

# QUARTERLY REVIEW

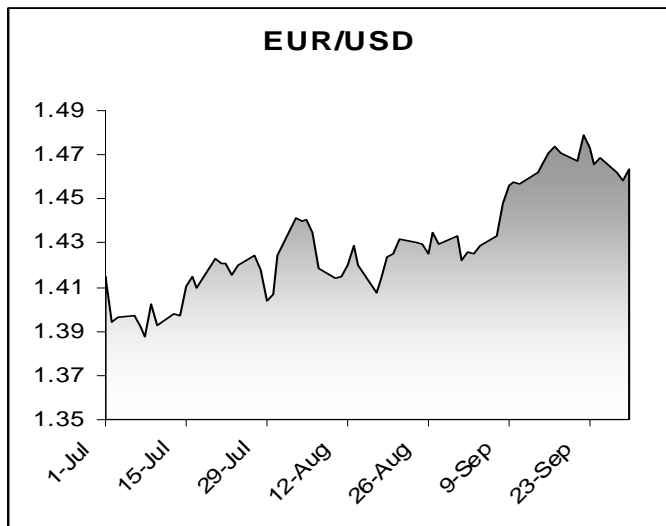
Eine vierteljährliche Marktanalyse von Rüesch International

Posted: 1 October, 2009



## EUR-Q3-Rückblick

Monat: +2.14%    Quartal: +4.29%    Lfd. Jahr: +4.63%



Zum Ende des dritten Quartals verbuchte der Euro wesentlich stärkere Gewinne gegenüber dem Britischen Pfund als gegenüber dem US-Dollar. Trotzdem notierte der Euro gegenüber dem USD auf dem höchsten Stand des laufenden Jahres, gegenüber dem Britischen Pfund „nur“ auf einem Fünfmonatshoch. Dies zeigt vor allem, wie volatil das Pfund in letzter Zeit war. Die enge Bandbreite von 1.5% gegenüber dem Schweizer Franken zeigt die Einflussnahme der Schweizerischen Nationalbank auf dieses Währungspaar. Gegenüber den meisten Währungen Osteuropas notierte der Euro im dritten Quartal auf einem Jahrestief, da Anleger wieder risikofreudiger wurden und in höher verzinsten Währungen wie den Polnischen Zloty, die Tschechische Krone und den Ungarischen Forint wechselten. Im dritten Quartal ist die Inflation der Eurozone zum ersten Mal seit ihrer Messung in den negativen Bereich abgerutscht. Das Kreditwachstum befindet sich ebenfalls auf einem Rekordtief, die Arbeitslosenquote stieg auf ein 10-Jahreshoch. Und mittendrin zeigten die BIP-Zahlen Frankreichs und Deutschlands das offizielle Ende der Rezession. Irlands Kreditwürdigkeit wurde herabgestuft. Das Land arbeitet aber eifrig an einer Reformierung des Bankensektors. Die Ausgabenpolitik war in ganz Europa weiterhin grosszügig, die Geldpolitik bleibt unangetastet.

Die EZB liess den Leitzins unverändert auf einem Rekordtief von 1.0% und kaufte weiterhin besicherte Anleihen im Wert von EUR 60 Mrd. Wie auch zum Ende des zweiten Quartals hat die EZB am 30. September eine 12-Monats-Anleihe über eine Auktion platziert, um die Banken mit Liquidität zu versorgen. Um den Prozess einer Normalisierung der Finanzmärkte zu starten, gab die EZB wie auch andere Notenbanken bekannt, man werde seine Engagements in USD-Swaps zurückfahren. Die Einschätzung zum Wachstum und der Inflation wurden beim

letzten Treffen der EZB nach oben korrigiert. Trichet bleibt vorsichtig optimistisch bezüglich der Wachstumsaussichten, und sagte eine ungleichmässige Erholung voraus. Bezüglich der Inflation seien die Risiken breit ausbalanciert, da die indirekten und administrativen Kosten zwar anstiegen, durch die schwache Wirtschaft aber wieder ausgeglichen würden. Auch der Rückgang der Kredite würde die Preise im Zaum halten.

## EUR-Ausblick

Die überraschende Wirtschaftserholung Deutschlands und Frankreichs wird in den kommenden Quartalen nur schwer zu halten sein. Eine Ernüchterung beim Ausblick für die Erholung der Weltwirtschaft könnte dem Euro im vierten Quartal schaden. Während die EZB ihre Wachstumsprognosen um 0.5% angehoben hat und damit ähnlich den Schätzungen des IWF und der OECD liegt, wird der Weg dahin laut Trichet recht holprig werden.

### Positive Faktoren

- Die EZB behält ihr Hauptaugenmerk auf die Inflationsbekämpfung gerichtet, was die Erwartungen für die Preisentwicklung realistisch erscheinen lässt.
- Die Industrie und die Erzeuger sollten weiter zulegen, da die Exportnachfrage weiter anzieht.
- Der massive Abbau von Lagerbeständen sollte von einer Aufstockung der Vorräte abgelöst werden, um den Aufschwung nicht zu verpassen.
- Das Finanzsystem erlangte seine Funktion zurück, auch wenn es von einer Normalisierung noch weit entfernt ist. Diese Verbesserungen haben in Europa wieder für Vertrauen gesorgt.

### Negative Faktoren

- Verbale und direkte Interventionen der EZB oder anderer Notenbanken begrenzen das Aufwärtspotential des Euros. Interventionen könnten möglich werden, wenn die Notenbanken eine ungeordnete Korrektur der globalen Ungleichgewichte vermuten würden.
- Die Gefahr von Bonitätsherabstufungen könnte den Euro weiter belasten.
- Eine „Double Dip“-Erholung könnte vor allem das Baltikum schwer belasten. Die drohende Gefahr von Staatsbankrotts im Baltikum oder die Abwertung lokaler Währungen könnte Panik in Europa auslösen, da vor allem schwedische Banken massiv im Baltikum investiert sind.
- Das Kreditwachstum sank auf Rekordtiefs. Gemäss einer EZB-Erhebung liegt dies aber an einer schwachen Nachfrage und nicht an strengeren Kreditvergaberichtlinien bei den Banken. Dennoch ist diese Entwicklung wenig vorteilhaft für das Geschäftsklima.

- Die steigende Arbeitslosigkeit bremst die Nachfrage aus.
- Trichet warnte eindringlich vor den steigenden Tendenzen eines Protektionismus und dessen Auswirkung auf die Wirtschaftsentwicklung der Eurozone.

### Fazit

Der Ausblick für den Euro geht gegenüber dem US-Dollar in die Nähe der psychologisch wichtigen Marke von 1.50, bevor er dann zum Ende des Quartals wieder schwächer notieren sollte. Solch ein Anstieg gegenüber der US-Währung würde vor allem auf einer grösseren Risikofreude basieren, was gleichzeitig auch zu zeitweisen Verlusten gegenüber den CEE-Währungen (mittel- und osteuropäische Währungen) führen könnte. Der Schweizer Franken wird ggü. dem Euro hilflos in den Fängen der Schweizerischen Nationalbank kleben, das diese mittels Interventionen einen Deflation bekämpfen will. Ein stabiler USD/GBP-Kurs im Angesicht eines schwächeren EUR/USD-Kurses sollte dem Pfund gegenüber dem Euro im Verlaufe des Quartals helfen.

Negative Faktoren, die den Euro wieder belasten sollten, könnten im vierten Quartal wieder starker wirken, da Anleger unsicher um die Nachhaltigkeit des weltweiten Aufschwungs werden. Alte, aber ungelöste Probleme wie die schwachen Bilanzen europäischer Banken, mögliche negative Entwicklungen im Baltikum und die Möglichkeit weiterer Bonitätsherabstufungen sollten mit sinkender Zuversicht und strauchelnden Aktienmärkten wieder ihren Weg an die Oberfläche finden.

Die Stimmungsindikatoren sprechen im Moment zwar eine andere Sprache, aber wenn die aktuelle Krise die Märkte eines gelehrt hat, dann, wie schnell die Stimmung kippen kann. Der deutsche Ifo-Geschäftsklimaindex, der 6 Monate in die Zukunft blickt, stieg auf Nievaus, die man in diesem Jahr noch nicht gesehen hatte. So warnte das Ifo-Institut auch Investoren, allzu optimistisch zu reagieren, denn im Angesicht steigender Arbeitslosigkeit und dem Auslaufen von Förderprogrammen steht die Erholung der Wirtschaft auf wackeligen Beinen. In Frankreich stieg das Geschäftsklima im Juli deutlich an, da wegen leerer Lager nun die Regale gefüllt werden mussten. Für die Eurozone stiegen die Stimmungsindikatoren im August und September und signalisierten ein Wirtschaftswachstum im dritten Quartal. Man rechnet damit, dass das Wachstum daher vor allem von der Vorratsbildung profitiert. Das Konsumentenvertrauen suggerierte ausserdem einen Nachfrageschub.

Deutschlands GfK-Konsumklimaindex stieg im September auf ein 15-Monatshoch und sollte im Oktober weiter anziehen. In Frankreich stieg der Index auf ein 19-Monatshoch, blieb aber im Vergleich mit historischen Daten relativ niedrig. Der Index für die Eurozone konnte sich im August ebenfalls verbessern. Diese Frühindikatoren korrespondieren allesamt mit den Einkaufsmanagerindizes.

Die Vorabschätzung des Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe deutet ein Niveau wie seit mehr als ein Jahr nicht gesehen an. Zwar noch immer im Bereich einer Kontraktion, aber verbessert, stiegen die Umfragen in den letzten 7 Monaten an. Im Dienstleistungssektor sieht man gemäss der Vorabschätzungen für September zum ersten Mal eine Expansion seit Mai 2008. Der zusammengesetzte Index stieg damit den zweiten Monat in Folge auf ein Wachstumsniveau.

Während die Einkaufsmanagerindizes die Stimmungsindikatoren positiv beeinflussten und die Wachstumsdaten Deutschlands und Frankreichs für das zweite Quartal einen massgeblichen Einfluss auf die Stimmung hatten, sollte es im kommenden Quartal schwer werden, diese Daten zu untermauern. Die BIP-Zuwächse der beiden Länder basierten vor allem auf privatem Konsum und Netto-Abschlüssen.

Der private Konsum könnte in Deutschland einen weiteren Boom erleben. Kanzlerin Merkel wurde für eine weitere Amtszeit gewählt, es wird aber Zeit, dass die FDP an ihrer Seite steht. Damit stehen weitere drastische Reformen bevor. Merkel versprach im Wahlkampf Steuersenkungen, ohne dafür aber einen Zeitrahmen zu setzen. Kurzfristig wolle man die Erbschaftssteuer und die Unternehmenssteuer angehen. Sollten diese Beschlüsse noch im vierten Quartal erfolgen, könnte dies einen weiteren Konsumschub auslösen.

Aber ein Land macht nicht die ganze Story. Der Konsum in der Eurozone zeigt, dass die Nachfrage noch immer schwach ist. Die Einzelhandelsumsätze für Juli (aktuellere Daten liegen bislang nicht vor) sanken im Monatsvergleich um 0.2%. Dies legt nahe, dass dieses Schneckentempo vor allem auf längerfristig gestreckte Käufe wie Autos zurückzuführen ist. Viele Regierungen hatten Programme wie die Abwrackprämie aufgelegt. Autos sind aber nicht Bestandteil der Einzelhandelsumsätze. Wie dem auch sei, die steigende Arbeitslosigkeit sollte der Nachfrage nicht dienlich sein.

Mit 9.5% hat die Arbeitslosigkeit in der Eurozone im Juli ein 10-Jahreshoch erreicht. Die Zahl der Erwerbslosen stieg auf 15.09 Millionen und sollte weiter wachsen. Wegen der schwächeren Bauindustrie haben Länder wie Spanien, Irland und Frankreich geradezu explosionsartige Sprünge erlebt. Während man von einer steigenden Erwerbslosigkeit ausgeht, sind die Einkommen überraschender Weise leicht gestiegen. Steigende Einkommen könnten den Negativeffekt steigender Arbeitslosigkeit auf die Nachfrage in etwa ausgleichen. Die Daten stocken zwar etwas, zumindest zeigen sie aber keinen Rückgang. Damit könnte weiteres Wachstum von den Netto-Abschlüssen kommen.

Die Industrieproduktion geht zurück, dies aber wesentlich langsamer, sodass Ökonomen bereits von einer Trendwende sprechen. Die Neuaufträge stiegen im Juli den zweiten Monat in Folge. Beide Entwicklungen legen nahe, dass sich die Eurozone im dritten Quartal aus der Rezession gekämpft hat. Dies ist ermutigend, zeigt aber auch, wie abhängig die Entwicklung von der Binnen- und Auslandsnachfrage ist. Hier bestehen aber weiterhin grosse Fragezeichen.

Die Konjunkturmassnahmen der Regierungen werden langsam auslaufen, die extreme lockere Geldpolitik sollte aber intakt bleiben und damit die Wirtschaft der Eurozone weiter stützen. Gemäss den EZB-Schätzungen sind die Inflationserwartungen wegen der anziehenden Rohstoffpreise gestiegen. Keine Frage, die Wirtschaft steckt in einer Flaute. Man erwartete bei den Konsumentenpreisen einen Rückgang, tatsächlich sah man aber einen Anstieg von -0.7% J/J auf -0.2%. Auch für die kommenden Monate rechnet man nun mit einem Ansteigen der Teuerung. Solch ein Anstieg könnte den Zins-Ausblick für die Eurozone verändern und wäre dann zum Ende des Quartals für den Euro förderlich.

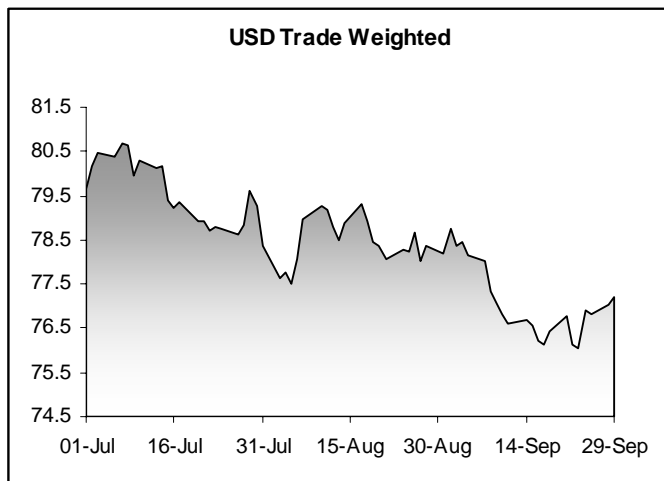
Der Euro sollte zunächst wegen einer steigenden Risikofreude fester notieren. Aber zur Mitte des vierten Quartals sollte die Stimmung an den Aktienmärkten kippen und sich der Zins-Ausblick in den USA verändern. Dies würde dann das

Aufwärtspotential des Euros bremsen. Ein Stimmungsabschwung sollte Ängste vor der Entwicklung im Baltikum wiederbeleben, was auf den Euro einen negativen Einfluss hätte. Die Angst vor einem Übergreifen auf andere Regionen würde aber wohl zuerst auf die Währungen Mitteleuropas wirken.



## USD Q3 Rückblick

Monat: -1.98%    Quartal: -4.56%    Lfd.Jahr: -5.80%



Zum Ende des dritten Quartals fiel der US-Dollar handelsgewichtet auf ein Einjahrestief. Die US-Währung wurde aus verschiedenen Gründen verkauft. Der Hauptgrund war aber sicherlich die gesteigerte Risikofreude der Anleger, nachdem die meisten Wirtschaftsindikatoren über den Erwartungen veröffentlicht wurden. Die Schlagzeilen wurden nun nicht mehr vom Untergang der Wirtschaft dominiert, sondern befassten sich mit Obamas Gesundheitsreform. Dieser Wechsel wurde vor allem während der guten Sommermonate vollzogen. Während die makroökonomischen Wachstumsdaten eine Verbesserung zeigten, verhielten sich die Inflationen ruhig und liessen so dem Offenmarktausschuss Raum, seine ultralockere Geldpolitik fortzuführen. Gegen Ende des dritten Quartals wurden die Märkte etwas unruhig, waren aber gefestigt genug, um den Jahrestag der Lehmann Brothers-Pleite auch ohne einen Kollaps zu erleben. Spekulationen, wonach das Geld, das die US-Regierung in das Finanzsystem geleitet hat, sich nun an den Aktienmärkten wiederfindet, sind weit verbreitet. Seit den Tiefständen im März hat der Dow Jones Industrial Average um mehr als 50% zulegen können. Dies war für die Stimmung eine riesige Stütze und sorgte auch für die Schwäche des Dollars und die allgemein gewachsene Risikofreude. Diese Risikofreude trieb Anleger auf der Suche nach einer hohen Rendite in Carry Trades, für die der USD nun die weltweit beliebteste Finanzierungswährung geworden ist.

Die US-Notenbank belies die Fed Funds Rate im dritten Quartal unverändert bei 0.00 – 0.25%. Ausserdem gab es keine Änderungen am Programm der quantitativen Lockerungsmassnahmen, wengleich die Fed nun für ihre Massnahmen eine Zeitrahmen gesetzt hat. Bis Ende Oktober, so die Fed, werde sie noch kurzfristige Staatsanleihen kaufen. Bis Ende März 2010 soll dann auch der Kauf von Schulden kriselnder

Hypothekenhäuser und mit Hypotheken gedeckter Sicherheiten beendet sein. Die Notenbank bestätigte den positiveren Ausblick für die US-Wirtschaft, wies aber gleichzeitig erneut auf die angespannte Lage der Konsumenten hin. Zu den Unternehmen befand die Fed, dass sich eine Verlangsamung des Arbeitsplatzabbaus und der Reduzierung der Lagerbestände ausmachen lasse. Die Finanzmärkte, so die Fed weiter, scheinen sich stabilisiert zu haben. Der Inflationsausblick sei eindeutig. Man befürchte keine Aufwärtsrisiken, solange ein substantieller Ressourcenabbau in der Wirtschaft auszumachen sei. Gemäss der Verlautbarung im September sieht die Fed die Zinsen auch weiterhin tief und für einen längeren Zeitraum unverändert. Ausserdem werde die Fed an ihrem Programm quantitativer Lockerungsmassnahmen festhalten und Justierungen vornehmen, sollte diese nötig sein.

## USD-Ausblick

Der US-Dollar könnte zunächst noch einmal deutlich unter Druck geraten, bevor ihm im vierten Quartal der Turnaround gelingen sollte. Die wachsende US-Verschuldung und Chinas Bestreben nach einer Ablösung des USD als Weltreservewährung sind zwei negative Faktoren. Diese werden auch nicht verschwinden, werden aber wohl überschattet von weiteren Zufluchtsbewegungen in den "sicheren Hafen" des USD und später dann von Dollar-Käufen wegen der Aussicht auf steigende Zinsen. Kurzfristige Spekulationen in Carry Trades werden aufgelöst werden müssen, was den Dollar weiter abstützen sollte.

### Positive Faktoren

- Während die US-Notenbank verspricht, die Zinsen für eine lange Zeit niedrig zu halten, könnte es sein, dass sie es nicht so lange kann, wie sie gern möchte. Dies würde ein Ende des US-Dollar als Finanzierungswährung für Carry Trades bedeuten.
- Steuerliche Hilfen werden den Eigenheimmarkt weiter stützen, was der Konsumentennachfrage helfen sollte.
- Der massive Abbau von Lagerbeständen sollte von einer Aufstockung der Vorräte abgelöst werden, um den Aufschwung nicht zu verpassen.
- Verluste an den Aktienmärkten nach den Unternehmenszahlen für das dritte Quartal können Zufluchtskäufe in den USD auslösen.
- Zum Ende des dritten Quartals sah man erste Anzeichen verbaler Interventionen. Offizielle Frankreichs äusserten ihr Missfallen der aktuellen EUR/USD-Niveaus, während der Chef der Bank of England zufrieden mit dem schwachen Pfund schien.

### Negative Faktoren

- China, Brasilien, Russland und eine Vielzahl anderer Nationen werden ihren Wunsch einer Diversifikation der Währungsreserven zu Lasten des US-Dollars und die Suche nach Alternativen nicht aufgeben.

- Das US-Haushaltsdefizit soll nach Berechnungen noch bis auf USD 9 Billionen während der nächsten 10 Jahre anwachsen.
- Der US-Dollar hat ein reziprokes Verhältnis zum Ölpreis. Ein schneller und unerwarteter Anstieg des Ölpreises würde den Ausblick für die US-Wirtschaft und somit den USD schwer belasten.
- Positive Nachrichten vom Finanzsektor könnten Zufluchtsbewegungen in den USD zum Versiegen bringen. Beispiele wären, wenn mehr US-Banken ihre Staatshilfen zurückzahlen würden, weitere Fortschritte im PIPP-Programm (staatl. Förderung erneuerbarer Energien in Eigenheimen) und starke Unternehmensgewinne im dritten Quartal.
- Die USA haben gerade Reifen aus China mit Importzöllen belegt. Weitere Spannungen im Handel zwischen beiden Staaten wären nicht nur schädlich für die Weltwirtschaft, sondern würden auch den USD belasten.

### Fazit

Die Märkte sprechen weiterhin vielstimmig, wenn es darum geht, wie die Wirtschaftserholung in den USA aussehen wird. Es gibt anhaltende Spekulationen, ob der Aufschwung in V-, W- oder L-Form verlaufen wird. Zusätzlich zu diesen Buchstaben haben Analysten nun noch das Zeichen für die Quadratwurzel oder die umgekehrte Quadratwurzel hinzugefügt. Von allen diesen Szenarien erscheint die Entwicklung in L-Form am unwahrscheinlichsten, es sei denn, man rechnet jegliches Wachstum, das auf Direktmassnahmen der US-Regierung basiert, heraus. Das Wachstum der Sommermonate basiert fast vollständig auf Sofortmassnahmen.

Erstmalige Zahlungsaufschübe bei Bundessteuern für Eigenheimkäufer, ein Abwrackprämien-Programm und massive Injektionen einer sehr gelockerten Monetär- und Fiskalpolitik haben die US-Wirtschaft und auch die Weltwirtschaft vor einem Kollaps bewahrt. Allerdings zeigen sich schwarze Wolken am Horizont, die die bislang erzielten Fortschritten stoppen und die positiven Aussichten kippen könnten. Die USA haben Reifenimporte aus China mit Einfuhrzöllen belegt. Das Letzte, was die US- und die Weltwirtschaft jetzt gebrauchen können, ist ein Handelskrieg, daher ist die jüngste Entscheidung der USA sehr riskant. China betrieb daraufhin diplomatische Bemühungen und brachte den Fall vor die Welt-handelsorganisation WTO, anstatt seinerseits Gefügelimporte aus den USA mit Strafzöllen zu belegen. Die Märkte zuckten kurz zusammen, die Geschichte sollte jedoch weiter verfolgt werden, um sicher zu sein, dass sich hier kein Konflikt verschärft. Ein schneller Ausstieg Chinas aus dem USD als Währungsreserve wäre für den USD eine Katastrophe. Eine solche Entwicklung muss man einkalkulieren, sollten die Spannungen zwischen beiden Lagern doch zunehmen. Hoffentlich tritt dies nicht ein, allerdings plant China sowieso ein Diversifikation seiner Währungsreserven und ein Handelskrieg mit den USA wäre ein willkommener Anlass.

So, wie die Diversifikationen der Devisenreserven längerfristig die Stärke des USD limitieren, sollte dies auch die Sorgen der Anleger um die massive US-Verschuldung bewirken. Die meisten der Rekordauktionen US-amerikanischer Kurzfristanleihen wurden bislang gut nachgefragt. Dies sind gute Nachrichten, zeigen sie doch, dass ausländische Investoren noch immer ein Interesse an US-Anlagen haben. Für

den Moment scheint eine Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits als erreichbar. Die Frage ist nur, ob das auch in Zukunft so sein wird, wenn nicht sofort Massnahmen zum Schuldenabbau ergriffen werden, sobald die Wirtschaftserholung intakt ist. Anschaulich ist das Verhältnis zwischen Verschuldung und dem BIP. Im Jahre 2008 lag die Neuverschuldung weltweit bei USD 54 Billionen: USD 14 Billionen werden den USA zugerechnet, 13 Billionen Grossbritannien. Wenn also Grossbritannien eine Herabstufung seiner Kreditwürdigkeit erfahren sollte, wäre auch eine Herabstufung der USA nicht weit. Dies sollte den langfristigen Ausblick für den USD ebenfalls trüben.

Auch kurzfristig lassen sich negative Faktoren für den USD ausmachen. Im vierten Quartal gab es bislang immer eine gesteigerte Nachfrage nach Heizöl. Diese winterbedingte Nachfrage könnte den Ölpreis ansteigen lassen. Auch dass sollte einen Anstieg des USD unterbinden, wenngleich der Aufbau der Rohöllagerbestände den jüngsten Preisauftrieb beim „schwarzen Gold“ gebremst hat.

So sieht sich der USD also längerfristig negativen Einflüssen ausgesetzt. Diese könnten aber im vierten Quartal noch weniger wichtig sein. Der kurzfristige Ausblick für den USD sieht ihn zunächst weiter unter Druck, um dann zum Jahresende wieder eine Erholung zu sehen. Das Quartal beginnt mit den Quartalsgewinnen der grossen Unternehmen. Der Dollar verlor bislang immer bei guten Nachrichten, die die Aktienmärkte anfeuerten und Investoren in riskantere Positionen gehen liessen. Daran sollte sich auch zu Beginn des vierten Quartals nichts ändern. Die Unternehmensgewinne sollten weiterhin die Wirtschaftserholung untermauern und so die Stimmung im positiven Bereich und den USD unter Druck halten. Makroökonomische Daten des dritten Quartals deuten gute Unternehmensgewinne an.

Man konnte im dritten Quartal einige signifikante Verbesserungen sehen. Der Einkaufsmanagerindex der Produzenten zeigte zum ersten Mal seit 19 Monaten wieder expansive Zahlen. Die Umfrage unter den Dienstleistern blieb im August zwar noch im kontraktiven Bereich, stieg aber zumindest auf Niveaus, die man im Laufe des Jahres nicht gesehen hatte. Die Einzelhandelsumsätze zeigten sich im August robust und verzeichneten den schnellsten Anstieg seit 3 ½ Jahren. Die Märkte wussten allerdings bereits, dass der August stark sein würde, da die Abwrackprämie stark genutzt wurde. Aber auch ohne die Auto-Verkäufe waren die Daten stark und zeigten eine zunehmende Nachfrage.

Der US-Regierung ist nicht entgangen, dass der US-Konsument wegen der schwachen Arbeitsmarktentwicklung anhaltend unter Druck steht. Jedoch gab es eine grosse Anzahl an Abschreibungen auf Lagerbestände, welche wieder aufgefüllt werden müssen. Die Annahme, dass diese Unternehmen wieder anfangen zu horten, könnte den geschwächten Konsumenten wieder auf die Beine helfen. Die Gesundheit der Konsumenten ist ein zentrales Thema, macht doch die Konsumnachfrage 70% des BIP aus. Im August zeigten die Frühindikatoren der Wirtschaft eine Verbesserung, nachdem sie zuvor zwei Monate in Folge gesunken waren. Das Konsumentenvertrauen stieg im August wegen der Hoffnung auf eine Erholung am Arbeitsmarkt. Auch dies wirkte sich positiv auf die Nachfrage aus. Auch die Erholung der Aktienmärkte trägt zur besseren Konsumentenstimmung bei. Gemäss einer anderen Umfrage bewegt sich das Konsumklima auf dem höchsten Stand seit Juli 2008.

Es gibt eine zweite schwere Last, die die US-Konsumenten mit sich rumtragen müssen, unabhängig von der Situation des Arbeitsmarktes. Dabei geht es um die nachhaltige Erholung des Marktes für Wohnimmobilien. Bei den schwebenden Hausverkäufen stieg die Zahl der Verträge im Juli auf ein Zweijahreshoch und zeigte gleichzeitig den sechsten Monat in Folge einen Anstieg. Die Zahlen sind jedoch etwas verfälscht, hat die US-Regierung doch einen Steueraufschub für Erstkäufer erwirkt. Bei den Neu-Immobilien stiegen die Verkäufe im August den fünften Monat in Folge, verfehlten aber die Markterwartungen. Die Verkäufe von Gebrauchtimmobiliien stiegen im Juli um 7.2%, im August aber wieder nur noch um 2.7%. Dies war der erste Rückgang in vier Monaten und könnte ein Ende der Erholung während des Sommers bedeuten.

Der Markt für Wohnimmobilien verzeichnet noch immer ein Überangebot. Das bedeutet nichts anderes, als dass sich viele Immobilien in der Zwangsversteigerung befinden. Wenn sich dieser Überhang weiter ausbreitet und die Steuervergünstigungen der Regierung wegfallen, könnten die Eigenheimpreise erneut fallen. Die Staatliche Steuervergünstigung läuft Ende November aus, wenn die Regierung keine Verlängerung beschliesst. Ohne eine solche Verlängerung würde der Eigenheimmarkt erneut abrutschen. Tritt dies ein, würde die Aktienmärkte entsprechend mit Verlusten reagieren, der USD wäre wieder die vermeintlich rettende Zuflucht und die Nachfrage würde anziehen.

Die Erholung des Immobilienmarktes erscheint stärker, als sie ist. Schaut man auf die S&P Case Schiller Hauspreisumfrage, schöpfen die Märkte Zuversicht. Ein anderer Bereich zeigt aber deutlich, dass sich nur die extremen Enden stabilisiert haben. Das ist wichtig, denn das obere Ende hat einen höheren Basispreis, von dem man ausgehen muss. Beim unteren Ende der Preisspanne handelt es sich vor allem um Investoren, die Immobilien in Zwangsversteigerungen erwerben. Die Bundesbehörde zur Eigenheimfinanzierung (FHFA) zeigte in einer eigenen Erhebung einen wohl realitätscheren Ausblick, und der ist nicht gerade optimistisch.

Der Markt für Wohnimmobilien ist nicht nur von der Konsumentenseite her wichtig, sondern kann auch als „giftiges Investment“, das noch immer in den Bilanzen der Banken schlummert, angesehen werden. Diese Investments sind noch nicht verschwunden, sie wurden nur durch neue Bilanzierungsregeln ausgelagert. Investoren werden diesen Fakt nicht einfach vergessen. Dies könnte dann zu Verkäufen von Finanztiteln führen, da Investoren bereits fürchten, wie die Banken mit den wachsenden Ausfällen von Unternehmenskrediten umgehen. Die Vorsitzende des US-Einlagensicherungsfonds (FDIC), Shelia Bair, sagte, sie werde nach gesunden Banken Ausschau halten, die mit liquiden Mitteln bei steigenden Insolvenzen helfen können. Sie sagte weiter, sie erwarte wegen der steigenden Ausfälle im Bereich der Unternehmensfinanzierungen und Finanzierungen bei kommerziell genutzten Immobilien, dass noch einige Banken bis zum Jahresende zahlungsunfähig sein werden.

Ein erneuter Vertrauensverlust des Finanzsystems oder eine erneute Schwäche des Immobilienmarktes wären wohl ausreichend, um die Aktienmärkte zu schwächen und Anleger wieder in den „sicheren Hafen“ des US-Dollars zu treiben. Die Märkte werden im vierten Quartal ohnehin etwas zittern, denn die Unterstützung durch die Regierung wird abnehmen. Die Fed hat bereits angekündigt, sie werde den Kauf von Kurzfristanleihen Ende Oktober stoppen, den Kauf von Schuldverschreibungen Ende März 2010.

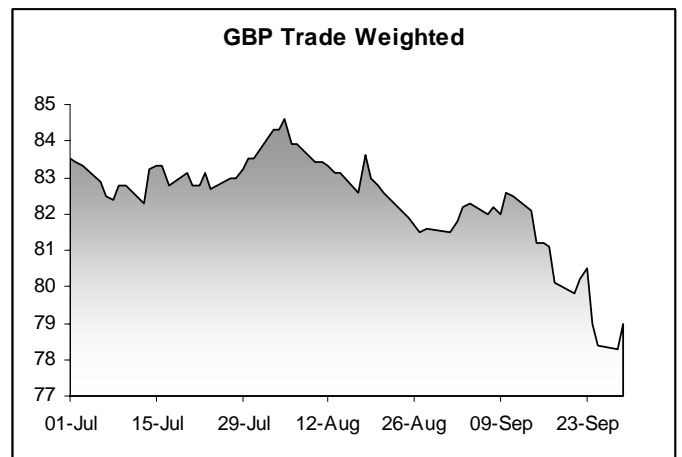
USD-Käufe unter dem Motiv der Zuflucht könnten sich dann in das Motiv des Zinsausblicks wandeln. Die Regierung wird sicherlich nicht all die harte Arbeit (Geld), die sie in die Wirtschaft gesteckt hat, verschwendet sehen wollen. Dies könnte bedeuten, dass es weiterhin Unterstützung für den Markt der Wohnimmobilien geben wird, wenn dieser tatsächlich wieder abrutschen sollte. Und wenn die FDIC es schafft, drohende Bankinsolvenzen geordnet abzuwickeln und die Wirtschaftsdaten eine Trendwende in der Zinspolitik andeuten, müssten Anleger ihre Carry Trade-Positionen wieder verlassen, um den steigenden US-Zinsen zu begegnen.

Ein Stimmungswchsel der Märkte ins Negative oder eine Wende im Ausblick auf die zukünftige US-Zinspolitik sollten einen weiteren Kursverfall des US-Dollars begrenzen. Doch nicht nur diese Faktoren sollten die US-Währung stützen. Weltweit sind Regierungen geneigt einzuschreiten und den USD zu stützen. Bereits zum Ende des dritten Quartals waren besorgte Stimmen aus Frankreich zu hören, die ihre Sorge über die aktuellen Niveaus des USD zum Ausdruck brachten. Der Chef der Bank of England seinerseits versuchte, die eigene Währung schwach zu reden, was dem USD ebenfalls half. Jedes weitere unkontrollierte Abrutschen der US-Währung würde von koordinierten Interventionen einer Vielzahl von Notenbanken begleitet sein, vor allem nach dem jüngsten G20-Gipfel. Nachdem dem Schulterchluss der G20 und der Bildung einer weltweiten Allianz zu zur Bekämpfung globaler Ungleichgewichte wäre es töricht von Investoren zu glauben, die Notenbanken würden nichts unternehmen, um einen Ausverkauf des US-Dollars zu unterbinden.



## GBP-Q3-Rückblick

Monat: -3.42%    Quartal: -6.20%    Lfd.Jahr: +6.10%



Der handelsgewichtete Index des Britischen Pfunds überschritt zu Beginn des dritten Quartals seinen Höhepunkt. Die Gewinne, die in der ersten Hälfte des Quartals gegenüber dem Euro, dem Yen und dem US-Dollar gemacht wurden, brachen zum Quartalsende wieder weg. Das Pfund profitierte zunächst von steuerlichen und geldpolitischen Stimulationsmassnahmen im grossem Umfang. Diese Massnahmen begannen sich langsam in der Realwirtschaft wiederzun, was den Ausblick für die britische Wirtschaft und die lokale Währung deutlich aufhellte. Die Inflationsdaten bewegten sich kaum von der Stelle. Der

Inflationsbericht der Nationalbank sah im August einen Teuerungsrückgang auf unter 1% im Herbst voraus, was nun weniger wahrscheinlich wirkt. Eine deutliche Zunahme des Umfangs der quantitativen Lockerungsmassnahmen der Bank of England zusammen mit wachsenden Sorgen um die öffentlichen Haushalte belastete wahrscheinlich die Fähigkeit des Pfundes, seine Gewinne gegenüber dem US-Dollar, dem Yen und dem Euro zu halten. Im August stieg die Verschuldung der öffentlichen Hand auf ein Rekordhoch von 57.5% des BIP, während das Haushaltsloch ebenfalls auf ein Rekordhoch schnellte.

Die Bank of England nahm im dritten Quartal keine Änderungen an ihrem Leitzins, der noch immer auf dem Rekordtief von 0.5% notiert, vor. Der Bericht zum Treffen des Währungspolitischen Ausschusses im August schockte die Händler und erhöhte den Verkaufsdruck im Pfund. Der Ausschuss gab im August bekannt, dass die Notenbank ihr Programm quantitativer Lockerungsmassnahmen um GBP 50 Mrd. ausweiten werde, was das Gesamtvolumen des Massnahmenpakets auf GBP 175 Mrd. anschwellen liess. Nicht nur, dass die Bank of England mit diesem Schritt überraschte – der zwei Wochen später veröffentlichte Bericht zeigte auch, dass die Entscheidung im Ausschuss nicht einstimmig gefallen war. Drei Mitglieder, unter ihnen auch der Notenbankvorsitzende, stimmten gar für eine noch deutlichere Ausweitung der Massnahmen in Höhe von GBP 75 Mrd. Die überraschende Anhebung und die Tatsache, dass das Volumen noch grösser hätte ausfallen können, schwächten das Britische Pfund.

## GBP-Ausblick

Der Ausblick für das Britische Pfund wird im vierten Quartal von zwei gegensätzlichen Kräften beeinflusst. Auf der einen Seite wird das Pfund durch all jene unter Druck geraten, die wegen der schlechten Situation der öffentlichen Haushalte um das AAA-Rating Grossbritanniens Bonität fürchten. Auf der anderen Seite werden die Notenbanken weiterhin an der Diversifizierung ihrer Währungsreserven arbeiten und Investoren die Vorteile des britischen Wirtschaftsausblicks nutzen wollen. Gegenüber dem US-Dollar ist daher eine Bodenbildung möglich, gegenüber dem Euro könnte das Pfund gar wieder verlorenen Boden gutmachen.

### Positive Faktoren

- Monetäre und fiskale Fördermassnahmen scheinen in der Realwirtschaft anzukommen. Premierminister Brown, Kanzler Darling und Notenbankchef King haben zugestimmt, die extrem lockere Monetär- und Fiskalpolitik fortzuführen, bis sich Zeichen einer substantiellen Erholung in Wirtschaftsdaten und einer höheren Inflation niederschlagen.
- Britische Banken haben einen grossen Aufwand betrieben, um Staatskredite zurückzuzahlen. Wenn einige Banken während der Rekapitalisierung weiterhin ihre Staatshilfen zurückzahlen, sollte dies weiteres Vertrauen an und in das Finanzsystem zurückbringen.
- Die Aktienmärkte zeigten eine Sechs-Monats-Rally, was für Zuversicht sorgte und die Konsumentennachfrage stärkte. Starke Unternehmensgewinne auch im dritten Quartal

könnten aus einer Bären-Rally einen substantiellen Aufwärtstrend werden lassen.

- Eine generell schwächere Landeswährung wird weiterhin für die Industrie und Produzenten vorteilhaft wirken.
- Unternehmen füllen ihre Lagerbestände weiter auf, was das Wachstum weiter anhebt. Umfragen wie Einkaufsmanagerindizes und Trendbarometer der Verbände stabilisieren sich weiter und Umfragen des Dienstleistungssektors dringen wieder tief in den expansiven Bereich vor.

### Negative Faktoren

- Die Wachstumszahlen werden weiterhin von schwachen Arbeitsmarktdaten hinabgezogen. Die Arbeitslosenquote stieg in Grossbritannien auf die höchsten Stände seit 1996 und soll nach neuesten Schätzungen noch weiter steigen.
- Die Regierung plant, in den nächsten Jahren von einem defizitären Haushalt zurück zu einem Überschusshaushalt zurückzukommen. Beschleichen die Märkte aber Zweifel an der Einhaltung dieses Versprechens, gerade vor den Parlamentswahlen in 2010, könnte Britanniens AAA-Rating aufs Spiel gesetzt werden.
- Globale Ungleichgewichte halten weiter an und könnten die Nachhaltigkeit einer Erholung gefährden, im Speziellen, wenn diese Ungleichgewichte ungeordnet aufgelöst werden.
- Eine geringe Kreditvergabe der Banken deutet auf einen angespannten Kreditmarkt hin, was einer Wirtschaftserholung ebenfalls im Weg steht.
- Strengere Regulatorien und die angekündigte Steuer auf Finanztransaktionen schwächen ebenfalls eine Erholung der Wirtschaft.

### Fazit

Der Aufwärtstrend, der sich im Pfund im zweiten Quartal gegenüber dem US-Dollar, dem Yen und dem Euro abzeichnete und bis zur ersten Hälfte des dritten Quartals anhielt, wurde zunächst durch die Stabilisierung und die Verbesserung makroökonomischer Daten gestützt, bevor zwei Entwicklungen ihn stoppten. Diese Entwicklungen sollten auch im vierten Quartal die Möglichkeit weiterer Gewinne des Pfundes gering halten. Zunächst gibt es wachsende Sorgen um die öffentlichen Finanzen, die das Kreditranking Grossbritanniens gefährden. Und zweitens wirkte die lockere Währungspolitik der Bank of England versorgend. Jüngste Kommentare des Notenbankchefs King und der August-Bericht der letzten Notenbanksitzung legen nahe, dass es noch weitere Stimulationsmassnahmen geben könnte. King legte in dem Bericht nahe, dass die Notenbank über eine Senkung des Einlagenzinses diskutierte, was man im Bericht der September-Sitzung jedoch vermisste. Ausserdem war King einer der drei, die im August für eine stärkere Ausweitung der Lockerungsmassnahmen votiert haben. Im Bericht der September-Sitzung wird deutlich, dass die drei Mitglieder zwar weiterhin ihre Meinung vertreten, aber letztendlich dann doch für ein einstimmiges Urteil sorgten, als man beschloss, die Massnahmen zunächst unverändert zu lassen.

Die wachsende Wahrscheinlichkeit, dass die Bank of England die Gelddruckmaschinen wieder hochfährt, indem sie ihr Anlagentrückkaufprogramm modifiziert oder sie die Gehälter bei den Banken limitiert, haben das Pfund auf eine Fünfmonatstief gegenüber dem Euro getrieben. Die Märkte haben begonnen, ihrer Positionen am Zinsausblick für Grossbritannien und die Eurozone auszurichten. Der gegensätzliche Ausblick bevorzugt klar den Euro, da Händler auf Zinsvorteile aus sind. Die Zweiteilung der Aussichten spricht klar für den Euro, aber EZB-Präsident Trichet sagte bereits, dass das vierte Quartal holprig verlaufen könnte. Dies könnte die adäquate Beschreibung des Pfund-Ausblicks gegenüber dem Euro und anderen Haupthandelswährungen für das vierte Quartal sein.

Die zweite wirkliche Sorge an den Märkten ist das wachsende Haushaltsdefizit und die zunehmende Verschuldung. Rating-Agenturen haben bereits in der Vergangenheit deutlich gemacht, dass das AAA-Rating Grossbritanniens nicht unantastbar sei. Eine Herabstufung der britischen Kreditwürdigkeit würde für das Pfund den hilflosen Absturz bedeuten. Premierminister Brown sagte, die Regierungsausgaben müssten überschaubar bleiben. Ausserdem plane er, die Ausgaben und die Neuverschuldung auf ein verträgliches Niveau zurückzuführen. Jedoch bewirken Ausgabenstopps und Steueranhebungen vor einem Wahljahr nicht gerade Wählerstimmen, weshalb in den Augen mancher Spekulanten die Lage weiterhin prekär bleibe. Nicht zu vergessen ist die Tatsache, dass die Zahlen stark schwanken und man zunächst noch düstere Werte erwarten kann, bevor es irgendwie besser wird.

Die geringeren Steueraufkommen werden für das Haushaltsloch im August verantwortlich gemacht. Die Steuereinnahmen sanken in der Zeit von April bis August um 12% im Jahresvergleich, während die Einnahmen aus Unternehmensgewinnen um 33% zurückgingen. Banker-Boni zu begrenzen hilft hier auf der Gewinnseite kaum, auch die verstärkte Regulation sollte hier wenig bringen. Der Mittelbedarf der öffentlichen Hand liegt etwa doppelt so hoch wie im selben Zeitraum des Vorjahres. Die Verschuldung der öffentlichen Hand liegt bei 57.5% des BIP, ein Rekordhoch, was sich noch ausweiten sollte.

Doch wie immer hat die Geschichte des Britischen Pfund zwei Seiten und die andere Seite besteht nicht nur aus Untergangsszenarien. Die jüngst veröffentlichten Wirtschaftsdaten geben den Ton an den Märkten und für den Wirtschafts- und Inflationsausblick an. Dies sollte vor allem diktieren, in welche Richtung die monetären und fiskalen Massnahmen im vierten Quartal gehen. Die Makroökonomischen Daten sind besser als zu Beginn des Jahres, doch Unsicherheiten bleiben. Auch die Inflationszahlen zeigen eine gewissen Beharrlichkeit. Sogar die Bank of England selbst sagte, ihr August-Bericht sehe die Preisentwicklung zu pessimistisch.

Der Britische Industrieverband gab bekannt, dass sich die Wirtschaft Grossbritanniens im dritten Quartal aus der Rezession befreit habe und man rechne für 2010 mit einem spürbaren Aufschwung. Der Einkaufsmanagerindex der Erzeuger stieg im Juli über die kritische Marke von 50 Punkten, was einen wachsenden Sektor kennzeichnet, fiel dann aber im August wieder unter die Marke von 50 und damit wieder in den Bereich des Wirtschaftsrückgangs. Der Anstieg im Juli basierte auf einer verbesserten Auftragslage, der Rückgang im August kann auf den Arbeitsplatzabbau zurückgeführt werden. Schaut man auf den Ausstoss der Hersteller im Juli, sieht das Bild schon etwas rosiger aus. Die Leistung stieg um 0.9%, was den

grössten monatlichen Anstieg seit 1 ½ Jahren bedeutete. Die Zunahme lag vor allem an einem Anstieg der Automobilproduktion, die von der britischen Abwrackprämie profitierte. Dieses Stützungsprogramm mag zwar beendet sein, die geldpolitischen und fiskalen Massnahmen sollten einer weiteren Wachstumsentfaltung aber helfen.

Der Ausblick für Geschäftsinvestitionen könnte wahrlich besser sein, zumal die jüngsten Daten zur Geldmittelversorgung zeigten, dass sich die jährliche Wachstumsrate von Unternehmen ausserhalb der Finanzindustrie zum ersten Mal seit einem Jahr positiv zeigte. Unternehmen halfen dem Wachstum vor allem durch das Auffüllen ihrer Lager, die zuvor in der ersten Jahreshälfte massiv abgebaut worden waren. Doch letztendlich braucht es auch Käufer der nun neu gehorteten Waren, denn diese Art von Wachstum ist ohne den Konsumenten nicht nachhaltig.

Den Beweis für ein Anziehen der weltweiten Nachfrage brachte die Handelsbilanz im Juli. Vergleich zu den Niveaus des Vorjahreszeitraums half vor allem das schwache Pfund, die Exporte anzuschieben. Diese legten im Monatsvergleich so stark wie noch nie in diesem Jahr zu. Das Handelsbilanzdefizit verringerte sich dank des Exportanstiegs um 5% im Monatsvergleich bei einem Importanstieg von 3.5% gegenüber dem Vormonat. Der Quartalsbericht der Bank of England berichtete es und Notenbankchef King verkündete es: die globalen Ungleichgewichte behindern den längerfristigen Ausblick für das Britische Pfund. Kings direkte Äusserungen können als seine Form der Intervention an den Devisenmärkten betrachtet werden.

Die CIPS-Umfrage für den Dienstleistungssektor könnte der bessere Ort sein, um Zeichen eines Wachstums zu finden. Die Umfrage zeigte, dass dieser Wirtschaftsbereich im Juli und August expandierte. Die Nachfrage durch die Konsumenten verbesserte sich im Sommer überraschend. Die monatlichen Einzelhandelsumsätze enttäuschten. Betrachtet man aber den Zeitraum der gesamten drei Monate bis August, so war ein Anstieg von 1.2% zu sehen. Dies war der stärkste Anstieg seit März 2008.

Die Konsumenten fanden Unterstützung in steigenden Aktienmärkten und anziehenden Eigenheimpreisen. Der FTSE ist seit den Tiefständen im März um 40% angestiegen. Eine Studie zeigte ausserdem, dass das Konsumverhalten der Bürger stärker an die Entwicklung der Eigenheimpreise gekoppelt ist, als zuvor gedacht. Daher stimmen die Informationen, dass die RICS-Hauspreiserhebung zum ersten Mal seit zwei Jahren eine positive Entwicklung zeigt, mehr als positiv. Gleichzeitig vermeldete Halifax den geringsten Preisrückgang bei Immobilien seit einem Jahr. Der Britische Bankenverband gab bekannt, dass die Zahl der bewilligten Hypotheken gegenüber dem August des letzten Jahres um 81% angestiegen ist. Die Besserung an den Aktienmärkten und im Immobiliensektor sorgen für Vertrauen unter den Konsumenten. Gemäss Nationwide stieg das Konsumentenvertrauen auf ein Einjahreshoch und die Preise für Wohneigentum stiegen so schnell wie seit 2 ½ Jahren nicht mehr. Diese Vertrauensindikatoren gelten als Frühbarometer für die Aktivität in 6-9 Monaten.

Die Frage, ob die positive Stimmung an den Aktienmärkten vor allem auf den Geldspritzen der Regierung beruhen, lässt sich nicht beantworten, solange die Aktienmärkte weiter steigen. Anleger könnten schnell unruhig werden, wenn die Regierung ihre Konjunkturmassnahmen zurückfährt und die

Unternehmensgewinne sich nicht in den Aktienkursen widerspiegeln. Ausserdem gilt eines zu beachten, wenn es um den Markt für Wohnimmobilien geht. Die Eigenheimpreise stiegen zwar über die Niveaus von vor einem Jahr. Man muss aber auch berücksichtigen, dass die Preise noch immer 170% über denen von 1997 liegen, während die Einkommen in dieser Zeit nur um 55% angestiegen sind.

Trotz der Unterstützung der Konsumenten durch stiegende Aktienmärkte und Hauspreise, gibt es etwas, das ein grosses Loch in die Geldbörsen reiss: die Arbeitslosigkeit. Die Arbeitslosenquote stieg auf die höchsten Stände seit 1996. In den drei Monaten bis Juli waren 2.47 Millionen Menschen ohne Arbeit. Man erwartet gar, dass ihre Zahl auf bis zu 3 Mio ansteigen kann, bevor es zu einer Bodenbildung kommt. Ausserdem wirkt der angespannte Kreditmarkt negative auf die Konsumenten.

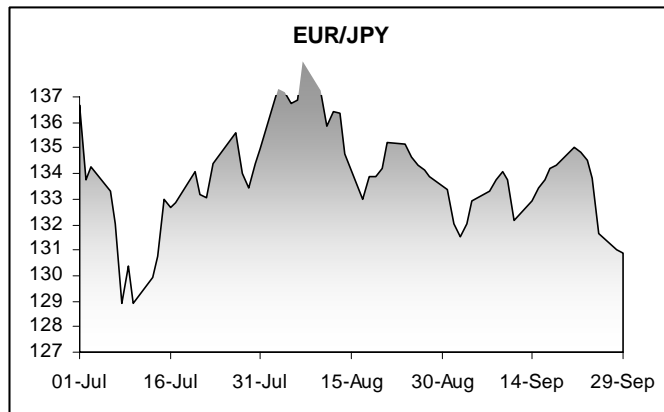
Doch nicht nur die Arbeitslosigkeit nimmt zu. Die Einkommen, inklusive Boni, zeigten im Juli einen Anstieg von 1.7% im Jahresvergleich. Sinkende Einkommen werden einen Preisdruck auslösen. Die Konsumentenpreise erlebten eine Trägheit, wie sie im Inflationsbericht für August gar nicht vorhergesehen wird. Der Preisanstieg, der nach dem Verfall des Pfundes vor gut einem Jahr zu sehen war, könnte in den nächsten Monaten verschwinden. Ein Sprung der Konsumentenpreise könnte die Bank of England überraschend treffen. Momentan gibt es zwar noch genug wirtschaftliche Schwierigkeiten, die ein Ausufern der Inflation verhindern. Allerdings gibt es das Risiko steigender Rohstoffpreise, eines Wegfalls der Mehrwertsteuersenkung und der bislang erwarteten Absenkung der Energiepreise. Dies könnte die Bank of England zwingen, sich eher als erwartet von ihrer lockeren Zinspolitik zu verabschieden. Ein Näherrücken einer Zinsanhebung oder des Endes der quantitativen Lockerungsmassnahmen könnte das Pfund dann abstützen.

Der Ausblick sowohl für das Wirtschaftswachstum wie auch den britischen Konsumenten ist recht unsicher. Damit bleibt die weltweite Nachfrage die einzige Antwort auf die Frage nach der Nachhaltigkeit des britischen Wirtschaftswachstums. Ob sie wollen oder nicht – Anleger müssen die Erholung in den USA bei der Betrachtung der britischen Erholung mit berücksichtigen. Auf der Inflationsseite könnte ein Preisanstieg die Bank of England schneller von ihrer bisherigen Politik abbringen, als man gemeinhin denkt. Je näher das Datum für den Ausstieg aus den ganzen monetären Zuwendungen rückt, umso eher richten sich die Blicke auch wieder auf die Verschuldung und Unterdeckung. Alles zusammen sind die das Pfund beeinflussenden Faktoren recht ausgeglichen, was zu einer baldigen Bodenbildung gegenüber dem USD und Gewinnen gegenüber dem Euro führt, da die Eurozone ihren holprigen Weg der Erholung nicht verlassen wird.



## JPY-Q3-Rückblick

Monat: -1.52%    Quartal: -2.95%    Lfd.Jahr: +3.41%



Der Japanische Yen verbuchte deutliche Gewinne gegen Ende des dritten Quartals. Die Gewinne waren breit unterfüttert durch Unternehmensgewinne, die wieder ins Land geführt wurden. Ausserdem war der Yen als "sicherer Hafen" gefragt. Der Yen erreichte ein 5-Monatshoch gegenüber dem Pfund, ein 2-Monatshoch gegenüber dem Euro und ein 8-Monatshoch gegenüber dem US-Dollar. Lässt man den Ausgang der Wahlen im dritten Quartal, als die LDP zum ersten Mal seit 50 Jahren ihre Macht abgeben musste, einmal weg, gab es nur wenig Erschütterndes für den Yen. Die politische Instabilität führte zunächst zu einer Schwächung des Yen. Als die DPJ aber die Macht übernommen hatte, zeigte der Yen eine Gegenreaktion. Der Yen setzte seinen Aufwärtstrend fort. Die DPJ machte auch gleich klar, dass sie die Reservefunktion des US-Dollar überdacht wissen wolle und eine gemeinsame Währung Asiens anstrebe.

Die Bank of Japan hielt im ersten, zweiten und dritten Quartal an ihrer gelockerten Währungspolitik fest und belies den Leitzins unverändert bei 0.1%. Parallel dazu hielt die Notenbank auch ihren quantitative Lockerungsmassnahmen fest. Dies beinhaltete den Kauf von JGBs, Commercial Papers und Unternehmensanleihen. Zusätzlich wurden spezielle USD-Fonds und JPY-Fonds aufgelegt, um die Finanzierung der Unternehmen zu stärken. Die Bank of Japan sagte, ein Teil der Liquiditätsnachfrage sei zurückgegangen, was eine Erholung der Märkte andeute. Zusätzlich zu dieser Geldpolitik legte Japan Steuerprogramme auf, deren Volumen bei etwa USD 150 Mrd. liegt, was sich bereits in der Wirtschaft ausmachen lässt.

## JPY-Ausblick

Für den Japanischen Yen werden Gewinne, die im dritten Quartal gesehen hat, nur schwer zu realisieren sein. Das Finanzministerium stellte klar, im Falle einer exzessiven Yen-Aufwertung direkt intervenieren zu wollen. Man erwartet eine Schwäche des Yen zu Beginn des vierten Quartals, wenn für gewisse Zeit die Zufluchtskäufe abnehmen und einheimische Anleger vermehrt im Ausland investieren, um höhere Zinsen auszunutzen.

## Positive Faktoren

- Ein Anstieg der öffentlichen Investitionsausgaben sollte den Yen im vierten Quartal stützen, auch wenn dieser Anstieg vor allem Regierungsausgaben widerspiegelt.
- Aus- und inländische Unternehmen bauen ihre Kapazitäten wieder aus, nachdem zuvor im ersten Halbjahr die Lagerbestände auf Rekordniveau abgebaut wurden. Japans Exporten werden zum Jahresende Zuwächse prognostiziert.
- Die Produktion sollte mit der Zunahme der Exporttätigkeit steigen. Bislang war der Zuwachs stärker als von der Notenbank erwartet.
- Die Finanzsysteme zeigen wieder eine gewisse Stabilität, was Unternehmen ermutigen sollte, ihre vom Abschwung gezeichneten Geschäftsinvestitionen hochzufahren.
- Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, China und Indien, zeigen Wachstumsraten, die der Stimmung der ganzen Region und Japans Exporten helfen sollten.

## Negative Faktoren

- Das Finanzministerium interveniert im Namen der Notenbank und der neue Finanzminister hat bereits verlautbaren lassen, man werde bei einer starken Aufwertung des Yen einschreiten.
- Trotz der Machtübernahme durch die DPJ bleibt die weitere politische Ausrichtung unklar. Man sagt, die DPJ verwerfe die Privatisierung der Post, obwohl man Jahre dafür gerungen hatte. Passiert dies, könnte der Anleihe- und Aktienmarkt kollabieren. Die DPJ wäre gezwungen, ihr Wort zu brechen und neue Schulden aufzunehmen.
- Die Arbeitslosenquote notiert auf einem 5-Jahreshoch und man prognostiziert noch höhere Niveaus. Gleichzeitig schwinden die Haushaltseinkommen. Die Konsumenten werden von zwei Seiten attackiert, was der Nachfrage schaden könnte.
- Da Japan so stark exportabhängig ist, hängt ein Wirtschaftsaufschwung vor allem an der Entwicklung der G20. Die weltweite Erholung ist weiterhin ungewiss. Dies könnte Unternehmen zusätzlich verunsichern und so den Ausblick auf steigende Geschäftsinvestitionen deutlich mindern.

## Fazit

Wenn man die Stärke des Yen zum Ende des dritten Quartals in den richtigen Kontext setzt, wird die Richtung für das vierte Quartal klar. Lässt man das vergangene Jahr einmal aussen vor, wurde der Yen nicht auf diesen Niveaus gehandelt seit vor über 10 Jahren die Asien-Krise begann. Bedenkt man, dass der Yen also nahe eines 10-Jahreshochs notiert, sollten weitere Gewinne schwerer möglich sein. Aber als „sicherer Hafen“ ist er noch immer gefragt, was die Risiken eines Kursverfalls aberfalls begrenzen sollte.

Die Verbesserung der Weltwirtschaftslage führt dazu, dass Anleger wie Unternehmen noch immer Geld ins Ausland senden, um höhere Renditen zu erzielen. Dies wollte zu Beginn

des vierten Quartals passieren, wenn die gesteigerten Unternehmensgewinne die Aktienmärkte anschieben, was eine natürliche Aufweichung der Stärke des Yen zur Folge hätte. Diese Schwäche könnte zum Jahresende wieder weg sein, wenn die Unsicherheit wieder wächst und Anlager aus Liquiditätsgründen wieder in den Yen gehen.

Ebbe und Flut der Nachfrage nach einem „sicheren Hafen“ werden auch weiterhin die treibende Kraft hinter den Kursbewegungen des Yen sein. Aber auch der Wirtschaftsausblick und die finanz- und steuertechnischen Entscheidungen werden zunehmend für den Yen-Verlauf relevant. Positive Wirtschaftsnachrichten werden aber nur dann positiv für den Yen sein, wenn er seinen Status als Zufluchtswährung abschütteln kann.

Bezüglich der Zinspolitik bleibt der abnk of Japan gar nichts anderes übrig, als die Zinsen weiterhin so niedrig zu halten. An den Märkten spekuliert man, dass es vor März 2011 keine Zinsanhebung geben werde. Japans Wirtschaft scheint weiter in die Deflation abzurutschen. Japans Konsumentenpreise fielen im August im Kern um 2.4% J/J. Diese neuesten Daten zeigen, dass die Nationalbank mit einem zu geringen Preisdruck zu kämpfen hat. Doch nicht nur die Konsumentenpreise sinken. Die Grosshandelspreise fielen mit -8.5% J/J stärker als erwartet. Die bank of Japan erwartet noch für die nächsten zwei Jahre eine Deflation.

Eine Deflation ist ein ernstes Problem für die Wirtschaft, denn Konsumenten wie Unternehmen schieben Pläne für Anschaffungen hinaus, da sie weiter sinkende Preise erwarten. Die Nationalbank sieht den Preisrückgang als eher kurzfristig an und schieb die Schuld vor allem auf die Preisschwankungen des Öls im letzten und diesem Jahr. Dies mag tatsächlich ein Grund für die sinkenden Preise sein, doch würde eine Senkung der Mineralölsteuer, wie sie Japans Regierung plant, diese Bewegung nur noch verstärken. Ausserdem erlebte Grossbritannien bereits einen hohen Grad an Preisverfall infolge seiner schwachen Währung. Umgekehrt könnte es Japan passieren, und der stärkere Yen würde ein dickes Fragezeichen für die Preisentwicklung in den kommenden Monaten aufwerfen.

Da man auch längerfristig keine Zinsänderung in Japan erwartet, besteht kein Zinsvorteil für Anleger, weshalb eine Aufwertung des Yen längerfristig begrenzt sein sollte. Anleger könnten bei einem besseren Wirtschaftsausblick jedoch Gelder aus dem Ausland zurückholen und in den heimischen Aktienmarkt investieren.

Bei der Konsumnachfrage rechnet man nicht mit einer baldigen Erholung. Die Arbeitslosenquote wird Konsumenten abschrecken. Doch auch in der Boom-Phase in 2007 sind die Einkommen um 16% gesunken. Man erwartet noch geringer einkommen, da Unternehmen in schwierigen zeit eher auf Temporär- als auch Permanentanstellungen setzen. Mit einer Arbeitslosenquote auf einem 5 ½-Jahreshoch und sinkenden Einkommen ist kaum eine Erholung der Nachfrage durch die Konsumenten zu erwarten. Auf der anderen Seite könnte der Konsument auch denken, dass ein Ende seines Verzichts naht, besonders wenn sich die Industrie wieder erholt. Das Konsumentenvertrauen stieg zuletzt 7 Monate in Folge.

Öffentliche Investitionsprojekte halfen im zweiten Quartal, Japan aus der längsten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg zu ziehen. Die Rekordsumme von USD 150 Mrd. floss in die Wirtschaft. Japans neue Regierung hat nun weitere

Investitionen in Aussicht gestellt. Die Frage ist nur, ob und wann diese Mittel fliessen werden.

In Japan geht gewöhnlich ein eProduktionsanstieg mit einem Exportanstieg einher. Die Auftragseingänge stiegen um 2.1% im Juli. Man erwartet auch für August positive Zahlen. Wäre dem so, entspräche dies dem sechsten Anstieg in Folge. Der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes stieg im August mit 53.6 in den expansiven Bereich. Beim Tankan-Bericht der Bank of Japan für das dritte Quartal erwartet man im Teil der grossen Produzenten einen Index bei -33, was deutlich besser als das Vorquartal mit -44 wäre.

Während die Produktion anzieht, könnte sie im vierten Quartal etwas ins Stocken geraten. Es scheint, dass die Exporte leicht zurückgehen und eine Unsicherheit bleibt. Werden die Unternehmen weltweit ihre Warenbestände wieder aufbauen, nachdem im ersten Quartal so massiv abgebaut wurde? Im August fielen die Exporte gegenüber dem Juli um 0.7%. Die Stärke des Yen gilt als grösster Faktor des Rückgangs. Die Bank of Japan und viele Ökonomen sehen darin keinen neuen Trend.

Die schwachen Geschäftsinvestitionen behindern weiter einen allzu rosigen Ausblick auf die Wirtschaftsentwicklung. Die Unternehmen werden hier vielleicht mit wachsenden Exporten investitionsfreudiger. Bislang zeigen alle Wirtschaftsdaten einen Schrumpfungsprozess, wenn es um die Investitionen geht. Im zweiten Quartal gingen sie um ein Rekordniveau zurück. Für das dritte Quartal sieht der Ausblick nicht besser aus. Die Bestellungen für Maschinen ging im July auf ein Rekordniveau zurück. Ausserdem sank die Kreditvergabe der Banken im August auf ein Jahrestief.

Die politische Unsicherheit könnte wieder etwas zunehmen und den Yen negativ beeinflussen. Die neue Regierung muss beweisen, wie ernsthaft sie die Privatisierung der Post angeht. Ausserdem erhöht sie die Chancen auf einen Anstieg der Kreditversicherungen, was die DPJ ja eigentlich abbauen wollte. Die DPJ brachte ausserdem die Anhöhung der Mindestlöhne um 40% in den nächsten vier Jahren auf die Agenda, was die Gewinne der Unternehmen deutlich verringern könnte. Dies könnte verhindert werden durch politische Veränderungen, die Japans Wirtschaft weniger exportabhängig machen. Längerfristig könnte man verstärkte Bemühungen um eine pan-asiatische Währung sehen, was den Status des USD als Reservewährung weiter in Frage stellen könnte. Politische Veränderungen destabilisieren die Märkte für gewöhnlich, was den Yen belasten sollte.

Der Yen muss einige grosse Hürden nehmen, um im vierten Quartal zu bestehen, bevor eine wirkliche wirtschaftliche Erholung einsetzt. Aber die Daten verändern sich und vielleicht profitiert der Yen schon bald von einem Ausblick bald steigender Zinsen und einer stärkeren Wirtschaft. Dennoch sollten politische Unsicherheit, schwache Geschäftsinvestitionen, geschwächte Konsumenten und Unsicherheit bezüglich der Exportentwicklung den Yen so belasten, dass er ausser als "sicherer Hafen" nur wenig gefragt sein wird.

*Die Informationen in diesem Dokument stammen aus Quellen, die Ruesch International als zuverlässig einschätzt. Trotzdem kann Ruesch International keine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben übernehmen. Die Angaben auf dieser Seite sind weder ein Kaufs- noch ein Verkaufsangebot einer Fremdwährung. © Ruesch International, llc 2008 © Copyright Ruesch International, Inc. 2009. Ruesch International LLC, Wertstrasse 2, Postfach 8021 Zurich, Schweiz. Ruesch International ist Mitglied der Selbstregulierungsorganisation VQF.*

## Bevorstehende Notenbanksitzungen

### Oktober

- 08 EZB-Regierungsratssitzung
- 08 Bank of England – Geldpolitischer Ausschuss
- 14/30 Bank of Japan – Sitzung des Vorstandes

### November

- 04 US-Notenbank – Fed-Offenmarktausschuss
- 05 EZB-Regierungsratssitzung
- 05 Bank of England – Geldpolitischer Ausschuss
- 20 Bank of Japan – Sitzung des Vorstandes

### Dezember

- 03 EZB-Regierungsratssitzung
- 10 Bank of England – Geldpolitischer Ausschuss
- 10 Schweizer Nationalbank – Geldpolitischer Ausschuss
- 16 US-Notenbank – Fed-Offenmarktausschuss
- 18 Bank of Japan – Sitzung des Vorstandes