



Aktueller Ausblick für die Weltwirtschaft

Wachstum mit Risiken im Jahr 2012

19. Januar 2012

Autoren

Robert Burgess
+44 20 754-71930
robert.burgess@db.com
Peter Hooper
+1 212 250-7352
peter.hooper@db.com
Mikihiro Matsuoka
+81 35156-6768
mikihiro.matsuoka@db.com
Thomas Mayer
+49 69 910-30800
tom.mayer@db.com
Gilles Moec
+44 20 754-52088
gilles.moec@db.com
Michael Spencer
+852 2203-8305
michael.spencer@db.com

Editor

Thomas Mayer

Deutsche Bank AG
DB Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Thomas Mayer

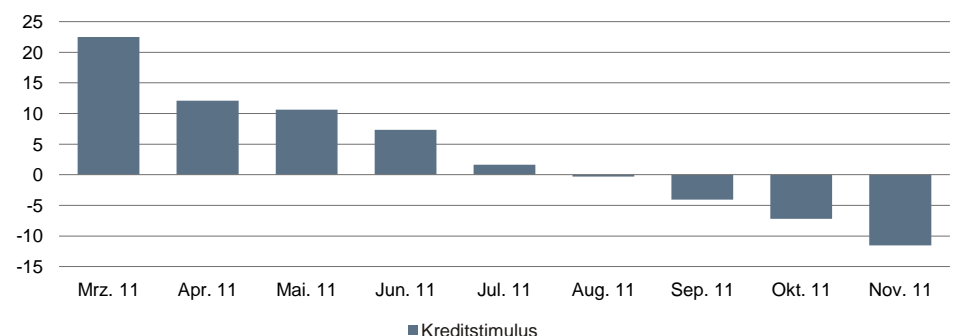
Zum Jahresbeginn 2012 sehen wir recht gute Chancen für eine moderate Expansion der Weltwirtschaft, trotz der Rezession in Europa. Die Abwärtsrisiken wurden durch die Maßnahmen der EZB in den vergangenen Wochen verringert; an anderer Stelle bestehen jedoch weiterhin Risiken.

Das 3-jährige LRG der EZB Ende des vergangenen Monats und das Versprechen, noch mehr zu tun, haben das Risiko einer systemischen Krise in Europa im kommenden Jahr deutlich verringert, da auf diese Weise sichergestellt ist, dass die Banken über genügend Liquidität verfügen. Die spanischen Banken haben zwar positiv auf eine Anleiheauktion reagiert, bei den italienischen ist dies jedoch möglicherweise nicht der Fall. Die EZB muss möglicherweise ihr Wertpapiermarktprogramm erweitern, um den italienischen Anleihemarkt zu stabilisieren. Es ist zu hoffen, dass Italien genügend Fortschritte bei den Strukturreformen macht, um dies zu ermöglichen.

Der Anstieg der Bankeneinlagen bei der EZB zeigt, dass die Banken weiterhin zögern, Kredite zu vergeben oder in Staatsanleihen der Peripherieländer zu investieren. Dies könnte sich ab der Jahresmitte ändern, wenn die EBA die Eigenkapitalausstattung der Banken überprüft hat. Damit könnte die Hauptursache für die Konjunkturschwäche abgeschafft werden.

Nettokreditflüsse an private Haushalte und Unternehmen im Euroraum (Mrd. EUR)

Veränderung gg. Vj., 3M-Durchschn.



Quellen: Haver Analytics, Deutsche Bank



Konjunktur

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz

	BIP-Wachstum			Inflation			Leistungsbilanzsaldo			Budgetsaldo		
	in % gg. Vj.			in % gg. Vj.			in % des BIP			in % des BIP		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
USA	1,8	2,5	3,0	3,3	3,2	2,4	-3,3	-3,3	-3,4	-8,1	-5,8	-5,6
Japan	-0,8	0,7	1,1	-0,3	-0,3	-0,1	2,2	2,2	2,6	-9,0	-9,4	-8,3
Euroland	1,6	-0,5	1,0	2,7	1,9	1,5	-0,7	-0,4	-0,4	-4,2	-3,5	-2,6
Deutschland	3,0	0,0	1,0	2,3	1,7	1,5	5,4	4,8	4,4	-1,0	-1,3	-1,0
Frankreich	1,6	-0,3	1,2	2,2	1,8	1,4	-2,8	-2,6	-2,7	-6,0	-5,4	-4,4
Italien	0,3	-1,3	0,3	2,9	2,3	1,6	-3,8	-2,0	-1,0	-4,0	-2,0	-0,7
Großbritannien	0,9	0,0	1,5	4,5	2,8	1,7	-1,2	-1,4	-1,5	-8,4	-8,0	-6,4
Australien	2,1	4,1	3,4	3,5	3,0	2,9	-2,0	-2,3	-2,8	-3,3	-2,5	0,1
Kanada	2,4	2,5	3,1	3,0	2,5	2,4	2,9	-2,5	-2,3	-2,1	-1,8	-1,0
Asien (ohne Japan)	7,3	6,9	7,4	4,8	3,9	4,5	2,6	1,8	1,5	-2,4	-2,6	-2,1
China	9,1	8,3	8,6	5,3	2,8	3,5	3,9	3,2	2,4	-2,0	-2,2	-1,5
Indien	7,3	7,3	8,0	9,4	6,5	7,0	-2,9	-3,2	-3,3	-8,1	-7,4	-7,0
Lateinamerika	4,3	3,6	4,2	8,4	8,0	7,7	-0,8	-1,5	-1,7	-2,0	-1,9	-1,8
Brasilien	2,8	3,2	5,0	6,5	5,3	5,6	-2,2	-2,6	-3,0	-1,9	-1,5	-1,7
M-/O-Europa/Afrika	4,5	3,7	4,5	7,0	6,7	6,7	0,2	-0,5	-1,1	-2,0	-2,2	-0,7
Russland	4,5	4,6	4,9	8,5	5,9	6,9	6,0	4,4	0,7	0,2	-0,4	0,6
G7	1,4	1,3	2,1	2,6	2,3	1,8						
Welt	3,6	3,3	4,0	4,4	3,4	3,3						

Zins- und Wechselkursprognosen

		Wechselkursprognosen				Zinsprognosen ¹				Renditespreads ¹				
		18. Jan.	3M	6M	12M	18. Jan.	3M	6M	12M	18. Jan.	3M	6M	12M	
USA	USD pro EUR	1,28	1,30	1,25	1,35	3M	0,57	0,50	0,50	0,50				
	JPY pro USD	77	74	72	75	10J	1,90	1,75	1,75	2,35				
Japan	JPY pro EUR	99	96	90	101	3M	0,33	0,30	0,30	0,30	-0,24	-0,20	-0,20	-0,20
						10J	0,97	1,10	1,10	1,20	-0,98	-0,70	-0,70	-1,20
Euroland	USD pro EUR	1,28	1,30	1,25	1,35	3M	1,22	1,20	1,20	1,25	0,65	0,70	0,70	0,75
	JPY pro EUR	99	96	90	101	10J	1,81	2,30	2,40	2,60	-0,14	0,50	0,60	0,20
Großbritannien	USD pro GBP	1,54	1,51	1,49	1,71	3M	1,09	0,85	0,85	0,85	-0,13	-0,35	-0,35	-0,40
	GBP pro EUR	0,83	0,86	0,84	0,79	10J	2,01	2,40	2,50	2,70	0,25	0,15	0,15	0,15
Schweiz	CHF pro EUR	1,21	1,25	1,25	1,25	3M	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,22	-1,20	-1,20	-1,25
Australien	USD pro AUD	1,04	1,02	1,00	1,00	3M	4,25	4,00	3,75	3,75	3,68	3,50	3,25	3,25
Kanada	CAD pro USD	1,01	1,00	1,00	1,00	3M	1,35	1,00	1,00	1,75	0,78	0,50	0,50	1,25
China ²	CNY pro USD	6,30	6,29	6,18	6,10	1J	3,50	3,50	3,50	3,50	2,69	2,95	3,20	2,75
Indien ²	INR pro USD	52,3	51,5	50,5	48,5	3M	8,50	8,50	8,25	7,50	7,93	8,00	7,75	7,00
Brasilien ²	BRL pro USD	1,80	1,80	1,80	1,85	3M	11,00	9,50	9,50	9,50	10,43	9,00	9,00	9,00
Russland ²	RUB pro USD	31,6	30,7	29,8	28,0	6M	8,00	8,00	8,00	8,00	7,43	7,50	7,50	7,50

1) 3M-Zinsen sind 3M-Einlagensätze. 10J-Renditen sind annualisiert für Japan, Euroland und Schweiz, nicht-annualisiert für alle anderen Länder. Spreads auf Basis annualisierter Renditen und gg. USA; Ausnahmen Großbritannien und Schweiz: Spread gg. Euroland. 10J-Bonds in Euroland sind 10J-Bundesanleihen.

2) Stand der Prognosen: 13. Januar 2012

Quellen: Nationale Behörden, Bloomberg, Deutsche Bank.
Prognoseänderungen in Blau



Aktueller Ausblick für die Weltwirtschaft: Wachstum mit Risiken im Jahr 2012

- Zum Jahresbeginn 2012 sehen wir recht gute Chancen für eine moderate Expansion der Weltwirtschaft, trotz der Rezession in Europa. Die Abwärtsrisiken wurden durch die Maßnahmen der EZB in den vergangenen Wochen verringert; an anderer Stelle bestehen jedoch weiterhin Risiken.
- Das 3-jährige LRG¹ der EZB Ende des vergangenen Monats und das Versprechen, noch mehr zu tun, haben das Risiko einer systemischen Krise in Europa im kommenden Jahr deutlich verringert, da auf diese Weise sichergestellt ist, dass die Banken über genügend Liquidität verfügen. Die spanischen Banken haben zwar positiv auf eine Anleiheauktion reagiert, bei den italienischen ist dies jedoch möglicherweise nicht der Fall. Die EZB muss möglicherweise ihr Wertpapiermarktprogramm erweitern, um den italienischen Anleihemarkt zu stabilisieren. Es ist zu hoffen, dass Italien genügend Fortschritte bei den Strukturreformen macht, um dies zu ermöglichen.
- Der Anstieg der Bankeneinlagen bei der EZB zeigt, dass die Banken weiterhin zögern, Kredite zu vergeben oder in Staatsanleihen der Peripherieländer zu investieren. Dies könnte sich ab der Jahresmitte ändern, wenn die EBA² die Eigenkapitalausstattung der Banken überprüft hat. Damit könnte die Hauptursache für die Konjunkturschwäche abgeschafft werden.
- Die jüngsten europäischen Daten – z.B. die Einkaufsmanagerindizes – waren ermutigend, was darauf hindeutet, dass unsere Prognose einer flachen Rezession im Vergleich zur Alternative (ein tiefer Abschwung) weiterhin angemessen ist. Auch die US-Daten deuten auf ein gewisses Aufwärtsrisiko für die Wachstumsschätzungen für Q4 hin (möglicherweise allerdings auf Kosten des Wachstums in Q1).
- Die Fed scheint weniger zu einer dritten Runde der quantitativen Lockerung zu neigen, als es zahlreiche Anleger zu erwarten scheinen, wenngleich die neue Zusammensetzung des Offenmarktausschusses auf eine etwas „taubenhaftere“ Tendenz hindeutet.
- Die Bedeutung der Wahlen in den USA wird im Jahresverlauf zunehmen und könnte eine wichtige Rolle für die Frage spielen, ob – und wie – die USA das Problem ihrer eigenen Staatsverschuldung angehen, wenn dieses Jahr vorüber ist.
- Der Anstieg der chinesischen Einkaufsmanagerindizes und die höher als erwartete Inflationsrate im Dezember dürften das anstehende Neujahrsfest nach dem Mondkalender widerspiegeln. Tatsächlich dürfte das Wachstum jedoch unseres Erachtens schwach bleiben und wahrscheinlich auch schwächer, als es den politischen Verantwortungsträgern lieb ist. Daher rechnen wir mit einer moderaten Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik im Vergleich zu den aktuellen Zielwerten.
- Ungarns Verhältnis zum IWF und der EU wurde durch die Verabschiedung eines neuen Zentralbankgesetzes und die Aufnahme eines einheitlichen Einkommensteuersatzes in die Verfassung in Mitleidenschaft gezogen. Wir rechnen bis März mit einer Zinsanhebung um 100 Bp., da die ungarische Nationalbank (NBH) versuchen dürfte, das Vertrauen der Anleger zu erhöhen.
- Die Rohstoffpreisinflation verlangsamt sich weiterhin; Lebensmittel- und Energiepreise sanken im Dezember. Selbst bei einem leichten Anstieg der

¹ LRG=Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (dt.); LTRO=Longer-term refinancing operation (engl.)

² Euro-Bankenverband (Euro Banking Association, EBA)



Konjunktur

Ölpreise in diesem Monat aufgrund der zunehmenden Spannungen im Nahen Osten scheint sich die Ölpreis-inflation gg. Vj. weiterhin zu verlangsamen.

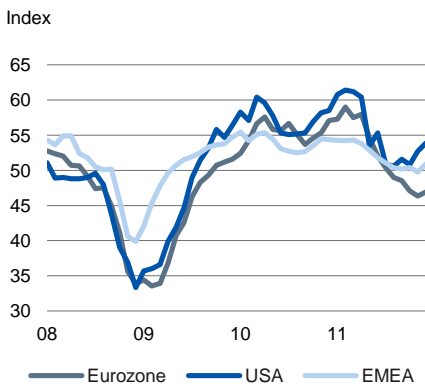
Einleitung

Das Jahr hat aus wirtschaftlicher Sicht überraschend gut begonnen. Die US-Daten fielen recht günstig aus, was möglicherweise auf ein gewisses Aufwärtsrisiko für die Prognosen für Q4 hindeutet. In Europa wird die Kluft zwischen den „Kern“- und den „Peripherie“-Ländern immer größer, wobei insbesondere die Daten aus Deutschland leicht über den Erwartungen lagen (Grafik 1). Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe, die in der nebenstehenden Grafik dargestellt sind, zeigen, in welchem Umfang sich die US-Daten im Vergleich zu den europäischen Daten verbessert haben.

Die Lage in den Schwellenländern ist recht uneinheitlich; es sind jedoch keine größeren negativen und sogar einige positive Überraschungen eingetreten. Der offizielle chinesische Einkaufsmanagerindex (der für die nebenstehende Datenreihe verwendet wurde) stieg im Dezember an, was wir jedoch eher als statistischen Ausreißer aufgrund des früh liegenden Neujahrsfests nach dem Mondkalender ansehen. Unseres Erachtens dürfte es tatsächlich eher so aussehen, dass der Trend hin zu einem allmählichen Rückgang der Aktivität im verarbeitenden Gewerbe gegenüber dem Vorquartal anhält. Auch die lateinamerikanischen Daten sind recht robust geblieben, wohingegen sich die Daten aus Osteuropa in mancherlei Hinsicht deutlich verschlechtert haben – was unter anderem darauf zurückzuführen ist, dass Europa als Handelspartner von größerer Bedeutung ist als Lateinamerika. Die Situation in Ungarn hat sich recht deutlich verschärft, da die Konjunktur- und Bankenprobleme Westeuropas nach Ungarn „exportiert“ wurden.

Einkaufsmanagerindizes für die Industrie

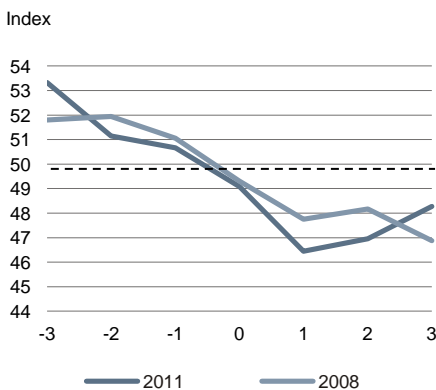
1



Quellen: Haver Analytics, Deutsche Bank

Einkaufsmanagerindex für den Euroraum*

2



*3 Monate vor und 3 Monate nach dem Unterschreiten des Schwellenwerts von 50, 2008 bzw. 2011

Quellen: Haver Analytics, Deutsche Bank

Euroland: Prognose einer leichten Rezession gewinnt an Glaubwürdigkeit

Unsere Prognose einer leichten Rezession, bei der das BIP 2012 „nur“ um 0,5% schrumpft, könnte als optimistisch angesehen werden, zumal im Finanzsektor umfassende Skepsis darüber herrscht, ob die Währungsunion das Jahr 2012 institutionell unbeschadet übersteht. Die jüngsten Daten haben uns jedoch in unserer Auffassung bestärkt. Im Sommer und Frühherbst 2011 verschlechterten sich die Daten in einem Tempo, das gefährliche Ähnlichkeiten zu dem 2008-2009 verzeichneten Muster aufwies. Dieses Muster änderte sich jedoch in den letzten beiden Monaten des Jahres. Nachdem der Einkaufsmanagerindex im Oktober bei 46,5 seinen Tiefstand erreichte, erholte er sich im November und Dezember auf 48,3. Damit liegt er eindeutig unter der Kontraktionsschwelle, deutet aber nicht mehr darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Stimmung im Eiltempo eintrübt (Grafik 2). Außerdem verharrte die Komponente für die Beschäftigung über der Expansionsschwelle, was darauf hindeutet, dass die Beschäftigung zumindest in den Kernländern nur moderat auf die Konjunkturverlangsamung reagiert. Dies wurde durch den anhaltenden Rückgang der Arbeitslosenquoten in Deutschland bestätigt (November: -13,7% gg. Vj.).

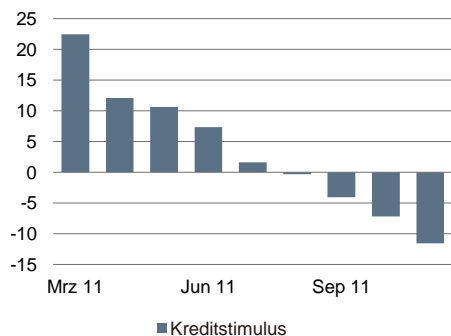
Es ist natürlich noch früh, aber aus unserer Sicht spricht Folgendes für eine moderate Rezession und eine gedämpfte Erholung in H2 2012 (dieses Szenario vertreten wir übrigens seit September 2011): Im Gegensatz zu 2008-2009 ist der derzeitige Abschwung in Europa auf spezifische lokale Faktoren zurückzuführen und nicht auf einen Einbruch der weltweiten Nachfrage. Eine restriktive Fiskalpolitik bei einem Crash ist eine europäische Spezialität (die USA diskutieren über Einschnitte, sind aber zumindest in diesem Jahr weit davon entfernt, sie vorzunehmen), und die aktuelle, neue Kreditknappheit in Europa (Grafik 3)



Konjunktur

Nettokreditflüsse an private Haushalte und Unternehmen im Euroraum (Mrd. EUR)

Veränderung gg. Vj., 3M-Durchschn.



Quellen: Haver Analytics, Deutsche Bank

ist auf intrinsische lokale Bedingungen zurückzuführen. Hier sind insbesondere das Drängen der Aufsichtsbehörden auf höhere Eigenkapitalquoten, das sehr viel später erfolgte als in den USA, und die Tatsache zu nennen, dass die Banken beträchtlichen Risiken bei Staatsanleihen ausgesetzt sind. In China dagegen ist die Verlangsamung der Kreditausreichung von politischen Entscheidungen abhängig und kann daher erforderlichenfalls leichter rückgängig gemacht werden.

All dies bedeutet, dass der Euroraum in diesem Jahr von einer nennenswerten Auslandsnachfrage profitieren dürfte, was unseres Erachtens der Hauptgrund für eine Erholung in H2 sein sollte. Euroland muss jedoch in den kommenden Monaten seine Hausaufgaben machen, um zu verhindern, dass sich die systemischen Befürchtungen am Markt verstärken. Diese könnten über die Finanzbeziehungen zu den USA und den Schwellenländern zu einer globalen Krise und einer Konjunkturverlangsamung führen. Von diesem Standpunkt aus wird das Verhalten der EZB von entscheidender Bedeutung sein.

Die EZB enttäuschte die Erwartungen im Dezember, als den Marktteilnehmern klar wurde, dass die Zentralbank nicht zu einer quantitativen Lockerungspolitik im Stil der Fed bereit war, die nach Auffassung der Marktteilnehmer erforderlich gewesen wäre, um dem Anleihemarkt Schwung zu geben und die Besorgnis über die Refinanzierung der Staatsschulden im ersten Halbjahr 2012 abzumildern. In den letzten beiden Monaten des Jahres 2011 hat der EZB-Rat jedoch mehr getan, als der Markt auf den ersten Blick zur Kenntnis zu nehmen schien.

Erstens beschloss Mario Draghi, den Vorbehalten der deutschen öffentlichen Meinung in Deutschland zu trotzen, denen zufolge er aufgrund seiner Nationalität „zu weich“ sein könne, und bei der ersten Ratssitzung seiner Amtszeit eine Zinssenkung durchzuführen. Dass der Refisatz schon – bevor eine Rezession in den Daten zu erkennen war – auf seinen historischen Tiefstand von 1,0% gesenkt wurde, stellt eine deutliche Änderung der Haltung gegenüber dem vorhergehenden Abschwung dar. Dies deutet darauf hin, dass die „konservative Tendenz“ der EZB im Vergleich zur Fed inzwischen merklich weniger deutlich ausgeprägt ist, zumindest soweit es den Zinsaspekt der Geldpolitik betrifft. Dies steht mit der anhaltenden Abwertung des Euro im Einklang, die den Exportsektor des Euroraums 2012 stützen dürfte. Eine Abwertung des handelsgewichteten Euro-Wechselkurses um 10% lässt die BIP-Wachstumsrate nach einem Jahr dem Interlink-Modell der OECD zufolge um knapp 1,0% höher ausfallen. Von seinem Höchststand im April 2011 bis zum Dezember ist der effektive Euro-Wechselkurs bereits um 6,3% zurückgegangen, und in den ersten 10 Tagen des Jahres 2012 scheint sich diese Tendenz beschleunigt zu haben.

Zweitens hat die EZB das Risiko einer Kernschmelze im Bankensektor des Euroraums in diesem Jahr vermieden, indem sie zwei dreijährige LRGs durchgeführt hat. So können die Kreditinstitute das in diesem Jahr zur Tilgung anstehende Anleihevolumen (EUR 578 Mrd.) finanzieren. Dies ist eine Vorbedingung für eine Erholung der Kreditausreichung, wenngleich in dieser Hinsicht lange Verzögerungen berücksichtigt werden müssen. Unseren Schätzungen zufolge (vgl. auch „Beyond String Pushing, what can the ECB do?“, Focus Europe, 16. Dezember 2011) dauert es in der Regel drei Quartale, bis eine Lockerung der Kreditvergabestandards – die eintritt, wenn sich die Banken leichter finanzieren können – vollständig auf die tatsächliche Kreditvergabe an die privaten Haushalte und die Unternehmen durchschlägt. Insofern sollten sich die Anleger unseres Erachtens nicht davon beunruhigen lassen, dass die reichliche zusätzliche Liquidität, die im Rahmen des ersten dreijährigen LRG im Dezember 2011 ausgereicht wurde, wieder in der Einlagenfazilität der EZB geparkt und nicht als Kredit an Akteure außerhalb des Finanzsektors weitervergeben wurde. Den wöchentlichen Finanzdaten der EZB zufolge stieg die Kreditvergabe an die Banken des Eurosystems vom Zeitpunkt des dreijährigen LRG bis zum 6. Januar 2012 um EUR 171 Mrd. und die Einlagen um EUR 249,5 Mrd. an. Es ist je-



doch sinnvoll, wenn die Banken im Dezember Geld horten, um im Januar und Februar ihre eigenen fälligen Verbindlichkeiten begleichen zu können.

Die Zentralbank hat sich nicht direkt mit den fälligen Verbindlichkeiten der Regierungen – insbesondere Italiens Refinanzierungsbedarf in Höhe von EUR 46 Mrd. im Februar – befasst, indem sie das Wertpapiermarktprogramm (ihr Kaufprogramm für Anleihen) in „Fed-ähnlicher Weise“ geändert hat und das Volumen und den Zeitpunkt ihrer Käufe vorab ankündigt, oder indem sie innovativ einen expliziten Zielwert für das absolute Renditeniveau oder für Spreads der in Problemen steckenden Staatsanleihen festgelegt hat. Die Dynamik im EZB-Rat, in dem sich Bundesbankpräsident Jens Weidmann weiterhin lautstark gegen das Wertpapiermarktprogramm in seiner jetzigen Form ausspricht, und der Konsens darüber, dass sich die EZB nicht festlegen will, bevor es sicher ist, dass die nationalen Regierungen deutliche Fortschritte in der Wirtschaftspolitik und bei den Rettungsmechanismen erzielen, sind wohl die Gründe dafür, dass die EZB eine „laterale Option“ vorzieht und darauf setzt, dass die Banken die Möglichkeiten zum Kauf von Anleihen nutzen, die das dreijährige LRG bietet.

Die jüngsten Anleiheauktionen in Spanien deuten darauf hin, dass diese Strategie in Spanien erfolgreich sein könnte. Am 12. Januar begab die spanische Regierung drei- und fünfjährige Anleihen im Gesamtvolumen von EUR 10 Mrd. (12% ihrer gesamten für 2012 geplanten Emissionen) statt der ursprünglich geplanten EUR 5 Mrd. und musste dabei rund 100 Bp. weniger bieten als bei vorhergehenden, ähnlichen Auktionen. Wir hatten mit einer so günstigen Entwicklung gerechnet, da die Krise in Spanien von den Banken – die mit den Folgen des Platzens der Immobilienblase konfrontiert sind – auf den Staat durchschlägt. Die Staatsfinanzen sind an sich trotz der beträchtlichen Abweichung vom Defizitziel im Jahr 2011 (8,0% statt 6,0%) weiterhin solide, weil der Schuldenstand niedrig ist (2011: 70% des BIP). Da die spanischen Banken nunmehr in Bezug auf ihre Finanzierung beruhigt sind und die Nachfrage nach Krediten seitens der Privatkunden außerordentlich gering ist, bestehen für die spanischen Banken große Anreize, die von der EZB gebotene Chance auf Carry-Trades zu nutzen.

Dies könnte in Italien nicht der Fall sein, wo sich die Krise vom Staat her auf die Banken auswirkt, die bei den Stresstests der EBA durch ihr Engagement in Staatsanleihen in Mitleidenschaft gezogen wurden. Im Dezember deutete der Vorsitzende des italienischen Bankenverbandes öffentlich an, dass die Mitglieder seines Verbands ihr Engagement in Staatsanleihen im Zuge des LRG nicht erhöhen würden. Die erfolgreiche Auktion italienischer T-Bills am 12. Januar deutet nicht unbedingt darauf hin, dass die inländischen Kreditinstitute ihre Auffassung geändert haben. Kurzfristige Wertpapiere werden am Markt immer leichter aufgenommen als Anleihen. Die Anleiheauktionen im Monat Februar, in dem umfangreiche Tilgungen anstehen, dürften die wahre Prüfung darstellen. Die EZB wird möglicherweise in den kommenden Wochen in Form höherer Käufe am Sekundärmarkt eingreifen müssen. Mario Draghi deutete in seiner Pressekonzferenz zur Geldpolitik am 12. Januar an, dass der scheinbar rasche Erfolg der LRGs nicht bedeute, dass das Wertpapiermarktprogramm zurückgefahren werden müsse.

Neben der unmittelbaren Reaktion auf die staatlichen Finanzierungsprobleme muss der Euroraum noch wesentliche Fortschritte bei eigenen Lösungen für die Krise machen. In dieser Hinsicht sind unseres Erachtens derzeit vier Risikobereiche zu erkennen:

1) Italien und Spanien müssen fiskalpolitische und Strukturreformen durchführen. In Spanien wird es nach der Zielverfehlung im Jahr 2011 in diesem Jahr vor allem um eine Verringerung der Defizite gehen. Bei der Arbeitsmarktreform scheinen gute Fortschritte erzielt zu werden, und wir gehen davon aus, dass die Verhandlungen zwischen den Gewerkschaften und dem Arbeitgeberverband



Ende des Monats abgeschlossen werden. Spaniens solide politische Situation ist ein Vorteil; die Regierung hat erst vor kurzem ein starkes demokratisches Mandat (absolute Mehrheit im Parlament) für Reformen erhalten. Daran könnte es in Italien mangeln. Zwar sendet die Regierung Monti alle richtigen Signale in Bezug auf eine Liberalisierung der Güter- und Produktmärkte aus und verfügt den Umfragen zufolge über einen starken Rückhalt in der Bevölkerung, aber diese technokratische Regierung ist von einer zusammengestückelten Mehrheit im Parlament abhängig. Die nächsten Wochen werden von entscheidender Bedeutung sein. Der Premierminister hat angekündigt, dass die ersten Maßnahmen vor der Sitzung der Eurogruppe am 23. Januar oder des Europäischen Rats am 29. Januar bekanntgegeben werden sollen. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass Monti diese politischen Hürden in diesem Jahr nehmen wird. Allerdings besteht das Risiko eines politischen Zwischenfalls, der die Fortschritte bei der Staatsfinanzierung zunichte machen könnte.

2) Ratifizierung des neuen „Euro-26“-Vertrags in den einzelnen Ländern. Der „Fiskalpakt“ ist ein wesentliches Element, um sicherzustellen, dass die politische Unterstützung für die finanzielle Solidarität innerhalb der Region bestehen bleibt, indem die Wahrscheinlichkeit von Mitnahmeeffekten verringert wird. Außerdem ist er eine Vorbedingung für eventuelle gemeinsame Anleiheemissionen. Angesichts der möglichen Schwierigkeiten bei der Ratifizierung des Vertrags drängen einige nationale Regierungen bereits auf eine gewisse Verwässerung des Inhalts des Pakets. Insbesondere die fiskalpolitische Vorschrift, der zufolge das konjunkturbereinigte Defizit auf 0,5% des BIP begrenzt werden soll, sollte ursprünglich auf der Ebene der Verfassung oder einer vergleichbaren Ebene in nationales Recht umgesetzt werden. Im jüngsten Entwurf heißt es nur noch, sie solle „vorzugsweise“ auf dieser Ebene stehen. Die Frist für die Unterzeichnung des Vertrags läuft am 1. März ab; der Text an sich könnte jedoch bereits am 29. Januar verabschiedet werden. Jede weitere „Verwässerung“ wäre negativ für die Märkte. Danach beginnt das eigentliche Ratifizierungsverfahren in den einzelnen Ländern. Frankreich, das mitten in den Präsidentschaftswahlen steckt, dürfte erst im Sommer endgültig zustimmen.

3) Unterstützung durch die EFSF/den IWF. Ende Dezember 2011 konnten die Regierungen des Euroraums ihre Kreditvergabe an den IWF zusammen um EUR 150 Mrd. erhöhen. Wie wirkt sich dies jedoch auf die eventuelle Feuerkraft des Rettungssystems für den Euroraum aus? Die verbleibende, nicht bereits festgelegte Kapazität der EFSF beläuft sich auf rund EUR 250 Mrd. Die verbleibenden Kapazitäten des IWF – vor der Liquiditätsspritze der europäischen Länder – entsprechen EUR 285 Mrd. (vgl. Focus Europe vom 25. November 2011). Potenziell wären also nunmehr EUR 685 Mrd. verfügbar, was technisch gesehen ausreichen dürfte, um den Refinanzierungsbedarf (ohne T-Bills) Italiens (rund EUR 340 Mrd.) und Spaniens (rund EUR 170 Mrd.) in den Jahren 2012 und 2013 zu decken. Es ist jedoch undenkbar, dass der IWF-Rat es akzeptieren würde, dass alle Ressourcen des Fonds in den Euroraum gelenkt würden. Unter der Annahme, dass die Hälfte der Kreditvergabekapazität des IWF zur Unterstützung des Euroraums verwendet würde, würden sich die verfügbaren Finanzmittel – einschließlich der EFSF – noch auf EUR 467,5 Mrd. belaufen. Selbst bei Vermittlung durch den IWF erscheint eine monetäre Finanzierung innerhalb desselben Landes nicht möglich. Die oben beschriebenen Verrechnungsmechanismen würden nicht funktionieren (dafür wäre ein „Drittland“ erforderlich). Tatsächlich beläuft sich der zusätzliche Beitrag des Euroraums zu den Ressourcen des IWF wohl eher auf EUR 112 Mrd., wenn man die Anteile Spaniens und Italiens herausrechnet. Dementsprechend müssen sich entweder die europäischen Regierungen auf eine weitere Kreditvergabe an den IWF einigen, oder außereuropäische Regierungen einen ähnlich hohen Beitrag leisten, oder die Bürgschaften/Kapitaleinzahlungen in die EFSF/den ESM weiter erhöht werden.



4) Finanzierung Griechenlands. Die Verhandlungen des IIF und der griechischen Regierung über die Einbindung des privaten Sektors scheinen Fahrt aufzunehmen. Eine Einbindung der EZB in den Schuldenumtausch, durch den Griechenlands Staatsverschuldung um weitere EUR 20-25 Mrd. verringert werden könnte, scheint kein Tabu mehr zu sein. Interessanterweise wiederholte Draghi am 12. Januar nicht das Mantra seines Vorgängers Trichet, dass das Engagement der EZB in Griechenland durch die Einbindung des privaten Sektors nicht beeinflusst werde. Damit jedoch getroffene Vereinbarungen umgesetzt werden können, muss die Troika ein zweites Kreditpaket für Griechenland verabschieden. Der Erfolg der Einbindung des privaten Sektors hängt zum Teil von Maßnahmen ab, mit denen die bittere Pille versüßt werden kann. Dazu zählt insbesondere eine Vorabzahlung in bar, durch die die schmerzhaften Wertverluste infolge des Wertpapierumtauschs abgemildert werden. Diese Barmittel kommen aus dem zweiten Kreditpaket. Die derzeitige Regierung in Athen ist fragil und erfüllt die Erwartungen immer wieder nicht. Die Reform des ergänzenden Pensionssystems, die bis Ende 2011 abgeschlossen sein sollte, wird durch Meinungsverschiedenheiten innerhalb des Kabinetts blockiert, und der Personalabbau im öffentlichen Sektor ist deutlich geringer als erwartet. In diesem Umfeld könnten die Verhandlungen zwischen dem internationalen öffentlichen Sektor und Athen in einer gespannten Atmosphäre verlaufen, während gleichzeitig umfangreiche Tilgungen anstehen (am 20. März 2012 werden EUR 14,4 Mrd. fällig).

Aussichten auf eine Expansion in den USA verbessern sich leicht

Unsere Prognose für das US-BIP-Wachstum im kommenden Jahr (Q4/Q4) liegt weiterhin bei rund 2 ¾%, d.h. um etwa ½%-Punkt über dem Konsens. Die Entwicklungen der vergangenen Wochen haben unseres Erachtens insgesamt die Abwärtsrisiken für diese Prognose verringert. Insbesondere wurde – wie oben erläutert – durch die konzertierten Maßnahmen der EZB zur Bereitstellung längerfristiger Finanzmittel für das Bankensystem des Euroraums im Grunde verhindert, dass der Finanzsektor im Euroraum zusammenbricht. Die Eurokrise ist noch nicht gelöst, da noch viel zu tun bleibt, um in den Peripherieländern die Verschuldung zu stabilisieren und Strukturreformen durchzuführen und auf supranationaler Ebene institutionelle Reformen und eine Aufsicht über die Fiskalpolitik durchzuführen. Dennoch wird die Risikosituation für das kommende Jahr sehr viel günstiger, weil ein liquiditätsbedingter Zusammenbruch des Bankensektors im Euroraum kein Risiko mehr darstellt. Diese positive Entwicklung sollte sich unseres Erachtens zunehmend an den globalen Aktienmärkten niederschlagen. Dies dürfte die Belastung für das Wachstum in gewissem Umfang ausgleichen, die dadurch entsteht, dass die Vermögen der privaten Haushalte durch den Aktienkursrückgang in der zweiten Jahreshälfte 2011 in Mitleidenschaft gezogen wurden. Bisher haben Aktien in diesem Jahr günstig abgeschnitten: Der S&P hat um über 3% zugelegt, nachdem er zum Jahresende 2011 etwa unverändert notierte.

Jüngste makroökonomische Daten insgesamt etwas günstiger. Auch die makroökonomischen Daten aus den USA waren zuletzt etwas ermutigend. Auf der Produktionsseite stieg die Gesamtzahl der Arbeitsstunden in Q4 um 3,2% annualisiert an, wobei sowohl die Beschäftigung als auch die Zahl der Wochenarbeitsstunden solide zulegten. Die Arbeitslosenquote lag zum Jahresende bei 8,5%; ein Jahr zuvor hatte sie 9,4% betragen. Eine ermutigende Entwicklung für das kommende Jahr besteht darin, dass die Wochenarbeitszeit nun wieder auf dem Vorkrisenniveau liegt. Künftig werden also Steigerungen des Arbeitseinsatzes auf Einstellungen und nicht auf eine Verlängerung der Arbeitszeit auf das übliche Niveau zurückzuführen sein. Auf der Nachfrageseite blieb das Wachstum der Konsumausgaben recht robust, obwohl dies zum Teil durch einen gewissen Rückgang der Sparquote bei einem relativ langsamen Anstieg der rea-



len Einkommen erzielt wurde. Angesichts der Festigung der Aktienkurse dürften die privaten Haushalte wohl nur in begrenztem Umfang dazu neigen, ihre Sparquoten merklich erhöhen zu wollen. Außerdem gibt es angesichts der Arbeitsmarktdaten Anlass zu der Annahme, dass die Daten zu den Einkommen und zur Ersparnis nach oben korrigiert werden. Eine steigende Sparquote dürfte daher den Konsum unseres Erachtens nicht wesentlich dämpfen. Allerdings bleibt dies ein Abwärtsrisiko, sofern die Daten nicht korrigiert werden. Die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen der Unternehmen haben sich in den vergangenen Monaten verlangsamt; die jüngsten Daten zu den Auftragseingängen deuten jedoch auf eine gewisse Erholung hin.

Implikationen für das Wachstum in der nächsten Zeit. Diese Entwicklungen zeichnen das Bild einer Wirtschaft, die zur Jahreswende hin mit moderat über dem Trend liegenden Raten expandierte. Der Lageraufbau scheint sich in Q4 beschleunigt zu haben, und wir gehen davon aus, dass er sich in Q1 wieder verlangsamt. Dieser Faktor hat das Wachstum in Q4 deutlich gestützt und dürfte es in Q1 dämpfen. Dementsprechend prognostizieren wir für Q4 ein Wachstum von rund 3 ½%, das sich in Q1 vorübergehend auf etwa 2% abschwächen dürfte. Danach sollte es sich im weiteren Jahresverlauf auf ca. 3% erholen.

Die wichtigsten Wachstumsmotoren in den USA im Jahr 2012. Eine Reihe von Faktoren tragen weiterhin zu einem zumindest moderat über dem Trend liegenden Wachstum der US-Wirtschaft bei. Dazu gehören eine potenzielle, hohe aufgestaute Nachfrage nach dauerhaften Gebrauchsgütern seitens der privaten Haushalte und der Unternehmen. Die Ausgaben in diesen Bereichen müssen sich noch deutlich stärker erhöhen, um das Wachstum der Lagerbestände an diesen Gütern von ihrem derzeit sehr niedrigen Niveau aus anzuheben. Selbst im Wohnungsbau, wo es einen Überhang an leerstehenden Einfamilienhäusern gibt, deutet die Knappheit am Wohnungsmarkt darauf hin, dass eine dringende Nachfrage nach Investitionen in Mehrfamilienhäuser und Renovierungen besteht, damit notleidende Immobilien vermietet werden können. Außerdem sind die Unternehmensfinanzen solide, die Finanzen der privaten Haushalte verbessern sich auf der Schuldenseite merklich (der Schuldenabbau und die bessere Bonität der privaten Haushalte haben zuletzt zu einem deutlichen Anstieg der Verbraucherkredite geführt), und die beträchtliche Nettoabwertung des Dollar-Wechselkurses in den vergangenen anderthalb Jahren stimuliert mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung den Außenbeitrag.

Belastungen für das Wachstum. Ohne eine Reihe von Belastungen für das Wachstum sollten diese Faktoren ausreichen, um in diesem Jahr für eine Expansion des US-BIP um deutlich über 4% zu sorgen. Aber eine Reihe beträchtlicher Belastungen und Abwärtsrisiken dämpfen die Konjunktur. Neben den Auswirkungen der Eurokrise auf die Finanzmarktbedingungen (die allerdings wohl abklingen dürften) sind hier die anhaltend negativen Auswirkungen von Zwangsvollstreckungen auf die Immobilienpreise, das Risiko eines Ölpreisanstiegs, falls die derzeitigen Spannungen zu einem Konflikt im Persischen Golf führen, und die fiskalischen Entzugseffekte auf der Ebene des Gesamtstaats, der Einzelstaaten und der Kommunen zu nennen.

Wohnungspolitik – das Weißbuch der Fed. Da die Geldpolitik nicht mehr über viel Munition verfügt, um die Konjunktur weiter zu stimulieren, hat sich die Fed der Frage zugewendet, wie der Immobilienmarkt belebt werden kann. Dieser Schlüsselsektor stellt derzeit weiterhin eine deutliche Belastung für die Wirtschaft dar. Wir halten die Analyse der Fed für zeitlich passend und informativ. Die Studie fordert nachdrücklich – und unseres Erachtens zu Recht – regulatorische Maßnahmen, um mehr Hypothekenfinanzierungen für potenzielle Investoren in notleidende Immobilien bereitzustellen, damit diese Immobilien wieder an den Markt gelangen und ein Umbau in Mietimmobilien angesichts der Knappheiten am Mietmarkt möglich wird. Diese Empfehlung kommt zum richtigen Zeitpunkt und dürfte in den kommenden Monaten befolgt werden. Sie sollte



dazu beitragen, dass die Hauspreise im kommenden Jahr rascher die Talsohle erreichen. Die Studie empfiehlt außerdem, Möglichkeiten zu entwickeln, um die Zahl der Zwangsvollstreckungen durch Modifizierungen von Kreditbedingungen zu reduzieren. In dieser Hinsicht halten wir Fortschritte für weniger wahrscheinlich.

Entwicklungen und Risiken in der Fiskalpolitik. In der Fiskalpolitik verabschiedete der Kongress kurz vor Weihnachten wie erwartet eine Verlängerung der Lohnsteuersenkungen um zwei Monate, eine Verlängerung der Arbeitslosenunterstützung, eine Änderung der Mindestbesteuerung (AMT) und die Anpassung der Arzthonorare („doc fix“). Ein Kongressausschuss wurde damit beauftragt, für die nächsten zehn Jahre eine Möglichkeit zu finden, um eine Verlängerung dieser Maßnahmen um ein volles Jahr zu finanzieren. Im Rahmen dieser Vereinbarung dürften auch die zusätzlichen Abschreibungsmöglichkeiten für Unternehmensinvestitionen auf unbestimmte Zeit festgeschrieben werden. Die Verlängerung dieser Maßnahmen für das Gesamtjahr 2012 dürfte wohl Mitte Februar verabschiedet werden. Dadurch dürfte der fiskalische Entzugseffekt der Zentralregierung in diesem Jahr um knapp 1 ½% des BIP reduziert werden. Daraus ergibt sich für 2012 ein fiskalischer Entzugseffekt der Zentralregierung in Höhe von rund ½% des BIP. Ausgabenkürzungen der Einzelstaaten und der Kommunen könnten diesen Entzugseffekt um ein weiteres ½% des BIP erhöhen; allerdings dürfte der Entzugseffekt im Jahresverlauf aufgrund einer gewissen Erholung der Einnahmen der Einzelstaaten und Kommunen abnehmen. Wenn die Maßnahmen der Zentralregierung ab 2012 nicht mehr verlängert werden, wird der fiskalische Entzugseffekt 2013 auf über 3% des BIP in die Höhe schnellen, da die Steuersenkungen der Regierung Bush auslaufen und die automatischen Ausgabenkürzungen, die in der Vereinbarung zur Defizitsenkung im vergangenen Sommer festgelegt wurden, greifen. Wie mit diesen drohenden fiskalischen Entzugseffekten umgegangen wird, wird vom Ausgang der anstehenden Wahlen abhängen. Es besteht das Risiko, dass die Unsicherheit darüber, wie mit der drohenden US-Haushaltskrise nach den Wahlen umgegangen wird, die Konjunktur im späteren Jahresverlauf merklich belastet.

Die Wahlen in den USA und ihre Implikationen für die Fiskalpolitik

Was die Wahlaussichten angeht, so liegen die Kandidaten derzeit in den Umfragen so dicht beieinander, dass keine Prognose möglich ist. Nach traditioneller Auffassung müsste Präsident Obama die Wahlen verlieren, da die Konjunktur schwächelt und die Arbeitslosenzahlen hoch sind. Wenn die Arbeitslosenquote bei über 8% verharrt und die Republikaner einen Kandidaten aufstellen können, der die Partei einigen und nach den schwierigen Vorwahlen die Wahlkampfkasse wieder auffüllen kann, haben sie eine gute Chance, die Wahlen zu gewinnen. Eine Einigung der Partei wäre wichtig – es ist entscheidend für die Aussichten der Republikaner, dass der Kandidat einer dritten Partei (wahrscheinlich Ron Paul) keine Wählerstimmen auf sich zieht. Dass Mitt Romney die Vorwahlen in Iowa und (mit deutlichem Abstand) in New Hampshire gewonnen hat – etwas, das einem republikanischen Kandidaten, der nicht Präsident war, noch nie zuvor gelungen ist –, deutet darauf hin, dass nunmehr ein Kandidat der Republikaner vorn liegt. Aber die schwierigen Vorwahlen haben gerade erst begonnen, und es ist noch zu früh, um davon auszugehen, dass er die Partei erfolgreich hinter sich bringen kann. Die von uns prognostizierte Wachstumsrate reicht möglicherweise aus, um die Arbeitslosenquote im späteren Jahresverlauf auf rund 8% sinken zu lassen.

Die Erwerbsquote ist jedoch ein großer Unsicherheitsfaktor für den Ausblick. Die Beschäftigungsaussichten sind damit gerade so günstig, dass man derzeit noch keine Prognose über den Wahlausgang treffen kann. Gleichzeitig ist wohl eher damit zu rechnen, dass die Republikaner sowohl im Repräsentantenhaus als auch im Kongress eine Mehrheit gewinnen. Bei den Demokraten müssen sich



beinahe doppelt so viele Senatoren zur Wiederwahl stellen wie bei den Republikanern, und viele von ihnen vertreten Staaten, die abwechselnd Demokraten und Republikaner in den Kongress wählen und dieses Mal die republikanischen Kandidaten favorisieren könnten.

„Implikationen für die Fiskalpolitik: vier Szenarien.“ Ein mögliches Szenario sieht so aus, dass die Republikaner eine deutliche Mehrheit im Kongress gewinnen und auch den Präsidenten stellen und dann eine konservative, „republikanische“ Lösung für die Haushaltsprobleme gefunden wird, bei der die Einnahmen stabil gehalten werden, möglicherweise gewisse Steuerreformen erfolgen und Anspruchsgrundlagen stärker reduziert werden. Eine solche Lösung würde nicht bestehen bleiben, wenn die Demokraten vier Jahre später wieder an die Macht kämen, was durchaus möglich wäre. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios wäre höher, wenn ein konservativer Republikaner wie Santorum oder Gingrich Präsident würde.

In einem zweiten Szenario könnte Obama die Präsidentschaftswahlen gewinnen, aber die Republikaner eine Mehrheit im Kongress bekommen. Dann würde entweder die Pattsituation bestehen bleiben, oder es würde ein umfassender Kompromiss geschlossen, der eine Steuerreform, Einkommensteigerungen und Reformen der Anspruchsgrundlagen sowie Ausgabenkürzungen umfasste. Unseres Erachtens wäre wohl eher mit einem Kompromiss zu rechnen, da die Ratingagenturen und die Märkte wahrscheinlich Druck ausüben würden und Obama wohl ohne Rücksicht auf eine Wiederwahl mehr darauf aus sein dürfte, sein Haus zu bestellen.

In einem dritten Szenario würden die Republikaner eine kleinere Mehrheit gewinnen – auch im Senat –, aber nicht die 60%, die sie für eine effektive Kontrolle benötigen würden. Ein Präsident Romney würde unseres Erachtens wohl eher Kompromisse mit den Demokraten im Senat eingehen als einige seiner konservativeren Parteifreunde aus der Republikanischen Partei. Dies könnte zu einem dauerhafteren Kompromiss führen, der Einnahmensteigerungen, Steuerreformen sowie Senkungen und Reformen der Anspruchsgrundlagen beinhaltet; auch dafür könnte jedoch beträchtlicher Druck seitens der Märkte notwendig sein.

In einem vierten Szenario gewinnen die Demokraten die Mehrheit im Kongress und die Präsidentschaftswahlen. In diesem Fall würde wohl ein Ergebnis erzielt, das nicht allzu weit von den vor einem Jahr gemachten Vorschlägen des Haushaltsausschusses des Präsidenten entfernt wäre: beträchtliche Einkommenssteigerungen, einschließlich einer Besteuerung besser verdienender privater Haushalte, und deutlich umfangreichere Ausgabenkürzungen. Obama müsste wahrscheinlich mit den Republikanern im Senat verhandeln, da die Aussichten auf eine große Mehrheit der Demokraten in diesem Gremium wohl eher gering sind.

Dem zweiten bzw. dritten Szenario ist wohl die größte Wahrscheinlichkeit beizumessen. Sie dürften mit einer etwa gleich hohen Wahrscheinlichkeit eintreten. Die Szenarien 1 und 4 scheinen deutlich weniger wahrscheinlich zu sein. Wegen der potenziell bedeutenden Implikationen für die Fiskalpolitik dürften die schwankenden Wahlaussichten zweifellos zu höherer Volatilität an den Märkten führen. Die Situation könnte noch dadurch verschärft werden, dass die Schuldenobergrenze möglicherweise noch vor den Wahlen erreicht wird, wenn die Einnahmen nur moderat niedriger als erwartet ausfallen. Dies käme wohl einer politischen Katastrophe gleich, da das Land zum einen wegen der Diskussionen im Kongress wieder nur knapp an einem Zahlungsausfall vorbeischräumen dürfte und zum anderen S&P und Moody's das Rating senken dürften. Bis November wissen wir mehr über das Risiko, ob die Schuldenobergrenze von USD 16,4 Bill. erreicht wird, da am 15. Juni die Steuerschätzungen für die Unternehmens- und Einkommensteuer bekanntgegeben werden.



Die Fed im Jahr 2012 – keine dritte Runde der quantitativen Lockerungspolitik (QE) in Sicht

Nach Auffassung der Märkte hat sich die Fed zuletzt etwas „taubenhafter“ geäußert – möglicherweise, weil in jüngster Zeit mehr Mitglieder des Offenmarktausschusses Reden gehalten haben, die eher zu einer lockeren Geldpolitik tendieren. Die Fed-Präsidenten Dudley, Rosengren und Williams, die sämtlich den Tauben zuzurechnen sind, sagten, sie seien dafür, weitere Lockerungen (sprich: die quantitative Lockerungspolitik) aktiv zu erwägen. Allerdings forderten sie solche Schritte nicht direkt, wie es Fed-Präsident Evans und Gouverneur Tarullo in den vergangenen Monaten getan hatten (Evans bekräftigte in der vergangenen Woche erneut, dass er eine dritte Runde der quantitativen Lockerungspolitik befürworte). Gouverneur Duke und die Fed-Präsidenten Lockhart und Pianalto, die eher der Mitte zuzurechnen sind, äußerten sich enttäuscht über das Tempo der Erholung und wollten alle Möglichkeiten offenhalten, schienen jedoch derzeit nicht zu einer weiteren Lockerung zu neigen. Im Lager der Falken unterstützte Fed-Präsident Lacker weitere Lockerungen nicht, und in ihrer ersten Rede als Nachfolgerin von Thomas Hoenig sprach sich auch Fed-Präsidentin Esther George nicht dafür aus. Eine Interpretation der jüngsten Äußerungen der Fed bringt uns – im Gegensatz zu einigen anderen Beobachtern – nicht zu dem Schluss, dass die Fed demnächst weitere quantitative Lockerungen durchführen wird. Wir gehen davon aus, dass das Programm zur Laufzeitverlängerung („Operation Twist“) vollständig durchgeführt wird und dass die Bilanz nicht weiter ausgeweitet wird, sofern sich die wirtschaftliche Lage nicht merklich verschlechtert und die Kerninflation und die längerfristigen Inflationserwartungen deutlich sinken.

Änderungen in der Zusammensetzung des Offenmarktausschusses. Für diejenigen, die sich dafür interessieren, wie viele „Falken“ bzw. „Tauben“ im Offenmarktausschuss vertreten sind, sei erwähnt, dass ab der Januar-Sitzung drei „Falken“ (Fisher, Kocherlakota und Plosser) und eine „Taube“ (Evans) im Offenmarktausschuss durch eine „Taube“ (Williams), einen „Falken“ (Lacker) und zwei der Mitte zuzurechnende Geldpolitiker (Lockhart und Pianalto) ersetzt werden. Damit verlagert sich das Gewicht im Ausschuss leicht zugunsten der „Tauben“, und die Zahl der möglichen abweichenden Stimmen sinkt von drei auf eine. Allerdings wird sich dies wahrscheinlich nicht sonderlich auf die Entscheidungen des Ausschusses auswirken.

„Prognosen“ für die Fed-Politik. Die Fed hat auch bestätigt, dass sie ihre Prognosen in wesentlichem Umfang erweitern wird, indem sie zum ersten Mal die politischen Annahmen offenlegt, die mit den Wachstums-, Inflations- und Beschäftigungsprognosen einhergehen. Unseres Erachtens wird sie dies tun, indem sie ihren Prognosetabellen eine weitere Zeile hinzufügt und diese durch Histogramme ergänzt, die aufzeigen, wie viele Mitglieder des Offenmarktausschusses jeweils welche Leitzinsentwicklung erwarten (einschließlich des Datums der ersten Zinsanhebung). Bei diesen Projektionen werden keine Namen angegeben werden. Sie werden als bedingte Erwartungen der einzelnen Teilnehmer für den idealen Leitzinspfad dargestellt werden. Dies ist von der Erwartung für den tatsächlichen Pfad zu unterscheiden (so wird z.B. ein „Falke“ wahrscheinlich den idealen Pfad für die Leitzinsen höher verlaufen lassen als er ihn tatsächlich in der Realität erwartet). Diese Projektionen werden vom Offenmarktausschuss keinesfalls als bedingungslose Zusage angesehen werden, diese Entwicklungen zu erreichen.

Mit der Änderung sind folgende Absichten verbunden: Die Markterwartungen sollen besser mit den Prognosen der Fed zum künftigen politischen Kurs zur Deckung gebracht werden, es soll leichter werden, die geldpolitischen Äußerungen der Fed über die Dauer der Niedrigzinsperiode sollen zum gegebenen Zeitpunkt leichter geändert werden können, und es soll bekräftigt werden, dass die Zinsen auf lange Sicht niedrig gehalten werden sollen. Um das letztgenann-



te Ziel zu erreichen, werden die numerischen Prognosen mit Erläuterungen angereichert. Allerdings stellt sich folgendes Problem: Wenn die „Falken“ im Offenmarktausschuss früher mit einem Zinsschritt rechnen als die der Mitte zuzuordnenden Mitglieder, könnte der Mittelwert der zentralen Tendenz der Fed auf einen Anstieg zu einem früheren Zeitpunkt hindeuten, als er in der Pressemitteilung erwähnt wird. Da in diesem Jahr nur ein „Falke“ stimmberechtigt ist, muss der Text deutlich machen, dass die Mehrheit der stimmberechtigten Mitglieder eine andere Auffassung vertritt, als sie sich aus dem Mittelwert der zentralen Tendenz ergibt. Dieses Problem stellt sich, weil derzeit lediglich zehn Mitglieder stimmberechtigt sind, aber alle siebzehn ihre Prognosen abgeben.

Japan: Auf dem Weg zu einer Mehrwertsteueranhebung

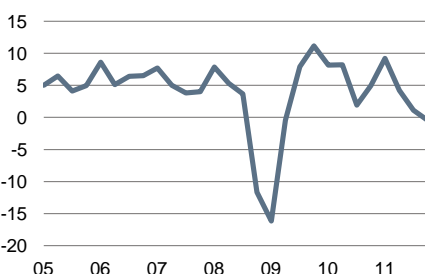
Seit der Veröffentlichung von Ausblick – Globale Trends im vergangenen Monat hat die Neubasierung der staatlichen BIP-Datenreihe dazu geführt, dass wir unsere Wachstumsprognose für 2011 aus rein technischen Gründen senken und die Prognose für 2012 entsprechend erhöhen mussten. Japan wird über schwächere Exporte von der Rezession in Europa in Mitleidenschaft gezogen, was zum Teil durch den Wiederaufbaubedarf nach dem Erdbeben kompensiert werden dürfte. Wir gehen davon aus, dass Japans reales BIP in Q4 2011 und Q1 2012 zwei Quartale in Folge schrumpft und danach eine moderate Expansion erfolgt. Die Wiederaufbauausgaben dürften in Q1 2013 ihren höchsten Stand erreichen. Im Juli und August könnte es wieder landesweit zu Engpässen bei der Stromversorgung kommen, da die Atomkraftwerke nicht so schnell wieder in Betrieb genommen werden dürften.

Die Regierungspartei DPJ bewegt sich langsam auf eine Anhebung der Verbrauchssteuern von derzeit 5% auf 6% im April 2014 bzw. 10% im Oktober 2015 zu, um das Haushaltsdefizit zu senken. Eine Anhebung der Verbrauchssteuer um 1%-Punkt würde die Steuereinnahmen um JPY 2,5 Bill. (bzw. 0,5% des BIP) erhöhen. Allerdings muss das Vorhaben noch einige Hürden nehmen, nämlich die Verabschiedung im Kabinett (geplant für März), die Vorlage des Gesetzentwurfs im Parlament (geplant für April) und zuletzt die Verabschiedung in beiden Parlamentskammern (bis Ende Juni).

Aktuelle Situation in den Schwellenländern

Chinas Exporte

% gg. Vq. (sb.)



Quellen: CEIC, Deutsche Bank

In der kommenden Woche sollen Chinas BIP-Daten für Q4 veröffentlicht werden. Unseres Erachtens ist mit einer merklichen Verlangsamung des Wachstums gg. Vq. (saisonbereinigt) zu rechnen (Grafik 4). Das Exportwachstum lag im Dezember deutlich unter unseren Erwartungen; saisonbereinigt dürften die nominalen Exporte (in USD) in Q4 unseres Erachtens um rund 0,5% gg. Vq. (sb.) zurückgegangen sein. Dies ist sicherlich kein Einbruch; da die Exporte im Vorquartal allerdings nur um 1,0% anstiegen, ist eine wichtige Wachstumsquelle versiegt. Mit Blick auf die kleineren asiatischen Schwellenländer gehen wir davon aus, dass die Exporte in Q4 etwas stärker sinken dürften.

Die Verbraucherpreise stiegen im Dezember um 4,1% gg. Vj. an, d.h. stärker als von uns erwartet. Allerdings dürfte dies unseres Erachtens Sonderfaktoren im Vorfeld des Neujahrsfests nach dem Mondkalender widerspiegeln; die deutlich höhere Nachfrage nach Lebensmitteln dürfte die Auswirkungen des jüngsten Rückgangs der Großhandelspreise auf die Verbraucherpreise gedämpft haben. Die PBOC (People's Bank of China) hat ihre Mindestreservenanforderungen Anfang Dezember gesenkt, und unseres Erachtens dürfte die Kombination aus niedrigeren Inflationsraten (die Inflation lag Mitte 2011 bei rund 6,5%) und einem langsameren Wachstum zu weiteren Senkungen der Mindestreservenanforderungen und einem leicht stärkeren Wachstum der Geldmenge M2 und der Kredite führen, als derzeit wohl geplant. Obwohl die Immobilienpreise inzwi-



schen in den meisten großen Städten eindeutig sinken, scheinen die politischen Verantwortungsträger an den Einschränkungen für Hauskäufe festhalten zu wollen.

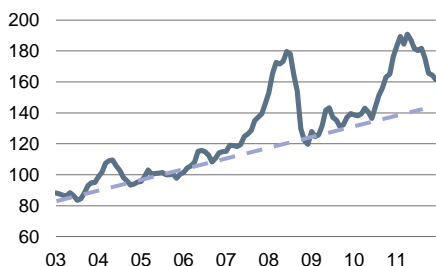
In Indien hat die Zentralbank den Rückgang der Inflationsraten von einem Höchststand von 10% im September auf 9,1% im November und voraussichtlich rund 7,4% im Dezember (Konsensprognose) vermerkt, aber ihre Vertreter dämpfen Zinssenkungserwartungen weiterhin.

In Mittel- und Osteuropa richtete sich die Aufmerksamkeit zuletzt auf Ungarn, das seit einiger Zeit mit einem hohen Schuldenüberhang zu kämpfen hat. Ein großer Teil der Verschuldung ist in EUR oder CHF denominated, so dass die Wirtschaft in für ein Schwellenland typischer Weise für Wechselkursrisiken anfällig ist. Der jüngste Kursrutsch wurde jedoch durch die Verabschiedung eines neuen Zentralbankgesetzes ausgelöst, durch das aus Sicht der Beobachter die Unabhängigkeit der Zentralbank beschnitten wurde, sowie durch ein Gesetz zur Stabilisierung der Wirtschaft, durch das ein einheitlicher Einkommenssteuersatz in der Verfassung festgeschrieben wird und nur mit einer Zweidrittelmehrheit geändert werden kann. Dadurch kamen Zweifel auf, ob eine Einigung über ein Hilfspaket des IWF und der EU erzielt werden könne, da der IWF und die EU ausdrücklich Einwände gegen diese Gesetze erhoben haben. Daher sind Standard & Poor's und Fitch dem Beispiel von Moody's gefolgt und haben die Bonität des Landes auf einen spekulativen Status herabgesetzt. Gleichzeitig haben die CDS-Spreads und der EUR/HUF-Wechselkurs Allzeithöchststände erreicht. Die so entstandene Glaubwürdigkeitslücke zwischen der Regierung und dem IWF/der EU wird nur schwer zu überbrücken sein, da die beiden Parteien unterschiedlicher Auffassung in Bezug auf die Wirtschaftspolitik sind. Diskussionen über ein IWF-/EU-Programm dürften daher unseres Erachtens langwierig und problematisch sein. Der Zinsausblick ist für derartige Verhandlungen ungünstig; die NBH dürfte den Leitzins weiter anheben (wir rechnen mit 100 Bp. bis März), um die Stimmung der Anleger und den Wechselkurs zu stützen.

Lebensmittelpreise

5

2005=100



Quellen: IWF, Deutsche Bank

Rohstoffpreisinflation verlangsamt sich weiter. Die Lebensmittelpreise, die in den vergangenen Jahren eine zentrale Rolle für die Inflation in Asien spielten und auch in anderen Schwellenländern von großer Bedeutung waren, sollten genau beobachtet werden (Grafik 5). Die jüngsten IWF-Daten vom Dezember zeigen, dass das Niveau der Lebensmittelpreise an den internationalen Großhandelsmärkten weiter sinkt. Wir gehen nicht davon aus, dass der Index wieder zu der in der Grafik angegebenen, vorherigen Trendlinie zurückkehrt. Dennoch sollten sinkende Lebensmittelpreise an den internationalen Märkten dazu beitragen, die Inflation in den Schwellenländern zu dämpfen. Eine erneute La-Nina-Phase im Pazifik deutet allerdings darauf hin, dass die Lebensmittelpreise im weiteren Jahresverlauf wieder ansteigen könnten.

Von größerer Bedeutung ist, dass auch die Ölpreise weiter sinken, wenn auch sehr viel langsamer als die Lebensmittelpreise. Die Nachfrageabschwächung wurde in den vergangenen Wochen durch zunehmende politische Spannungen im Nahen Osten kompensiert. Die Ölpreise sind zwar im Durchschnitt seit Jahresbeginn wieder angestiegen, dürften aber im Vorjahresvergleich weiter gesunken sein. Dies ist Exporteuren aus Russland, Malaysia und Lateinamerika zwar nicht willkommen, aber andere Schwellenländer dürften den rückläufigen Inflationsdruck begrüßen.

Robert Burgess (+44 20 754-71930, robert.burgess@db.com)

Peter Hooper (+1 212 250-7352, peter.hooper@db.com)

Mikihiro Matsuoka (+81 3 5156-6768, mikihiro.matsuoka@db.com)

Thomas Mayer (+49 69910-30800, tom.mayer@db.com)

Gilles Moec (+44 20 754-52088, gilles.moec@db.com)

Michael Spencer (+852 2203-8305, michael.spencer@db.com)



Konjunktur

Datenkalender

Land	Zeit	Daten	DB Prognose	Konsens	Tatsächl. Wert	Letzter Wert
Montag, 23. Jan.						
FR	8:45	INSEE-Geschäftsklima-Index (Jan)				94
Dienstag, 24. Jan.						
FR	8:00	PMI Industrie, 1. Schätzung (Jan)				48,9
		PMI Dienstleistungen, 1. Schätzung (Jan)				50,3
DE	9:30	PMI Industrie, 1. Schätzung (Jan)				48,4
		PMI Dienstleistungen, 1. Schätzung (Jan)				52,4
EWU	10:00	PMI Industrie, 1. Schätzung (Jan)				46,9
		PMI Dienstleistungen, 1. Schätzung (Jan)				48,8
	11:00	Auftragseingänge (Nov)				1,8% (1,6%)
GB	10:30	PSNB (Dez)				GBP 15,2 Mrd.
Mittwoch, 25. Jan.						
SP	9:00	Erzeugerpreise (Dez)				0,2% (6,3%)
DE	10:00	Ifo-Index (Jan)		107,6		107,2
GB	10:30	BIP, 1. Schätzung (Q4/11)	-0,1% (0,8%)			0,6% (0,5%)
IT	11:00	Einzelhandelsumsätze (Nov)				0,1% (-1,5%)
USA	16:00	Verkauf anstehender Häuser (Dez)	7,3%	0,0%		7,3%
Donnerstag, 26. Jan.						
DE	8:00	Gfk-Index (Feb)				5,6
FR	8:45	Verbraucher Vertrauen (Jan)				80
IT	11:00	Verbraucher Vertrauen (Jan)				91,6
USA	14:30	Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (KW3)				
		Verkauf langlebiger Güter (Dez)	2,0%	1,80%		3,7% (12,1%)
		-ohne Transportgüter (Dez)	1,0%			0,30%
	16:00	Verkauf neuer Häuser (Dez)	320,000	320,000		315,000
Freitag, 27. Jan.						
JP	0:30	Verbraucherpreise, national (Dez)				-0,2% (-0,5%)
		Verbraucherpreise, Tokio (Jan)				0,3% (-0,4%)
	0:50	Einzelhandelsumsätze (Dez)				(-2,3%)
SP	9:00	Einzelhandelsumsätze (Dez)				(-7,2%)
		Arbeitslosenrate (Q4/11)				21,52%
CH	9:00	KOF Konjunkturbarometer (Jan)				0,01%
EWU	10:00	Geldmenge M3 (Dez)				2,3%
		-Gleit. 3M-Durchschnitt (Dez)				2,5%
USA	14:30	BIP, vorl. (Q4/11)	3,0%	3,0%		1,8% (1,5%)
		BIP-Deflator (Q4/11)	2,6%	2,5%		2,6%
	15:55	Verbraucher Vertrauen der Uni Michigan (Jan)	71,0	71,5		69,9

Den laufend aktualisierten Datenkalender finden Sie auch auf der Seite Makroökonomie von DB Research.

Quellen: Reuters, Deutsche Bank

Fortsetzung siehe nächste Seite



Konjunktur

Geldpolitische Sitzungen der Notenbanken

Datum	Land	Ereignis
24. Jan.	Japan	Geldpolitische Sitzung der Bank of Japan
25. Jan.	USA	Geldpolitische Sitzung der Federal Reserve
25. Jan.	Neuseeland	Geldpolitische Sitzung der RBNZ

Events und Veröffentlichungen

24. Jan.	ECOFIN: Treffen der Finanzminister
----------	------------------------------------

Quellen: Reuters, Deutsche Bank, EU

Leitzinssätze (Stand: 19. Januar)

Land	Rate	Letzter Schritt	Datum	Aktueller Stand
USA	Diskont-Satz	+25 Bp.	19. Feb. 10	0,75%
	Fed Funds Rate	-100 Bp.	16. Dez. 08	0,00%-0,25%
Kanada	Call Loan Rate	+25 Bp.	8. Sep. 10	1,00%
	Bank Rate	+25 Bp.	8. Sep. 10	1,25%
Australien	Cash Rate	-25 Bp.	6. Dez. 11	4,25%
Neuseeland	Cash Rate	-25 Bp.	9. März 11	2,50%
Japan	Diskont-Satz	-20 Bp.	19. Dez. 08	0,30%
	Tagesgeld-Satz	-20 Bp.	5. Okt. 10	0,00 - 0,10%
Euroland	Refi-Satz	-25 Bp.	8. Dez. 11	1,00%
Großbritannien	Bank Rate	-50 Bp.	5. Mrz. 09	0,50%
Schweden	Repo-Satz	-25 Bp.	20. Dez. 11	1,75%
Dänemark	Ausleihe-Satz	-10 Bp.	15. Dez. 11	0,70%
Norwegen	Einlagen-Satz	-50 Bp.	14. Dez. 11	1,75%
Schweiz	3M-LIBOR	-50 Bp.	3. Aug. 11	0,00%-0,25%

Quellen: Reuters, Deutsche Bank

© Copyright 2012. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.