinenbauaufträge (ohne volatile Aufträge von Schifffahrts- und Stromunternehmen) im Vormonatsvergleich von Dezember bis Januar von 6,3% auf 5,7% zurückging. Die negativen Auswirkungen auf den Konsum zeigen sich im Rückgang der monatlichen Haushaltsausgaben um 2,3% im Januar gegenüber dem Vorjahresmonat. In den kommenden Monaten werden der schwächere Yen, der teurere Ölpreis und die höheren Strompreise die realen Einkommen der privaten Haushalte weiter belasten und die Ausgaben möglicherweise noch stärker dämpfen.

Mit dem Anstieg der Importe und dem Rückgang der Exporte hat sich zudem die japanische Außenhandelsbilanz deutlich verschlechtert. Im Zuge der schrittweisen Stilllegung der japanischen Atomkraftwerke nach dem Erdbeben und dem Tsunami ist der Bedarf für Brennstoffimporte sprunghaft angestiegen. Auch andere für den Wiederaufbau benötigte Güter sind verstärkt importiert worden. Dadurch erhöhten sich die japanischen Importe im Januar um 9,9% gegenüber dem Vorjahr. Auf der Exportseite haben sich die erdbebenbedingten Unterbrechungen der Lieferkette in einem schleppenden Wachstum der Industrieproduktion niedergeschlagen (Rückgang auf 2,0% gegenüber dem Vorjahr im Januar nach 3,8% im Dezember). Außerdem waren die Exporte im Januar mit einem Rückgang um 9,3% gegenüber dem Vorjahresmonat nach -8,8% im Dezember den vierten Monat in Folge rückläufig. Zusammengefasst haben diese Trends seit April 2011 für ein anhaltendes Handelsbilanzdefizit gesorgt und den Leistungs- und Bilanzüberschuss nahezu halbiert.

Um einigen der negativen Haushaltstrends zu begegnen, hat die japanische Regierung eine weitere Erhöhung der Konsumsteuer im Finanzjahr 2016 vorgeschlagen, die über die ursprüngliche Planung einer Anhebung der Mehrwertsteuer von derzeit 5% auf 10% bis Oktober 2015 hinausgeht. Angesichts der auf kurze Sicht potenziellen negativen Folgen derartiger Maßnahmen für Wachstum und Inflation ist anzuzweifeln, ob diese Steueranpassungen tatsächlich umgesetzt werden. Auf der geldpolitischen Seite hat die Bank of Japan ihre de facto Nullzinspolitik beibehalten und ein neues Inflationsziel von 1% festgelegt. Unter dem politischen Druck, konstruktiver zu handeln, hat sie zudem eine geplante Ausweitung der eigenen Bilanz um 10 Billionen JPY

bekanntgegeben, u.a. durch zusätzliche Kredite im Umfang von 3,5 Billionen JPY im Rahmen ihrer wachstumsunterstützenden Finanzierungsfazilität.

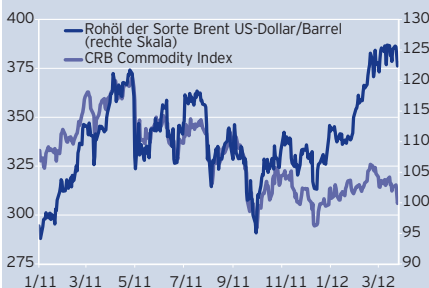
An der Preisfront sind die Verbraucherpreise nach einer deflationären Phase von Oktober bis Dezember im Februar auf Jahresbasis um 0,3% gestiegen – ein für japanische Verhältnisse deutlicher Anstieg. Die Konsensprognose für die Verbraucherpreisinflation im Kalenderjahr 2012 liegt weiterhin bei -0,2% (d.h. anhaltende Deflation). Ich bin jedoch der Ansicht, dass der schwächere Yen zu einem Übergang von einer Deflation zu einer leichten Inflation beitragen wird. Ich rechne 2012 mit einer Jahresrate der Verbraucherpreisinflation von 0,2% und einem realen BIP-Wachstum von 2,1%.

Asien ex Japan

In den meisten ostasiatischen Volkswirtschaften hat das Wachstum Ende 2011 deutlich nachgegeben. Mit einem annualisierten Rückgang des realen BIP um 1,5% im Vergleich zum Vorquartal verzeichnete die Region erstmals seit der Rezession 2008-2009 einen Rückgang auf Quartalsbasis. Zurückzuführen war der Abschwung vor allem auf die schwächere Auslandsnachfrage. Daher fiel das Wachstum in den Ländern mit dem größten Exportsektor auch tendenziell am schwächsten aus, während sich die weniger exportabhängigen Volkswirtschaften vergleichsweise besser hielten. Nachdem sie in den Vormonaten unterhalb der 50 Punkte Schwelle gelegen hatten, kehrten die Einkaufsmanagerindizes für Korea, Taiwan und Singapur jedoch im Februar wieder in den expansiven Bereich zurück. Das deutet auf eine gewisse Wachstumserholung im ersten Quartal 2012 hin. Obwohl die Binnennachfrage in der Region robust bleiben sollte, hängt das Wachstum in diesen Ländern – wie eh und je – sehr stark von einer anhaltenden Erholung in den USA ab und dürfte durch die Rezession in Europa gedämpft werden.

Mit einer Jahresrate von 2,8% ist die Inflation in der Region im Februar auf den tiefsten Stand seit zwei Jahren gefallen. Der jüngste Anstieg des Ölpreises in Verbindung mit den geopolitischen Spannungen im Mittleren Osten könnte jedoch zu einem erneuten Preisdruck führen. Vor diesem Hintergrund haben die meisten Notenbanken in der Region die Leitzinsen im Quartal unverändert belassen. Einzig in den Philippinen und in Taiwan gab es im März Zinssenkungen. Während der Abschwung der Exportwirtschaft andauert, haben die Währungen in der Region leicht abgewertet. Die im März veröffentlichten Konsensprognosen für die Region gehen von einem realen BIP-Wachstum von 4,0% und einer Inflationsrate von 3,3% aus.

Abb. 7: Anhaltender Anstieg des Ölpreises bei sinkenden Notierungen anderer Rohstoffe



Quelle: Bloomberg, Stand: 2. April 2012.

Rohstoffe

Von Oktober bis Februar sind die Rohstoffpreise genauso wie die Aktienkurse generell gestiegen, was vor allem auf die Verteuerung der Energierohstoffe um 30% zurückzuführen ist. In der Folge kam es jedoch zum Ausverkauf. Seit September notieren die Agrar- und Nahrungsmittelpreise weitgehend unverändert, während die Industrierohstoffe nur im Januar haussierten. Anders ausgedrückt: Zum größten Teil ist die Teuerung auf den Energiekomplex zurückzuführen und hier vor allem auf Ängste bezüglich geopolitischer Unruhen im Mittleren Osten (siehe Abb. 7). Hier ist der Ölpreis am Terminmarkt weitgehend stabil geblieben, während der Spotpreis durch Sorgen über kurzfristige Engpässe und weniger durch das langfristige Versorgungsrisiko gestiegen ist.

Mit ein oder zwei Ausnahmen (wie Iran und Syrien) wird in den meisten Regionen der Welt heute mehr Öl oder Erdgas produziert als in der Vergangenheit. Daher könnten die Sorgen über die kurzfristige Preisentwicklung und ihre Auswirkungen auf die Inflation übertrieben sein. Solange es nicht zu einem offenen Konflikt mit dem Iran kommt, gehe ich davon aus, dass die Rohstoffpreise im Jahr 2012 nicht zu einem Inflationsschub führen werden.

Fazit

Die fortdauernde Staatsschuldenkrise in der Eurozone ist der aktuell größte Sorgenfaktor für die globale Wirtschaft, gefolgt von Sorgen über die Ölversorgung im Fall eines Konfliktes im Mittleren Osten und der nachlassenden Wachstumsdynamik in China. Auf der positiven Seite zeigen die Verbesserungen bei den Einkommen, den Haushaltsausgaben und der Beschäftigung, dass die US-Wirtschaft in den letzten sechs Monaten deutliche Fortschritte auf dem Weg zu einem selbst tragenden Wachstum gemacht hat. Dieses durchwachsene Bild mit positiven und



negativen Faktoren dürfte die globale Wirtschaft noch weiter bestimmen, solange viele Länder weiter mit der Reparatur der Bank- und Haushaltsbilanzen im Nachgang der großen Rezession der Jahre 2008-2009 beschäftigt sind.

In Volkswirtschaften wie Großbritannien und Kontinentaleuropa ist der Spielraum für staatliche Stimulusprogramme begrenzt, da die Staatsausgaben bereits fast 50% des BIP betragen. Zudem hat sich gezeigt, dass Anleger sehr empfindlich reagieren, wenn die Staatsverschuldung eine bestimmte Schwelle überschreitet – zum Beispiel den berühmten Schwellenwert von 90%, den die Professoren Reinhart und Rogoff in ihrem Buch „Dieses Mal ist alles anders“ identifiziert haben. Daher könnten zwar die USA, wo die Regierungsausgaben (bundesstaatliche und staatliche Ausgaben sowie soziale Ausgaben) nach Angaben der OECD noch immer bei lediglich 40% des BIP liegen, ihre hohen Ausgaben und Haushaltsdefizite von über 1 Billion US-Dollar aufrecht-erhalten. Das ist allerdings ein Luxus, den sich kaum ein anderes Land leisten kann. Der andere Faktor, der Spielraum für eine expansive Fiskalpolitik in den USA eröffnet, ist das „exorbitante Privileg“, die wichtigste Reservewährung der Welt zu haben. Daher sind Ausländer und vor allem ausländische Notenbanken und Staatsfonds weiter bereit, auf US-Dollar lautende Wertpapiere zu kaufen. Die Toleranz für eine unbefristete expansive Fiskalpolitik in Verbindung mit der Verwaltung einer relativ festen Währung lässt sich jedoch nicht unbegrenzt fortsetzen. Zu einem ungewissen künftigen Zeitpunkt werden die Finanzmärkte eine diszipliniertere Vorgehensweise fordern. Solange wird die US-Wirtschaft weiter als Motor der Weltwirtschaft dienen können.



John Greenwood
Chefvolkswirt, Invesco Ltd.
2. April 2012



Kontakt

Invesco Asset Management Deutschland GmbH

An der Welle 5, D-60322 Frankfurt am Main
Tel.: +49 (0)69 29 80 70, Fax: +49 (0)69 29 80 71 06
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 2. April 2012. 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. 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.