

Privatbankiers  gegründet 1590

**BERENBERG BANK**

*Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG*



## Wirtschaft und Finanzmärkte

### Ausblick 2012: Auf Messers Schneide

# Wirtschaft und Finanzmärkte

## Ausblick 2012: Auf Messers Schneide

### Autoren:

Cornelia Koller, Telefon +49 (40) 350 60-198, cornelia.koller@berenberg.de

Michael Langer, Telefon +49 (40) 350 60-8165, hans-michael.langer@berenberg.de

Wolfgang Pflüger, Telefon +49 (40) 350 60-416, wolfgang.pflueger@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau, Telefon +49 (40) 350 60-113, joern.quitzau@berenberg.de

Peter Reichel, Telefon +49 (40) 350 60-199, peter.reichel@berenberg.de

Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 (20) 3207-7889, holger.schmieding@berenberg.com

Dr. Christian Schulz, Telefon +44 (20) 3207-7878, christian.schulz@berenberg.com

Abgeschlossen am 11. Dezember 2011

Diese Studie wurde durch das Makro-Research der Berenberg Bank, Hamburg, erstellt. Sie richtet sich an institutionelle und private Kunden der Berenberg Bank und soll diese bei ihren Investmententscheidungen unterstützen. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu verarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Etwaige Anlageempfehlungen stellen lediglich Meinungen dar, die ohne unsere Vorankündigung wieder geändert werden können. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

## **INHALT**

<b>TEIL 1 AUSBLICK 2012 IN KÜRZE: AUF MESSERS SCHNEIDE</b>	<b>1</b>
<b>TEIL 2 ZWISCHEN BANGEN UND HOFFEN</b>	<b>3</b>
I. Die Euro-Krise bewegt die Welt	3
II. Rückblick: Ein gutes Jahr mit ungewissem Ende	4
III. Euro-Krise: Was steht auf dem Spiel?	6
IV. Die Chance der Krise	8
V. Neuer Aufschwung im Frühsommer?	9
VI. Andere Szenarien	11
VII. Finanzmärkte	13
VIII. Vorsichtige Zuversicht	13
<b>TEIL 3 DIE THEMEN DES JAHRES</b>	<b>15</b>
I. Der Weg aus der Euro-Krise	15
II. Jenseits der Panik: Fortschritte in den Euro-Ländern	19
<b>TEIL 4 AUSGEWÄHLTE REGIONEN</b>	<b>24</b>
I. USA: Moderates Wachstum statt Zweitrezession	24
II. Europa: Das hässliche R-Wort wird wahr	27
1. Euroland: Erneut auf Kurs in die Rezession	27
1.1. Vertrauenskrise bremst Realwirtschaft	27
1.2. Bleibende Kluft	28
1.3. Deutschland: Ein frostiger Winter	29
2. Großbritannien: Bremskräfte gewinnen Oberhand	31
3. Schweiz: Der Preis des starken Franken	31
III. Japan: Mühsames Schließen von Lücken	33
1. Deflationslücke und Staatsverschuldung	33
2. Produktions- und Energielücke	33
IV. Schwellenländer: Stützen der Weltkonjunktur	35
1. Sanfte Landung erwartet	35
2. Die einzelnen Regionen: Große Unterschiede	36
2.1. Osteuropa: Im Sog der Euro-Krise	37
2.2. Lateinamerika: Gesenkter Ausblick	38
2.3. Asien: Weiche Landung der Wachstumsmärkte	38

3.	BRIC: Vier Schlüsselregionen, vier Ausblicke	39
3.1.	Brasilien: Zinsschritte doch nicht verfrüht	39
3.2.	Russland: Wirtschaftliche Reformen notwendig	40
3.3.	Indien: Gutes Wachstum, aber wenig Munition	42
3.4.	China: Sanfte Landung	43
<b>TEIL 5 DEISEN-, ROHSTOFF- UND KAPITALMÄRKTE</b>		<b>46</b>
I.	Währungen: Im Bann der Krise	46
1.	Hauptszenario	46
2.	Währungen im Risikoszenario	47
II.	Rohstoffe: 2012 – Jahr mit umgekehrten Vorzeichen	48
1.	Rückblick: Ein zweigeteiltes Jahr	48
2.	Ausblick: Wechselnde Vorzeichen	49
III.	Rentenmarkt: Turbulente Zeiten	53
3.	Geldpolitik: Notenbanken bleiben extrem expansiv	53
1.1.	Inflation: Der obere Wendepunkt ist erreicht	54
1.2.	EZB: Draghi kam, sah und senkte	55
1.3.	Bank of England: Kauf weiterer Staatsanleihen	57
1.4.	Fed: Let's twist	58
2.	Zinsen: Im Strudel der Euro-Krise	58
2.1.	Neue Tiefststände, hohe Risikoaufschläge	58
2.2.	Ausblick: Holpriger Weg nach oben	60
IV.	Aktienmärkte: Stürmische Zeiten	61
<b>TEIL 6 KAPITALMARKTSTRATEGIE</b>		<b>66</b>
I.	Aktien	66
II.	Anleihen	69
III.	Wo ist der sichere Hafen?	71
IV.	Kapitalmarktprognosen 2012	71
<b>ANSPRECHPARTNER</b>		<b>72</b>

## TEIL 1

### AUSBLICK 2012 IN KÜRZE: AUF MESSERS SCHNEIDE

Selten war der Ausblick auf ein neues Jahr so zwiespältig wie heute. Zum einen sprechen viele gute Gründe für einen Wiederaufschwung der deutschen und europäischen Konjunktur nach einer kurzen Rezession im Winter. Denn viele Unternehmen sind so gut aufgestellt wie kaum jemals zuvor. Zum anderen gab es selten ein so großes Restrisiko, dass wirtschaftspolitische Fehler uns in eine wirtschaftliche und politische Krise stürzen könnten, wie wir sie seit vielen Jahrzehnten nicht mehr durchleben mussten.

Mit der Entscheidung eines EU-Gipfels im Juli 2011, das kleine Griechenland umzuschulden, ohne gleichzeitig das große Italien gegen Ansteckungsgefahren abzusichern, hat Europa die Brandschutzmauer durchlöchert, die uns bis dahin vor dem seit Anfang 2010 in Griechenland lodernden Feuer geschützt hatte. Die Flammen sind Ende Juli auf Italien übergesprungen und bedrohen nun auch Frankreich und letztlich sogar Deutschland selbst.

Europa braucht drei Schritte, um das Feuer einzudämmen. Erstens müssen alle gefährdeten Mitglieder der Eurozone ihre Solvenz durch wachstumsfördernde Reformen und Sparmaßnahmen sichern. Zweitens muss Europa die Gefahr künftiger Brände vermindern, indem es den Zwang zu solider Haushaltspolitik fest in den europäischen Verträgen verankert, mit quasi-automatischen Strafen für Schuldensünder. Drittens müssen in letzter Instanz auch die Zentralbanken alles Notwendige tun, um den heutigen Großbrand zu löschen. Auf dem Gipfeltreffen am 9. Dezember hat Europa viele Weichen richtig gestellt, um künftige Feuer zu vermeiden. Ob aber die 200 Mrd. Euro, welche die europäischen Zentralbanken dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zum zusätzlichen Kriseneinsatz gewähren möchten, wirklich ausreichen, um die verschreckten Anleger und Sparer der Welt zu beruhigen und so den aktuellen Brand zu beenden, bleibt eine offene Frage.

In der Euro-Krise steckt auch eine Chance. Denn die Krise hat in den angeschlagenen Randländern unseres Währungsraumes eine Reformwelle ausgelöst, wie es sie selten gegeben hat. Nicht zufällig ähneln viele dieser Reformen der deutschen Agenda 2010, mit der Deutschland sich nach 2003 selbst saniert hat. Wenn wir die heutige Krise heil überstehen, kann sich die Eurozone zum dynamischsten Wirtschaftsraum der westlichen Welt entwickeln, mit einer reformierten Peripherie, die sich zu einem starken Kern um Deutschland dazugesellt. Auf Fragen rund um die Euro-Krise (Inflation, Deflation, Reformdruck?) gehen wir ausführlich in Teil 2 und Teil 3 ein.

Unserem Ausblick für Wirtschaft und Finanzmärkte 2012 legen wir eine entscheidende Annahme zugrunde: Bis Ostern 2012 gelingt es Europa, die Euro-Krise einzugrenzen. Dann kann **Deutschland** ab dem Frühsommer 2012 an die Hochkonjunktur anknüpfen, die es bis Juli 2011 genießen konnte. Die **Eurozone** kann dem deutschen Muster folgen, allerdings mit weit weniger Schwung, da viele Staaten ihre Haushaltspolitik straffen müssen.

Die **USA** werden sich weiterhin mit mäßigem Wachstum bescheiden müssen. Ein nachlassender Zustrom von Fluchtkapital wird der Schweiz einen weniger ausfuhrfeindlichen Wechselkurs und damit einen neuen Konjunkturfrühling bescheren. **China** gelingt es langsam, die Inflation zu zügeln. Nach einem relativ ruhigen Winter kann dann die chinesische Konjunktur im Frühjahr wieder unter etwas mehr Dampf stehen. Auch in **Indien**, **Brasilien** und anderen wichtigen **Schwellenländern** erwarten wir ein vorsichtig zunehmendes Wachstum im weiteren Verlauf des Jahres 2012 nach einer Schwächephase im Winter.

Gewinnt Europa durch energisches Handeln das nachhaltig erschütterte Vertrauen der Anleger der Welt wieder zurück, kann sich das Klima an den Finanzmärkten deutlich aufhellen. **Aktien-** und **Rentenmärkte** können dann wieder fast zu den Bewertungen von Mitte 2011 zurückkehren. Auch die Preise für zyklische **Rohstoffe** können anziehen, während der **Schweizer Franken** und der **Yen** ihren krisengetriebenen Höhenflug beenden.

Unserer Vorhersage messen wir eine Wahrscheinlichkeit von etwa 55 % zu. Wir sehen eine Chance von 20 %, dass es Konjunktur und Finanzmärkten besser ergehen könnte. Dämmen wir die Euro-Krise bereits im Dezember ein, könnte Deutschland die Winter-Rezession sogar noch erspart bleiben.

Allerdings sehen wir ein Risiko von 25 %, dass es auch wesentlich schlimmer kommen könnte. Dreht sich die Abwärtsspirale in Europa weiter bis weit ins Frühjahr hinein (15 % Risiko), könnte die Wirtschaftsleistung in der Eurozone im Jahr 2012 um bis zu 3 % und in Deutschland um bis zu 2 % einbrechen. Lassen wir sogar den Euro in einer Serie von Staats- und Bankenpleiten zerbrechen (10 % Risiko), könnte uns die teuerste Krise seit der großen Depression der frühen 1930er Jahre blühen. In beiden Fällen müssten wir uns auf wesentlich härtere Zeiten an den Finanzmärkten einstellen.

Aus der Sorge, dass die Folgen einer Euro-Katastrophe derart dramatisch sein könnten, ziehen wir letztlich auch unsere Zuversicht. Wir vertrauen unseren Entscheidungsträgern, dass sie schlussendlich alles Notwendige tun werden, um diese Risiken zu vermeiden. Trotz aller Gefahren gehen wir deshalb mit vorsichtiger Zuversicht in das neue Jahr 2012.

## TEIL 2

### ZWISCHEN BANGEN UND HOFFEN

(Dr. Holger Schmieding)

#### I. Die Euro-Krise bewegt die Welt

Selten war der Ausblick auf ein neues Jahr so zwiespältig wie heute. Und selten hing das Schicksal der Weltkonjunktur so sehr an Entscheidungen, die unsere Politiker und Währungshüter in Deutschland und Europa in den nächsten Monaten treffen müssen.

Zum einen sprechen viele gute Gründe für einen Wiederaufschwung der deutschen und europäischen Wirtschaft nach einer kurzen Rezession im Winter. Viele Unternehmen sind so gut aufgestellt wie kaum jemals zuvor, um im internationalen Wettbewerb glänzen zu können. Auch der weiterhin robuste deutsche Arbeitsmarkt lässt auf erneutes Wachstum im Jahr 2012 hoffen. Aber zum anderen gab es selten ein so großes Restrisiko wie heute, dass weitere wirtschaftspolitische Fehler uns und unsere Nachbarn in eine wirtschaftliche und politische Krise stürzen könnten, wie wir sie seit vielen Jahrzehnten nicht mehr durchleben mussten.

Die ganze Welt sorgt sich heute um Europa. Den USA ist es bisher gelungen, trotz drückend hoher Schuldenlasten des Staates und der privaten Haushalte auf einem moderaten Wachstumskurs zu bleiben. Japan hat sich seit Mai 2011 beeindruckend schnell von der Dreifach-Katastrophe erholt. China und vielen anderen Schwellenländern ist 2011 eine sanfte Landung von ihrem leicht inflationären Höhenflug des Jahres 2010 gelungen.

Außerhalb Europas deuten deshalb nahezu alle Zeichen auf ein fortgesetztes, aber nicht allzu spektakuläres Wirtschaftswachstum in 2012 hin. Die Turbulenzen um den Euro stellen derzeit die mit Abstand größte Gefahr für die Welt dar. Bekommen wir unsere hausgemachte Vertrauenskrise in den Griff, können Deutschland und seine unmittelbaren Nachbarn wieder zu einer Stütze für die Welt werden. Gelingt uns dies nicht, könnte ein deflationärer Einbruch in Europa auch in den USA eine Rezession auslösen und den rasanten Aufstieg der Schwellenländer für einige Zeit unterbrechen. Schließlich ist die Europäische Union weiterhin der mit Abstand größte Wirtschaftsblock auf den Märkten der Welt.

## II. Rückblick: Ein gutes Jahr mit ungewissem Ende

Bevor wir näher auf die akuten Gefahren und die längerfristigen Chancen eingehen, die sich aus der Euro-Krise ergeben, lohnt sich ein kurzer Rückblick auf das Jahr 2011.

Vor über einem Jahr hatten wir ein goldenes Jahrzehnt für Deutschland ausgerufen.<sup>1</sup> Als Folge seiner erfolgreichen Agenda 2010-Reformen kann Deutschland für längere Zeit ein höheres Trendwachstum mit kräftig wachsender Beschäftigung und gesunden Staatsfinanzen genießen. So wie bereits im Jahr 2010 hat auch in 2011 die Wirklichkeit unsere optimistischen Prognosen noch einmal übertroffen. Die deutsche Wirtschaft konnte um etwa 3 % zulegen statt der erwarteten 2,4 % (Tabelle Seite 5). Der rasante Zuwachs der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung um über 550 000 im Jahresverlauf hat so viel zusätzliche Steuer- und Beitragseinnahmen in die öffentlichen Kassen gespült, dass das Defizit im Staatshaushalt auf rund 1 % unserer Wirtschaftsleistung geschrumpft ist.

Anders als Deutschland hat die Eurozone insgesamt unsere Prognose für 2011 nicht übertroffen, sondern mit 1,5 % genau erreicht. Vor allem die kleinen Länder an der Euro-Peripherie, die früh in den Sog der Schuldenkrise geraten waren, konnten unter dem Druck ihrer immer schärferen Sparmaßnahmen kaum wachsen.

Außerhalb Europas hat die Dreifach-Katastrophe Japan zunächst so weit zurückgeworfen, dass das Land die Verluste im weiteren Jahresverlauf trotz rascher Aufbauarbeiten nicht mehr ausgleichen konnte. In den USA haben die Konjunkturdaten leicht enttäuscht. Allen Unkenrufen zum Trotz ist das Land jedoch nicht in eine neue Rezession gefallen. Zum Jahresende zeichnet sich sogar ab, dass die US-Verbraucher und -Unternehmen sich an die Last höherer Ölpreise gewöhnt haben und der Konjunktur durch zusätzliche Ausgaben wieder etwas neuen Schwung verleihen. Viele Schwellenländer sind den hohen Erwartungen im Jahr 2011 erneut gerecht geworden, die Türkei und China haben unsere Prognosen sogar noch überboten.

Allgemein gesprochen sind die Trends, die wir Anfang Dezember 2010 für das Jahr 2011 prognostiziert hatten, noch etwas ausgeprägter eingetreten als erwartet. Jene Länder wie die USA und Großbritannien, in denen die Staatshaushalte besonders hohe Defizite aufweisen und die privaten Verbraucher unter hohen Schuldenlasten ächzen, blieben noch hinter unseren vorsich-

---

<sup>1</sup> Deutschland im Aufwind: Die Reformen zahlen sich aus, Berenberg Bank, 13. Oktober 2010.

tigen Vorhersagen zurück. Dagegen konnten die Länder, die wie Deutschland und Schweden kaum hausgemachte Probleme dieser Art aufweisen, sogar noch besser abschneiden als gedacht. Eine Ausnahme ist hier die Schweiz, die angesichts eines Zustroms von Fluchtkapital aus der Eurozone unter einem um 25 % überbewerteten Wechselkurs leidet.

Aus rein wirtschaftlicher Sicht können wir also mit dem Ergebnis für das Gesamtjahr 2011 durchaus zufrieden sein. Allerdings verheißen die Turbulenzen an den europäischen Finanzmärkten seit Ende Juli und der damit einhergehende Einbruch der Frühindikatoren wenig Gutes für den gerade beginnenden Winter. Seit Anfang November mehren sich die Hinweise, dass uns schlimmstenfalls sogar ein Kollaps drohen könnte, der die Mega-Rezession nach der Lehman-Pleite noch übertreffen könnte.

#### Wachstumsprognosen im Check: Lagen wir vor einem Jahr richtig?

		Prognose	Ergebnis
	<b>Gewicht</b>		
<b>Welt</b>	<b>100</b>		
US	27,4	2,3	1,7
Japan	9,8	1,5	-0,3
China	9,9	9,0	9,2
Indien	2,4	8,3	7,5
Lateinamerika	6,8	4,3	4,0
<b>Europa</b>	<b>37,1</b>		
Eurozone	24,3	1,5	1,5
Deutschland	6,6	2,4	3,0
Frankreich	5,2	1,4	1,6
Italien	4,1	0,8	0,7
Spanien	2,8	0,4	0,6
<b>Anderes Westeuropa</b>			
GB	4,6	1,5	0,8
Schweiz	1,1	2,4	1,9
Schweden	0,9	3,2	4,3
<b>Anderes Europa</b>			
Russland	2,4	4,5	4,1
Türkei	1,3	4,5	7,0

Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 2011 in %: Gewicht: Anteil am Welt-BIP in %; Prognose und vorläufiges Ergebnis.  
 Prognose aus Aufschwung mit Hindernissen, Jahresausblick 2011, Berenberg Bank, 7. Dezember 2010.  
 Quelle: Berenberg Bank

### III. Euro-Krise: Was steht auf dem Spiel?

In der Euro-Krise hat sich die Debatte viel zu lange vor allem um das kleine Griechenland gedreht. Das arme Land ist mit seinem Anteil von 2,4 % an der Wirtschaftsleistung der Eurozone allerdings nicht gewichtig genug, um unseren deutschen Wohlstand nennenswert gefährden zu können. Wie wir in unserem Jahresausblick vom Dezember 2010 dargelegt haben, ging es in der Euro-Krise vor allem darum, ein Übergreifen der Turbulenzen von kleinen und schwachen Randstaaten unseres Währungsraumes auf die wesentlich gesünderen, aber weit größeren Länder wie Spanien und Italien zu verhindern. Bis zum Juli 2011 war uns dies bestens gelungen dank des Rettungsschirmes, den wir im Mai 2010 zu unserem eigenen Schutz aufgespannt hatten. Seit der fatalen Entscheidung eines Euro-Gipfels am 21. Juli, Griechenland umzuschulden, ohne Italien gegen Ansteckungsgefahren abzusichern, hat sich der Wirtschaftsausblick für die Eurozone allerdings schlagartig verdüstert.

Nachdem Europa gegenüber den Anlegern der Welt sein Wort gebrochen hat, Staatsanleihen der Eurozone vollständig zu bedienen, haben sich verschreckte Anleger aus viele Renten- und Aktienmärkte Europas mit solcher Wucht zurückgezogen, dass unsere Konjunktur eingeknickt ist. Die Rezession verschärft jetzt ihrerseits die Haushaltsprobleme vieler Länder.

Dreht sich die Abwärtsspirale weiter, könnte dies erst unsere Partner in Europa und dann Deutschland selbst in einen deflationären Kollaps der Wirtschaft führen. Wir setzten dann die europäische Einigung der letzten 60 Jahre aufs Spiel, also das Lebenswerk von Konrad Adenauer und Helmut Kohl.

Italien hat den drittgrößten Rentenmarkt der Welt. Obwohl Italien nur ein relativ geringes Defizit im laufenden Staatshaushalt aufweist (etwa 4 % des BIP), kann das Land angesichts der zunehmenden Panik der Anleger seine fällig werdenden Staatsanleihen nur noch mit immer größerer Mühe refinanzieren. Kann es seine Anleihen nicht mehr bedienen, könnte dies über eine Serie von Bankzusammenbrüchen in kurzer Zeit auch Länder wie Frankreich und Österreich in die Pleite treiben. Wer sollte in der Krise nach einer italienischen Staatspleite die französischen und österreichischen Banken rekaptalisieren? Wenn Frankreich den Zugang zum Kapitalmarkt verliert und seine Renten und Gehälter nicht mehr in Euro auszahlen kann und Deutschland dafür verantwortlich macht, hätten wir wohl den größten Unfall, den man sich in der europäischen Integration nur vorstellen kann. Wir halten dies für sehr unwahrscheinlich, aber nicht länger für undenkbar.

### Welcher Ausgang ist wahrscheinlich?

Wir glauben weiterhin, dass die Vernunft siegen wird. Notwendig sind unseres Erachtens drei Schritte, um die Krise zu überwinden:

- 1) Die gefährdeten Mitglieder der Eurozone müssen ihre Solvenz sichern durch wachstumsfördernde Reformen und Sparmaßnahmen nach dem Vorbild der erfolgreichen Agenda 2010. Diese Reformen sind in vielen Ländern in Gang gekommen.
- 2) Die Eurozone muss den Zwang zu solider Haushaltspolitik fest in den europäischen Verträgen verankern, mit einem verschärften Stabilitäts пакт, der auch automatische Strafen für Schuldensünder vorsieht.
- 3) Europa muss garantieren, dass alle Länder, die diese Bedingungen nachweislich erfüllen, mit allen notwendigen Mitteln davor geschützt werden, durch eine irrationale Massenpanik der Anleger in die Pleite getrieben zu werden. Wer unsere Hilfe verdient, muss sie auch bekommen. Für Länder wie Italien, für die der rein fiskalische Rettungsschirm EFSF nicht ausreicht, muss in letzter Instanz die EZB diese Garantie absichern und glaubwürdig machen. Dazu sollte sie möglichst versprechen, ab einem hoch gewählten Renditeaufschlag notfalls jene Länder durch den Kauf von Anleihen liquide zu halten, die sich nachweislich einem strikten Reform- und Sparprogramm unterwerfen.

Mit einem solchen Dreiklang dürfte es uns gelingen, das tief erschütterte Vertrauen der Anleger der Welt in die Eurozone zurückzugewinnen. Trotz aller Turbulenzen halten wir dies weiterhin für den mit Abstand wahrscheinlichsten Ausgang der Krise.

Auf dem Gipfeltreffen am 9. Dezember hat Europa viele Weichen richtig gestellt, um künftige Feuer zu vermeiden. Alle 17 Euro-Länder und nahezu alle anderen Mitglieder der Europäischen Union mit Ausnahme Großbritanniens haben zugestimmt, eine strikte Schuldenbremse in ihren Verfassungen zu verankern und dem europäischen Stabilitäts пакт mit quasi-automatischen Sanktionen gegen Schuldensünder erstmals richtige Zähne zu verleihen. Dazu kommen einschneidende Wirtschaftsreformen in vielen Ländern, gerade auch in Italien und Spanien. Ob aber die 200 Mrd. Euro, welche die europäischen Zentralbanken dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zum zusätzlichen Kriseneinsatz gewähren möchten, wirklich ausreichen, um die verschreckten Anleger und Sparer der Welt zu beruhigen und so den aktuellen Brand zu löschen, bleibt eine offene Frage.

#### IV. Die Chance der Krise

Die Euro-Krise ist nicht nur eine Gefahr. In ihr steckt auch eine große Chance. Denn ebenso wie normale Menschen raffen sich auch Gemeinwesen oftmals nur unter dem Zwang einer Krise dazu auf, ihre schlechten Gewohnheiten zu ändern. Seit dem Beginn der Turbulenzen erleben wir in den Randländern unseres gemeinsamen Währungsraumes eine Reformwelle, wie es sie selten gegeben hat. Von Griechenland über Portugal bis Italien wird das Renteneintrittsalter angehoben, Spanien baut endlich die Hürden ab, die seinen jungen Menschen den Zugang zum Arbeitsmarkt verwehren, und Italien hat sich unter einer neuen Regierung ein umfassendes Sanierungsprogramm verordnet. Auf die Anpassungsfortschritte gehen wir in Teil 3 näher ein.

Nicht zufällig ähneln viele dieser Reformen der deutschen Agenda 2010, mit der sich Deutschland in einem zeitweiligen Allparteienkonsens aus rot-grüner Bundesregierung und schwarz-gelb beherrschtem Bundesrat nach 2003 grundsaniert hat. Mit durchgreifenden Reformen und wesentlich mehr Flexibilität im Arbeitsmarkt konnte Deutschland sich danach vom dereinst kranken Mann zur neuen Wachstumslokomotive Europas wandeln.

Wenn wir die heutige Krise heil überstehen, kann sich die Eurozone zum dynamischsten Wirtschaftsraum der westlichen Welt entwickeln. Dann kann sich bald eine grundreformierte Peripherie zu einem Kern um Deutschland gesellen, der seit den eigenen Reformen der Agenda 2010 bereits erheblich an Dynamik gewonnen hat. Während die privaten und öffentlichen Haushalte in den USA und Großbritannien noch für viele Jahre die Gürtel enger schnallen müssen, hat die Eurozone auf diesem Weg bereits erhebliche Fortschritte gemacht. Da zudem die Schuldenlast in der Eurozone insgesamt weniger drückend ist als in den angelsächsischen Ländern, können wir in der Eurozone unsere Probleme verhältnismäßig schnell bewältigen. So übersteigt das Haushaltsdefizit in den USA und Großbritannien in 2011 9 % der Wirtschaftsleistung, während es in der Eurozone auf gut 4 % gesunken ist. Bereits jetzt sehen wir, dass mit einer verhältnismäßig starken Binnen- nachfrage in Deutschland und einer aufblühenden Ausfuhr in den Randstaaten, die ihren Inlandsverbrauch einschränken müssen, die Eurozone insgesamt auf dem Weg zu einem neuen Gleichgewicht ist.

Reformen brauchen allerdings Zeit. In Deutschland hat es zwei Jahre gedauert, bis die Reformen von 2004 im Laufe des Jahres 2006 am Arbeitsmarkt sichtbar wurden. Aber die Reformen lohnen sich, wie gerade das deutsche Beispiel zeigt. Wenn wir den anderen Ländern der Eurozone über

ihre schwere Anpassungskrise hinweghelfen, wird auch die deutsche Wirtschaft in wenigen Jahren davon profitieren können, dass unsere Nachbarn an Wirtschaftskraft gewonnen haben. Als großes Land der Mitte in Europa kann gerade Deutschland nur gemeinsam mit und nie gegen seine Nachbarn aufblühen.

Zudem verpassen wir den Ländern der Eurozone unter dem Druck der Krise gerade ein wesentlich strikteres Fiskalkorsett. Sofern die neuen Abreden des Gipfeltreffens vom 9. Dezember entsprechend umgesetzt werden, dürfte es uns somit gelingen, künftig Staatsschulden wesentlich besser einzuzugrenzen. Und über den genauen Wortlaut der neuen Fiskalregeln in der Währungsunion hinaus könnte die aktuelle Krise durchaus auch als heilsamer Schock wirken. Schlendrian wird sich ohne striktere Kontrolle wohl nie ganz vermeiden lassen. Aber der Schreck über die Härten der Krise könnte doch in einigen Ländern den Wählern und Regierungen so in die Knochen gefahren sein, dass sie künftig bereits von sich aus etwas mehr Zurückhaltung beim Schuldenmachen üben werden.

## V. Neuer Aufschwung im Frühsommer?

Unserem Ausblick für Wirtschaft und Finanzmärkte 2012 legen wir eine entscheidende Annahme zugrunde: Bis Ostern 2012 gelingt es den Zentralbanken und Regierungen der Eurozone endlich, die Euro-Krise einzuzugrenzen. Vermutlich bedarf es einer Art Garantie der Europäischen Zentralbank, nachweislich solvente Länder nicht pleitegehen zu lassen, um unter den verschreckten Anlegern der Welt wieder hinreichend Käufer für Staatsanleihen der Euro-Länder zu finden (siehe die nähere Analyse in Teil 3). Unter der Annahme, dass unsere Entscheidungsträger spätestens im Frühjahr die Weichen richtig stellen, ergibt sich ein insgesamt erfreulicher Ausblick auf die Wirtschaft im Jahr 2012 (siehe Tabelle auf Seite 10).

- **Deutschland** leidet kaum unter heimischen Wirtschaftsproblemen. Die Unternehmen sind in Bestform, der Staatshaushalt ist weitgehend ausgeglichen, der kräftige Zuwachs der Beschäftigung und der absehbare Rückgang der Inflationsrate erlauben es den privaten Verbrauchern, sich mehr zu gönnen als in den vergangenen Jahren. Mit dem Abklingen der Euro-Krise kann Deutschland damit an die Hochkonjunktur anknüpfen, die es bis Juli 2011 genießen konnte. Nach einer kurzen Rezession im Winter kann die Wirtschaftsleistung ab dem Frühjahr wieder kräftig zunehmen, getragen mehr von der Binnennachfrage als von der Ausfuhr.

- Die **Eurozone** insgesamt kann dem deutschen Muster folgen, allerdings in wesentlich verhaltenerer Form. Da nahezu alle wichtigen Länder der Eurozone außerhalb Deutschlands ihren Staatshaushalt straffen müssen, bleibt bei ihnen der Spielraum für den Zuwachs der Binnennachfrage gering. Wir erwarten für die Eurozone insgesamt einen Aufschwung, der zwar im Frühjahr einsetzt, aber im Jahresverlauf nur langsam an Kraft gewinnen kann.
- Die **USA** werden sich weiterhin mit mäßigem Wachstum begnügen müssen. Obwohl vermutlich im Wahljahr 2012 die Haushaltspolitik nur mäßig gestrafft wird, lasten die hohen Schulden des Staates und der Verbraucher auf der Wirtschaftsdynamik. Eine hausgemachte Rezession zeichnet sich in den USA allerdings nicht ab.
- **Großbritanniens** Konjunktur hängt sehr an der des europäischen Kontinents. Mit seinem außerordentlich hohen Defizit im Staatshaushalt (über 9 % der Wirtschaftsleistung in 2011) und den hohen Schulden der privaten Verbraucher gehört das Land eher zu den Schwächlingen Europas. Wir erwarten deshalb vorerst nur einen kraftlosen Aufschwung nach der Rezession im Winter.
- **Schweiz:** Mit einem Abklingen der Euro-Krise wird ein nachlassender Zustrom von Fluchtkapital den Kurs des Schweizer Franken wieder auf ein etwas erträglicheres Niveau zurückfallen lassen. Dank einer aufblühenden Ausfuhr könnte die Schweizer Wirtschaft dann ab dem Frühjahr erneut rasch wachsen.
- **China** gelingt es langsam, die Inflation zu zügeln. Im November hat das Reich der Mitte bereits eine vorsichtige Wende der Geldpolitik zu einem weniger restriktiven Kurs eingeleitet. Wir erwarten weitere Schritte in den kommenden Monaten. Nach einem relativ ruhigen Winter kann dann die chinesische Konjunktur im Frühjahr wieder unter etwas mehr Dampf stehen. Wie in Deutschland zeichnet sich vor allem eine ausgeprägte Dynamik der Binnenwirtschaft ab. Nach Jahren harter Arbeit findet Frau Li immer mehr Gefallen daran, bei einem Einkaufsbummel daheim und auf Reisen im Ausland ihre Geldbörse zu öffnen.
- Auch in **Indien, Brasilien** und anderen wichtigen **Schwellenländern** erwarten wir ein vorsichtig zunehmendes Wachstum im weiteren Verlauf des Jahres 2012 nach einer Schwächephase im Winter, die in einigen ausfuhrorientierten Ländern wie Brasilien zunächst recht ausgeprägt ausfallen könnte.

## Wirtschaftsprognosen im Überblick

	Gewicht	BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosenquote			Staatshaushalt		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Welt</b>	<b>100</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>									
USA	27,4	1,7	1,3	2,0	3,2	2,1	2,0	9,0	8,8	8,6	-9,9	-8,8	-6,1
Japan	9,8	-0,3	1,4	1,5	-0,2	-0,4	0,2	4,4	4,0	3,5	-10,0	-8,5	-5,0
China	9,9	9,2	8,5	8,5	5,4	3,5	3,7	4,1	4,0	4,0	-1,8	-1,9	-1,2
Indien	2,4	7,5	7,6	7,7	8,6	7,1	6,0				-5,1	-4,8	-4,0
Lateinamerika	6,8	4,0	3,8	4,0	7,0	6,4	5,5				-2,4	-2,4	-2,0
<b>Europa</b>	<b>37,1</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,1</b>									
Eurozone	24,3	1,5	-0,7	1,8	2,7	2,0	1,8	10,1	10,9	10,0	-4,5	-4,4	-2,2
Deutschland	6,6	3,0	0,1	2,4	2,3	1,8	2,0	6,9	5,9	5,5	-0,8	-1,5	0,0
Frankreich	5,2	1,6	-0,4	1,8	2,3	2,0	1,8	9,8	10,1	9,8	-5,9	-5,5	-3,5
Italien	4,1	0,7	-0,9	1,3	2,8	2,1	1,7	8,2	8,6	8,3	-4,0	-3,5	-1,0
Spanien	2,8	0,6	-1,3	1,4	3,1	2,1	1,6	21,6	22,9	21,0	-6,8	-5,5	-3,1
<b>Anderes Westeuropa</b>													
GB	4,6	0,8	-0,4	1,9	4,6	3,2	2,3	8,0	8,1	7,7	-9,3	-9,0	-6,5
Schweiz	1,1	1,9	-0,3	2,5	0,5	-0,1	0,5	3,3	3,3	3,0	0,5	-0,6	0,5
Schweden	0,9	3,9	-0,3	3,0	1,6	1,0	1,6	7,4	6,9	6,0	-0,7	-1,5	0,0
<b>Sonstiges Europa</b>													
Russland	2,4	4,1	3,5	4,0	8,5	6,8	6,7	7,0	6,5	6,3	0,0	-1,2	-1,3
Türkei	1,3	7,0	2,9	4,3	7,2	6,5	5,9	10,4	10,5	10,5	-1,6	-1,9	-1,8

In %; Saldo des Staatshaushaltes in % des BIP. Quelle: Berenberg Bank

## VI. Andere Szenarien

Unserer oben geschilderten Vorhersage messen wir eine Wahrscheinlichkeit von 55 % zu. Dieser relativ geringe Wert drückt das hohe Risiko aus, das angesichts der Vertrauenskrise in Europa auf uns lastet. Wir müssen deshalb auch auf andere Szenarien eingehen.

### Krise endet im Dezember 2011: Rezession fällt aus (20 %)

Wir sehen durchaus eine Chance, dass es uns besser ergehen könnte als gedacht. Reicht die am 9. Dezember angekündigte Nothilfe der europäischen Zentralbanken von 200 Mrd. Euro über den Internationalen Währungsfonds bereits aus, um das Vertrauen der verstörten Anleger der Welt in Europa bereits vor Jahresende zurückzugewinnen, könnte Deutschland eine

Rezession im Winter sogar noch erspart bleiben. Auch die Eurozone insgesamt könnte dann mit einer milden Rezession davonkommen. In diesem Fall könnten wir unsere Wachstumsprognosen für das Jahr 2012 für Deutschland um nahezu einen ganzen Prozentpunkt, für die Eurozone und Großbritannien um 0,6 Punkte und für die USA sowie viele Schwellenländer um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte anheben. Für einen derart glücklichen Ausgang sehen wir eine Wahrscheinlichkeit von 20 %.

#### **Euro-Krise dauert länger: tiefe Rezession (15 %)**

Bleiben unsere Entscheidungsträger dagegen weiterhin bei halbherzigen Schritten, wird die aktuelle Abwärtsspirale unsere Wirtschaft immer tiefer in die Rezession stürzen. Nehmen wir an, dass die EZB erst im Frühsommer statt bereits im Januar 2012 den Mut findet, die Krise mit einem von ihr selbst gespannten Sicherheitsnetz zu beenden. In diesem Fall könnte sich unsere Rezession bis zur Jahresmitte so sehr verschärfen, dass die Wirtschaftsleistung für das Gesamtjahr in der Eurozone um bis zu 3 % und in Deutschland um mindestens 2 % einbrechen könnte. Auch andere europäische Länder wie die Schweiz und Großbritannien wären ähnlich hart betroffen. Eine derart tiefe Krise würde auch das US-Wachstum abwürgen und auf den Schwellenländern lasten. Wir sehen dafür eine Wahrscheinlichkeit von 15 %.

#### **Euro zerbricht: tiefe Depression (10 %)**

Eine Serie von Staats- und Bankenpleiten, die den Euro zerbrechen und Europa in eine tiefe politische Krise stürzen könnte, ist zwar nicht wahrscheinlich. Sie ist aber keineswegs ausgeschlossen. Einigen sich die Euro-Mitglieder nicht auf einen verschärften Stabilitätspakt, weigert sich die EZB, den Euro zu retten, oder protestiert die deutsche Bundesbank derart lautstark gegen einen Beschluss der EZB, dass dieser Streit die Anleger noch mehr in Panik versetzt, kann ein solches Katastrophenszenario näher rücken. Der Schock eines ungeordneten Zerbrechens des Euros dürfte die europäische und deutsche Wirtschaft in eine weit tiefere Rezession stürzen, als es die Lehman-Pleite in den fernen USA im Herbst 2008 getan hatte. Statt eines Einbruchs der deutschen Wirtschaftsleistung um 6,5 % innerhalb von drei Quartalen könnte uns dann durchaus ein Kollaps der Wirtschaftsleistung von weit über 10 % innerhalb von zwei Jahren drohen. Das könnte die Weltwirtschaft insgesamt in eine tiefe Rezession rutschen lassen. Das Restrisiko einer solchen Katastrophe veranschlagen wir auf höchstens 10 %. Aber es ist nicht gleich Null.

## VII. Finanzmärkte

Die Aussichten für die Finanzmärkte sind ähnlich zwiespältig wie der Ausblick für die Wirtschaft. Einerseits winken den Anlegern außerordentliche Chancen. Andererseits sind auch die Risiken weit ausgeprägter als üblich.

Trifft unsere moderat optimistische Vorhersage ein, dass unsere Entscheidungsträger einschließlich der EZB und der Bundesbank im Januar oder Februar endlich die gefährliche Abwärtsspirale durch einen energischen Eingriff stoppen, kann sich das Klima an den Finanzmärkten schlagartig aufhellen. Die weiterhin gute Lage vieler Unternehmen rechtfertigt nicht den Einbruch der deutschen und europäischen Aktienkurse, den wir seit Anfang August 2011 erlebt haben. Sobald die Anleger wieder an den Erfolg Europas glauben, könnten die Aktien- und Rentenmärkte schnell wieder nahe an die Bewertungen herankommen, die sie bis etwa Mitte des Jahres 2011 hatten. Auch die Preise für zyklische Rohstoffe könnten etwas anziehen, während der Schweizer Franken und der japanische Yen ihren krisengetriebenen Höhenflug beenden dürften. Für den Kurs des Euro gegenüber dem Dollar dürfte der positive Vertrauenseffekt die Wirkung einer de facto gelockerten Geldpolitik mehr als ausgleichen. Der Euro könnte zunächst leicht steigen.

Tritt dagegen eines der beiden Krisenszenarien ein (Abwärtsspirale in Europa dreht sich bis zum Frühjahr oder Euro zerbricht in einer Serie von Staats- und Bankenpleiten), müssten wir uns auf wesentlich härtere Zeiten an den Finanzmärkten einstellen. In diesem Fall würden die Aktienkurse vermutlich gerade in Europa kräftig nachgeben. Ob deutsche Bundesanleihen in solch einer Krise ihren Ruf als sicherer Hafen halten könnten, wäre zumindest fraglich. Auch eine panikartige Flucht aus nominalen Vermögenswerten in Sachwerte wäre denkbar (siehe Teil 3).

## VIII. Vorsichtige Zuversicht

Wirtschaft und Finanzmärkte stehen im Dezember 2011 auf Messers Schneide. Im Ausblick für 2012 sehen wir kaum Grautöne. Entweder wir bekommen die Vertrauenskrise in Europa in den Griff. Dann dürften sich die Aussichten für unsere Wirtschaft und die Finanzmärkte spürbar aufhellen. Dank der Reformen, zu denen viele Euro-Länder sich unter dem Druck

der Krise aufraffen, könnte sich die Eurozone zur dynamischsten Wirtschaft der westlichen Welt mausern. Oder wir lassen es zu, dass die Eurozone in einer Serie von Staats- und Bankenpleiten versinkt. In diesem Fall wären die Kosten gerade für Deutschland dramatisch hoch. Denn unsere Geschichte hat uns gelehrt, dass wir als Europas Land der Mitte nur gemeinsam mit unseren Nachbarn blühen können.

So paradox es klingen mag: Aus der Sorge, dass die Folgen einer Euro-Katastrophe derart dramatisch sein könnten, ziehen wir letztlich auch unsere Zuversicht. Wir vertrauen unseren Entscheidungsträgern, dass sie im Angesicht der außerordentlichen Gefahren schlussendlich alles Notwendige tun werden, um diese Risiken zu vermeiden. Trotz aller Gefahren gehen wir deshalb mit vorsichtiger Zuversicht in das neue Jahr 2012.

## TEIL 3 DIE THEMEN DES JAHRES

### I. Der Weg aus der Euro-Krise

(Dr. Holger Schmieding)

#### Die Ursachen der Krise

Die europäische Vertrauenskrise bedroht unseren Wohlstand und unser Geld. Sie ist zur größten Gefahr sowohl für die Weltkonjunktur als auch für den politischen Zusammenhalt Europas geworden. Wie konnten wir in eine derart brandgefährliche Lage geraten?

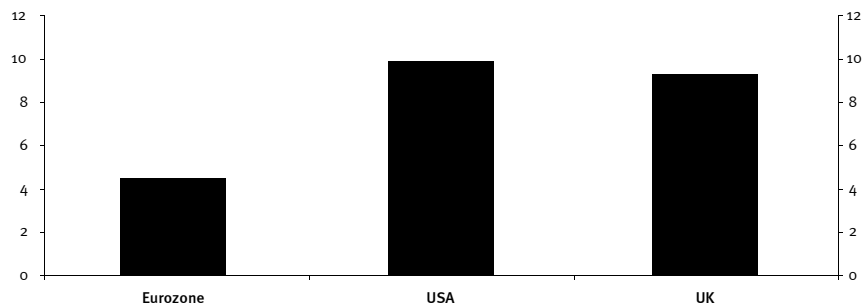
Über Jahrzehnte hinweg haben die Staaten der westlichen Welt unter dem Beifall ihrer Wähler zu viele Schulden angehäuft. Obwohl der Schuldenstand und die laufenden Staatsdefizite in der Eurozone insgesamt geringer sind als in den USA, Großbritannien und Japan (siehe die Grafik auf Seite 16), haben auch wir beim Bau der gemeinsamen Stadt Europa viel brennbares Material verwendet. Nach dem Beginn der Währungsunion war es der Eurozone zwar gelungen, die Staatsschulden von 81,5 % der Wirtschaftsleistung Ende 1998 auf 71,6 % Ende 2007 zu drücken, obwohl in Deutschland während dieser Zeit die Schuldenquote von 62 % auf 65 % sogar angestiegen ist. Aber mit dem Jahrhundertfehler der US-Politik, der Mega-Rezession nach der Lehman-Pleite, ist dann die Euro-Schuldenquote bis Ende 2010 auf 92,7 % hochgeschnellt (OECD-Angaben).

Anfang 2010 begann es im kleinen und besonders hoch verschuldeten Griechenland zu brennen. Im Mai 2010 haben wir eine Brandmauer errichtet, den Euro-Rettungsfonds, mit dem wir unsere eigene Wirtschaft erfolgreich vor dem Feuer geschützt haben. Bis zum Juli 2011 konnte Deutschland trotz der griechischen Krise das beste Wachstum seit 20 Jahren und ein regelrechtes Wunder am Arbeitsmarkt genießen. Wären wir auf diesem Kurs geblieben, hätten wir 2012 bei immer mehr Beitragszahlern wohl einen Überschuss im Haushalt des deutschen Gesamtstaates erzielen können.

Doch stattdessen haben wir im Juli 2011 selbst die Brandschutzmauer durchlöchert. Obwohl Griechenland nach dem Urteil der EU-IWF-EZB-Troika insgesamt auf den richtigen Kurs eingeschwenkt ist, haben wir privaten Gläubigern Athens einen Schuldenschnitt verordnet. Wir haben den Sparern und Anlegern der Welt damit signalisiert, dass sie unserem Wort nicht trauen können und dass ihr Geld bei uns nicht sicher ist. Im Oktober haben wir noch einmal einen daraufgesetzt und den Schuldenschnitt von

20 % auf 50 % verschärft. Und indem wir jetzt Banken, die italienische Staatsanleihen besitzen, mit einem zwangsweisen Verwässern ihres Eigenkapitals drohen, zwingen wir sie dazu, sich von solchen Anleihen zu trennen. Den Käuferstreik für Staatsanleihen haben wir damit selbst heraufbeschworen. Und wenn selbst Staaten, die wie Italien nur ein vergleichsweise geringes laufendes Defizit im Staatshaushalt haben (2011 etwa 4 %, weit unter den etwa 9 % in den USA und Japan), fällig werdende Staatsanleihen nicht mehr durch neue Anleihen refinanzieren können, droht der Bankrott.

#### Haushaltdefizit 2011 in der Eurozone, den USA und Großbritannien



In % des BIP. Quelle: Berenberg Bank

#### Unser Vorschlag

Um unser Geld und unsere Wirtschaft zu schützen, sollte die EZB ankündigen, dass sie zur Abwehr einer Deflationsspirale jedes Euro-Land vor der Pleite bewahren wird, das trotz durchgreifender Wirtschaftsreformen seinen Zugang zum Kapitalmarkt zu verlieren droht.<sup>2</sup> Dafür sollte sie einen klaren Interventionspunkt nennen: Ab einem Renditeaufschlag von 5,5 Prozentpunkten gegenüber deutschen Bundesanleihen kauft sie Staatsanleihen Italiens auf dem Sekundärmarkt notfalls unbegrenzt. Für 10-jährige Anleihen läge diese Interventionsschwelle heute bei etwa 7,7% und damit weit oberhalb des aktuellen Renditeniveaus. Bei einem nachhaltigen Anstieg der deutschen Renditen könnte die EZB zudem eine Obergrenze für die italienische Nominalrendite bei 8 % einziehen.

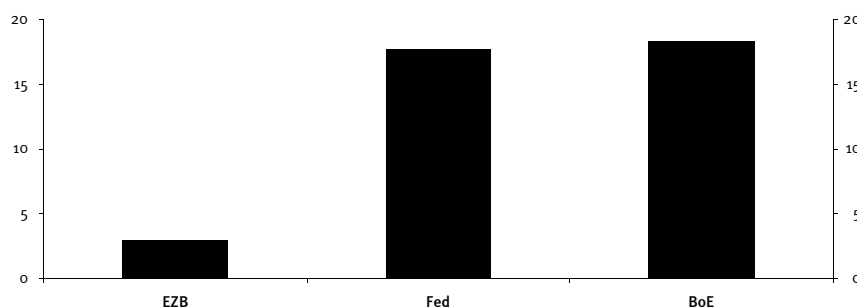
Die Schweizer Nationalbank (SNB) hat bereits vorgemacht, wie das geht. Seit sie am 6. September angekündigt hat, dass sie ab einem Wechselkurs von 1,20 zum Euro unbegrenzt eingreifen würde, um eine noch absurdere Überbewertung des Schweizer Franken zu verhindern und damit einem de-

<sup>2</sup> Diesen Vorschlag erläutern wir näher in: Ökonomisch gesehen...: Der Weg aus der Euro-Krise: Fragen und Antworten, Berenberg Bank, 28. November 2011.

flationären Zusammenbruch der Wirtschaft entgegenzuwirken, ist dort wieder Ruhe eingekehrt. Seit die SNB mit einem glaubwürdigen Signal die Märkte beeindruckt hat, sind ihre tatsächlichen Devisenkäufe erheblich zurückgegangen. Klarheit und Glaubwürdigkeit zahlen sich aus, halbherzige Eingriffe wie die bisherigen Interventionen der Europäischen Zentralbank – oder die Eingriffe der SNB vor dem 6. September 2011 – bewirken dagegen wenig.

Unser Vorschlag läuft darauf hinaus, allen Mitgliedern der Währungsunion ein Angebot zu machen: Wenn ihr euch mindestens so grundlegend reformiert, wie es Deutschland einst mit der Agenda 2010 gemacht hat, wird die Euro-Familie dafür sorgen, dass keine Finanzmarktpanik euch in die Pleite treiben kann. Und zwar mit allen Mitteln. Wenn ihr nachweislich solvent seid und euch einem verschärften Stabilitätspakt unterwerft, wird in letzter Instanz die Europäische Zentralbank sicherstellen, dass ihr liquide bleibt, bis die panischen Anleger wieder zur Vernunft gekommen sind.

#### Wer verhindert eine Panik am Finanzmarkt? Käufe der Zentralbanken



Tatsächliche und angekündigte Ankäufe von Staats- und Hypothekenanleihen, in % des BIP.  
Quelle: EZB, Fed, BoE, Berenberg Bank

Bisher hat die Europäische Zentralbank sich sehr zurückgehalten. Anders als die amerikanische und die britische Notenbank hat die EZB sich der Gefahr einer Massenpanik an den Anleihemärkten kaum entgegen gestellt. Ihre Anleihekäufe erreichen nur ein Sechstel des Umfangs in den USA und Großbritannien. Unseres Erachtens ist dies der Hauptgrund dafür, dass sich die Vertrauenskrise in der Eurozone immer weiter ausbreiten konnte. Obwohl in den USA und Großbritannien die Probleme im Staatshaushalt weit weniger ausgeprägt sind, gibt es dort dank des Einsatzes der Zentralbanken keine vergleichbare Krise. Und bereinigt um den Einfluss hoher Ölpreise ist die Inflation in den USA weniger als einen halben Prozentpunkt über der Rate in der Eurozone.

### **Droht uns Inflation?**

Eine Inflation droht dann, wenn die Zentralbank mehr Geld druckt, als die Menschen halten wollen. Die Menschen geben das überschüssige Geld aus. Es kommt zu einem inflationären Wirtschaftsboom.

Aber in der aktuellen Lage würde eine aktivere Rolle der Zentralbank im Einsatz gegen die Euro-Krise keine Inflationsgefahren heraufbeschwören. Denn in einer akuten Finanzkrise möchten die verängstigten Haushalte, Unternehmen und Banken mehr Kasse halten. Die Nachfrage nach Geld steigt an. Um das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage nach Geld und damit den Wert des Geldes zu wahren, muss die Zentralbank für die Dauer einer solchen Krise das Geldangebot entsprechend erhöhen. Sonst droht ein deflationärer Wirtschaftskollaps.

Natürlich muss die Zentralbank die Liquiditätsschleusen wieder schließen, wenn die Krise überstanden ist. Aber wir können doch nicht deshalb auf den Einsatz der Feuerwehr bei einem Großbrand verzichten, weil einige Beobachter befürchten, die Helfer würden nach dem Löschen des Brandes vergessen, das Wasser wieder abzustellen und somit langsam das Stadtviertel fluten.

Vermutlich würde ein Notfalleinsatz der EZB gemäß unserem Vorschlag das Liquiditätsangebot gar nicht nachhaltig erhöhen. Denn wenn die Anleger wirklich glauben, dass die EZB keine irrationale Massenpanik zulassen wird, kann das Vertrauen in Europa langsam zurückkehren. Dann werden wir wieder Käufer für die Staatsanleihen der Länder auf Reformkurs finden, auch für die Italiens. Schließlich ist auch 7 % eine sehr attraktive Rendite für ein Land, dessen Reformpolitik das Gütesiegel des Internationalen Währungsfonds trägt. Dann wird die EZB ihre bereits gekauften Anleihen nach einiger Zeit sogar mit Gewinn verkaufen können.

Bei einer Intervention der Notenbank kommt es darauf an, den Markt zu beeindrucken. Wenn die EZB jetzt ein wirklich glaubwürdiges Signal sendet, wird sie in einem Jahr einen geringeren Bestand an Staatsanleihen halten müssen als heute. Und weil sie damit auch unsere Konjunktur retten würde, gäbe es dann bei höheren Steuereinnahmen in einem Jahr wesentlich weniger Staatsschulden, als es ohne diese energische Nothilfe der Fall wäre.

## II. Jenseits der Panik: Fortschritte in den Euro-Ländern

(Dr. Jörn Quitzau)

Der Duden beschreibt Panik als eine durch plötzliche Bedrohung oder Gefahr hervorgerufene übermächtige Angst, die das Denken lähmt und zu kopflosen Reaktionen führt. Das Verhalten der Kapitalmarktakteure hat während der Euro-Schuldenkrise tatsächlich zuweilen kopflose Züge angenommen. Während negative Nachrichten bereitwillig aufgenommen wurden und zu entsprechenden Kursverlusten geführt haben, werden positive Entwicklungen kaum zur Kenntnis genommen. So verpassen die Finanzmärkte derzeit offenbar, dass sich in Europa bereits vieles zum Besseren wendet.

Gemeinsam mit dem Brüsseler Think Tank *The Lisbon Council* haben wir in den vergangenen Monaten die volkswirtschaftlichen Eckdaten der 17 Euro-Länder unter die Lupe genommen.<sup>3</sup> Wir haben die Details dieser Untersuchung in zwei Ranglisten verdichtet (siehe die Tabellen auf Seite 20): Die erste Rangliste bildet den allgemeinen Gesundheitszustand der jeweiligen Volkswirtschaften ab. Dagegen gibt die zweite Rangliste Aufschluss über die Genesungs- oder Anpassungserfolge der einzelnen Länder. Hier geht es also nicht darum, wie gesund ein Land wirtschaftlich insgesamt ist, sondern wie gut es ihm gelungen ist, sich unter dem Zwang der Krise zu wandeln.

Unsere Ergebnisse bergen aber einige zumeist positive Überraschungen. Die Hauptbotschaft lautet: Wenn die Eurozone die schweren Finanzmarktsturben übersteht, dann kann sie sich zu einem wesentlich stabileren und dynamischeren Wirtschaftsraum als zuvor entwickeln. Die oft vorgetragene These, der Euro könne in seiner jetzigen Form nicht weiterbestehen, weil die Mitgliedsländer zu unterschiedlich seien, ist falsch. Nicht nur, dass eine geordnete Abspaltung eines oder mehrerer Länder faktisch kaum möglich ist. Mehr noch, in Europa werden momentan die Weichen für eine insgesamt dynamischere Wirtschaft gestellt. Die Schuldenkrise hat wirtschaftspolitische Reformen ermöglicht, die schon lange nötig, politisch aber bislang offenkundig nicht durchsetzbar waren. Viele der Länder, deren aktueller wirtschaftlicher Zustand insgesamt beklagenswert ist und die deshalb in der allgemeinen Rangliste am Ende stehen, finden sich in der Anpassungs-Rangliste ganz oben wieder.<sup>4</sup> Diese Länder haben damit begonnen, ihre Wettbewerbsfähigkeit und den Zustand ihrer öffentlichen Haushalte zu verbessern.

---

<sup>3</sup> Für Detailergebnisse siehe Berenberg Bank *The Lisbon Council* (2011): *The 2011 Euro Plus Monitor – Progress Amid The Turmoil*.

<sup>4</sup> Die beiden Ranglisten ergeben sich aus einer Reihe von Unterindikatoren, deren Werte auf einer linearen Skala zwischen 0 und 10 liegen können. 0 ist dabei der schlechteste, 10 der bestmögliche Wert.

Rangliste „Allgemeiner Zustand“

Rang	Land	Gesamtwert	Trendwachstum	Wettbewerbsfähigkeit	Fiskalische Nachhaltigkeit	Belastbarkeit in Krisen
1	Estland	7,4	5,6	6,4	9,3	8,2
2	Luxemburg	7,3	7,1	6,4	9,2	6,6
3	Deutschland	6,8	6,6	7,9	6,0	6,7
4	Niederlande	6,8	7,5	8,2	5,8	5,8
5	Slowenien	6,6	6,2	6,7	5,6	7,7
6	Slowakei	6,3	5,2	6,7	6,6	6,8
7	Finnland	6,2	6,2	4,5	7,1	7,2
8	Österreich	5,6	6,1	5,3	5,0	6,1
9	Belgien	5,6	5,5	6,7	5,0	5,2
10	Irland	4,7	4,7	7,0	3,5	3,7
11	Malta	4,6	4,2	6,4	5,4	2,4
12	Spanien	4,5	3,4	3,8	5,8	5,1
13	Frankreich	4,5	4,7	3,7	4,1	5,3
14	Italien	4,4	3,2	4,1	4,8	5,4
15	Portugal	3,8	3,2	4,8	3,8	3,6
16	Zypern	3,8	3,8	2,4	6,3	2,8
17	Griechenland	3,0	4,0	2,7	2,2	2,9
Euro 17		5,5	5,0	6,2	5,5	5,3

Rangliste „Anpassungsfortschritte“

Rang	Land	Gesamtwert	Außenhandel	Öffentlicher Haushalt	Lohnstückkosten
1	Estland	8,4	9,9	5,6	9,8
2	Griechenland	6,6	6,4	8,2	5,2
3	Irland	6,5	7,0	4,5	7,9
4	Malta	6,4	7,9	4,4	7,0
5	Spanien	5,7	6,5	7,5	3,1
6	Slowakei	5,0	5,0	5,7	4,4
7	Portugal	4,9	5,1	6,4	3,2
8	Niederlande	4,0	3,2	5,1	3,8
9	Luxemburg	4,0	3,3	1,9	6,8
10	Finnland	3,8	0,5	3,5	7,5
11	Slowenien	3,6	4,6	3,6	2,6
12	Italien	3,3	2,3	4,7	2,9
13	Zypern	2,9	4,0	3,4	1,3
14	Belgien	2,6	2,8	1,6	3,3
15	Frankreich	2,5	2,5	3,9	1,3
16	Deutschland	2,2	1,6	3,7	1,1
17	Österreich	2,1	3,2	1,6	1,6
Euro17		3,2	3,0	4,5	2,2

Der Gesamtwert gibt den Durchschnitt der aufgeführten Komponenten wieder. Quelle: Euro Plus Monitor 2011

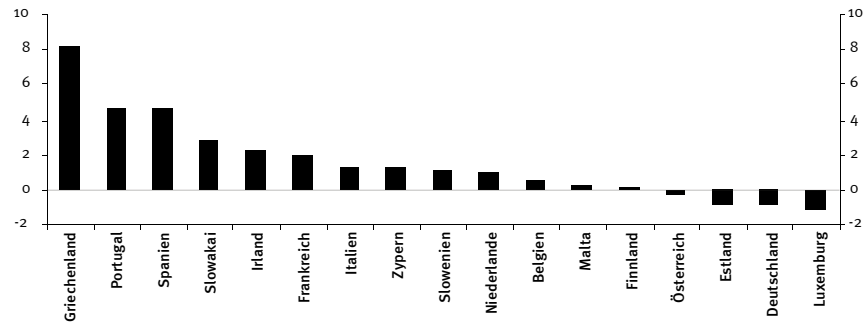
Beide Ranglisten werden von Estland angeführt. Der baltische Tigerstaat hat die Anpassung, die vielen Ländern in Europa noch bevorsteht, bereits hinter sich gebracht und punktet insbesondere mit einer international sehr wettbewerbsfähigen Wirtschaft sowie gesunden Staatsfinanzen.

Neben dem Doppelsieg für Estland fällt ins Auge, dass alle vier Länder, die lange als die größten Sorgenkinder der Eurozone galten, unter den ersten sieben Plätzen der Anpassungsrangliste zu finden sind: Griechenland steht auf Platz 2 gefolgt von Irland (3), Spanien (5) und Portugal (7). Diese Länder haben es unter anderem geschafft, ihre Nettoexporte deutlich auszubauen. Damit widerlegen sie eindrucksvoll die These, ein Abbau der bestehenden Ungleichgewichte sei innerhalb der Währungsunion nicht möglich.

Länder mit einer schlechten Ausgangslage haben naturgemäß einen hohen Anpassungsbedarf. Ein Land wie Deutschland hingegen, das mit der Agenda 2010 die erforderlichen Reformen bereits Mitte des letzten Jahrzehnts umgesetzt hat und in der Zustandsrangliste Platz 3 erreicht, steht in einer Rangliste, die lediglich die Fortschritte der vergangenen zwei bis drei Jahre misst, natürlich weit hinten (Platz 16). Deutschland muss sich kaum noch anpassen und kann sich stattdessen eine etwas weniger straffe Haushaltspolitik, mehr Einfuhren und normale Lohnzuwächse leisten. Die positive Botschaft lautet, dass die Schuldenländer auf dem Weg sind, ihre grundlegenden Probleme zu lösen, mit Reformen nach dem Vorbild der deutschen Agenda 2010.

So verbessert sich die Haushaltssituation in den von der Schuldenkrise besonders stark betroffenen Ländern seit 2009 markant. Die folgende Grafik belegt dies anhand des strukturellen Primärsaldos. Dieser ergibt sich, wenn aus dem allgemeinen Budgetsaldo Sonderfaktoren (wie Konjunkturschwankungen) und die Zinszahlungen des Staates (also die Sünden der Vergangenheit) herausgerechnet werden. An dieser Zahl zeigt sich, ob die laufenden Ausgaben (also ohne Zinsen) durch die laufenden Einnahmen eines Landes gedeckt sind. Griechenland hat sein strukturelles Primärdefizit von 2009 bis 2011 um mehr als 8 Prozentpunkte reduziert und wird 2012 voraussichtlich erstmals seit vielen Jahren einen nahezu ausgeglichenen strukturellen Primärsaldo ausweisen.

### Veränderung des strukturellen Primärsaldos



Struktureller Primärsaldo: Haushaltsdefizit ohne Zinsdienst und bereinigt um konjunkturelle Effekte in % des BIP.  
Quelle: EU-Kommission

Dass Griechenland auch in der jüngeren Vergangenheit seine Budgetziele oftmals nicht vollständig erreicht hat, liegt vor allem an dem Einbruch der Wirtschaftsleistung um mehr als 10 % seit Beginn der harten Sparpolitik. Momentan ist es nicht ratsam, die fiskalische Lücke durch immer höhere Steuern und immer geringere Ausgaben zu schließen. Der Fokus sollte vielmehr darauf liegen, durch einen Abbau der Bürokratie, eine Öffnung des teilweise zunftartig organisierten Dienstleistungssektors und durch verbesserte Standortbedingungen neue Investitionen der Privatwirtschaft zu ermuntern und zu erleichtern. Kurzum: Griechenland darf nicht nur „gesund geschrumpft“ werden, es muss auch aus den Problemen herauswachsen können.

Unsere Analyse zeigt zudem, dass die Ursachen für die Probleme der Schuldenstaaten unterschiedlich sind. So hat Italien seit Jahren deutlich niedrigere Haushaltsdefizite und einen kaum noch steigenden Schuldenstand; vielmehr leidet Italien unter geringem Trendwachstum, weil Teile der Wirtschaft und des Arbeitsmarktes überreguliert sind. Mehr noch als in Griechenland liegt für Italien deshalb der Schlüssel zum Erfolg in einer konsequenten Wachstumspolitik und weniger in Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen.

Zu den Negativüberraschungen gehört Frankreich. Unter den sechs Mitgliedsländern der Eurozone, die über ein AAA-Rating verfügen, weist Frankreich den mit Abstand schlechtesten Allgemeinzustand auf. Auf Platz 13 ist Frankreich umringt von Spanien (Platz 12) und Italien (Platz 14). Diese schwache Platzierung signalisiert Korrekturbedarf. Doch auch in der Anpassungs-Rangliste schneidet Frankreich mit Platz 15 sehr schlecht ab. Frankreich stehen also noch einschneidende Reformen bevor. Die vielfachen Berichte über einen drohenden Verlust des AAA-Ratings verschärfen den Druck, die inländische wie die zugewanderte Bevölkerung besser auszubilden, Arbeitsmarktreformen umzusetzen und die Staatsausgaben zurückzuführen.

Auch wenn die Finanzmarkturbulenzen in Europa einen anderen Schluss nahelegen, zeigen unsere Ergebnisse, dass die Eurozone grundsätzlich den richtigen Weg eingeschlagen hat. Es liegt noch viel Arbeit vor den nationalen Regierungen. Doch in den meisten Ländern werden die Probleme schon energisch angepackt. Das ist ein großer Unterschied beispielsweise zu den USA. Dort ist die politische Klasse bislang nicht zur entscheidenden Kurskorrektur in der Lage. Schuldenstand und laufende Haushaltsdefizite in den USA übertreffen die entsprechenden Werte der Eurozone bei Weitem. Gleiches gilt auch für Japan. Trotz der deutlich schlechteren fiskalischen Lage gelten sowohl die USA als auch Japan – unserer Meinung nach zu Unrecht – als „sichere Häfen“, während in der Eurozone der Schuldensturm tobt.

Wenn es der Eurozone gelingt, verlorenes Vertrauen zurückzugewinnen, kann die Eurozone in einiger Zeit wirtschaftlich erheblich besser dastehen als alle anderen großen Regionen der westlichen Welt.

## TEIL 4 AUSGEWÄHLTE REGIONEN

### I. USA: Moderates Wachstum statt Zweitrezession

(Dr. Christian Schulz)

Die schlimmsten Befürchtungen für die US-Wirtschaft haben sich nicht bewahrheitet. Anstatt auf eine Zweitrezession („Double Dip“) zuzusteuern, haben sich Beschäftigungszuwachs und Wachstum im Herbst 2011 wieder auf moderatem Niveau eingependelt. Im dritten Quartal wuchs die amerikanische Wirtschaft um 0,5 % im Quartalsvergleich, nach 0,3 % und 0,1 % in den vorangegangenen Vierteljahre. Für das Gesamtjahr 2011 erwarten wir ein bescheidenes Wachstum von 1,7 % nach 3,0 % in 2010.

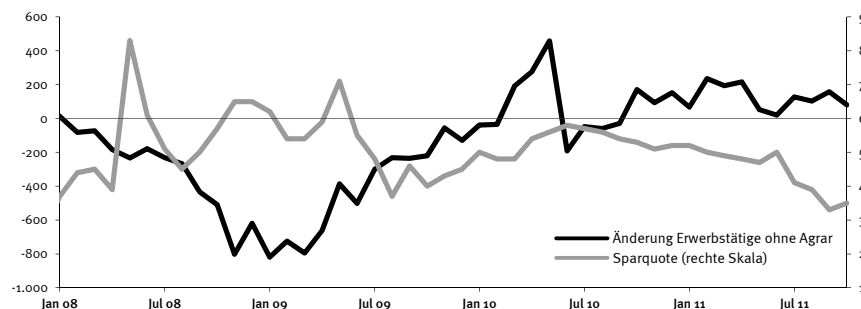
Hauptverantwortlich für das zarte Anziehen des Wachstumstempos im dritten Quartal war der private Konsum, das traditionelle Zugpferd. 70 % der Wirtschaftsleistung fließen in Haushaltsausgaben, die im dritten Quartal um 0,6 % im Quartalsvergleich zulegen. Mehrere Entwicklungen helfen dem privaten Konsum jetzt und in naher Zukunft auf die Sprünge:

- Die stabileren Ölpreise belasten nicht zusätzlich die spritdurstigen Haushalte.
- Nachdem der Beschäftigungszuwachs im Mai und Juni fast zum Erliegen gekommen war, hat sich der monatliche Zuwachs der Beschäftigung um moderate 100 000 pro Monat eingependelt (siehe Grafik auf Seite 25). Die Arbeitslosenquote sinkt leicht auf zuletzt 8,6 %.
- Die Interventionen der amerikanischen Zentralbank Fed halten die Zinsen für Hypothekenkredite niedrig. US-Haushalte können ihre Zinslast mindern, indem sie Kredite zu günstigeren Konditionen refinanzieren.
- Nach dem Vertrauensverlust durch die Beinahekatastrophe bei den Verhandlungen über den Schuldendeckel im Juli und der Herabstufung des Ratings von AAA auf AA durch Standard & Poor's beruhigten sich die US-Aktienmärkte im Herbst recht schnell. Im November stieg das Verbrauchervertrauen auf beinahe das Niveau vom Juli.
- Die Sparquote der Haushalte sinkt von durchschnittlich 5,4 % in 2010 auf 4,3 % in 2011 und zuletzt sogar auf 3,5 % (siehe Grafik auf Seite 25).

Das Versagen der amerikanischen Politik, ernsthaft zu sparen, hat den Bürgern bisher neue Belastungen erspart. Nachdem im Sommer Kürzungen im Staatshaushalt von 900 Mrd. US-Dollar über zehn Jahre (ca. 0,6 % des BIP) vereinbart wurden, scheiterte das Superkomitee des Kongresses Ende

November bei dem Versuch, 1,2 Bill. US-Dollar an weiteren Kürzungen zu beschließen. Stattdessen werden nun automatische Kürzungen in dieser Höhe vor allem das Verteidigungsbudget sowie die Wohlfahrtsprogramme Medicare und Medicaid schmälern, aber erst ab 2013. Allenfalls das Auslaufen von Konjunkturprogrammen der Obama-Regierung könnte die Fiskalpolitik in 2012 um maßvolle 1,5 % des BIP straffen.

#### US-Arbeitsmarkt versus US-Sparquote



Änderung der Zahl der Erwerbstätigen in 1000; Sparquote in % des verfügbaren Einkommens.  
 Quelle: Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis

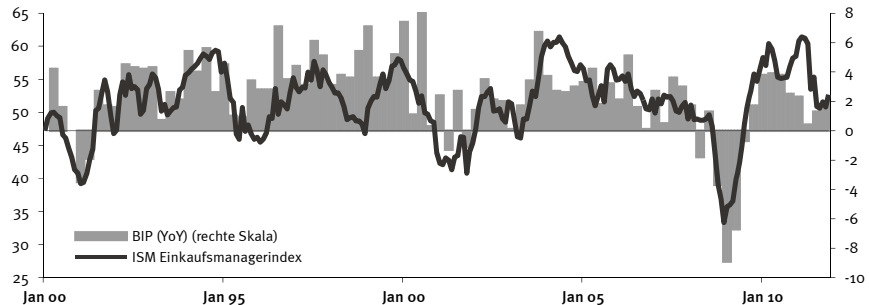
#### Die Exportwirtschaft leidet unter globaler Schwäche

Doch trotz des etwas lebhafteren Konsums ist die US-Wirtschaft weit von einer insgesamt dynamischeren Entwicklung entfernt. Das ausfuhrlastige Verarbeitende Gewerbe leidet unter der globalen Wachstumsschwäche. Die Abkühlung in vielen Schwellenländern, aber vor allem die Euro-Krise schalten die Exportampel auf Dunkelgelb.

So wachsen die Exporte (+7,2 % über Vorjahreszeitraum in den ersten neun Monaten) in diesem Jahr bisher zwar schneller als die Importe (+5,3 %), doch reicht der Unterschied nicht aus, das hohe Handelsdefizit nennenswert zu verringern. Die Aussichten für 2012 sind aufgrund der Krise in Europa und einigen weiteren Exportmärkten bescheiden.

Kein Wunder, dass die Unternehmen ihre Aussichten weiterhin skeptisch beurteilen. Der ISM Einkaufsmanagerindex (siehe Grafik auf Seite 26) hält sich zwar über der 50-Punkte-Marke, die zwischen Wachstum und Rezession unterscheidet, doch die Auftragsbestände schmelzen. Aufholeffekte nach den Beeinträchtigungen der Lieferkette durch die Naturkatastrophe in Japan im März und das Abarbeiten gut gefüllter Auftragsbücher werden die Industrieproduktion nicht ewig stützen können. Ohne eine lebhaftere Nachfrage aus dem Ausland werden Rückschläge wahrscheinlicher. Daher schauen auch die USA nervös auf die europäische Vertrauenskrise.

### US BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



BIP: Veränderung gegenüber Vorjahr in %; Einkaufsmanagerindex in Pkt.  
Quelle: Bureau of Economic Analysis, Institute for Supply Management

### Weiter am Tropf der Fed

Derzeit sieht es so aus, als könne die heimische Nachfrage die USA vor einer weiteren Rezession bewahren. Sollten sich Rückschläge einstellen, sind steuerfinanzierte Stützungsprogramme kaum zu erwarten. Im Wahljahr ist die Regierung zwar sicher gewillt, alles zu tun, um Wachstum und Jobs zu fördern. Doch die ohnehin schon hohen Schulden und die Blockade der oppositionellen Republikaner im Repräsentantenhaus schließen Konjunkturprogramme praktisch aus.

Im Gegensatz zur Eurozone verfügt Amerika allerdings über eine aktivere Zentralbank. Stets in Sorge vor Deflation hat die Fed bereits zweimal massiv die Notenpresse angeworfen, um die Zinsen niedrig zu halten. Im Oktober blieb die Fed mit der „Operation Twist“, dem bilanzneutralen Tausch von kurzfristigen Wertpapieren in langfristige, zwar hinter den kühnsten Hoffnungen zurück. Doch die meisten Mitglieder des Zentralbankrates (FOMC) haben bereits ihre Bereitschaft zu weiteren Maßnahmen signalisiert.

**Fazit:** Derzeit setzen wir nicht auf ein unmittelbar bevorstehendes weiteres Ankaufprogramm der Fed. Wir erwarten jedoch, dass sich die moderate Entwicklung der US-Wirtschaft im Wahljahr 2012 mit einem Wachstum von 1,3 % fortsetzt. Sollte sich in der zweiten Jahreshälfte der erhoffte Aufschwung in der Eurozone einstellen, sind vielleicht sogar ein paar Zehntel mehr drin. Knackpunkt für die weitere Entwicklung ist, wann und wie der notwendige Sanierungsprozess des Staatshaushalts beginnt. Für 2012 erwarten wir noch sehr bescheidene Auswirkungen, doch eine neue Regierung könnte ab 2013 den Ton verschärfen und auf einen ähnlichen Kurs wie in Großbritannien mit intelligenter Sparpolitik einschwenken.

## II. Europa: Das hässliche R-Wort wird wahr

(Cornelia Koller)

### 1. Euroland: Erneut auf Kurs in die Rezession

Seit der Entscheidung eines Euro-Gipfels im Juli, Griechenland umzuschulden, ohne Italien gegen Ansteckungsgefahren abzusichern, hat sich der Ausblick für Europa schlagartig verdüstert. Nachdem die Eurozone im ersten Halbjahr 2011 alle anderen großen Regionen der westlichen Welt im Wachstumstempo übertraf, nimmt sie seit August Kurs auf Rezession Nummer 2 innerhalb von nur drei Jahren.

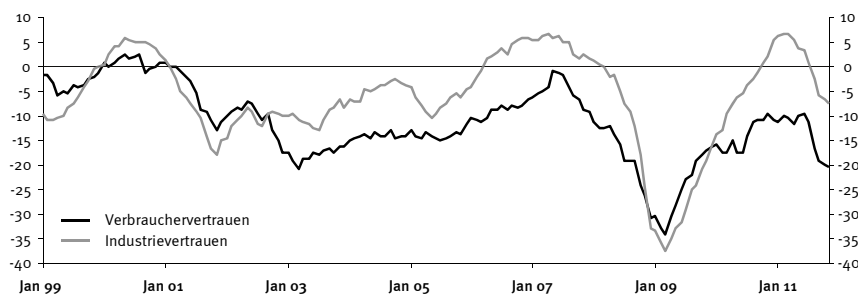
#### 1.1. Vertrauenskrise bremst Realwirtschaft

Die Vertrauenskrise hinterlässt immer stärkere Spuren in der Realwirtschaft. Im dritten Quartal ist die Eurozone nur noch um 0,2 % gewachsen – nach durchschnittlich 0,5 % in den ersten zwei Vierteljahren 2011. Für das laufende Quartal erwarten wir einen Rückfall in die Rezession.

Waren es zunächst nur die Stimmungsindikatoren, die ein trüberes Konjunkturbild signalisierten, geben nun auch die „harten“ Wirtschaftsdaten zunehmend nach. So ist die Industrieproduktion in der Eurozone im September um 2 % zurückgegangen und die Auftragseingänge fielen um über 4 %. Auch der lange Zeit robuste Arbeitsmarkt zeigt mit einem Anstieg der Arbeitslosenquote auf 10,3 % im Oktober erste Schwächen.

Zudem ist das Vertrauen von Verbrauchern und Unternehmen durch die Markturbulenzen seit Monaten angeschlagen. Das Wirtschaftsvertrauen fiel im November auf den tiefsten Stand seit zweieinhalb Jahren. Während das Industrier Vertrauen angesichts der schwächeren Weltkonjunktur seit Anfang des Jahres rückläufig ist, hat sich das Verbrauchervertrauen, das sich trotz hoher Ölpreise noch lange robust zeigte, diesem inzwischen angeschlossen.

#### Euroland Stimmungsindikatoren



In Punkten. Quelle: EU-Kommission

- › Die zunehmende Verunsicherung von Unternehmen und Verbrauchern, die einbrechende Nachfrage nach Investitionsgütern auch in Deutschland sowie größere Sparanstrengungen in Italien, Spanien und Frankreich werden die gesamte Eurozone erneut in die Rezession ziehen.
- › Für das Winterhalbjahr 2011/2012 erwarten wir erstmals seit dem zweiten Quartal 2009 wieder eine schrumpfende Wirtschaftsleistung.
- › Wir befürchten, dass sich die Vertrauenskrise im Winter erneut zuspitzen könnte. Deshalb erwarten wir für das erste Quartal einen deutlichen Rückgang der Wirtschaftsleistung. Erst danach wird die EZB ein verlässliches Sicherheitsnetz anbieten, notfalls mit der Bereitschaft, bei einem hohen Renditeaufschlag uneingeschränkt Staatsanleihen jener Länder zu kaufen, die sich strikt an ein Spar- und Reformprogramm halten (siehe Teil 2). Unter dieser Voraussetzung kann die Wirtschaft sich ab dem Frühsommer erholen, mit zunehmender Dynamik im zweiten Halbjahr.
- › Nach einem Wachstum von 1,5 % in diesem Jahr sagen wir als Folge des sehr schwachen Starts ins neue Jahr für 2012 per saldo einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 0,7 % voraus.
- › Sollte die Eurozone ihre Vertrauenskrise Anfang nächsten Jahres jedoch nicht entschärfen können, würde die Rezession um einiges länger und schwerer ausfallen.

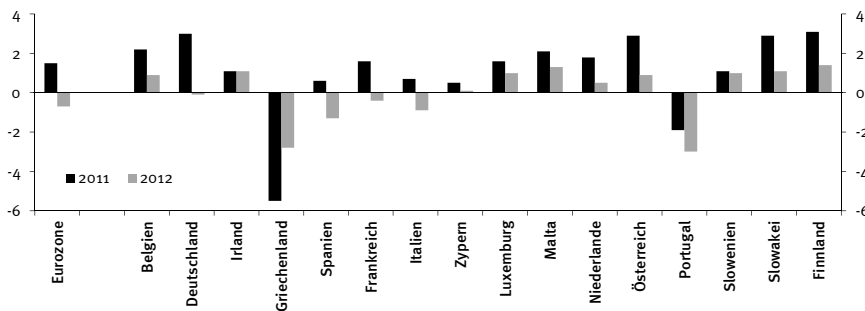
### 1.2. Bleibende Kluft

Innerhalb der Eurozone bleibt die Kluft zwischen den Kernländern und der Peripherie zunächst weit. Dies hat bereits das dritte Quartal 2011 gezeigt. So hat die deutsche Wirtschaft den Belastungen durch die Vertrauenskrise halbwegs getrotzt und dank ihrer inneren Stärke und einer robusten Binnennachfrage mit 0,5 % gegenüber dem Vorquartal noch einmal respektabel zugelegt. Auch Frankreich wuchs mit 0,4 % überdurchschnittlich. Dagegen stagnierte das Bruttoinlandsprodukt in Spanien. In Portugal schrumpfte die Wirtschaft um 0,4 %. Auch Griechenland dürfte erneut kräftig eingebrochen sein, im dritten Quartal lag das BIP 5,2 % unter dem Vorjahreswert. (Für Italien lag noch kein Wert vor.)

An dieser Kluft wird sich so schnell nichts ändern. Die Länder an der Peripherie leiden weiter unter den notwendigen Sparmaßnahmen zur Sanierung ihrer hohen Staatsdefizite. So räumt Italien unter dem neuen Premierminister Mario Monti der Haushaltskonsolidierung höchste Priorität ein und wird voraussichtlich noch einmal 20 Mrd. Euro bis 2014 zusätzlich einsparen. Dies entspricht einem Anteil am Bruttoinlandsprodukt von 1 %. In Frankreich werden die Sparmaßnahmen ebenfalls stärker als ursprünglich erwartet

ausfallen. Die französische Regierung hat Anfang November zusätzliche Einsparungen in Höhe von 12 Mrd. Euro beschlossen, davon sollen 7 Mrd. Euro auf das Jahr 2012 entfallen.

#### Wachstumsraten des BIP



Veränderungen gegenüber Vorjahr in %. Quelle: EU-Kommission, Berenberg

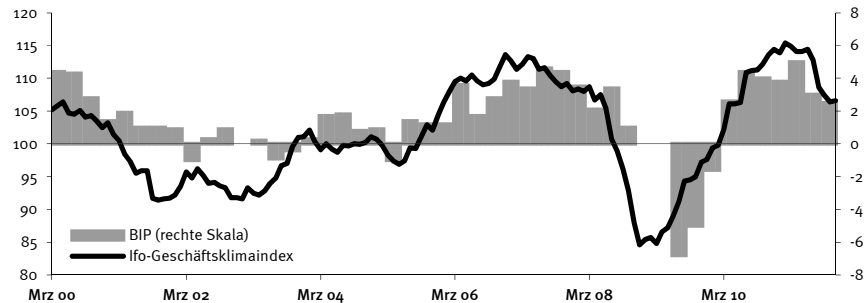
- › 2012 wird die Eurozone insbesondere von den großen südeuropäischen Ländern konjunkturell nach unten gezogen. Wir erwarten für Italien einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 0,9 % und für Spanien von 1,3 %. Aber auch die Kernländer tragen zur Rezession der Eurozone bei. Frankreichs Wirtschaftsleistung wird vermutlich um 0,4 % schrumpfen und Deutschland steht ebenfalls bereits an der Schwelle zur Rezession.

### 1.3. Deutschland: Ein frostiger Winter

War Deutschland zuletzt die ganz große Antriebskraft für den Euroraum, hat der deutsche Konjunkturmotor nun auch den Rückwärtsgang eingelegt. Insgesamt steht Deutschland zwar noch immer sehr viel besser als die gesamte Eurozone dar. Jedoch machen sich auch bei uns die Turbulenzen, die wir durch den griechischen Schuldenschnitt im Juli ausgelöst haben, zunehmend bemerkbar. Auch Deutschland kann sich nicht von Vertrauenskrise und Marktturbulenzen sowie der schwächeren Weltnachfrage abkoppeln.

Inzwischen deuten alle Frühindikatoren auf eine spürbar kühlere Konjunktur in der Industrie hin. Auch der überraschende Anstieg des Ifo-Geschäftsklimaindixators im November darf nicht überbewertet werden, da er lediglich auf die schwankungsanfälligen Sektoren Großhandel und Bauwirtschaft zurückzuführen war, während die Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe unverändert skeptisch blieben. Zudem ist die Erwartungskomponente des Ifo-Geschäftsklimaindixators in den Monaten zuvor achtmal in Folge gefallen. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe geht ebenfalls seit Monaten zurück und liegt unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

### Deutsches BIP und Ifo-Geschäftsklima



BIP: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Deutsches Bundesamt für Statistik, Ifo

Ähnlich wie in der Eurozone insgesamt sind inzwischen auch in Deutschland die „harten“ Wirtschaftsdaten den Stimmungsindikatoren gefolgt. Bis zur leichten Erholung im Oktober war die Industrieproduktion seit mehreren Monaten rückläufig. Vor allem die für Deutschland so wichtige Investitionsgüterproduktion war zuletzt stark geschrumpft. Der Auftragseingang lag im dritten Quartal um 3,6 % unter dem Vorquartal, auch wenn der Oktoberanstieg von 5,2 % einiges wieder wettgemacht hat. Dabei macht sich vor allem die Vertrauenskrise innerhalb der Eurozone bemerkbar: Die Bestellungen aus den Ländern der Währungsunion lagen im September und Oktober um 7,5 % unter dem Durchschnittswert der beiden Vormonate.

- › Für das Winterhalbjahr erwarten wir vor diesem Hintergrund zwei Quartale nacheinander mit einer schrumpfenden Wirtschaftsleistung. Allerdings steht die deutsche Wirtschaft ungeachtet der aktuellen zyklischen Schwäche weiter auf einer soliden fundamentalen Basis. Sobald wir die Vertrauenskrise in den Griff bekommen, kann die deutsche Wirtschaft wieder rasch zulegen. Nachdem die US-Notenbank im März 2009 durch das Ankündigen eines Ankaufsprogramms für Anleihen die Lehman-Krise beendet hatte, war Deutschland vor allen anderen Industrienationen bereits im April 2009 zu einem kräftigen Wachstum zurückgekehrt.
- › Die Exportnation Deutschland wird von der europäischen Rezession in diesem Winter zwar erneut spürbar betroffen sein. Ähnlich wie 2008/2009 wird unsere Volkswirtschaft von der allmählichen Belebung im Jahr 2012 aber auch stärker profitieren. Vor allem die Erfolge am Arbeitsmarkt haben die Binnennachfrage tendenziell stabilisiert und unsere offene Volkswirtschaft weniger exportabhängig als in früheren Jahren gemacht.
- › Die deutsche Wirtschaft wird 2011 aufgrund des außerordentlich guten Starts zu Jahresanfang immer noch um 3 % wachsen. Für 2012 wird eine zeitweilige Rezession im Winter mit einem Wiederaufschwung danach nur einen mageren Zuwachs von 0,1 % für das Gesamtjahr zulassen, gefolgt von einem satten Wachstum von 2,4 % in 2013.

## 2. Großbritannien: Bremskräfte gewinnen Oberhand

Auch die britische Wirtschaft steuert auf eine Rezession zu. Zwar ist das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal dank stärkerer Impulse aus dem Dienstleistungssektor wieder um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Aber ähnlich wie in der Eurozone deuten die Frühindikatoren auf eine schrumpfende Wirtschaftsleistung im Winterhalbjahr 2011/2012 hin. So liegt der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe seit Oktober unter der Wachstumsschwelle und sein Pendant für den Dienstleistungsbereich tendiert ebenfalls nach unten.

Anfang 2012 werden sich die Bremskräfte verstärken. Die Binnennachfrage bleibt angesichts der restriktiven Fiskalpolitik und des anhaltend schwachen Immobilienmarktes gedämpft. Zudem wird die Konsumstimmung von der hartnäckig hohen Inflation (aktuell: 5 %) sowie der steigenden Arbeitslosigkeit – sie liegt mit 8,3 % auf dem höchsten Stand seit weit über zehn Jahren – getrübt. Im späteren Jahresverlauf könnte ein spürbar nachlassender Preisauftrieb dem Konsum dann wieder etwas auf die Sprünge helfen. Dagegen wird die sinkende Nachfrage aus dem Euroraum wohl nachhaltigere Bremsspuren bei den Ausfuhren hinterlassen.

- › Für 2011 zeichnet sich noch ein Wirtschaftswachstum von 0,8 % ab. 2012 wird die britische Wirtschaft dann voraussichtlich um 0,4 % schrumpfen, gefolgt von einem Zuwachs von 1,9 % im Jahr 2013. Für britische Verhältnisse wäre das ein sehr mäßiges Ergebnis.

## 3. Schweiz: Der Preis des starken Franken

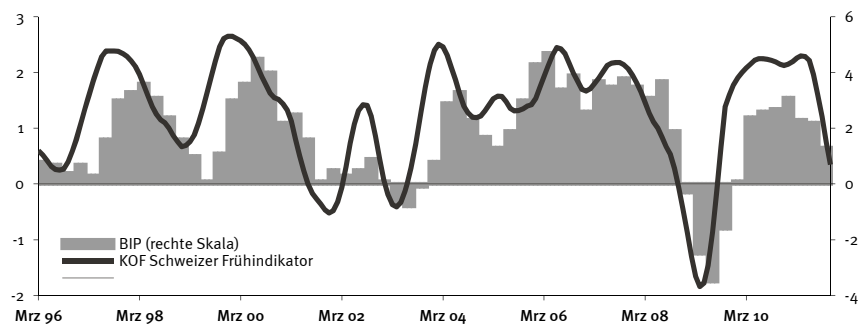
Die Euro-Krise hat auch die Schweiz schwer getroffen. So hat die Schweizer Nationalbank ihre Währung seit dem 6. September 2011 zu einem Mindestkurs von CHF 1,20 an den Euro gekoppelt. Seit die SNB ein unbegrenztes Eingreifen ankündigte, hat sich der Markt schlagartig beruhigt. Tatsächlich pendelte sich der Wechselkurs bei aktuellen CHF 1,23 ein. Solange die Marktturbulenzen jedoch weitergehen, wird sich die außergewöhnliche Überbewertung des Franken nicht abbauen, sodass weitere Interventionen möglich sind. Wir erwarten aber, dass sich im Zuge des Abklingens der Euro-Krise im Frühjahr 2012 der Franken schrittweise abwertet und letztlich auf einen nahezu normalen Wert von CHF 1,35 pro Euro fällt.

Obwohl die Schweizer Nationalbank ihre Geldmenge durch Devisenmarktinterventionen ausgeweitet hat, haben die Banken einen Großteil der zusätzlichen Liquidität direkt wieder bei ihr angelegt. Seit August 2011 sind zudem die Zinsen auf kurzfristige Schweizer Papiere sogar negativ. Dieser Zustand wird noch so lange andauern, bis der Ansturm auf Schweizer Staatsanleihen

durch ein wieder abnehmendes Misstrauen in Anleihen der Euro-Staaten ausklingt. Spätestens ab dem dritten Quartal 2012 erwartet die Schweizer Konjunkturforschungsstelle wieder niedrige, aber nicht-negative kurzfristige Zinsen. In Anbetracht des starken Franken, billigerer Importe und guter Einkaufsmöglichkeiten im benachbarten Ausland rechnen wir insgesamt mit einer leichten Deflation von 0,1 %.

Die steigenden Preise auf dem Schweizer Häusermarkt werden zwar vorwiegend durch immigrationsgetriebene Nachfrage und kaum von den europäischen Markturbulenzen geprägt. Dennoch sind blasenähnliche Tendenzen nicht auszuschließen. Der UBS-Indikator für Immobilienmarktblasen ist auf den höchsten Stand seit 19 Jahren geklettert, liegt jedoch immer noch 20 % unter dem Allzeithoch von 1992.

#### Schweiz BIP-Wachstum und KOF Frühindikatoren



BIP: Veränderung gegenüber Vorjahr in %; KOF: in Punkten.  
Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaftsangelegenheiten, KOF Frühindikatoren

Durch die überbewertete Währung und eine nachlassende Weltkonjunktur leiden insbesondere die ausfuhrorientierten Sektoren. Aber auch Handel und der Bankensektor – und damit zwei weitere Säulen der Schweizer Ökonomie – werden spürbar getroffen. Zudem flacht seit April 2011 die Binnennachfrage relativ schnell ab. Auch die Industrieproduktion sank im Herbst das erste Mal seit zwei Jahren. Lediglich das Baugewerbe, die Versicherungsbranche und diverse binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungen bilden bisher die Ausnahme. Angesichts der schlechteren Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft erwarten wir eine Arbeitslosigkeit von 3,3 % und ein Budgetdefizit von 0,6 % des BIP für 2012.

- › Zusammenfassend wird die Schweizer Wirtschaft im Jahr 2012 aufgrund der Euro-Krise und des überbewerteten Franken anders als im Vorjahr (2011: 1,9 %) wohl in eine Rezession von -0,4 % abgleiten. Im Verlauf des Jahres 2012 kann aber wieder neues Wachstum einsetzen.

### III. Japan: Mühsames Schließen von Lücken

(Wolfgang Pflüger)

#### 1. Deflationislücke und Staatsverschuldung

Das Land hat seit Jahren mit fallenden Verbraucherpreisen (Deflation) zu kämpfen. Dabei haben sich die jeweils Regierenden (sechs Ministerpräsidenten in nur fünf Jahren) bislang gegen einschneidende, Strukturen verändernde Maßnahmen gestraubt. Umfangreiche Privatisierungen staatlicher Beteiligungen unterblieben. Das Fiskalsystem besteuert überwiegend Einkommen aller Art, kaum den Verbrauch. Der Arbeitsmarkt gilt als starr. Das Wirtschaftssystem wird vielfach von Verbandsinteressen getrieben. Krisenbekämpfung folgte so dem Weg des geringsten Widerstandes und bestand aus dem wiederholten Auflegen kreditfinanzierter Konjunkturprogramme. So geschehen in 2008/2009 und auch jetzt wieder in der Folge des Dreifach-Desasters vom März 2011.

Bislang hat Japan drei Nachtragshaushalte mit einem Gesamtvolumen von umgerechnet ca. 225 Mrd. US-Dollar auf den Weg gebracht. Trotz einer weitgehend aufkommensneutralen Finanzierung verschuldet sich der Staat im laufenden Fiskaljahr 2011/2012 mit 10 % des BIP neu. Der Gesamtschuldenstand erreicht mehr als 200 % des BIP. Vor diesem Hintergrund haben jüngst Standard & Poors und der IWF erneut vor den negativen Konsequenzen steigender Schuldzinsen und ausbleibender Konsolidierungsfortschritte gewarnt. In diesem Kontext ist die angedachte Mehrwertsteuererhöhung in zwei Schritten von 5 % auf 10 % bis zum Jahr 2015 als wenig ehrgeizig einzustufen. Das gilt auch für die Absichtserklärung, bis 2021 einen Überschuss im Primärhaushalt erreichen zu wollen.

#### 2. Produktions- und Energielücke

Immerhin entfalteten die Wiederaufbauprogramme kurzfristig ihre erwünschten Positiv-Effekte. Nach drei Quartalen einer schrumpfenden Wirtschaftsleistung gewannen ab Juli 2011 die expansiven Kräfte wieder die Oberhand. Zerstörte Produktionsketten wurden wiederhergestellt. Das beflügelte zunächst auch die Ausfuhren, vor allem im Automobil- und Elektroniksektor. Die Industrie erreichte fast ihr Niveau der Zeit vor der Beben-Tsunami-Atomkatastrophe.

Zwei limitierende Faktoren blieben jedoch.

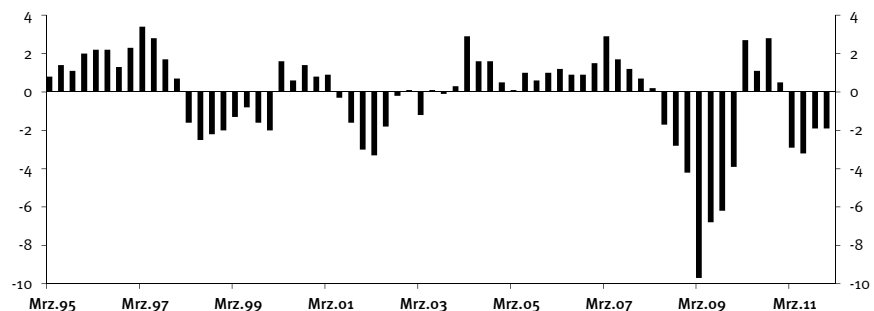
- 1) Energie-Engpässe aufgrund der Abschaltung aller Atomkraftwerke. Auch in den Wintermonaten dürfte das vermehrte Zuschalten öl- und gasgetriebener Kraftwerke keine volle Kompensation gewährleisten. Zugleich haben die enorm gestiegenen Energie-Importe die Handelsbilanz belastet.

Für deutsche Beobachter ist dennoch schwer nachvollziehbar, dass im Frühjahr 2012 die intakten Atommeiler wieder ans Netz gehen sollen.

- 2) Die Yen-Stärke. Die Euro-Krise strahlt weltweit aus. Anlagekapital sucht sichere Häfen. Dazu zählen offensichtlich Kapitalmarktanlagen im Land der aufgehenden Sonne. Berücksichtigt man den japanischen Preisverfall von um die 0,5 %, so werden aus nominalen Anleiherenditen von 1 % im Zehnjahresbereich real 1,5 %. Das liegt oberhalb vergleichbarer Sätze für Bundesanleihen oder US-Treasuries. So sieht sich das Land einem anhaltenden Kapitalzufluss ausgesetzt. Der Yen erreichte sowohl gegenüber dem Euro als auch zum US-Dollar Mehrjahreshöchststände. Aufwertungsdruck und eine kühlere Konjunktur auf wichtigen Absatzmärkten machten Japans Exporten ab den Herbstmonaten schwer zu schaffen. Im Oktober waren sie erstmals seit März 2011 wieder rückläufig (-3,7 % gegenüber Vorjahr). Darunter leidet auch zunehmend die Stimmung der Unternehmen, was wiederum ihr Investitionsverhalten negativ beeinflussen dürfte (im Ausland erzielte Gewinne sind in Yen zurückgerechnet weniger „wert“).

Notenbank und Regierung haben die Gefahr erkannt. Einer weiteren Yen-Aufwertung wollen sie mit einem Devisenmarktinterventionsfonds entgegenwirken. Er kann über Mittel von bis zu 195 Mrd. US-Dollar verfügen, die zum Teil aus den Devisenreserven des Landes von zuletzt 1 022 Mrd. US-Dollar gespeist werden.

#### Nominales BIP-Wachstum in Japan

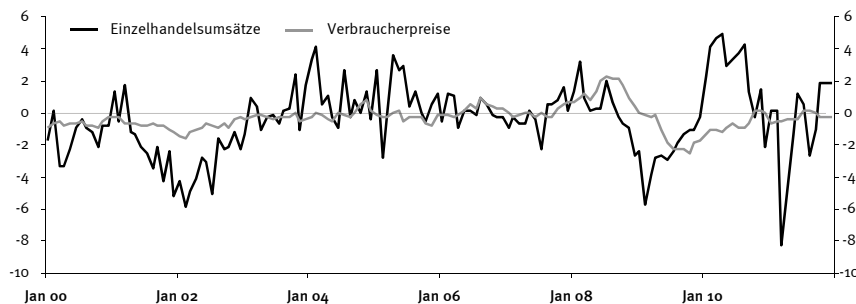


Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Wirtschafts- und Sozialforschungsinstitut Japan

Angesichts seiner dauerhaft schwachen Binnennachfrage wird Japan es schwer haben, in 2012 nach dem Auslaufen des dritten Nachtragshaushaltes auf einem nachhaltigen Wachstumspfad zu bleiben. Denn die reale Kaufkraft der Konsumenten sinkt weiter. Sie halten sich mit Ausgaben zurück. Der Einzelhandel ächzt unter sinkenden Umsätzen. Die sich abzeichnende Wirtschaftsentwicklung (BIP -0,3 % in 2011 und +1,4 % in 2012) ist nicht dynamisch genug, um ein baldiges Ende der deflationären Preistrends zu

bewirken. Die Notenbank geht erst für Anfang/Mitte 2013 von einer dauerhaften Rückkehr zu steigenden Verbraucherpreisen aus. So lange bleibt es bei Nullzinsen und einer offensiven Liquiditätspolitik. Im Oktober erst hat die Bank of Japan ihr Anleihen-Aufkaufprogramm um 5 Bio. Yen (ca. 66 Mrd. US-Dollar) auf 20 Bio. Yen aufgestockt.

#### Japanischer Einzelhandel versus Verbraucherpreise



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Ministerium für Wirtschaft, Handel & Industrie, Japan; Ministerium für innere Angelegenheiten und Kommunikation

**Fazit:** Japan bringt die Weltkonjunktur auch in 2012 nicht voran, belastet sie aber auch nicht mehr.

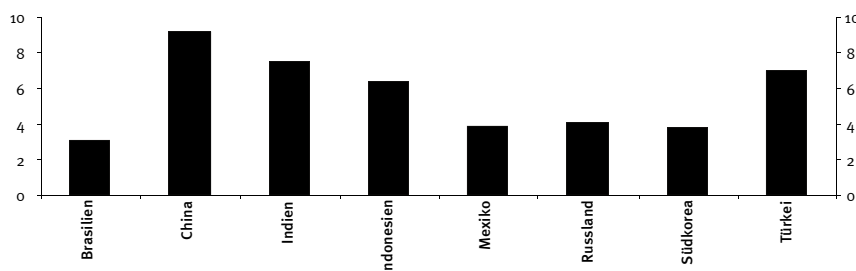
## IV. Schwellenländer: Stützen der Weltkonjunktur

(Michael Langer)

### 1. Sanfte Landung erwartet

Die Ungewissheit über den Verlauf der Euro-Krise und die sehr unterschiedlichen wirtschaftlichen Verflechtungen der Schwellenländer mit der westlichen Welt erschweren einen klaren Ausblick auf 2012. Ein ähnlicher Einbruch der Wirtschaft wie Ende 2008/Anfang 2009 ist aber unwahrscheinlich. Alles in allem haben sich die Schwellenländer auch in 2011 gut entwickelt.

#### Wachstumsraten der wichtigsten Schwellenländer in 2011



Im Jahresvergleich in %. Quelle: Berenberg Bank

Insgesamt zeichnet sich für die Schwellenländer eine sanfte Landung ab. Während die Konjunktur in allen Schwellenländern Anfang 2012 abklingen wird, dürfte sie ab Mitte 2012 und in 2013 wieder stärker zulegen. Auch die Inflation hat in fast allen Ländern bereits ihren Höhepunkt hinter sich. Für 2012 erwarten wir ein Abflachen des Preisdrucks. Das eröffnet den Zentralbanken die Möglichkeit, eventuell die Konjunktur zu beleben.

### **Das Bild ändert sich nur im Extremfall**

Für den Fall, dass sich die Euro-Krise zwar zunächst weiter zuspitzt, schlussendlich aber gelöst wird, ergibt sich nur ein leichtes Abwärtsrisiko für unsere Prognosen. Hierfür finden sich zwei wesentliche Gründe:

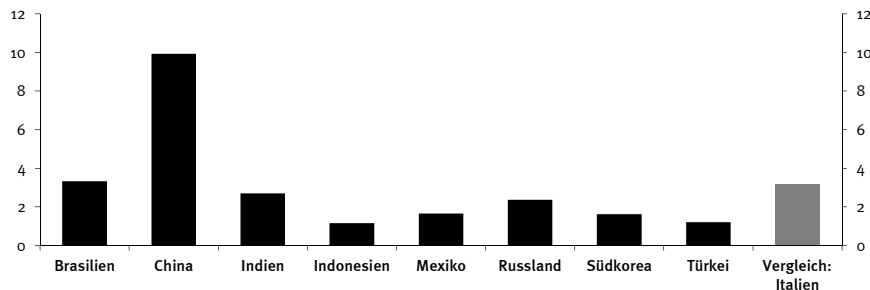
- 1) Die politischen Entscheidungsträger in den Schwellenländern sind auf eine Krise wesentlich besser vorbereitet als 2008.
- 2) Erstarke Binnenmärkte stützen das Wachstum und machen viele Schwellenländer unabhängiger von den Geschehnissen in der Eurozone und den USA.

Für den unwahrscheinlichen Fall eines Auseinanderbrechens des Euros dürfte selbst China nicht gegen eine globale Abwärtsspirale gefeit sein. Während in solch einem Szenario Europa auseinanderbrechen könnte, wären viele Schwellenländer vor allem mit inländischen Unruhen und Verteilungskämpfen konfrontiert. Die positive Entwicklung der letzten zehn Jahre könnte in einigen Ländern zunichtegemacht werden.

## **2. Die einzelnen Regionen: Große Unterschiede**

Die Hoffnungen der globalen Konjunktur stützen sich derzeit auf China und Indien. Sie sollen kaufen: sowohl italienische Staatsanleihen als auch italienische Handtaschen. Mit starken Wachstumsraten, reicher werdenden Endverbrauchern und geopolitischem Durchsetzungsvermögen geben diese zwei sehr unterschiedlichen Länder derzeit den Takt für das globale Wachstum vor. Einigen anderen Wachstumsmärkten macht die globale Abkühlung und/oder die Euro-Krise dagegen schwerer zu schaffen. Während Osteuropa eng mit der Eurozone verflochten ist, lastet vor allem eine schwächere Rohstoffnachfrage auf den Ländern Lateinamerikas, des Mittleren Ostens und Afrikas. Insgesamt trugen die sogenannten Wachstumsmärkte 2011 dennoch 24 % zum globalen Wirtschaftswachstum bei.

## Anteil der Wachstumsmärkte am globalen BIP



In %. Quelle: IWF, Berenberg Bank

### 2.1. Osteuropa: Im Sog der Euro-Krise

Unter den Wachstumsmärkten (Osteuropa, Lateinamerika und Asien) leidet Osteuropa am stärksten unter der Euro-Krise. Die Eurozone ist der wichtigste Handelspartner vieler osteuropäischer Länder. Gleichzeitig dominieren westeuropäische Banken die heimische Kreditvergabe. Zudem fehlen den osteuropäischen Schwellenländern zumeist die fiskal- und geldpolitischen Handlungsspielräume, um sich wirtschaftlich von der Euro-Krise abzusichern. Während das Wachstum im dritten Quartal 2011 meist noch positiv überraschte, werden die Schwellenländer Osteuropas in 2012 zum größten Teil stagnieren.

#### Türkei – Ende der Boom-Jahre

Die Türkei wird als wirtschaftlich zweitbedeutendstes Land Osteuropas (nach Russland) nach zwei Boom-Jahren mit einem durchschnittlichen Jahreswachstum von fast 8 % weniger dynamisch zulegen. Schon das hohe Wachstum 2011 konnte nur aufgrund des starken ersten Halbjahres erreicht werden. Hier half die Zentralbank mit eher unorthodoxen Zinssenkungen trotz steigender Inflation. Diese Politik hat sie jüngst umgekehrt: Die Zentralbank hat die Zinsen (wenn auch durch die Hintertür) wieder angehoben. Die schwache Lira, steigende Inflationstendenzen und eine besorgniserregende Zahlungsbilanz bereiten ihr vermehrt Kopfschmerzen. Vor allem das hohe Leistungsbilanzdefizit macht die Türkei abhängig von ausländischem Kapital und dadurch besonders anfällig für die aktuellen Finanzmarkturbulenzen. Für die erste Hälfte des Jahres 2012 erwarten wir daher wenig geldpolitische Lockerung. Zusätzlich dämpft die hohe Inflation und die inzwischen stabile, aber immer noch schwache Lira die Binnennachfrage, einen der Haupttreiber des jüngsten Wachstumsbooms. In Verbindung mit einer schwächeren globalen Nachfrage erwarten wir für die Türkei in 2012 nur noch ein BIP-Wachstum von unter 3 %. 2013 sollte dann aber wieder mehr wirtschaftliche Dynamik zu sehen sein.

## **2.2. Lateinamerika: Gesenker Ausblick**

Die letzten Monate haben gezeigt, dass die Euro-Krise, die Unruhen an den Finanzmärkten und die schwächere Nachfrage aus China nicht spurlos an Lateinamerika vorübergehen. So wird die Region nach erwarteten 4,0 % in 2011 nur noch mit knapp 4 % in 2012 wachsen. Größter Unsicherheitsfaktor bei den Prognosen sind hierbei die Rohstoffpreise: Vor allem die Exporte Venezuelas, Ecuadors, Perus und Chiles hängen an den Rohstoffpreisen (der Anteil liegt bei über 70 % der Ausfuhren). Auf dieses Abwärtsrisiko reagieren auch die Zentralbanken: Während Lateinamerika Anfang 2010 noch die Region war, die am aggressivsten die Zinsen angehoben hat, nimmt nun die globale Abkühlung den Druck aus den Preisen. So gewinnen die Zentralbanken Spielräume für einen neuen Zinssenkungszyklus. Verglichen mit den Ländern Osteuropas, aber vor allem auch mit der Eurozone oder den USA, haben die Zentralbanken Lateinamerikas noch reichlich Möglichkeiten, konjunkturbelebend einzugreifen. Eine bessere Schulden-situation sollte ihnen zudem fiskalische Unterstützung geben können, ihre Wirtschaften vor der globalen Abkühlung abzusichern. Auch deshalb sollten sich die Länder Lateinamerikas schneller von der aktuellen Krise erholen als die Osteuropas.

### **Mexiko – Wahljahr mit langsamerem Wirtschaftswachstum**

Mit einem schwächeren Wachstum in den USA und einer möglichen Rezession in der Eurozone wird auch die mexikanische Wirtschaft 2012 weniger dynamisch wachsen. Obwohl sich das Verarbeitende Gewerbe jüngst gut entwickelt hat, wird sich die globale Abkühlung im ersten Halbjahr 2012 bemerkbar machen. Für 2012 erwarten wir daher nur noch ein Wachstum von 2,5 % nach fast 4 % in 2011. Selbst das große Wahljahr wird wenige politische Konjunkturimpulse liefern: Die neu verankerte fiskalische Disziplin wird den „Wachstumseffekt Wahljahr“ relativ gering halten. Da sich aber die Inflationsrate in 2012 zu den erwarteten 3,3 % in 2011 wenig verändern wird, hat die Zentralbank die Möglichkeit, die Zinsen zu senken und so die mexikanische Wirtschaft vor zu großen Rückschlägen zu schützen. Bei einem aktuellen Niveau von 4,5 % werden wir wahrscheinlich neue Tiefstände bei den Leitzinsen sehen können.

## **2.3. Asien: Weiche Landung der Wachstumsmärkte**

Asien stellt wieder einmal die dynamischste Wirtschaftsregion unter den Schwellenländern, dicht gefolgt von Afrika. Keines der asiatischen Schwellenländer dürfte 2012 in eine Rezession fallen. Trotzdem werden die Wachstumsraten der vergangenen Jahre in 2012 nicht mehr erreicht werden können. Der Rückgang der globalen Nachfrage wird sich auch hier niederschlagen, vor allem in so handelsabhängigen Ländern wie Singapur und Malaysia.

Das ruhigere Wachstumstempo wird aber helfen, die hohen Inflationsraten nachhaltig zu senken. In den letzten Monaten sind die Inflationsraten weiter gefallen und lassen für 2012 keine Probleme erwarten. Von einer harten Landung kann in Asien trotz des Zuspitzens der Euro-Krise keine Rede sein. Mit einem dynamischen Wachstum auf niedrigerem Niveau setzen die Schwellenländer Asiens zu einer weichen Landung an und lassen ein ausgeglicheneres und nachhaltigeres Wachstum in Zukunft erwarten.

### **Indonesien – Abhängig von Kapitalströmen**

Indonesiens Wirtschaft läuft weiter rund. Der Binnenmarkt kompensiert die leichten Rückgänge im Exportwachstum und die niedrige Inflation von erwarteten 3,5 % in 2012 lässt der Zentralbank alle Möglichkeiten, die Zinsen auch in 2012 um weitere 50 Basispunkte auf 5,5 % zu senken. Realzinsen von 100 bis 150 Basispunkten hält die Zentralbank für angemessen. Mit über 5 % Wachstum in 2012 wird Indonesien zu den am stärksten wachsenden ASEAN-Ländern gehören. Aber die zunehmende Abhängigkeit von internationalen Geldflüssen birgt Gefahren: In Zeiten risikoscheuer internationaler Investoren erfordert die erhöhte Volatilität in der Zahlungsbilanz vermehrt Interventionen seitens der Politik, um zu große Schwankungen in den Vermögenswerten zu unterbinden. Während also die Wirtschaft solide Fundamentaldaten liefert, stört die Abhängigkeit von internationalen Kapitalströmen den positiven Pfad der letzten Jahre.

### **Südkorea – Der Binnenmarkt stützt die Wirtschaft**

Die zunehmenden Unsicherheiten auf den weltweiten Finanzmärkten und über das globale Wachstum gehen auch an Südkorea nicht spurlos vorbei. Schwächere Exporte sollten aber durch eine stärkere Binnennachfrage im Wahljahr 2012 (Parlamentswahlen im April und Präsidentschaftswahlen im Dezember) ausgeglichen werden. Um das Wirtschaftswachstum bei etwa 4 % zu stabilisieren, wird die Zentralbank auch etwas höhere Inflation in Kauf nehmen. Im November hatte die Inflation ihren Abwärtstrend zwar kurz verlassen und auf 4,2 % zugelegt. Für 2012 erwarten wir dennoch eine schwächere Teuerungsrate um die 3,5 %. Liegt die Inflation unter der Obergrenze von 4 %, eröffnet das der koreanischen Zentralbank den Spielraum für die Leitzinssenkungen, die wir für 2012 vorhersagen.

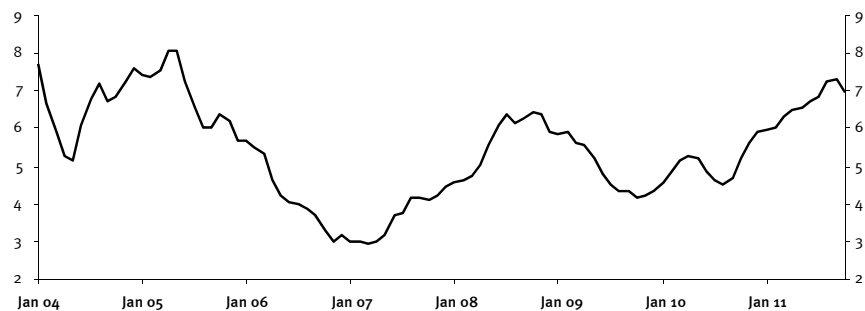
## **3. BRIC: Vier Schlüsselregionen, vier Ausblicke**

### **3.1. Brasilien: Zinsschritte doch nicht verfrüht**

Die vornehmlich politisch motivierten Zinssenkungen der Zentralbank hatten in 2011 das Inflationsrisiko außer Acht gelassen mit der Begründung, die Wirtschaft Brasiliens vorbeugend gegen die globale Eintrübung abschirmen zu wollen. Gleichzeitig wollte das Komitee für Geldpolitik (COPOM) das

hohe Zinsniveau von in der jüngsten Spitze 12,5 % (Juli 2011) verlassen. Eine extrem niedrige Arbeitslosenquote bei einer Inflationsrate von 7,31 % im Jahresvergleich (September 2011) ließen diesen Schritt zunächst unorthodox erscheinen. Doch die globale Abkühlung und ein Abfallen der globalen Rohstoffnachfrage gaben der Zentralbank nachträglich recht und erhöhten ihre Glaubwürdigkeit. Obwohl Brasiliens Wirtschaft relativ gut diversifiziert ist, hat sich der Anteil von Rohstoffen an den Exporten in den letzten Jahren erhöht. So wird die Wirtschaft in 2011 mit 3,1 % weniger dynamisch wachsen als zunächst erwartet. Für 2012 erwarten wir aber wieder ein etwas stärkeres Wachstum von 3,4 %.

### Verbraucherpreise Brasilien



Gegenüber Vorjahr in %. Quelle: IBGE

Die Inflationsrate dürfte in 2011 über dem oberen Rand des Zinskorridors der Zentralbank von 6,5 % liegen. Für 2012 erwarten wir einen Anstieg der Preise von nur noch 5,7 % gegenüber dem Vorjahr. Neben der globalen Abkühlung wird in Brasilien vor allem die neue Gewichtung des Warenkorb zur Berechnung der Inflation, die ab Januar 2012 gelten soll, die Teuerungsrate um bis zu 30 Basispunkte senken. Eine gute Ausgangslage für die Zentralbank, ihre konjunkturbelebende Zinspolitik beizubehalten und Brasiliens Wirtschaft den entsprechenden Schwung zu verleihen.

### 3.2. Russland: Wirtschaftliche Reformen notwendig

Nach fast 20 Jahren Verhandlungen ist Russlands Beitritt zur Welthandelsorganisation (WTO) zum Greifen nahe. Die Beitrittsgespräche begannen schon 1993, wurden aber bald ausgesetzt. Erst als China 2001 der WTO beitrug, begann der Kreml, die Mitgliedschaft wieder in Betracht zu ziehen. Für Anfang 2012 erwarten wir nun den Beitritt in die WTO. Dafür muss Russland Zölle senken und vor allem auch Vorschriften abbauen, die ausländische Unternehmen diskriminieren. Für das zuletzt wirtschaftlich schwächelnde Land ist das ein willkommener politischer Impuls. So bekäme das flächenmäßig größte Land der Welt nicht nur ein Mitspracherecht bei

den Diskussionen über globale Handelsregeln, sondern könnte sich auch weltoffener präsentieren. Die unmittelbaren ökonomischen Vorteile sind dagegen schwerer zu finden. So werden Öl und Gas, Russlands Hauptexport-Güter, schon längst mit einem Null-Tarif gehandelt. Mittelfristig wird die Öffnung seiner Märkte aber für günstigere Importe und somit mehr Wettbewerb auf dem russischen Markt sorgen. Hiervon werden vor allem die privaten Haushalte profitieren.

Dennoch muss die Euphorie etwas gebremst werden: Erfahrungen mit anderen Schwellenländern zeigen, dass Jahre vergehen, bis sich diese tatsächlich WTO-konform verhalten. Das lehrt auch die jüngste Reform der russischen Unternehmensteuer im Ölsektor. Die einzelnen Reformschritte sind marginal und die Eigentumsrechte bleiben schwach geschützt. Diese sind für ausländische Investoren jedoch von viel größerer Bedeutung. Aber nicht nur internationale Kapitalgeber, sondern auch die privaten Haushalte drängen auf Veränderung. So wurde die Regierungspartei „Geeintes Russland“ bei den umstrittenen Parlamentswahlen mit einem Verlust von fast 15 % auf knapp unter 50 % der Stimmen „abgestraft“. Auch die Wahlbeteiligung von nur 50 % zeigt, dass viele Wähler die Korruption im Land nicht länger dulden möchten und auf Reformen drängen.

### **Weniger Wachstum, aber keine Stagnation**

Nach erwarteten 4,1 % Wachstum in 2011 wird auch die russische Exportwirtschaft in 2012 unter dem Einfluss einer schwächelnden globalen Konjunktur und der Euro-Krise leiden. Dennoch wird Russlands Wirtschaft 2012 im Jahresvergleich immer noch 3,5 % zulegen, da sich der Staat während der Wahlperiode mit Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor und Steuersenkungen äußerst spendabel zeigt. Die im vergangenen Jahr noch sehr robuste Binnennachfrage und die hohen Anlageinvestitionen werden sich in Anbetracht höherer Leitzinsen aber dennoch etwas abkühlen. 2013 sollte die Wirtschaft dann wieder mit ihren „üblichen“ 4 % wachsen. Wie fast alles in Russland hängen auch Wirtschaftsprognosen am Ölpreis: Sollte sich 2012 ein durchschnittlicher Ölpreis über 100 US-Dollar pro Barrel (Brent) einpendeln, hat die russische Wirtschaft auch Potenzial, um mehr als 3,5 % (und mehr als 4 % in 2013) zu wachsen.

Das langsamere Wirtschaftswachstum wird auch den Druck von den Preisen nehmen. Gleichzeitig erwarten wir, dass die Nahrungsmittelpreise nicht noch einmal die Inflation so stark in die Höhe treiben werden. Die Zentralbank hat sich immer mehr dem Ziel der Preisstabilität verschrieben und wird dieses in den nächsten Jahren auch fest in ihrer Politik verankern. Sie hat dieses Jahr die Leitzinsen bereits in zwei Schritten um 50 Basispunkte

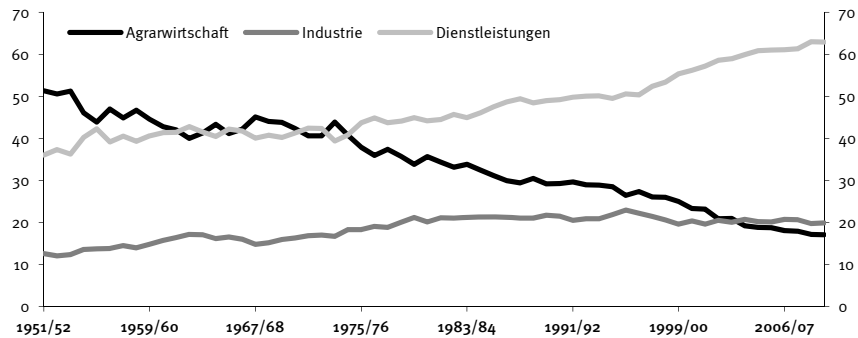
auf aktuell 8,25 % angehoben. Der Rubel sollte etwa auf dem derzeitigen Niveau verharren, sodass auch hier weniger Inflationsrisiken lauern. Alles in allem erwarten wir für 2012 eine Inflationsrate von durchschnittlich 6,8 % und 6,7 % im Jahr 2013.

### **3.3. Indien: Gutes Wachstum, aber wenig Munition**

Mit einer binnenmarktorientierten Wirtschaft, einem heimisch finanzierten Haushaltsdefizit und einem gesunden Bankensystem ist Indien gut von den Turbulenzen in der Eurozone abgeschirmt. Und das ist auch notwendig: Während fast alle wichtigen Schwellenländer ihre Lage in der Zeit nach der Lehman-Krise spürbar verbessern konnten, plagten Indien eine hohe Staatsverschuldung, ein hohes Haushaltsdefizit und hohe Inflation. Mit dem erklärten Ziel, notfalls Wirtschaftswachstum der Inflationsbekämpfung zu opfern, nimmt sich die Zentralbank jetzt die Möglichkeit, mit Zinssenkungen auf externe Einflüsse zu reagieren. Das bedeutet, dass Indiens Wirtschaft nach 7,5 % in 2011 auch in 2012 nicht noch schneller zulegen kann und hinter China zurückbleiben wird. Der größte Teil des Wirtschaftswachstum wird dabei in der zweiten Hälfte des Jahres stattfinden: Wir erwarten, dass im zweiten Halbjahr 2012 die Kapitalinvestitionen und die externe Nachfrage wieder Tritt fassen.

Vor allem die Kapitalinvestitionen sind für das zukünftige Wachstum Indiens entscheidend: Solange die Industrie noch nicht „chinesisches Tempo“ erreicht hat, stützt sich das Wachstum zur sehr auf den Dienstleistungssektor. Zwar hat dieser noch Potenzial, kann aber dauerhaft nicht die nachhaltige Entwicklung einer starken Industrie ersetzen. In den nächsten fünf Jahren wird Indien im Vergleich zu China zwar in der verarbeitenden Industrie weiterhin keine bedeutende Rolle spielen. Weitere Investitionen in die Infrastruktur und die Weiterentwicklung der Industrie sollten Indiens Wirtschaft aber in die Lage versetzen, seine demografische Dividende (mehr arbeitsfähige Einwohner) in Zukunft zu nutzen und durch die weitere Öffnung des Landes einen Boom in der Industrie auszulösen. Potenzial ist genug vorhanden. Die mangelnde Infrastruktur, Korruption und eine durch Kompromisse gelähmte Regierung trüben allerdings die Hoffnungen.

### Beitrag der drei Sektoren zum indischen BIP



In % des BIP. Quelle: Reserve Bank of India

### Die Inflation bleibt hartnäckig

Zwar werden Basiseffekte die Inflationsrate in 2012 kurzfristig senken, aber schon ab Jahresmitte werden diese verschwunden sein und die Inflationsrate weiter ansteigen. Die Zentralbank dürfte darauf schnell und entschlossen reagieren. Nach bereits 13 Zinsschritten in den letzten 18 Monaten zeichnet sich aktuell zwar eine Pause im Zinszyklus ab. Diese wird aber sofort unterbrochen werden, sollte die Inflation wieder ansteigen. Eine Zinssenkung im Fall wirtschaftlich schwacher Makrodaten ist dabei eher unwahrscheinlich.

### 3.4. China: Sanfte Landung

Viele globale Konjunkturoffnungen ruhen derzeit auf China. Gleichzeitig werden die Befürchtungen immer lauter, das chinesische Wachstum beruhe ausschließlich auf staatlichen Investitionen und fördere Fehlinvestitionen und Vermögensblasen. Chinesische Investitionen, speziell in die Infrastruktur, sind zwar im Vergleich zu den entwickelten Nationen hoch, aber vergleichbar mit früheren asiatischen Industrialisierungsepisoden. Schaut man auf die Dekaden seit 1970, so fällt auf, dass der Anteil der Investitionen am BIP-Wachstum in China, im Gegensatz zu Südkorea, den USA und Japan, rückläufig ist. Nur in den letzten zehn Jahren ist der Anteil aufgrund der jüngsten Konjunkturprogramme wieder leicht gestiegen. Gleichzeitig ist der Anteil der staatlichen Firmen an den Kapitalinvestitionen über die letzten zehn Jahre (mit Ausnahme der letzten zwei Jahre aufgrund der Konjunkturprogramme) unter 50 % gesunken.

Die gut entwickelten Küstenstädte täuschen oftmals über die Tatsache hinweg, dass der Großteil Chinas noch immer unter schwacher Infrastruktur leidet. Ein Vergleich der „Pro-Kopf-Infrastruktur“ mit den USA macht deutlich, wie viel Aufholbedarf China noch hat. Nur bei Telefonleitungen und Wohnraum erreicht China 40 % des amerikanischen Niveaus. Beim Straßennetz liegt die Quote unter 20 %, beim Schienennetz und der PKW-Dichte sogar unter 10 % des US-Standards. Die derzeitige Rolle und die großen Hoffnungen auf die globale Konjunkturlokomotive lassen oft vergessen, dass China trotz seiner bisher nie da gewesenen Entfaltung noch weit am Anfang seiner Entwicklung steht.

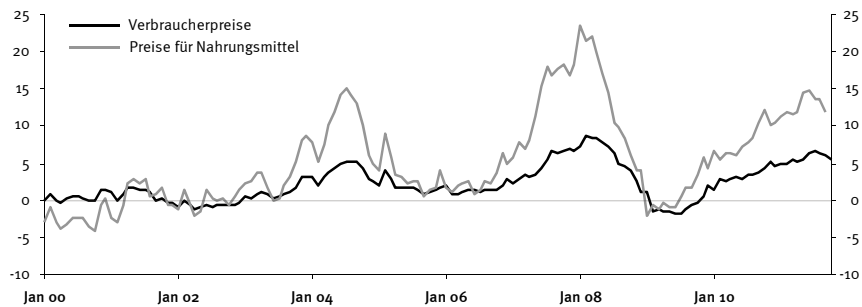
Das darf natürlich nicht über die Risiken hinwegtäuschen: Kapitalinvestitionen wurden zum Teil extrem fehlgeleitet. Es wird Jahre dauern, die Wirtschaft von diesen zu bereinigen. Diese Auswirkungen können nicht sofort durch die stärkere Binnennachfrage kompensiert werden. Auch der zum Teil extreme Anstieg der Hauspreise birgt Gefahren. Eine allgemeine Hauspreisblase halten wir zwar aufgrund der hohen künftigen Nachfrage für unwahrscheinlich, aber eine Hauspreiskorrektur ist auf jeden Fall möglich. Hier müsste die Regierung entschlossen eingreifen, um eine mögliche Panik zu verhindern. Die jüngste Vergangenheit lehrt, dass die chinesischen Entscheider willens sind, notfalls mit aller Macht die Wirtschaft vor solch einer Panik zu schützen. Möglichkeiten zum Eingriff haben sie mit einer relativ niedrigen Staatsverschuldung, einem normalisierten Zinsniveau und den höchsten Devisenreserven der Welt genug.

### **Der chinesische Konsument stützt das Wachstum**

Der chinesische Konsument wird die nächste Welle des Wachstums tragen. Schon aufgrund der immensen Anzahl an potenziellen Konsumenten wird der Binnenmarkt Chinas immer wichtiger. Zusätzlich haben die Verbraucher ein hohes Aufholpotenzial und wegen der immer noch sehr hohen Sparneigung die entsprechenden Rücklagen. Mit steigenden Gehältern, verbesserter sozialer Sicherung und einem sich besser entwickelnden Bankensystem können sich die chinesischen Haushalte mehr Konsum durchaus leisten. Während das Wirtschaftswachstum 2011 zum großen Teil noch von den Exporten getragen wurde (wir erwarten 9,2 % im Jahresvergleich), muss sich die Wirtschaft zukünftig auf ein binnenmarktgetriebenes, nachhaltigeres Wachstum mit ruhigerem Tempo einstellen. Da sich auch die zukunftsweisenden Wirtschaftsindikatoren zunehmend eintrüben, erwarten wir, dass die Wirtschaft 2012 nur noch um 8,5 % zulegen wird. Gleichzeitig wird dadurch

die Inflation wieder sinken. Nach einem turbulenten Jahr mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 5,4 % werden die Preise aufgrund günstiger Basiseffekte, aber auch dank des steten Bemühens der Zentralbank 2012 im Jahresvergleich nur noch 3,5 % steigen und damit die Zielvorgabe der Regierung erfüllen.

### Verbraucherpreise in China



Im Jahresvergleich in %. Quelle: CEIN; Staatliches Amt für Statistik der Volksrepublik China

## TEIL5 DEVISEN-, ROHSTOFF- UND KAPITALMÄRKTE

### I. Währungen: Im Bann der Krise

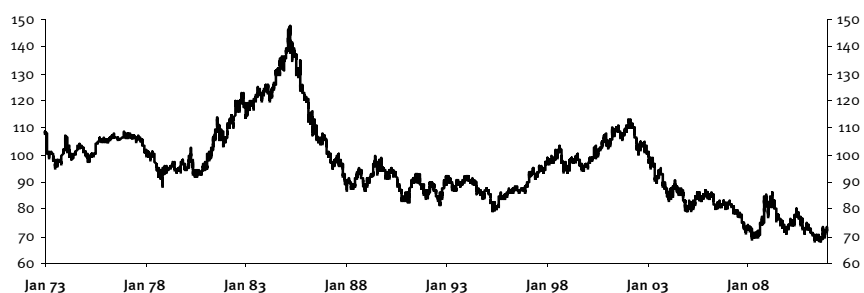
(Dr. Jörn Quitzau)

#### 1. Hauptszenario

Die Furcht vor einer Serie von Staatsbankrotten in der Eurozone einschließlich der Gefahr eines Zusammenbruchs des Euros lastet auf den Finanzmärkten. Diese Sorgen haben auch am Devisenmarkt sichtbare Spuren hinterlassen. Der Euro hat 2011 gegenüber einer Reihe von Währungen deutlich an Wert eingebüßt. Dazu gehören die Dollar-Währungen (Australien, Neuseeland, Kanada), die Norwegische Krone, aber auch der Japanische Yen und insbesondere der Schweizer Franken. Der Franken hatte zwischenzeitlich so stark gegenüber dem Euro aufgewertet, dass sich die Schweizer Nationalbank zu einer massiven Intervention gezwungen sah und eine Obergrenze für den Wechselkurs bei CHF 1,20 pro Euro eingezogen hat.

Wir stufen diese Schwäche des Euro als letztlich übertrieben ein. Wir erwarten, dass die EZB die Panik um die Eurozone im Laufe des ersten Halbjahres 2012 durch einen entschlossenen Schritt beendet (Teil 2). Danach wird der Blick allmählich dafür frei, die Fortschritte in der Eurozone, wie wir sie in Teil 3 skizziert haben, zur Kenntnis zu nehmen. Die übertriebenen Bewertungen an den Devisenmärkten werden dann vermutlich nach und nach korrigiert, weil die Abflüsse in (vermeintlich) sichere Häfen enden und das Kapital langsam in die Eurozone zurückkehrt. Sollte die EZB in größerem Umfang Staatsanleihen kaufen, könnte dies Inflationsorgen nähren, die wir bei einem glaubwürdigen Eingriff der EZB jedoch für übertrieben halten. Die Erleichterung darüber, dass der Zerfall der Eurozone abgewendet wurde, dürfte überwiegen.

Handelsgewichteter US-Dollar



In Punkten. Quelle: Fed

Konkret bedeutet das für den Euro-Wechselkurs: Die von uns lange erwartete Erholung gegenüber dem Schweizer Franken und dem Yen würde Realität. Im Jahresverlauf dürfte der Euro zum Franken auf 1,35 steigen, gegenüber dem Yen sind Kurse um 130 wahrscheinlich. Kein eindeutiger Trend ist für den Wechselkurs Euro/US-Dollar zu erwarten. Zwar kann die Erleichterung über die „Rettung des Euros“ den Wechselkurs kurzfristig sogar über 1,40 treiben. Auch bleiben die USA daran interessiert, den Dollarkurs weiter künstlich zu schwach zu halten (siehe vorstehende Abbildung). Aber da der Euro gegenüber dem US-Dollar ohnehin überbewertet ist, rechnen wir nicht damit, dass er sich für lange Zeit weit über der Marke von 1,40 US-Dollar pro Euro einpendeln wird.

## 2. Währungen im Risikoszenario

Ganz anders sind die Perspektiven für den Euro, wenn unsere Vorhersage nicht eintritt, dass die EZB letztlich den Euro und sich selbst retten wird. Es ist zwar nicht wahrscheinlich, aber inzwischen zumindest nicht mehr undenkbar, dass neben Griechenland weitere Länder zur Umschuldung gezwungen werden und dass im Extremfall sogar die Eurozone zerfällt. Träte einer dieser Schadensfälle ein, käme der Euro-Wechselkurs sicher erheblich unter Druck, weil Anlagen in der Eurozone endgültig ihren Sicherheitsnimbus verlören. Solange es „nur“ zu Umschuldungen, sprich Staatsbankrotten kommt, der Euro in seiner jetzigen Form dennoch zusammenhielte (die Schuldenländer verblieben also trotz Staatsbankrott in der Eurozone), würde der Euro als Weichwährung empfunden. Er würde insbesondere gegenüber den Währungen abwerten, die noch als vergleichsweise stabil gelten. Dazu gehören die sogenannten Rohstoffwährungen wie die Norwegische Krone, der Kanada- sowie der Austral-Dollar. Aber auch der Schweizer Franken würde wahrscheinlich erneut aufwerten, weil es in einem derart zugespitzten Euro-Krisenszenario für die Schweizer Nationalbank schwierig wäre, die Marke von 1,20 dauerhaft zu verteidigen.

Noch gravierender wären die Konsequenzen bei einer Auflösung des Euros bzw. der Abspaltung wichtiger Länder: Zunächst würde der Euro unter extremen Druck geraten. Erst wenn sich in diesem unwahrscheinlichen, aber nicht auszuschließenden Szenario ein neues Währungsgefüge abzeichnet, dürfte Vertrauen in den (Rest-)Euro zurückkehren. Sollte die Eurozone tatsächlich zu einem Kerngebiet aus Ländern wie Deutschland, Österreich, den Niederlanden, Frankreich und Finnland schrumpfen, wäre mittelfristig eine starke Aufwertung des Euros zu erwarten. Zunächst bliebe die Situation an den Devisenmärkten allerdings äußerst angespannt und volatil. Niemand kann seriös vorhersagen, wie weit die Turbulenzen eines Euro-Zerfalls gingen. Nicht auszuschließen, dass auch Länder außerhalb der Eurozone an

den Rand des Zusammenbruchs kämen, sodass es keine echten „sicheren Anlagehäfen“ mehr geben würde. Noch einmal: Wir halten dieses Szenario nicht für wahrscheinlich, sondern lediglich für nicht vollkommen ausgeschlossen.

## II. Rohstoffe: 2012 – Jahr mit umgekehrten Vorzeichen

(Wolfgang Pflüger)

### 1. Rückblick: Ein zweigeteiltes Jahr

Bis zum EU-Gipfeltreffen Ende Juli war auch die „Rohstoff-Welt“ noch in Ordnung. Die Euro-Krise köchelte zwar vor sich hin, war aber noch nicht eskaliert. Die globale Wirtschaft befand sich auf einem recht gesunden Wachstumspfad. Nahrungsmittel-, Energie- und Metallpreise (vor allem die der Edelmetalle) bewegten sich nahe ihren zyklischen Höchstpreisen. Der CRB-Rohstoffindex notierte bei 350 Punkten, mit einem Hoch am 2. Mai von 370 Punkten. Zu jenem Zeitpunkt waren die Ölpreise aufgrund der Libyen-Krise bei ihrem Jahresmaximum von 127 US-Dollar je Fass für die Sorte Brent angelangt. Kupfer und Zinn hatten ihre besten Notierungen bereits im April bei 10 160 US-Dollar bzw. knapp 33 000 gesehen.

Mit dem Stimmungsumschwung im August und der sich nach und nach abzeichnenden Rezession zumindest in Europa kamen auch die Rohstoffpreise ins Rutschen. Besonders ausgeprägt waren die Reaktionen bei den Industriemetallen, weniger stark bei Rohöl. Das Gegenteil trat aus nachvollziehbaren Gründen bei den Edelmetallen ein. In der Wahrnehmung der Investoren traten die unverändert günstigen fundamentalen Rahmendaten der einzelnen Grundstoffe in den Hintergrund. Makro-Themen dominierten das Preisgeschehen während des zweiten Halbjahres. Nach einigem Auf und Ab bleibt gegen Jahresende zu bemerken, dass sich der Rohstoffsektor erstaunlich robust verhalten hat. Die Preisabschläge blieben im Vergleich zur „Großen Depression“ 2008/2009, aber auch zu anderen Rezessionen, erstaunlich moderat.

## Rohstoff-Übersicht

	Preis Tief/Hoch 2011 in US-Dollar		Jahresveränderung in %	Überschuss <sup>1</sup> (+) Defizit (-)
Aluminium	1 977	2 772	10,2	+
Blei	1 792	2 939	7,3	-
Kupfer	6 785	10 148	19,7	-
Nickel	16 721	29 281	29,6	0
Zink	1 750	2 495	1	+
Zinn	19 100	28 800	59,3	-
Gold	1 313,93	1 900,23	27,5	-
Silber	26,84	48,44	63,3	-
Palladium	565,25	835,18	73,3	-
Platin	1 477,50	1 903,50	18,9	-
Öl (Brent)	93,33	126,65	10,7	+

<sup>1</sup> Primär-Produktion ohne Lagerbestände und/oder Recycling. Quelle: Bloomberg, Berenberg Bank

## 2. Ausblick: Wechselnde Vorzeichen

Wir erwarten, dass sich der Rohstoffsektor im Jahr 2011 spiegelbildlich zum Verlauf in 2010 entwickeln wird. Die in der zweiten Hälfte des Vorjahres einsetzende Dominanz der Makro-Themen dürfte sich zunächst fortsetzen. Dazu zählen als belastend:

- Nachlassendes Nachfrage-Momentum aufgrund der schwächeren Weltkonjunktur (Rezession in Europa, schwaches US-Wachstum, Abkühlung in China und Indien).
- Risiko-Aversion vieler Anleger. Finanzströme in Kapitalanlageprodukte wie Exchange Traded Funds (ETF) wechseln die Richtung.

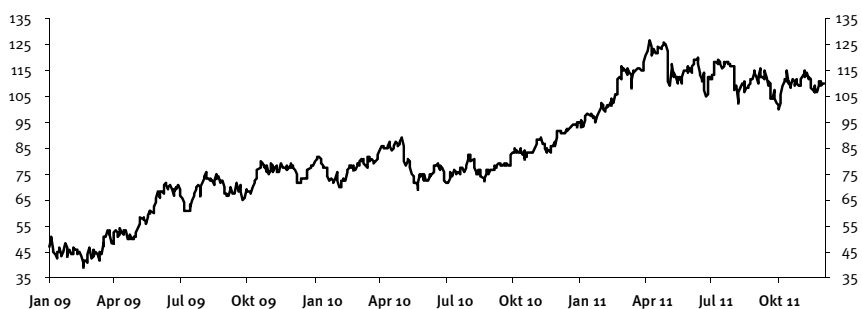
Stabilisierende Faktoren sind dagegen ein anhaltend schwacher US-Dollar sowie Produktionslücken bei wichtigen Industriemetallen. Zudem stehen die Notenbanken in vielen Schwellenländern vor der Zinswende, was ab dem zweiten Halbjahr deren Wachstum und damit ihre Nachfrage nach Rohstoffen treiben kann.

## Wichtige Rohstoffe im Überblick

### 1) Rohöl

Der schwelende Iran-Konflikt kann jederzeit zu einer politischen Preisprämie in Richtung 130 bis 140 US-Dollar je Fass (der Sorte Brent) führen. Allerdings sind OPEC-Produzenten generell mit 80 bis 100 US-Dollar zufrieden. Sie werden auf die Wiederaufnahme der Libyen-Produktion mit eigenen Förderkürzungen reagieren. Der größte Produzent ist derzeit Russland mit ca. 10 Mio. Fass pro Tag. Die freien Förderkapazitäten von 2 bis 3 Mio. Fass je Tag sind im Wesentlichen auf Saudi-Arabien, Kuwait und die Vereinigten Arabischen Emirate konzentriert. Wir erwarten einen Anstieg der Nachfrage in 2012 um etwa 1,2 Mio. Fass auf knapp 91 Mio. Fass pro Tag, mit einer Belebung im zweiten Halbjahr. Die Marktversorgung ist recht knapp, aber noch ausgeglichen. Wir sehen deshalb die Preise im Normalfall zwischen 100 und 125 US-Dollar je Fass.

### Ölpreis



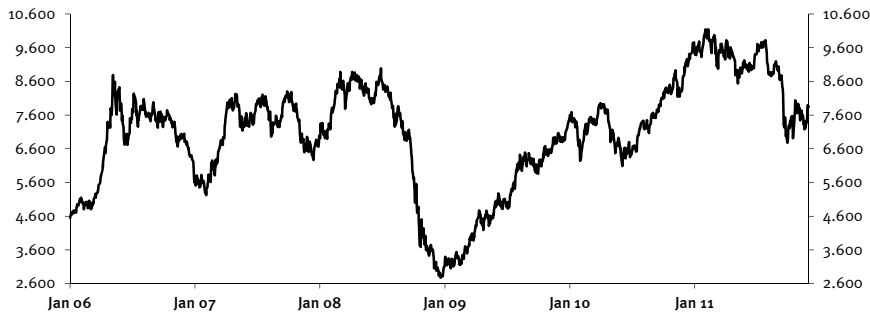
Preis pro Fass der Sorte Brent in US Dollar. Quelle: Bloomberg

### 2) Industriemetalle

Die Preisspitzen wurden während des ersten Halbjahres 2011 erzielt. Nach dem EU-Gipfel im Juli ging es teilweise deutlich nach unten. Dabei reichten die Abschlüsse durchaus bis nahe an die Durchschnittswerte vergangener Rezessionsperioden heran. Danach pendelten die Notierungen innerhalb einer breiten Seitwärtsspanne. Diese Bodenbildung war auch zum Jahreswechsel noch nicht beendet. Wir erwarten, dass dieser Prozess der Neuorientierung noch einige Zeit anhalten wird. Als recht robust erweisen sich dabei die Preise der fundamental stärksten Metalle.

**Kupfer:** Das Metall bleibt auch in 2012 knapp. Die Minenproduktion deckt nicht die steigende Nachfrage. Immer wieder kommt es zu Streiks in den großen Gruben Perus und Chiles. Dadurch kam/kommt es zu einem fortgesetzten Bestandsabbau bei den lizenzierten Lagerhäusern. Wir halten fünfstellige Notierungen zum Jahresende 2012 für möglich.

## Kupfer



In US-Dollar pro Tonne. Quelle: Bloomberg

**Nickel:** Eine vorübergehende Nachfrageschwäche der Stahlindustrie und vor allem die (Wieder-)Inbetriebnahme alter und neuer Minen werden 2012 die Fördermengen deutlich anwachsen lassen und damit den Preis unter Druck setzen. Russland als größter Produzent und Lagerhalter wird versuchen, allzu heftige Preiserosionen zu verhindern. Deswegen sehen wir insgesamt nur ein eingeschränktes Aufwärtspotenzial.

**Aluminium** ist das Metall mit dem derzeit nachhaltigsten Nachfrageanstieg von bis zu 7 % pro Jahr. Der Grundrohstoff Bauxit ist nicht knapp. Wichtig ist der Ausbau der Verhüttungskapazitäten. Sie werden allmählich knapper. Steigende Energiepreise als Hauptkostenfaktor bilden eine tragbare Unterstützung der Notierungen bei ca. 2 000 US-Dollar je Tonne. Wir erwarten eine Preisspanne zwischen 2 100 und 2 600 US-Dollar für 2012.

**Zinn:** Indonesien als weltweit größter Exporteur des Metalls hat zum 1. Oktober 2011 einen Ausfuhrstopp verhängt mit dem Ziel, die Preise wieder über 25 000 US-Dollar pro Tonne zu ziehen. Für viele Produzenten des Landes stellen 23 000 US-Dollar das Break-even Niveau da, sodass es längerfristig als Preisuntergrenze dienen kann. Daneben gilt die Entwicklung in den Hauptabnehmerbranchen, der Nahrungsmittel- und Elektronikindustrie, als richtungweisend.

Der **Blei**-Markt dürfte unter Druck bleiben. Die Automobilspitzenjahre 2010/2011 (staatliche Abwrackprämien) dürften sich nicht wiederholen lassen. Also sinkt die Nachfrage der Batterieproduzenten.

Darunter leiden dann auch die Edelmetalle **Platin und Palladium** (Einsatz in Katalysatoren). Der Anteil der Schmuck-Nachfrage ist hier weniger ausgeprägt als bei Silber oder Gold.

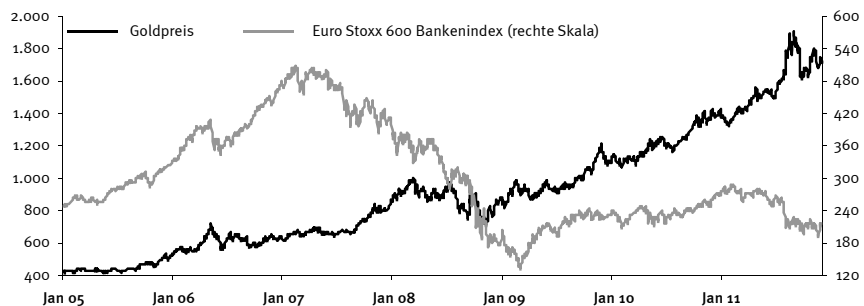
### 3) Gold und Silber

Aufgrund seiner industriellen Nachfragekomponente erreichte der **Silberpreis** analog zu den Basismetallen bereits im Frühjahr mit Notierungen von 49,30 US-Dollar je Feinunze den höchsten Stand seit drei Jahrzehnten. Die scharfe Korrektur danach konnte nicht durch vermehrte Investmentkäufe aufgefangen werden. Sie stellen zurzeit fast 50 % der Gesamtnachfrage dar. Als Krisenmetall taugt es weniger als Gold. In 2012 sehen wir zumindest im ersten Halbjahr wenig Bewegung nach oben. Als Preisspanne stehen 28 bis 38 US-Dollar zur Diskussion.

**Gold** wurde einmal mehr seinem Nimbus als ultimatives Wertaufbewahrungsmittel mit Währungscharakter gerecht. Das liegt auch daran, dass keine Regierung der Welt nach eigenem Ermessen die „Umlaufmenge“ des Edelmetalls einfach erhöhen kann. So entwickelte sich der Goldpreis in der Jahres- sichtsicht in dem Ausmaß nach oben, in dem die Aktienmärkte Kurseinbußen zu verzeichnen hatten. Ende November 2011 waren das 20 %. Somit zeichnete sich das siebte Jahr in Folge mit einer positiven Wertentwicklung ab. Das historische Preishoch wurde am 6. September 2011 mit 1 920 US-Dollar je Feinunze erreicht. Der entsprechende Euro-Preis lag bei 1 373. Innerhalb dieser siebenjährigen Zeitspanne haben europäische Bankaktien etwa 70 % ihres Wertes eingebüßt. Sie bringen also nur noch knapp ein Viertel des Ursprungsbetrages „auf die Waage“. Der Goldpreis hat sich hingegen in etwa vervierfacht – ein perfekter Hedge!

Im Hinblick auf 2012 rechnen wir mit einer weiter steigenden Nachfrage aus China und Indien. Als Folge des zunehmenden Wohlstands breiterer Bevölkerungskreise vereinen beide Länder mittlerweile 50 % des globalen Goldbedarfs auf sich. Der Wunsch nach Münzen und Barren dürfte ebenfalls hoch bleiben. Hinzu kommt die wieder erwachte Liebe der Notenbanken (vor allem aus den Schwellenländern) zu dem gelben Metall.

#### Goldpreis und der EuroStoxx 600 Bankenindex



Goldpreis: in US-Dollar; EuroStoxx 600 in Punkten. Quelle: Bloomberg

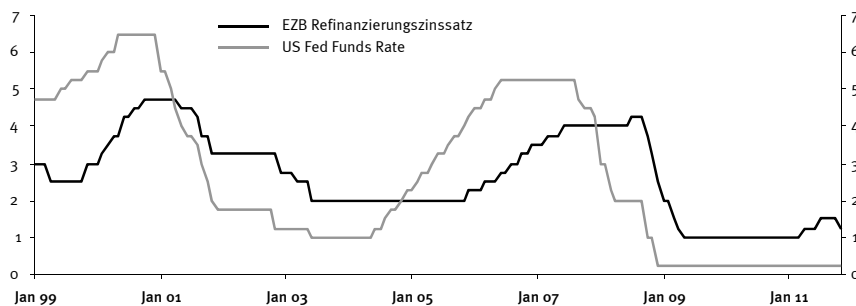
Andererseits hat offensichtlich der Prozess einer Preisberuhigung eingesetzt. Sollte es im Verlauf der kommenden Monate zu einer überzeugenden Regelung der Euro-Krise kommen, dann könnten Exchange Traded Funds durchaus noch einmal Bestände auflösen. Ein langfristiger Trendwechsel würde sich abzeichnen, wenn die Notierungen den Stabilisierungsbereich zwischen 1 550 und 1 600 US-Dollar nachhaltig nach unten verlassen sollten. Dann würden auch „Altanleger“ zu Teilgewinnmitnahmen schreiten. Ein Erreichen bzw. Überschreiten der bisherigen Preisspitzen ist wohl nur für den Fall eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Eurozone denkbar.

### III. Rentenmarkt: Turbulente Zeiten

(Cornelia Koller)

#### 3. Geldpolitik: Notenbanken bleiben extrem expansiv

##### Leitzinsen



In %. Quelle: Bloomberg

In der Geldpolitik hatte sich in der ersten Jahreshälfte 2011 eine Kluft zwischen den beiden größten Zentralbanken der Welt aufgetan. Die US-Notenbank Fed, die mehr auf den Arbeitsmarkt achtet und zudem die hohe Schuldenlast der US-Verbraucher berücksichtigen muss, blieb bei ihrer lockeren Zinspolitik. Dagegen hat die EZB auf die damals bessere Konjunktur und eine höhere Inflation reagiert und ihren Leitzins im April und Juli um jeweils 25 Basispunkte auf 1,50 % angehoben.

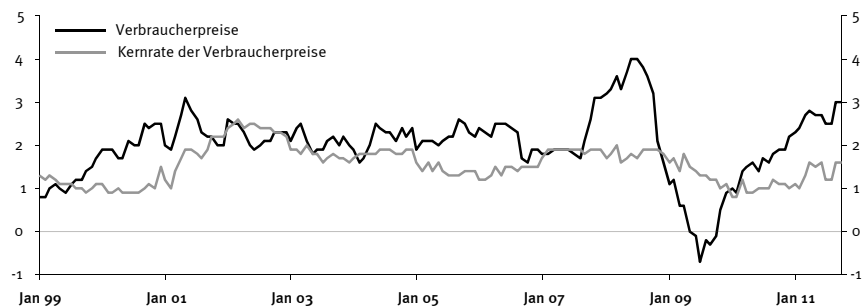
Mit der sich zuspitzenden Vertrauenskrise und sich abzeichnender Rezession hat die EZB im Herbst aber eine Rolle rückwärts gemacht, sodass sich nun alle Notenbanken der westlichen Welt wieder im geldpolitischen Lockereungsgleichschritt befinden. Dies zeigte auch die jüngste konzertierte Aktion der westlichen Notenbanken zur Vermeidung einer Liquiditätsklemme im Finanzsektor. Nachdem die Verspannungen im Bankensektor zuletzt deut-

lich zugenommen hatten, kündigten die Zentralbanken der USA, Kanadas und Japans, die EZB sowie die Bank of England (BoE) und die Schweizer Nationalbank Ende November an, den Geschäftsbanken auch außerhalb der USA bis Februar 2013 unbegrenzt Dollar zur Verfügung zu stellen und den Strafzins hierfür von 1,0 % auf 0,5 % zu senken.

### 1.1. Inflation: Der obere Wendepunkt ist erreicht

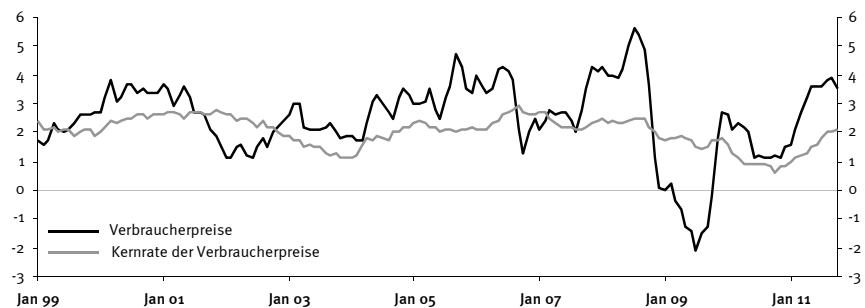
Fundamental wird die expansive Geldpolitik inzwischen durch den nachlassenden Preisdruck gestützt. Nachdem Öl und Nahrungsmittel lange Zeit die Inflation getrieben hatten, hat sich die Lage bei verlangsamtem Wirtschaftswachstum und entspannteren Rohstoffpreisen mittlerweile gedreht. So hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise in China im November auf 4,2 % (September: 6,1 %) beruhigt. Auch in den USA und der Eurozone war der Zenit im Herbst mit 3,9 % beziehungsweise 3,0 % erreicht. In den USA ist die Inflationsrate inzwischen auf 3,5 % zurückgegangen.

#### Euroland Verbraucherpreise



Veränderung gegenüber Vorjahr in %; Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel. Quelle: Eurostat

#### US-Verbraucherpreise



Veränderung gegenüber Vorjahr in %; Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel. Quelle: Bureau of Labor Statistics

Selbst wenn die Kernrate nach der guten Konjunktur 2010 aufgrund der üblichen Zeitverzögerung noch etwas anziehen sollte, dürfte sie diesseits des Atlantiks mittelfristig kaum über 2 % steigen und in den USA bei rund 2,5 % begrenzt sein. So werden sinkende Kapazitätsauslastung und hohe Arbeitslosigkeit zu Lohn- und Konsumzurückhaltung führen und den zyklischen Preisdruck wieder dämpfen.

Wir erwarten daher, dass die Inflationsrate in der Eurozone 2012 auf 2,0 % nach 2,7 % in 2011 sinken wird (Deutschland: 1,8 % nach 2,3 %). In den USA wird die Inflation von 3,2 % auf 2,1 % zurückgehen.

Vor diesem Hintergrund hat sich auch die Einschätzung der Zentralbanken hinsichtlich der Preisgefahren geändert. Die EZB bezeichnet die Inflationsrisiken inzwischen als ausgeglichen. Die Fed will Inflation und Inflationserwartungen zwar weiter beobachten, geht aber davon aus, dass sich die Preissteigerung in den kommenden Quartalen beruhigen wird.

Längerfristig können die Inflationsrisiken mit Blick auf die starke Liquiditätsausweitung durch die Zentralbanken (vor allem in den USA) allerdings wieder zunehmen, wenn die Konjunktur entsprechend anspringt. Auch wenn die Liquidität in der Realwirtschaft – wie bisher – nicht direkt preissteigernd wirkt, so kann sie bei besserer Konjunktur ihren Weg über wieder steigende Rohstoffpreise (Asset Price Inflation) in den Warenkorb der Verbraucher finden. Zudem scheinen die Notenbanken der westlichen Welt bereit zu sein, im Interesse der Finanzstabilität notfalls kurzfristig etwas mehr Inflation zu tolerieren. Allerdings hat die EZB bereits Ende 2010 durch das Rückführen ihrer unkonventionellen Sondermaßnahmen und im April und Juli 2011 durch ihre beiden Zinserhöhungsschritte gezeigt, dass sie aufkeimendem Inflationsdruck frühzeitig begegnet. Die Inflationsgefahren in der Eurozone sind gering.

## **1.2. EZB: Draghi kam, sah und senkte**

Nach dem Wechsel an der Spitze der EZB von Trichet zu Draghi hat der neue Präsident seine Amtszeit im November gleich mit einem Paukenschlag begonnen und die Zinsen um 25 Basispunkte auf 1,25 % gesenkt, gefolgt von einem weiteren Schritt auf 1 % Anfang Dezember. Draghi hat der EZB damit seinen eigenen Stempel aufgedrückt und den Märkten das Signal einer aktiv und zügig handelnden Notenbank gesandt.

Bei der unkonventionellen Geldpolitik bleibt die EZB dagegen der alten Linie von Trichet – zumindest vorerst – treu und sorgt weiterhin vor allem für eine reichliche Liquiditätsversorgung der Banken für bis zu drei Jahre.

So stellt die EZB den Banken (mindestens) bis Mitte 2012 unbegrenzt Liquidität zur Verfügung. Die Banken erhalten damit so viel Liquidität, wie sie zum vorherrschenden Zins nachfragen und mit entsprechenden Kreditsicherheiten unterlegen können. Darüber hinaus hat die EZB erneut ein Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bonds) (Gesamtvolumen 40 Mrd. Euro, Laufzeit bis Oktober 2012) aufgelegt. Hierdurch will sie die Zinsen im Pfandbriefsegment niedrig halten.

Zudem kauft die EZB weitere Staatsanleihen der in Bedrängnis geratenen Schuldenländer an, um die Gefahr einer Marktpanik einzuzugrenzen. Da das Ausmaß mit gut 200 Mrd. Euro beziehungsweise rund 2 % des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zur Fed und zur BoE relativ gering ist und die EZB zudem kein klares Bekenntnis zu einem notfalls unbefristeten und unbegrenzten Eingriff abgegeben hat, blieb ein dauerhafter Erfolg jedoch aus. Wir erwarten daher, dass die EU-Zentralbanken ihre zögerliche Haltung bei einer weiteren Zuspitzung der Schuldenkrise und zunehmenden Marktturbulenzen letztendlich doch aufgeben werden, um nachhaltig zur Beruhigung der nervösen Märkte beizutragen. Möglicherweise werden sie dazu wieder den Umweg über den Internationalen Währungsfonds wählen, wie sie dies schon am 9. Dezember 2011 getan haben (mit insgesamt 200 Mrd. Euro).

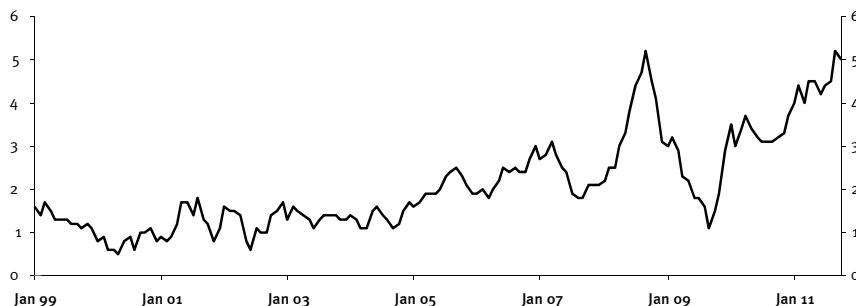
Wie eingangs dargestellt (siehe Teil 2) halten wir die Bereitschaft zum energischen Eingriff der EZB angesichts der dramatisch zugespitzten Schuldenkrise mittlerweile für unerlässlich, selbst wenn die EZB damit zugunsten des Erhalts der Währungsunion vorübergehend von ihrem bisherigen Kurs abweichen sollte. Auch die nach der unerwartet frühen Zinssenkung aufgekommene Kritik in Deutschland und das Brandmarken Draghis als europäischer Bernanke halten wir in diesem Zusammenhang für völlig überzogen und unangemessen. So ist die extrem expansive Geldpolitik der westlichen Notenbanken angesichts einer in diesen Dimensionen bisher unbekanntenen Krise (wohl oder übel) erforderlich. Dies gilt auch für die EZB und ihren neuen Präsidenten. Zudem erwarten wir genau wie Mario Draghi, dass die Eurozone auf eine Rezession zusteuert, was dämpfende Auswirkungen auf Kosten und Preise haben und die Inflationsrate wieder zurückgehen lassen wird. Bereits ab Frühjahr erwarten wir Preissteigerungsraten unter 2 %. Längerfristig können die Inflationsrisiken bei besserer Konjunktur natürlich wieder zunehmen. Dann wird EZB-Präsident Draghi zeigen müssen, wie sehr er sich tatsächlich der Preisstabilität verpflichtet fühlt. Wir sehen keinen Grund, an seiner Entschlossenheit zu zweifeln, nach dem Abklingen der Krise auch die Sondermaßnahmen zurückzuführen und die dann nicht mehr benötigte Liquidität wieder einzusammeln.

- › Wir erwarten, dass die EZB ihre Leitzinsen nach den beiden erfolgten Zinssenkungen bis Ende 2012 unverändert bei 1 % belassen wird.
- › Vorausgesetzt, dass sich die Konjunktur im Euroraum wieder erholt, könnte der Leitzins im Frühjahr 2013 dann wieder etwas angehoben werden.

### 1.3. Bank of England: Kauf weiterer Staatsanleihen

Anders als die EZB kauft die BoE in großem Umfang Staatsanleihen auf. Zuletzt hat sie ihr Staatsanleihenankaufprogramm nochmals um 75 Mrd. auf 275 Mrd. Pfund aufgestockt (18 % der Wirtschaftsleistung). Angesichts der labilen Konjunktur hat sie ihre Leitzinsen ungeachtet der derzeit hohen Inflation (aktuell: 5,0 %) zudem unverändert bei 0,5 % belassen. Mittlerweile dürfte die Preissteigerung aber auch in Großbritannien ihren oberen Wendepunkt gefunden haben. So haben Sondereffekte wie die Mehrwertsteuererhöhung zu Beginn 2011 und der Anstieg von Import- und Energiepreisen die Lebenshaltungskosten stark erhöht. Diese temporären Faktoren werden nach und nach wegfallen. Wir erwarten mit Blick auf die schwache Konjunktur für das Jahr 2011 einen deutlich ruhigeren Preisauftrieb von 3,2 % nach 4,6 % in 2010.

#### Britische Verbraucherpreise



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: UK Office for National Statistics

- › Wir erwarten unverändert, dass die BoE während des Prognosezeitraums an ihrer Niedrigzinspolitik festhalten wird, sodass der Leitzins in Großbritannien Ende 2012 unverändert bei 0,5 % liegen sollte.
- › Die Wahrscheinlichkeit für ein nochmaliges Aufstocken des Staatsanleihenankaufprogramms steigt mit anhaltender konjunktureller Schwäche und rückläufiger Inflation.

#### 1.4. Fed: Let's twist

Auch die US-Notenbank bleibt bei ihrer extrem lockeren Geldpolitik. So hat die Fed bereits angekündigt, ihren Leitzins bis mindestens Mitte 2013 unverändert bei 0 bis 0,25 % belassen zu wollen. Fed-Präsident Bernanke stellte sogar in Aussicht, die Zinsen gegebenenfalls auch über diesen Zeithorizont hinaus auf dem historisch niedrigen Niveau zu halten.

Nachdem das zweite Staatsanleihenankaufprogramm inzwischen ausgelaufen ist, soll die sogenannte „Operation Twist“ nun für ein niedriges Zinsniveau am längeren Laufzeitenende sorgen, um Verbraucher, Unternehmen und den Immobiliensektor nachhaltig zu stützen. Die „Operation Twist“, also der Tausch der Anleihebestände der Fed von kürzeren (bis zu 3 Jahren) in längere (6 bis 30 Jahre) Laufzeiten, läuft bis Ende Juni 2012 und hat ein Gesamtvolumen von 400 Mrd. US-Dollar. Darüber hinaus will die Fed fällig werdende Anleihen weiter reinvestieren. Zudem werden die Erlöse aus auslaufenden hypothekenbesicherten Wertpapieren künftig nicht mehr in Treasuries, sondern in neue verbrieft Hypothekenspanpapiere (MBS) reinvestiert, um auch den Hypothekenmarkt durch niedrige Zinsen zu stützen.

- › Wir erwarten, dass die Fed ihre quantitative Geldpolitik über zusätzliche Ankäufe von Hypothekenanleihen (MBS) ausweiten wird.
- › Dagegen ist die Wahrscheinlichkeit für ein drittes Ankaufprogramm für Staatsanleihen (QE3) bei einer Inflation um die 3 % sowie wieder stabileren Arbeitsmarktdaten derzeit gering. Schlechtere Konjunkturdaten könnten die Diskussion Anfang 2012 aber wieder aufleben lassen.

## 2. Zinsen: Im Strudel der Euro-Krise

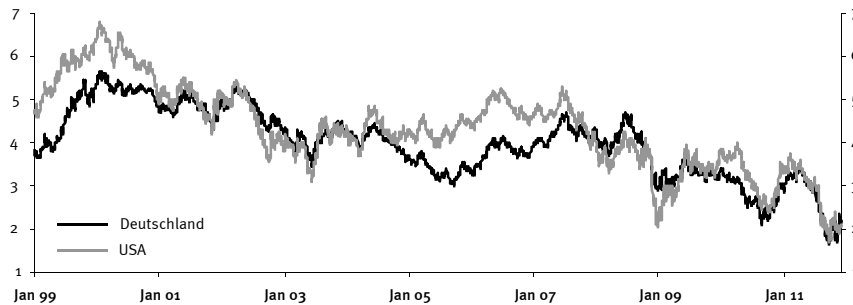
### 2.1. Neue Tiefststände, hohe Risikoaufrschläge

Das Überspringen der Vertrauenskrise vom kleinen Griechenland auf das große Italien löste ab Jahresmitte 2011 massive Safe-haven-Zuflüsse in sichere Anlageklassen aus. Von der wachsenden Nachfrage nach sicheren und liquiden Titeln profitierten in erster Linie der deutsche und der Schweizer aber auch der US-Rentenmarkt.

Nach einem Anstieg der Renditen in den ersten Monaten des Jahres (10-jährige Bundesanleihen lagen im April 2011 noch bei rund 3,5 %, 10-jährige US-Staatsanleihen bei 3,6 %) sind die Renditen im weiteren Jahresverlauf unter großen, bisher so nicht gekannten Schwankungen deutlich zurückgegangen. Zunehmende Anzeichen, dass die europäischen Industrieländer und selbst Deutschland in die Rezession zurückfallen werden, ließen die Zinsen für 10-jährige Bundesanleihen Anfang September erstmals unter 2 % fallen und mit 1,67 % (22. September) historische Tiefstände markieren.

Auch in den USA haben die Renditen im Zuge der verlängerten Laufzeiten im Portfolio der Fed bei 10-jährigen Treasuries mit 1,72 % ein neues Allzeit-tief erreicht.

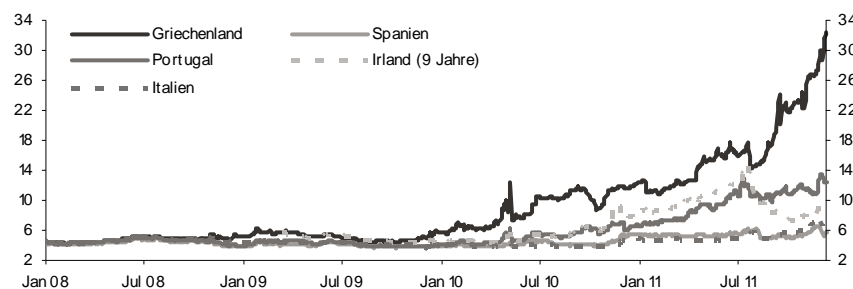
#### Rendite 10-jähriger Staatsanleihen: USA und Deutschland



In %. Quelle: Bloomberg

Im Gegenzug stiegen die Renditen in den Peripherieländern auf neue Höchststände. Für griechische Staatsanleihen betrug die Zinsdifferenz zu 10-jährigen Bundesanleihen zeitweilig fast 2 600 Basispunkte (1. Dezember), aber auch für italienische und spanische Staatsanleihen, die ab Sommer verstärkt in den Fokus der Märkte gerieten, wurden nach Ratingherabstufungen und bei erhöhter Risikoaversion mit rund 550 beziehungsweise 460 Basispunkten im November neue Rekorde bei den Risikoaufschlägen im Zehnjahresbereich markiert.

#### Renditen für 10-jährige Staatsanleihen: Euro-Peripherie



In %. Quelle Bloomberg

Selbst bislang als sicher eingestufte Länder hat zuletzt die Angst vor Ansteckung erreicht. So haben die Marktturbulenzen auch auf Euro-Kernländer wie Frankreich, Österreich und die Niederlande übergegriffen. In Frankreich und den Niederlanden sind die Verflechtungen des Bankensektors untereinander beziehungsweise mit Italien und/oder Spanien besonders eng. Eine Eskalation der Schuldenkrise in Italien und Spanien könnte daher

einen Dominoeffekt auslösen und auch finanziell relativ gesunde Länder infizieren. Erster Vorbote hierfür ist die Diskussion um den möglichen Verlust der Ratingbestnote Dreifach-A für französische Staatsanleihen. In Österreich bereitet den Investoren neben der traditionell engen Verbindung zum Nachbarland Italien vor allem das Engagement der Banken in Osteuropa, vornehmlich in Ungarn, Sorgen. Der Zinsabstand von Frankreich und Österreich gegenüber 10-jährigen Bundesanleihen hat sich vor diesem Hintergrund auf 190 beziehungsweise 180 Basispunkte ausgeweitet. Innerhalb der Währungsunion hatte es solche Aufschläge noch nicht gegeben.

Zuletzt kamen sogar deutsche Bundesanleihen unter Druck. Bei den Anlegern nahmen die Bedenken zu, dass Deutschland ebenfalls in den Strudel der Schuldenkrise geraten könnte. Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen stiegen vor diesem Hintergrund innerhalb eines Monats um über 50 Basispunkte auf knapp 2,3 % (Ende November).

## **2.2. Ausblick: Holpriger Weg nach oben**

Wir sehen den jüngsten Anstieg der Kapitalmarktzinsen in Deutschland als erstes Warnsignal, wie schnell der Rentenmarkt drehen und die Rendite wieder steigen kann. Ob dies bereits der endgültige Trendwechsel ist, bleibt abzuwarten. Gegen eine nachhaltige Trendwende spricht aus unserer Sicht, dass die Eurozone noch nicht genug getan hat, um das Vertrauen der Anleger der Welt zurückzugewinnen. Dies wird das Zinsniveau auf den wenigen sicheren – mit der Bestnote Dreifach-A bewerteten – Rentenmärkten weiterhin niedrig halten. Vor allem der liquide deutsche Rentenmarkt sollte mangels Alternativen daher weiter von Safe-haven-Zuflüssen profitieren. Ein Abgleiten Deutschlands in die Rezession wird in den nächsten Monaten ebenfalls das Zinsniveau niedrig halten.

Erst ein Abklingen der Vertrauenskrise wird die nach wie vor fundamentale Überbewertung dieser Rentenmärkte auflösen und sie längerfristig auf den Pfad des moderaten Renditeanstiegs zurückkehren lassen. Wir glauben weiterhin, dass der politische Wille zum Erhalt des Euro und der Währungsunion stark ist. Sobald der Markt dies zu glauben beginnt, sollten die sicherheitsbedingten Zuflüsse in deutsche Staatsanleihen mittelfristig abebben. Unter der Voraussetzung, dass sich die Konjunktur im Verlauf des nächsten Jahres wieder erholt, erwarten wir ab dem Frühjahr 2012 einen spürbaren Anstieg der Renditen für deutsche Bundesanleihen.

Die Entwicklung am US-Markt wird zum einen von der quantitativen Geldpolitik der Fed, zum anderen von der Entwicklung rund um die europäische Vertrauenskrise geprägt. Beides spricht vorerst auch jenseits des Atlantiks

für ein anhaltend niedriges Zinsniveau. Solange die Fed längerfristige Staatsanleihen kauft (Operation Twist, Reinvestition auslaufender Wertpapiere) und solange die USA den Anlegern als sicherer Hafen (und sei es nur aufgrund mangelnder Alternativen) gilt, dürften die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen niedrig bleiben. Sobald aber die Krise in Europa abklingt, sollten Investoren auch für die USA wieder eine höhere Risikoprämie verlangen, zumal deren Schuldendaten deutlich schlechter als in der Eurozone insgesamt sind. Dies wird allmählich zu anziehenden Renditen führen.

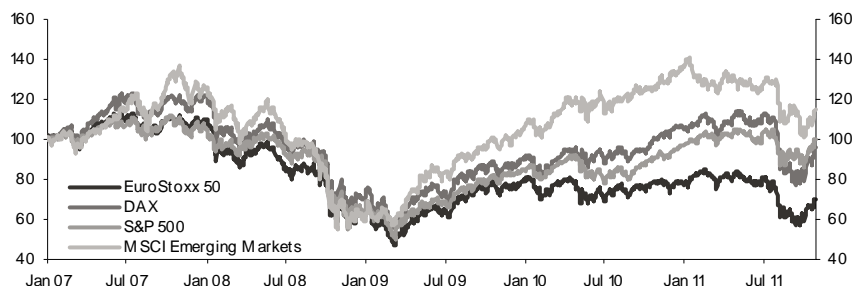
- › Wir erwarten, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf 12-Monats-Sicht bei 3,2 % und für 10-jährige US-Staatsanleihen Ende 2012 bei 3,3 % liegen wird (Basisszenario).
- › Sollte jedoch die europäische Politik wider Erwarten die Euro-Krise außer Kontrolle geraten lassen, kann eine neue schwere Vertrauenskrise an den Finanzmärkten mit ähnlich dramatischen Verwerfungen wie nach der Lehman-Krise und einem Abgleiten der westlichen Industrieländer in eine tiefere, länger anhaltende Rezession die Renditen beiderseits des Atlantiks wieder unter 2 % und sogar auf neue historische Tiefststände führen.

#### **IV. Aktienmärkte: Stürmische Zeiten**

(Peter Reichel)

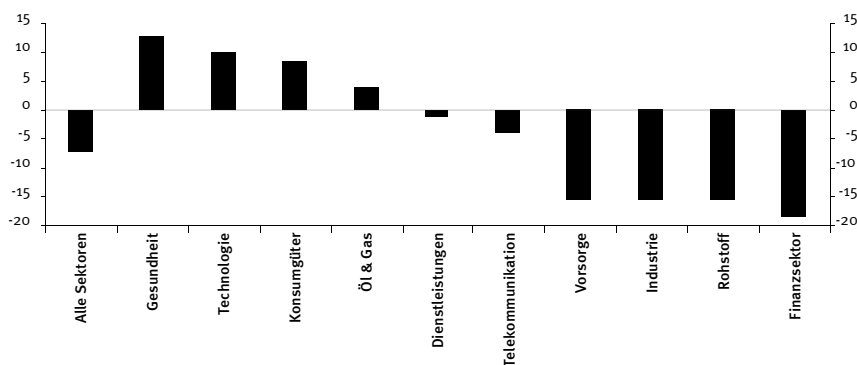
Die Sorgen um die Refinanzierungsfähigkeit der südeuropäischen Peripherie haben im August und September die weltweit wichtigsten Aktienindizes auf Talfahrt geschickt. Das Misstrauen der Investoren in die Fähigkeit der Eurozone, die Staatsfinanzen nachhaltig zu sanieren und den Zusammenhalt der Eurozone zu sichern, mündete in eine schwere Vertrauenskrise. Über einen Zeitraum von nur sechs bis sieben Wochen verloren europäische Aktienindizes dramatisch: Der DAX büßte fast 30 % und der EuroStoxx 50 rund 27 % ein, während der amerikanische Dow Jones Industrial knapp 15 % verlor und die globalen Schwellenländer (MSCI Emerging Markets EUR) rund 20 % nachgaben. Verstärkt wurde die Vertrauenskrise durch die wachsende Sorge um den europäischen Finanzsektor. Viele Finanzinstitute halten große Bestände an europäischen Staatsanleihen in ihren Bilanzen. Gleichzeitig zeigten Stresstests, dass die Eigenkapitalunterlegung (auch hinsichtlich der Anforderungen nach BASEL III) zu gering ist. Daher verwundert es nicht, dass die Finanzbranche im Vergleich zu anderen Unternehmenssektoren im zweiten Halbjahr die Verliererliste anführt.

### Aktienmarktentwicklung



Quelle: Bloomberg

### Sektorentwicklung EuroStoxx 50



Im Zeitraum: 31.12.2010 bis 02.12.2011. Quelle: Bloomberg

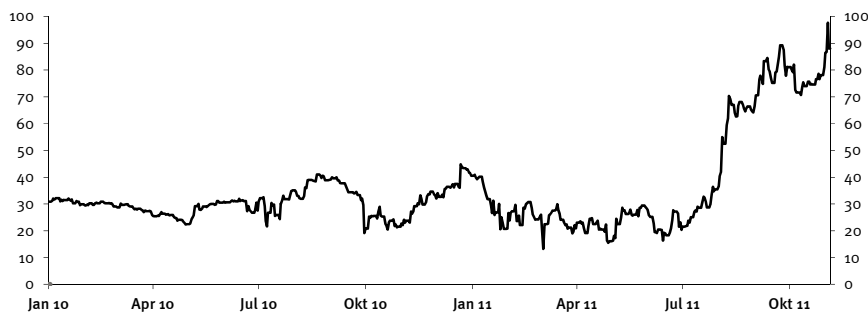
### Fünf Ausgangspunkte für das kommende Aktienjahr

**Erstens** haben die Unternehmensergebnisse zum dritten Quartal in Europa und in den USA positiv überrascht. Die Mehrzahl der Unternehmen konnte die Erwartungen der Analysten zur Umsatzentwicklung und zur Gewinndynamik übertreffen. Die Aussichten seitens der Unternehmenslenker sind überwiegend verhalten optimistisch.

**Zweitens** hat sich die europäische Konjunktur im vierten Quartal 2011 immer schneller abgekühlt. Darauf deuten Stimmungsindikatoren sowie diverse Produktionsindizes hin. Dagegen scheint die Wirtschaft in den USA sich nicht weiter abzuschwächen, kommt aber aufgrund des schwachen Arbeitsmarkts auch nicht stärker in Fahrt.

**Drittens** bleiben die Geld- und Finanzmärkte weiterhin enorm nervös. Das Misstrauen der Banken untereinander ist spürbar gestiegen, wie der Risikoaufschlag des dreimonatigen Euribor zum dreimonatigen Eonia-Satz belegt. Mit einem koordinierten Eingriff, um die Lage am Geldmarkt für US-Dollar-Interbankengeschäfte zu entspannen, haben die fünf wichtigsten Notenbanken Ende November ein psychologisch wichtiges Signal gesetzt. Die Zentralbanken überlassen den Finanzsektor nicht sich selbst und beugen damit auch einer möglichen Kreditklemme vor.

#### Differenz EURIBOR 3M versus EONIA 3M



In Basispunkten. Quelle: Bloomberg

**Viertens** ist die europäische Vertrauenskrise (noch) nicht nachhaltig gelöst, der Ausgang ungewiss. Politiker und die EZB kommen für die Kapitalmärkte zu langsam voran. Die bereits angekündigten Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung in den peripheren Euro-Ländern können bei schwächelnder Konjunktur ihre Ziele nicht voll erreichen. Die durchwachsenen Auktionen italienischer und spanischer Staatsanleihen sowie eine überraschenderweise fehlgeschlagene Auktion deutscher Bundesanleihen im November zeigen, dass nicht mehr viel Zeit für tragfähige Lösungen bleibt. Gleichzeitig drohen die Ratingagenturen mit der Herabstufung der Bonitätsnoten.

**Fünftens** haben Aktien aus den Emerging Markets ebenfalls eine deutliche Talfahrt hinter sich. Zwar haben die Unternehmensergebnisse im dritten Quartal weniger positiv überrascht als in Europa und den USA. Jedoch sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen mit geringeren Verschuldungsgraden, stabileren Staatshaushalten, hohem Wirtschaftswachstum und nachlassender Inflationsdynamik günstig. Unter historischen Gesichtspunkten erscheinen die Bewertungen attraktiv.

### **Daraus leiten wir für Aktienanlagen ab**

Bis die Politik nachhaltige und tragfähige Lösungen für langfristig solide Staatshaushalte präsentiert, dürfte sich die EZB weiter zieren, als Retter in letzter Not einzuspringen.

Wir erwarten, dass die hohe Risikoaversion der Investoren anhält, und rechnen mit anhaltend stark schwankenden Kursen bis ins erste Quartal 2012 hinein. Die Bemühungen um einen spürbaren Abbau der Haushaltsdefizite in der Eurozone und in den USA dürften immer wieder ins Stocken geraten. Verzögerungen und Enttäuschungen sind damit vorprogrammiert.

Wir erwarten, dass die Politiker in Europa und in den USA auch angesichts anstehender Wahlen weiterhin von den Finanz- und Kapitalmärkten in Richtung nachhaltiger Staatshaushalte getrieben werden. Politische Schritte in Richtung einer europäischen Fiskalunion mit einer strikten Haushaltsdisziplin sowie Fortschritte beim Umsetzen von Sparmaßnahmen sollten den Aktienmärkten zwischenzeitlich immer wieder Auftrieb verleihen.

Die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Eskalation der europäischen Verschuldungskrise erachten wir allerdings als hoch. Wir erwarten, dass die EZB ihren Widerstand gegen massive Käufe von Staatsanleihen der Peripherie oder ähnliche Eingriffe letztendlich aufgibt. Das Hoffen des Kapitalmarktes auf ein starkes Signal der EZB zur Überwindung der Vertrauenskrise wird sich unseres Erachtens letztlich als berechtigt herausstellen. Wir gehen davon aus, dass das Einschreiten der EZB lediglich eine Frage der Zeit ist. Ob dies über den Umweg einer supranationalen Institution wie dem Internationalen Währungsfonds geschieht, ist zweitrangig. Im Vordergrund steht, dass die Marktteilnehmer vom Volumen des Eingriffs als Paukenschlag zur Rettung der Eurozone beeindruckt werden. Eine hiernach folgende zwischenzeitliche Rallye wäre wahrscheinlich.

Je länger die Vertrauenskrise andauert und das Wirtschaftswachstum in Europa hemmt, desto mehr dürften Unternehmen mit einem hohen Umsatzanteil innerhalb von Europa leiden. Zwar sollten die Unternehmensergebnisse von geringeren Inputkosten, insbesondere von den fallenden Rohstoffpreisen, und den zuletzt günstiger gewordenen Refinanzierungsmöglichkeiten unterstützt werden. Jedoch dürften die trüben wirtschaftlichen Rahmenbedingungen Europas die positive Gewinnentwicklung bremsen.

Die Ergebnisse im Finanzsektor werden unter einem breit einsetzenden „De-Leveraging“-Prozess leiden. Indem Unternehmen die Fremdkapitalquote zugunsten der Eigenkapitalquote reduzieren, verkürzen sie die Bilanz-

summe. Darüber hinaus sollten weitere Abschreibungen auf Vermögenswerte, höhere Rückstellungen für Kredite und geringere Provisionen aufgrund der Kapitalmarktlage die Unternehmensergebnisse belasten. Notwendige Kapitalerhöhungen werden immense zusätzliche Herausforderungen mit sich bringen.

Die Aktienmärkte in den Schwellenländern werden zum einen von der Grundstimmung an den etablierten Kapitalmärkten und den damit verbundenen Mittelzu- und Mittelabflüssen abhängen. Zum anderen dürften die stabil bis leicht rückläufigen Inflationstendenzen einzelne lokale Märkte unterstützen. Hierzu sollten die Notenbanken den Fokus von Inflationsbekämpfung auf Stimulierung des Wirtschaftswachstums ändern. Der Anstieg der Unternehmensergebnisse wird sich im Jahr 2012 zwar verlangsamen, sollte aber im Durchschnitt über den Wachstumsraten der Unternehmen aus den Industrieländern liegen.

## TEIL 6 KAPITALMARKTSTRATEGIE

(Peter Reichel)

### I. Aktien

Die Situation am Geld- und Rentenmarkt signalisiert eine hohe Unsicherheit unter den Investoren und mahnt am Aktienmarkt zur Vorsicht. Fundamentale Aspekte wie Gewinnentwicklung, Bewertungen oder hohe Dividendenrenditen werden kaum beachtet. Stattdessen wird die Marktstimmung derzeit stark vom aktuellen Nachrichtenfluss, mitunter sogar von Schlagzeilen, bestimmt.

Kurzfristig erwarten wir stark schwankende Aktienmärkte. Schleppende Fortschritte bei der politischen Lösung verbunden mit der Zurückhaltung der Europäischen Zentralbank könnten aufgrund des anstehenden Refinanzierungsbedarfs zu Beginn des Frühjahrs 2012 zu einem unkontrollierten Rückzahlungsverzug führen. Dieses Szenario ist nicht unwahrscheinlich, wenngleich wir eine Lösung in letzter Minute als wesentlich wahrscheinlicher erachten.

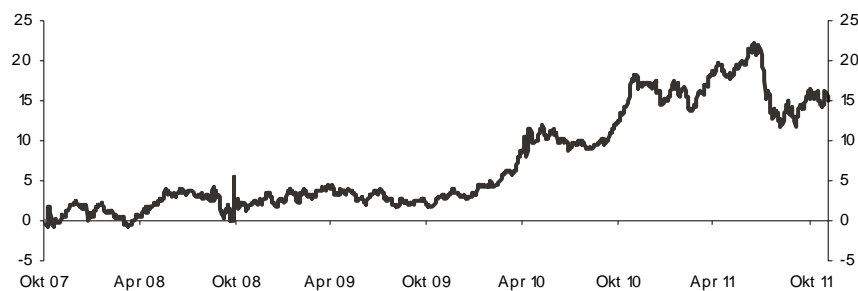
Eine vollständige Risikoaversion gegenüber Aktieninvestments halten wir dennoch nicht für ratsam. Die Unternehmensbilanzen sehen im Vergleich zu Zeiten der „Lehman-Krise“ deutlich solider aus: Die Verschuldungsgrade sind spürbar gesunken, viele Unternehmen halten sich ob der unsicheren wirtschaftlichen Situation mit Investitionen zurück. Die Kassen sind mit liquiden Mitteln gut gefüllt. Hohe Ausschüttungen und angekündigte Aktienrückkäufe sollten die Aktienmärkte grundsätzlich stützen.

Mittel- bis langfristig präsentieren sich die wichtigsten Werttreiber für Aktien, nämlich die Unternehmensgewinnentwicklung und die relative Bewertung zu anderen Assetklassen, attraktiv. Die Differenz zwischen dem realen Zuwachs der Unternehmensgewinne und den realen Anleiherenditen sollte weiterhin positiv ausfallen, gerade auch aufgrund des explosiven Wachstums in den Emerging Markets. Auch die Differenz der Rendite auf das Gesamtkapital zu den Kapitalkosten spricht längerfristig für Aktien. Nicht zuletzt sind die Kapitalkosten aufgrund der günstigeren Finanzierungsmöglichkeit des Fremdkapitals gefallen. Gleichwohl können Abweichungen zu fairen Bewertungen über eine längere Zeit anhalten.

Folglich empfehlen wir, zu Beginn des ersten Halbjahres Aktieninvestments in europäische Titel niedriger zu gewichten. Sobald sich die Aussichten auf eine bessere Konjunktur in Europa in 2013 ergeben, sollte das Engagement in europäischen Aktienwerten im Verlauf des weiteren Jahres sukzessiv erhöht werden. US-Aktien gewichten wir zu Jahresbeginn höher, um sie später für den Aufholprozess europäischer Aktien zu reduzieren. Wir empfehlen ferner, im Laufe des Jahres Aktien aus den Emerging Markets aufzustocken.

In Europa ziehen wir Investitionen in deutsche Aktientitel tendenziell vor. Die bessere Wertentwicklung des DAX gegenüber dem EuroStoxx 50 sollte anhalten. So weisen zahlreiche deutsche Einzeltitel entweder einen hohen Umsatzanteil außerhalb der EU auf oder sie sind verstärkt auf dem deutschen Heimatmarkt aktiv, der weniger unter den Sparmaßnahmen in Staatshaushalten zu leiden hat als der Rest Europas.

#### Outperformance Dax versus EuroStoxx 50



In Prozentpunkten. Quelle: Bloomberg

Wir konzentrieren uns auf Unternehmen mit widerstandsfähiger Gewinnentwicklung, einem strukturellen Umsatzwachstum und soliden Bilanzen. Deshalb empfehlen wir, defensive und substanzstarke Unternehmen höher zu gewichten. Defensive Unternehmen zeichnen sich meist durch konjunkturabhängige Geschäftsmodelle aus, während Substanzwerte günstige Relationen der Eigenkapitalrenditen zum Preis/Buch-Verhältnis aufweisen. Weiterhin verfügen sie über relativ geringe Verschuldungsgrade und bieten nachhaltig attraktive Dividendenrenditen.

Wir bevorzugen strategische Positionen in ausgewählten nichtzyklischen Konsumgütern sowie in Aktien von Nahrungsmittelproduzenten, der Technologie und selektiv auch Versicherungen. Aussichtsreich erscheint uns auch die Öl- und Gasindustrie, die im STOXX 50 attraktive Bewertungen um den Buchwert aufweist und eine nachhaltige Dividendenrendite von 5 % bietet. Zyklische Branchen, wie die Bau- und Rohstoffindustrie, würden wir

zur taktischen Positionierung im Laufe einer Kurserholung beimischen. Ebenso ausgewählte Banktitel im späteren Jahresverlauf, die Abschreibungen ihrer Anleihebestände auf Marktwerte durchgeführt und erfolgreiche Kapitalerhöhungen vollzogen haben.

Aktien von Unternehmen mit einer größeren Marktkapitalisierung (Large Caps) ziehen wir aufgrund einer höheren Liquidität in unsicheren Zeiten vor. Kehrt das Vertrauen in die Märkte zurück, sollten sich zu Beginn der Erholungsphase Blue Chips besser entwickeln. Im Verlauf einer späteren Erholung an den Aktienmärkten würden wir jedoch Unternehmen der zweiten Reihe aus langfristiger opportunistischer Motivation ins Portfolio beimischen.

US-amerikanische Aktien sollten zu Jahresbeginn aufgrund der anhaltenden Risikoaversion der internationalen Investoren gegenüber europäischen Titeln zunächst weiter relativ profitieren. Findet bei der Präsidentschaftswahl ein Umschwung im Senat und im White House in Verbindung mit einer möglichen Deregulierung bei einer Stärkung der Marktkräfte statt, wäre dies positiv für Aktien. Im Falle einer Wiederwahl Präsident Obamas stünde dies wahrscheinlich im Zusammenhang mit einem Aufschwung am Arbeitsmarkt. Dies würde der Aktienmarkt ebenfalls positiv aufnehmen. Die günstige „Win-Win“-Situation dürfte zusätzlich unterstützt werden von hohen Ausschüttungen und Aktienrückkäufen. Belastend wirkt sich das Scheitern der jüngsten Verhandlungen um Einsparmöglichkeiten im Staatshaushalt aus.

Aktien aus den Emerging Markets stellen keine homogene Anlageklasse dar. Eine Unterscheidung nach dem Grad der weltwirtschaftlichen Verflechtung, nach dem Trend der Inflation und damit der Aussicht auf Änderungen des Leitzinses sowie nach den Wachstumsdynamiken erscheint vor dem Hintergrund stabilerer volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen erfolgversprechend. Der abnehmende Inflationsdruck ist insbesondere günstig für asiatische Aktien, wo die Zentralbanken fortfahren sollten, die Leitzinsen zu lockern. Der Risikoappetit scheint kaum existent. Die Bewertungen asiatischer Aktientitel befinden sich im langfristigen Durchschnitt rund 15 % unter ihrem langfristigen Preis-/Buchwert-Verhältnis. Wir empfehlen, in Erholungstendenzen Aktien aus China, Thailand, Südkorea, Taiwan sowie Russland, Türkei, Indien und Brasilien zu kaufen.

Bei der Aktienanlage verfolgen wir weiterhin einen aktiven und systematischen Top-Down-Ansatz. Aktien bleiben in ausgewogenen Portfolios ein wichtiger Bestandteil, dessen Höhe hinsichtlich der persönlichen Risikoneigung und der individuellen Risikotragfähigkeit des Anlegers angepasst werden muss.

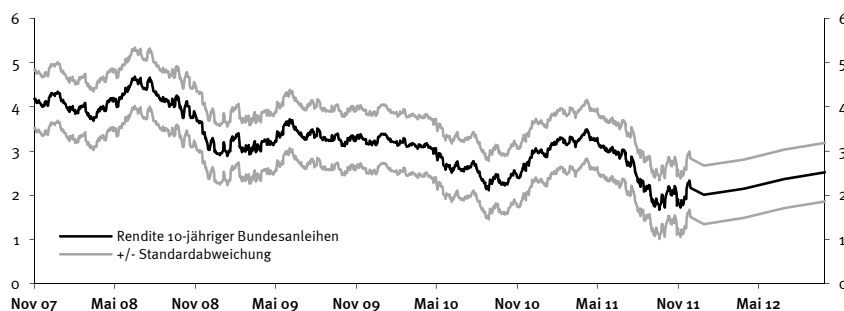
## II. Anleihen

Die europäische Schuldenkrise hat zu einem großen Vertrauensverlust in die Refinanzierungsfähigkeit einzelner Schuldner der Eurozone geführt. Vor dem Hintergrund weiterhin hoher Haushaltsdefizite wird die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen infrage gestellt.

Staatsanleihen der südeuropäischen Peripherie kamen aufgrund drohender Refinanzierungsprobleme und Herabstufungen der Bonitätsnoten durch Ratingagenturen dramatisch unter Verkaufsdruck. Die Abneigung vieler Investoren, in diesem Umfeld Risiken aufzunehmen, mündete in der Flucht in scheinbar sichere Häfen. Die Renditen deutscher Bundesanleihen fielen signifikant, während die geforderte Verzinsung der Staatsanleihen aus der Peripherie und später auch aus Teilen „Kerneuropas“ stetig anstieg. Auch die Renditen amerikanischer Treasuries fielen trotz des Verlusts des bestmöglichen AAA-Ratings deutlich, zum einen aufgrund der Flucht in Sicherheit, zum anderen aufgrund weiterer Käufe seitens der Federal Reserve.

Langlaufende deutsche Staatsanleihen sind vor dem derzeitigen Chance/Risiko-Profil und unter unserer Grundannahme der Vermeidung eines „Armageddons“ unattraktiv. Aus einer risikofreien Rendite ist ein renditefreies Risiko geworden. Die realen 10-Jahres-Renditen deutscher Bundesanleihen sind seit Mitte 2011 negativ. Wir rechnen damit, dass das Zinsniveau deutscher Bundesanleihen im Laufe des Jahres leicht ansteigt. Die Zinsstrukturkurve dürfte dabei steiler werden.

### Entwicklung deutscher 10-jähriger Staatsanleihen



Markterwartungen in %. Quelle: Bloomberg

Innerhalb europäischer Staatsanleihen erscheinen französische und österreichische Titel mit einer mittleren Laufzeit aussichtsreich. Interessant bleiben auch sogenannte Sub-Sovereign-Bonds, wie beispielsweise öffentliche För-

derbanken (KfW) oder supranationale Institutionen, wie die European Investment Bank oder die Weltbank, die ähnliche Risiken mit Renditeaufschlägen bieten.

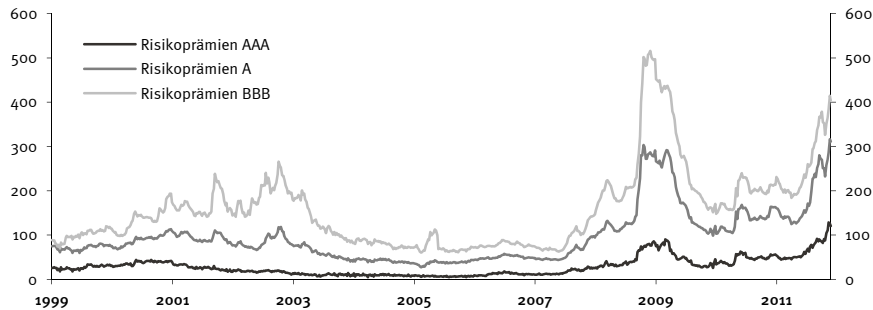
Abseits der als sicher geltenden Länder wie Deutschland, Niederlande und Finnland werden Anleihen jener europäischen Staaten in dem Maße Chancen bei vertretbaren Risiken bieten, in dem sich tragfähige Lösungen für die Schuldenkrise anbahnen. Das Streben der Politik, Zug um Zug Solidarität gegen Disziplin zu zeigen, macht ausgewählte Staatsanleihen der europäischen Peripherie wieder interessant.

Je wahrscheinlicher ein Abklingen der Euro-Krise wird, desto mehr dürften die in der Krise besonders gefragten deutschen Rentenpapiere unter Verkaufsdruck geraten. Verstärkt würde ein Ausverkauf von Bundesanleihen, wenn die EZB ein deutliches Signal setzte, indem sie massiv Staatsanleihen der Peripherie aufkaufte. Gleichzeitig entfachte dies eine Rallye bei den Staatsanleihen der Peripherie. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir, erste Positionen in italienischen, spanischen und irischen Anleihen kurzer und mittlerer Laufzeiten an schwachen Börsentagen selektiv aufzubauen.

Gleichwohl ist unsere Zuversicht gegenüber ausgewählten Staatsanleihen aus Südeuropa begrenzt. Es besteht die Gefahr, dass die Politik länger braucht, um die Euro-Krise in den Griff zu bekommen, und dass die EZB sich entsprechend lange in Zurückhaltung übt. Im Falle von enttäuschenden bis schlecht laufenden Auktionen im ersten Quartal, insbesondere italienischer, französischer und spanischer Titel, wären signifikante Kursverluste bei Anleihen aus Südeuropa die Folge.

Unternehmensanleihen mit einem Investment Grade-Rating bleiben attraktiv. Sie bieten im historischen Vergleich hohe Risikoaufschläge bei geringen Ausfallraten. Eine relativ gute Liquiditätsausstattung sowie eine konservative Investitionspolitik der Unternehmen wirken stützend. Ferner sollten Unternehmensanleihen von den perspektivisch verbesserten Konjunkturaussichten über 2012 hinaus sowie von einem erwarteten Einengen der Risikoaufschläge (Spreads) profitieren. Auf der Sektorebene empfehlen wir defensive und konsumnahe Titel aus europäischen Kernländern mit einem attraktiven Chance/Risiko-Profil. Daneben erscheinen auch Investments in ausgewählte Unternehmensanleihen der Peripherie aussichtsreich. Unternehmen, die einen hohen Umsatzanteil außerhalb der Peripherie generieren, stehen ebenfalls im Fokus.

### Unternehmensanleihen unterschiedlicher Bonität zu Staatsanleihen



In Basispunkten. Quelle: Bloomberg

### III. Wo ist der sichere Hafen?

Eine Anlageklasse, die als sicherer Hafen bezeichnet werden kann, gibt es nicht. Für risikolose Geldanlagen zahlt der Anleger nach Abzug der Inflation drauf. Wer jedoch sein Vermögen erhalten oder gar vermehren will, der muss Risiken eingehen. Aktien und Anleihen bleiben in ausgewogenen vermögensverwaltenden Portfolios weiterhin wichtige Bestandteile.

Der einzig sichere Hafen ist ein diversifiziertes Portfolio. Welche Anteile die einzelnen Assetklassen haben sollten, hängt von der persönlichen Renditeerwartung und der subjektiven Risikoneigung ab.

### IV. Kapitalmarktprognosen 2012

<b>Zinsen (in %)</b>		<b>Aktuell</b>	<b>Prognose Ende 2012</b>
USA	10 Jahre	2,06	3,30
Europa	10 Jahre	2,15	3,20

<b>Währungen</b>		<b>Aktuell</b>	<b>Prognose Ende 2012</b>
USA	EUR/USD	1,34	1,40
Europa	EUR/CHF	1,24	1,35

<b>Aktien</b>		<b>Aktuell</b>	<b>Prognose Ende 2012</b>
USA	S&P 500	1 255	1 370
Europa	DAX	5 987	7 000
	STOXX 50	2 324	2 620

<b>Rohstoffe (in US-\$)</b>		<b>Aktuell</b>	<b>Prognose Ende 2012</b>
Öl (Brent)		109	115
Gold		1 712	1 600

## **ANSPRECHPARTNER**

### **VOLKSWIRTSCHAFT**

Cornelia Koller	Tel. +49 (40) 350 60-198	<a href="mailto:cornelia.koller@berenberg.de">cornelia.koller@berenberg.de</a>
Michael Langer	Tel. +49 (40) 350 60-8165	<a href="mailto:hans-michael.langer@berenberg.de">hans-michael.langer@berenberg.de</a>
Wolfgang Pflüger	Tel. +49 (40) 350 60-416	<a href="mailto:wolfgang.pflueger@berenberg.de">wolfgang.pflueger@berenberg.de</a>
Dr. Jörn Quitzau	Tel. +49 (40) 350 60-113	<a href="mailto:joern.quitzau@berenberg.de">joern.quitzau@berenberg.de</a>
Dr. Holger Schmieding	Tel. +44 (20) 3207-7889	<a href="mailto:holger.schmieding@berenberg.com">holger.schmieding@berenberg.com</a>
Dr. Christian Schulz	Tel. +44 (20) 3207-7878	<a href="mailto:christian.schulz@berenberg.com">christian.schulz@berenberg.com</a>

### **PRIVATE BANKING**

Silke Krüger	Tel. +49 (40) 350 60-515	<a href="mailto:silke.krueger@berenberg.de">silke.krueger@berenberg.de</a>
--------------	--------------------------	--

### **INVESTMENT BANKING**

Strategic Advisory Dominic Hughes	Tel. +44 (20) 3207-7841	<a href="mailto:dominic.hughes@berenberg.com">dominic.hughes@berenberg.com</a>
--------------------------------------	-------------------------	--

### **COMMERCIAL BANKING**

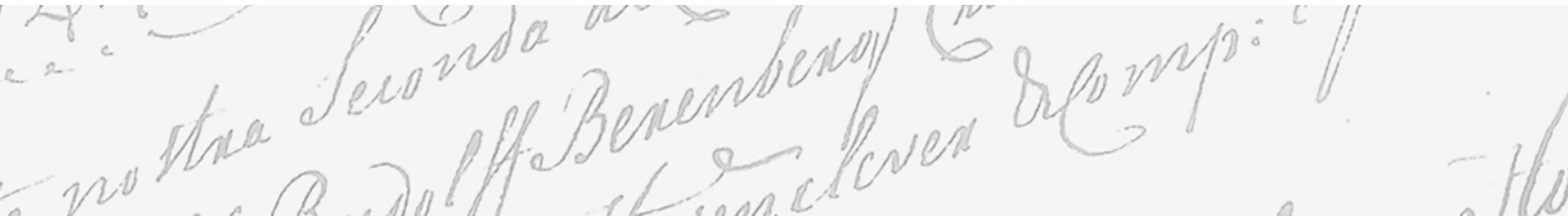
Andreas Schultheis	Tel. +49 (40) 350 60-441	<a href="mailto:andreas.schultheis@berenberg.de">andreas.schultheis@berenberg.de</a>
--------------------	--------------------------	--

### **ASSET MANAGEMENT**

Tindaro Siragusano	Tel. +49 (40) 350 60-713	<a href="mailto:tindaro.siragusano@berenberg.de">tindaro.siragusano@berenberg.de</a>
--------------------	--------------------------	--

Fax (040) 350 60-900

HAMBURG BIELEFELD BRAUNSCHWEIG BREMEN DÜSSELDORF FRANKFURT MÜNCHEN STUTT GART WIESBADEN GENF LONDON LUXEMBURG PARIS SALZBURG SHANGHAI WIEN ZÜRICH



BERENBERG BANK  
JOH. BERENBERG, GOSSLER & CO. KG  
NEUER JUNGFERNSTIEG 20  
20354 HAMBURG  
TELEFON +49 (40) 350 60-0  
TELEFAX +49 (40) 350 60-900  
WWW.BERENBERG.DE  
INFO@BERENBERG.DE

**400 JAHRE – ERFAHRUNG HAT ZUKUNFT**