

# QUARTERLY REVIEW

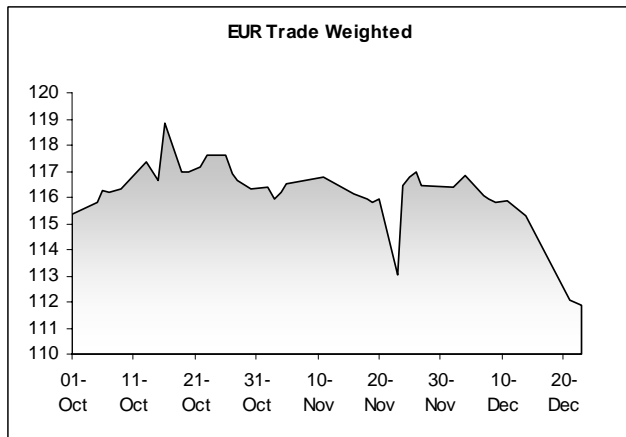
Eine vierteljährliche Marktanalyse von Rüesch International

veröffentlicht: 04. Januar 2010

## EUR Q4 Zusammenfassung



Monat: -4.0%    Quartal: -3.09%    Jahresvergleich: -3.16%



Während des vierten Quartals wurde der Euro gegenüber dem Britischen Pfund in einer Bandbreite von 3% und gegenüber dem Schweizer Franken mit einer Bandbreite von 1% (bis zum Ende des Quartals) gehandelt. Gegenüber den mitteleuropäischen Währungen fielen die Schwankungen deutlicher aus. Auf handelsgewichteter Basis erreichte der Euro seinen Höhepunkt zu Beginn des Quartals. Die Sorge um mögliche Kreditausfälle im Baltikum hatte einen stärkeren Einfluss auf Währungen der mitteleuropäischen Wachstumsländer, da man ein Übergreifen auf diese Regionen befürchtet. Gleichzeitig bremst dies aber auch mögliche weitere Gewinne des Euro. Die Sorgen der Investoren nahmen deutlich zu, als sich alle Aufmerksamkeit auf Kreditausfälle in Dubai lenkte, denn Anleger fürchteten ein stärkeres Engagement europäischer Banken in der Golf-Region. Zusätzliche Belastung erfuhr der Euro durch die Bonitäts-Herabstufungen Griechenlands zweier Rating-Agenturen, während Spanien durch eine andere Agentur ebenfalls herabgestuft wurde. Verbesserte Wirtschaftsdaten wurden schliesslich zum Quartalsende als treibende Kraft hinter den Euro-Bewegungen durch wachsende Sorgen um die Risikopositionen europäischer Banken und die teilweise massive Verletzungen des Stabilitätspakts durch die Mitgliedsstaaten der Eurozone abgelöst. Die Ratifizierung des Lissabon-Vertrages zur EU-Verfassung hatte nur einen geringen Einfluss auf den Euro, könnte aber längerfristig wegen der gewachsenen politischen Stabilität positiv wirken.

Die EZB liess auch im vierten Quartal den Leitzins unverändert auf dem historischen Tief vom 1%. Trichet blieb weiterhin vorsichtig optimistisch bezüglich der Aussicht auf eine Erholung der Wirtschaft im Euroraum. Er warnte aber gleichzeitig vor einem "holprigen" Prozess. Während die Zentralbank die Zinsen nun seit Mai 2009 nicht mehr verändert hat, signalisierte sie gleichzeitig den Beginn eines Liquiditätsabzugs von den

Finanzmärkten. Die Exit-Strategie der EZB begann mit der letzten Begebung einer einjährigen Fazilität. Gleichzeitig gab die EZB die letzte Begebung eines Sechs-Monats-Tenders für Ende März bekannt. Bezüglich des Wirtschaftswachstums bleibt die Zentralbank weiterhin besorgt wegen möglicher Negativfolgen des Abschwungs, möglicher Schocks durch steigende Rohstoffpreise und eine Zunahme protektionistischer Massnahmen. Gleichzeitig ist sich die EZB darüber im Klaren, dass die verbesserten Wirtschaftsdaten auf den Zyklus der Lagerbestände, durch die staatlichen Förderprogramme noch angeheizt, zurückzuführen sind. Die Inflationsdaten der Eurozone kehrten im letzten Quartal auf Jahresbasis zwar wieder in positive Regionen zurück, eine Zunahme des Drucks durch steigende Preise sollte aber durch niedrige Löhne, den starken Euro, Überkapazitäten und eine geringe Konsumentennachfrage verhindert werden.

## EUR-Ausblick

Investoren werden ihren Blick weiterhin weg von verbesserten Wirtschaftsdaten und hin zur Fiskalpolitik der einzelnen Mitgliedsstaaten der Eurozone wenden. Die sogenannten "PICS" (Portugal, Irland, Griechenland und Spanien) werden viel mehr Ausgabendisziplin an den Tag legen müssen, um Anleger zu beruhigen, gerade auch, wenn die Sorgen um Kreditausfälle im Baltikum oder dem Nahen Osten wieder ein Thema werden. Die Angst vor einem Übergreifen der Ausfälle wird die Fähigkeiten des Euro zu stärkeren Gewinnen zu Quartalsbeginn beschneiden. Auf der einen Seite könnte die starke Hand der EZB bei der Bekämpfung der Inflation zur Quartalsmitte den Euro beflügeln, wenn sich die Teuerung wieder dem Zielbereich der Zentralbank nähert. Andererseits könnten Investoren dieses Verhalten als zu streng und der Politik zu ähnlich ansehen. Man befürchtet, die EZB könnte mit ihrer strikten Geldpolitik unnötige Risiken für eine Wirtschaftserholung heraufbeschwören.

### Positive Faktoren

- Die EZB behält ihre Glaubwürdigkeit als die Instanz zur Inflationsbekämpfung, was die Preiserwartungen dämpfen wird.
- Die anziehende Exportnachfrage wird die Industrie und das verarbeitende Gewerbe in der Eurozone beflügeln.
- Man rechnet mit einer Ablösung des massiven Abbaus der Lagerbestände durch ein Auffüllen der Lager, da der Konjunkturzyklus wieder an Fahrt gewinnt.
- Das Finanzsystem wurde wiederhergestellt, auch wenn es sich noch nicht normalisiert hat. Die Erholung bewirkt eine Aufleben der Zuversicht in ganz Europa.

### Negative Faktoren

- Während die Glaubwürdigkeit der EZB intakt ist, wird sich das Gremium einem zunehmenden Druck nach Signalen einer baldigen Zinsanhebung ausgesetzt sehen. Dies könnte gerade auch deswegen passieren, weil die EZB den Einfluss der lockeren Finanzpolitik der EU-Regierungen auf die Wirtschaft auszugleichen versucht.
- Die Gefahr weiterer Herabstufungen der Bonität einzelner Staaten innerhalb der Eurozone könnte die Möglichkeit des Euro zu Gewinnen stark einschränken.
- Eine Wirtschaftserholung, der ein weiterer Rezessionsschub vorausgeht, wäre für das Baltikum gefährlich. Die Angst vor Kreditausfällen und Währungsabwertungen im Baltikum könnte dann ein Umfeld übereilten Handelns erzeugen, da vor allem Schwedens Banken massive Risikopositionen in dieser Region besitzen.
- Das Kreditwachstum fällt weiterhin auf Rekordtiefstände.
- Die steigende Zahl der Arbeitslosen wird die schwache Konsumnachfrage behindern und zwingt die Volkswirtschaften der Eurozone immer tiefer in einen exportabhängigen Wirtschaftsausblick.
- Trichet hat ausdrücklich vor den Gefahren für eine Wirtschaftserholung durch eine Zunahme protektionistischer Tendenzen gewarnt.

### Fazit

“Der Ausblick für den Euro gegenüber dem US-Dollar stellt sich so dar, dass er zunächst die psychologische Marke von 1.50 testen wird, bevor er wieder verliert.” Diese in der letzten Marktanalyse getroffene Aussage war korrekt. Weitere Verluste sind zumindest zu Beginn des ersten Quartals möglich. Die Verluste des Euro gegenüber dem US-Dollar sollten dabei gross genug sein, um auch anderen Haupthandelswährungen Gewinne gegenüber dem Euro zu erlauben. Ein positiverer Ausblick für die Weltwirtschaft sollte den mitteleuropäischen Währungen gegenüber dem Euro helfen. Der schwächere Ausblick für die Schweizer Wirtschaft sollte jedoch dafür sorgen, dass der Euro seine zu Beginn des Quartals auftretenden Verluste gegenüber dem Schweizer Franken wieder abbauen kann. Zwei Hürden gilt es aber für die mitteleuropäischen Staaten zu nehmen: ein wachsender und bislang nicht zu beziffernder Schuldenberg und Wahlen. Neben Polen und Ungarn hält auch Tschechien in diesem Jahr Wahlen ab. Dies könnte zu einem gewissen Grad an Unsicherheit führen und die lokalen Landeswährungen im Quartalsverlauf belasten.

Herabstufungen staatlicher Bonität und die Angst davor waren der Wendepunkt für die Entwicklung des Euro im letzten Quartal. Die Risikopositionen europäischer Banken im Nahen Osten und im Baltikum werden weiterhin die Stimmung belasten. Weitere Herabstufungen innerhalb der Währungsunion sind nicht auszuschliessen. Die Rating-Agenturen Fitch und Moddy's haben Griechenland im letzten Jahr herabgestuft, Spanien erlebte einen solchen Schritt durch die Agentur S&P.

Während es Belege dafür gibt, dass sich Deutschland und Frankreich aus der Rezession befreit haben, ist der Beleg einer Nachhaltigkeit dieser Erholung nicht einfach zu finden, wie EZB-Präsident Trichet jüngst warnte. Die Wachstumszahlen haben

geschwankt und die Eurozone bleibt weiterhin abhängig von den Exporten und dem Zyklus der Lagerbestände. Ohne eine Belebung der Nachfrage wird die Aufstockung der Lagerbestände nur ein kurzlebigen Phänomen bleiben.

Die gute Nachricht ist, dass die Stimmung beim grössten Exporteur der Eurozone positiv ist. Im Dezember stieg Deutschlands Ifo-Geschäftsklimaindex auf ein 17-Monatshoch, nachdem die Bundesregierung ein Paket mit Steuersenkungen verabschiedet hat. Auch die Einkaufsmanagerindizes zeugen von einer gewissen Stärke. Die Schätzungen für das verarbeitende Gewerbe legten im Dezember so stark wie 21 Monaten nicht zu, der Wert für die Dienstleister kletterte auf ein Zweijahreshoch.

Jedoch repräsentieren die besseren Umfragen und Stimmungsindikatoren nicht die gesamte Eurozone. In Frankreich zeigte der Geschäftsklimaindex erste Schwächen und die Einkaufsmanagerindizes machten deutlich, dass die Firmen weiterhin Arbeitsplätze abbauen. Ausserdem zeigen die Umfragen auch, wie stark die Unterschiede in den einzelnen Ländern sind. Vergleicht man die Wachstumsentwicklung Deutschlands mit Spanien, sieht man, dass sich in Spanien der Wirtschaftsabschwung sogar noch verschärft hat.

Die Umfragen mögen eine positive Stimmung und ein moderates Wachstum zeigen, doch gibt es einige Herausforderungen, die es zu meistern gilt. Die Daten zur Industrieproduktion verfehlten bislang die guten Umfragen. Der Rückgang bei den Konsumgütern belastete die Industrieproduktion der Eurozone. Die Konsumenten befinden sich wie im Kälteschlaf und lassen so die Wirtschaftserholung in den Händen des Exports und des Lagerzyklusses.

Die Einzelhandelsumsätze der Eurozone kann man bestenfalls als farblos bezeichnen. Es gab Hoffnung, dass die Einzelhandelsumsätze, die die durch staatliche Förderprogramme gestützten Automobilabsätze nicht einschlüssen würden, anziehen würden. Doch dies war nicht der Fall. Die jüngsten Absatzzahlen zeigten eine flache bis fallende Kurve. Der schwache Ausblick für den Arbeitsmarkt ist dabei nicht förderlich. Schätzungen von Ökonomen gehen für die Eurozone von einer Arbeitslosenquote bei 11% in 2010 aus.

Bezüglich des Wachstums warnte die EZB davor, dass Langzeitfolgen der Krise, Schocks durch steigende Energiepreise und zunehmender Protektionismus einige Risiken bergen. Basierend auf einer wirtschaftlichen Analyse kann man bestenfalls von einem holprigen Weg der Erholung ausgehen, was kurzfristige Gewinne des Euro begrenzen sollte.

Schaut man auf die monetäre Situation der Wirtschaft, bestehen weiterhin Anzeichen einer schwachen Wirtschaft. Die Daten zur Geldmittelversorgung waren zum ersten Mal in der Geschichte negativ, während die Kreditaufnahme des privaten Sektors weiterhin rückläufig ist, wenn auch mit geringerer Geschwindigkeit. Die EZB machte deutlich, dass es im eigentlichen Sinn keine “Kreditkrise” gibt, die Nachfrage aber wegen des unsicheren Ausblicks schwach ist. Dies wird wahrscheinlich eine Erholung der Lagerbestände, die nur als temporär angesehen wird, verhindern. Die Unternehmen kehrten vor allem zu ihrer Profitabilität wegen Kostenreduzierungen und Restrukturierungen zurück, doch der Ausblick bezüglich der weltweiten Nachfrage bleibt ungewiss.

Die Handelsbilanz des Novembers belegte trotz des starken Euro die schwache Konsumentennachfrage, als die Importe

schneller als die Exporte zurückgingen. Die jüngsten Handelsdaten zeigen eine schrittweise Erholung. Dies ist aber nur von Dauer, wenn die Auslandsnachfrage weiter wächst.

Während der Ausblick für das Wachstum ungewiss ist, könnte der Fall des Euro durch steigende Inflationszahlen etwas abgefangen werden. Dies würde den Zinsausblick für die EZB verändern. Die Vorabschätzungen der Inflation im Dezember gehen von einer Teuerung bei 1% aus, was eine deutlich Abkehr von den zuletzt im Negativen notierenden Zahlen wäre. Zwar geht man nicht davon aus, dass die Inflation bald den Zielbereich der EZB von 2% überschreiten wird, wenn aber die EZB ihre Glaubwürdigkeit als Bekämpfer der Inflation beibehalten will, muss ihre Sprache in Bezug auf die Zinsen aggressiver werden. Dies würde den Fall des Euro begrenzen.

Die Konsumentenpreise könnten einen Anstieg erleben. Der Druck durch hohe Gehälter und hohe Energiekosten bleibt aber moderat. Zusätzlich werden in der Eurozone momentan nicht alle Ressourcen auch tatsächlich gebraucht. Dies sollte den Inflationsdruck mildern. Diese drei Faktoren werden die Sorgen um in naher Zukunft höhere Konsumentenpreise im Rahmen halten.

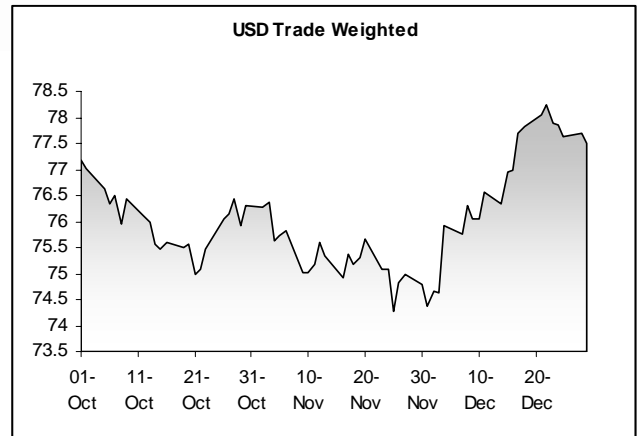
Doch die EZB könnte sich selbst in einer eher unvorteilhaften Lage sehen. Die Zentralbank könnte in eine Position gedrängt werden, wo sie die Geldpolitik straffen muss, um der steuerpolitischen Verantwortungslosigkeit zu begegnen. Die Ausstiegsstrategien für die aussergewöhnlichen Lockerungsmassnahmen sind längst entwickelt. Im letzten Monat endete der einjährige Tender, im März wird der sechsmonatige Tender enden. Die Beendigung dieser Stützungsmaßnahmen wird als Vorbote einer Zinsanpassung gesehen.

Das Wachstum wird in der Eurozone weiterhin in kleinen Schritten auf einem holprigen Weg erfolgen. Schwache Wirtschaftsdaten gepaart mit Sorgen um den Bonitätsverlust ganzer Staaten werden Gewinne des Euro begrenzen. Ein Anziehen der Konsumentenpreise könnte den Fall des Euro umkehren, da die EZB dann von ihrer sehr lockeren Zinspolitik Abstand nehmen muss. Die EZB hat sich einen Ruf als Inflationsüberwacher erarbeitet. Daher ist die Gefahr gross, dass sie dann als zu aggressiv angesehen wird. Dies würde die Erholung des Euro verhindern und ihn im Quartalsverlauf weiter schwächen.

## USD Q4 Zusammenfassung



Monat:	+3.63%	Quartal:	+0.4%	Jahresvergleich	-4.64%
--------	--------	----------	-------	-----------------	--------



Handelsgewichtet notierte der US-Dollar zur Quartalsmitte auf einem Jahrestief und erlebte eine deutliche Erholung zum Quartalsende, da Investoren die Währung zu ihrer Nummer Eins zur Finanzierung von Carry Trades erkohren. Die Anleger fühlten sich durch den Offenmarktausschuss und die G20 ermutigt, da diese deutlich machten, dass die Fördermassnahmen nicht zurückgezogen würden, bevor eine Wirtschaftserholung nachhaltig wäre. Der Verkaufsdurch bei schwachen Finanzdaten und wachsenden Sorgen um die steigende Verschuldung zeigten aber auch beim US-Dollar Spuren. Bessere Wirtschaftsdaten wurden wenig beachtet, da Anleger diese vor allem durch staatliche Hilfsmassnahmen begründet sahen. Die Inflation blieb weiterhin moderat. Eine Reihe von Ereignissen sorgte zum Ende des Quartals dann dafür eine Kurserholung. So zeigten Gewinnmitnahmen, Sicherheitszuflüsse und ein veränderter Ausblick des Offenmarktschausschusses Wirkung.

Der Offenmarktausschuss liess den Leitzins im vierten Quartal unverändert bei 0.00 – 0.25%. Bei Fragen zur weiteren Entwicklung seiner lockeren Massnahmen verwies der Ausschuss immer wieder auf einen "gedehnten Zeitraum". Gleichzeitig fuhr die US-Notenbank ihre Stützungskäufe von Schuldverschreibungen um 25 Mrd. US-Dollar zurück. Zur selben Zeit sah man eine steigende Konsumnachfrage. Die Fed blieb aber zuversichtlich bezüglich der weiteren Inflationsentwicklung und schätzte den Preisdruck als gering ein, da der Ressourcenverbrauch niedrig war. Durch Angabe der genauen Richtwerte durch die Fed war den Märkten dann klar, was es zu einer Beendigung der lockeren Geldpolitik benötigt. Zum Ende des Quartals legte die Fed umgekehrte Rückkaufvereinbarungen fest und gab bekannt, sie wolle eine Festgeld-Fazilität auflegen, um das zuvor in das Finanzsystem gepumpte Geld wieder abziehen. Dies wird als Vorbote erster Zinsschritte angesehen.

## USD-Ausblick

"Der US-Dollar könnte zunächst weitere Verluste erleben, bevor sich sein Ausblick im weiteren Quartalsverlauf verbessert." Dies war der Ausblick für das vergangene Quartal. Und während auf diese Bewegung lang gewartet werden musste, was die Geschwindigkeit der Kurserholung dann das Warten wert. Dieses Momentum treibt den Dollar auch noch zu Beginn des ersten Quartals. Danach könnte die Dollar-Stärke eine sich selbst erfüllende

Prophezeiung sein, da sich der Zinsausblick verändert hat. Dennoch sollte es sich dabei um keine Einbahnstrasse handeln. Zur Quartalsmitte steht eine weitere Schuldenausweitung zur Abstimmung, was den Fokus zurück auf die Schulden und Defizite zurücklenken könnte und dem Dollar Schaden zufügen könnte. Zum Ende des ersten Quartals könnten geopolitische Unsicherheiten die Nachfrage nach dem "sicheren Hafen" US-Dollar wieder erhöhen.

#### Positive Faktoren

- Zuversichtlich stimmende Wirtschaftsdaten bringen den Ausstieg der Fed aus ihrem Lockerungsprogramm näher. Ein solcher Ausstieg wird als Vorbote von Zinsschritten angesehen.
- Steuerliche Hilfsmassnahmen werden den Eigenheimmarkt weiterhin stützen, was die Konsumnachfrage lebendig hält. Zu Weihnachten gab die US-Regierung bekannt, den beiden Eigenheimfinanzierern Freddie und Fannie uneingeschränkte Kredite zu gewähren, trotz deren Verluste.
- Der massive Abbau von Lagerbeständen wird weiterhin durch ein Auffüllen der Bestände abgelöst, da sich Unternehmen auf eine Wende im Warenkreislauf vorbereiten. Die steuerlichen Fördermassnahmen erleben im ersten Quartal ihren Höhepunkt, was den Unternehmen weiterhin Zuversicht geben wird.
- Die Quartalsgewinne sollten im vierten Quartal über den Erwartungen veröffentlicht werden, da die Fördermassnahmen den Ausblick aufhellen. Die umgekehrte Relation des US-Dollars zu den Aktienmärkten sollte gebrochen werden.
- Jeglicher bewaffneter Konflikt, der den Nahen Osten erschüttern könnte, würde Sicherheitszuflüsse in den US-Dollar auslösen.

#### Negative Faktoren

- China, Brasilien, Russland und ein paar andere Staaten werden weiterhin interessiert sein, ihre Währungsreserven zu diversifizieren und sich nach Alternativen zum US-Dollar umsehen.
- Das US-Haushaltsdefizit und die Verschuldung werden im Februar einmal mehr im Fokus stehen, wenn der Kongress die Schuldengrenze erneut anheben muss. Die Maximalverschuldung wurde in den letzten 18 Monaten viermal auf 12.394 Billionen US-Dollar angehoben.
- Übrig gebliebene TARP-Gelder wurden aus gutem Grund zurückbehalten. Denn die US-Regierung fürchtet einen weiteren Schock für die Finanzmärkte, diesmal seitens der Geschäftsimmobilien.
- Die Zahlungsunfähigkeit am Markt für Wohnimmobilien könnte im ersten Quartal wieder zunehmen und damit die Ängste bestätigen, dass die bislang erlebte Erholung des

Marktes keine Substanz hat. Auch Zinsanhebungen könnten eine Erholung gefährden.

- Die USA haben Reifenimporte aus China 2009 mit Extra-Zöllen belegt und haben erst jüngst über selbiges bei Stahlimporten vorgeschlagen. Eine Zunahme der Handelsspannungen zwischen den USA und China würde nicht nur den weltweiten Aufschwung gefährden, sondern auch den US-Dollar belasten.
- Momentan sieht es auf dem Arbeitsmarkt nach einer Erholung aus, allerdings gibt es mehr als 5 Millionen Arbeitslose, die nicht mehr in der Statistik aufgeführt sind. Verbessert sich die Wirtschaftssituation und die Unternehmen beginnen, wieder Leute einzustellen, tauchen diese 5 Millionen wieder in der Arbeitslosenstatistik auf, sobald sie wieder einen Job suchen.

#### Fazit

Die umgekehrte Relation des US-Dollars zu den Aktien- und Rohstoffmärkten hat sich im vierten Quartal gedreht. Dies könnte, mit kleinen Unterbrechungen, auch im ersten Quartal so sein. Anleger verlassen zwar ihre USD Carry Trade-Positionen und Jahresend-Positionen wieder, doch sollte das Momentum auch für diese Korrekturen stark genug sein, um eine sich selbsterfüllende Prophezeiung zum Jahresbeginn werden zu lassen. Die Gewinne des Dollars werden durch bessere Wirtschaftsdaten gestützt, da diese Zinsfantasien anheizen. In der Folge sollte der Japanische Yen seine alte Position als beliebteste Finanzierungswährung für Carry Trades wieder zurückerobert werden können.

Die Nachfrage der Verbraucher wird weiterhin ein kritischer Faktor für eine nachhaltige Erholung sein, auch wenn Regierungen weltweit bestrebt sind, die Ungleichgewichte zwischen Importationen und Exportationen auszugleichen. Dieses Ziel gilt es weiter zu verfolgen, doch wird es wohl nicht so schnell erreicht. Daher wird der US-Verbraucher ein kritischer Faktor einer US-Wirtschaftserholung bleiben. Dem Verbraucher ist durch Gewinne an den Aktienmärkten, steigende Hauspreise und Regierungsmassnahmen geholfen worden.

Das Dezember-Ergebnis der Umfrage zum Konsumentenvertrauen durch die Universität Michigan war das höchste seit September 2009. Das NY Conference Board sah das Konsumentenvertrauen, das als Frühindikator für die Konsumnachfrage gilt, auf einem Dreimonatshoch. Besonders wichtig für Investoren waren dabei die Arbeitsplatzkomponenten, welche sich in beiden Umfragen verbesserten.

Es wurde viel über eine Belebung des Arbeitsmarktes gesprochen. Und während die Chance dazu weiterhin besteht, wird die Obama-Regierung alles zu unternehmen versuchen, damit es auch wirklich gelingt. Es kann gut sein, dass es tatsächlich zu einer Belebung kommt, bevor der Arbeitsmarkt wieder abrutscht. Der Einfluss einer Regierung, die zumindest so tut, als täte sie etwas für das Jobwachstum, und einer kurzfristigen Verbesserung der Lage über einige Monate würde die Zuversicht stärken, auch wenn die Erholung nicht so ausfällt, wie von vielen erhofft.

Die Beschäftigungszahlen ausserhalb der Landwirtschaft könnten sich im ersten Quartal positiv entwickeln, wenn man den Erstanträgen auf Arbeitslosenhilfe glaubt. Dies würde den

Ausblick deutlich verbessern. Die US-Wirtschaft vernichtete gemäss den jüngsten Zahlen im November nur 11'000 Jobs. Dies ist der geringste Wert seit Beginn der Rezession. Die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe sind seit Wochen unter der wichtigen 500'000-Marke, was für gewöhnlich ein Jobwachstum impliziert. Für die Zahlen des Dezembers sind daher viele optimistisch.

Firmenübernahmen machen eine Teil der Zuversicht an den Aktienmärkten aus. Auch die Tatsache, dass viele Banken die staatlichen Hilfen zurückgezahlt haben, stimmt die Wall Street optimistisch. Beispiele für die grossen Übernahmen des letzten Jahres sind Comcasts Kauf von NBC Universal, Stanley Works Gebot für Black & Decker oder Warren Buffets Einstieg bei einer Eisenbahngesellschaft für 26 Mrd. USD. Bei den Banken konnten Wells Fargo und die Citibank 45 Mrd. USD staatliche Hilfen zurückzahlen.

Wenn es den Aktienmärkten gut geht, wird ein sich erholender Immobilienmarkt auch dabei helfen, den Wert durch Immobilienbesitz wieder aufzubauen. Ein starker Anstieg der Zinskurve könnte dem zwar gefährlich sein, doch im ersten Quartal sollte genug Nachfrage nach Immobilien bestehen, um die Immobilienpreise stabil zu halten. Mit der Garantie der US-Regierung, den Immobilienfinanzierern Fannie und Freddie in den nächsten drei Jahren bei Verlusten beizustehen, werden diese in der Lage sein, hypothekebasierte Sicherheiten zu kaufen, was dem Immobilienmarkt ebenfalls Stabilität verleihen sollte.

Einer der wichtigsten Gradmesser für die Immobilienpreisentwicklung ist die S&P Case Schiller-Umfrage. Gemäss dieser Umfrage stiegen die Preise in 5 Monaten nacheinander, bevor es im Oktober zu einer Stagnation kam. Den Konsumenten werden auch die steuerlichen Hilfsmassnahmen helfen, bei denen man im ersten Quartal den Höhepunkt erwartet. Saisonale Anstiege der Einzelhandelsumsätze werden den Eindruck stärken, der US-Offenmarktausschuss sei einer Zinsanhebung näher, als viele Analysten zum Jahresende prognostiziert haben. Die Einzelhandelsumsätze zeigten bereits den zweiten Monat hintereinander beträchtliche Zunahmen. Die Daten für November zeigten einen Anstieg (ohne Kfz) von 1.2% und nährten die Hoffnung auf eine nachhaltige Erholung.

Zusätzlich stiegen die Frühindikatoren den achten Monat in Folge. Sie gelten als Gradmesser für die zukünftigen Wirtschaftsbedingungen. Die Beschäftigung, der Immobilienmarkt und die verbesserte Finanzsituation hoben den Index um 0.9% im November.

Doch nicht nur der Konsument gilt als wichtiger Faktor für eine nachhaltige Wirtschaftserholung. Die Geschäftsaktivität und Investitionen gelten als ebenso wichtig. Der massive Lagerabbau im letzten Jahr wird umgekehrt und sollte in den kommenden Quartalen 1-1.5% des BIP ausmachen. Die jüngsten Zahlen der Industrieproduktion zeigten im November einen Anstieg um 0.8%. Die mehr zukunftsgerichteten Umfragen wie der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes zeigten in den letzten vier aufeinanderfolgenden Monaten ein Wachstum. Die Komponente der Neuaufträge erlebte im November mit einem Anstieg von 58.5 auf 60.3 einen deutlichen Schub.

Die aktuellen Handelszahlen zeigen eine Wiederbelebung der weltweiten Nachfrage. Das US-Handelsbilanzdefizit sank im Oktober um 7.6%, da der schwache US-Dollar die Exporte

belebte. Der erhöhte Nachfrage wird bei den Erzeugern ein Aufstocken der Lagerbestände bewirken. Die Daten, die zu Beginn des ersten Quartals veröffentlicht werden, könnten wegen des sich verändernden Ausblick für die US-Zinspolitik den US-Dollar beflügeln. Der Offenmarktausschuss gab bereits bekannt, dass die Mittelaufnahme bei der Fed von 100 Mrd. USD im Dezember letzten Jahres auf 19 Mrd. USD in diesem Jahr gesunken ist. Die Käufe der Fed von Commercial Papers gingen ebenfalls zurück. Die Mittelaufnahme durch ausländische Institute sank von 500 Mrd. USD im Januar auf 17 Mrd. USD im Dezember. Die Fed gab ausserdem bekannt, dass die Kredite für Commercial Papers und Investmentbanken im Februar auslaufen werden und kündigte Finanzspritzen in den Markt für Konsumentenkredite im März. Mit diesen Ausstiegsschritten ist die natürliche Entwicklung hin zu einer Politik höherer Zinsen geebnet, was das Ende des US-Dollars als Finanzierungswährung für Carry Trades bedeutet. Der Ausblick der Zinsdifferenzen hat sich bereits für 2010 geändert.

Doch so rosig muss der Ausblick nach den Januar-Daten nicht ausssehen, gibt es doch zu viele Risiken. Es könnte gut sein, dass die Märkte aufhören, auf Zinsdifferenzen basierend zu handeln und stattdessen den USD als Zufluchtswährung nutzen. Der US-Einlagensicherungsfonds gab bereits bekannt, man wolle 1600 weitere Mitarbeiter einstellen, um die kommenden Bankpleiten bearbeiten zu können. Steigende Ausfälle bei Kreditkarten und mehr Ausfälle im Bereich der Geschäftsimmobilien könnten die Stärke der Finanzmarkerholung gefährden.

Ein weiterer Grund für eine USD-Rally wären Sicherheitszuflüsse wegen eines kriegerischen Konflikts seitens des Irans, zum Beispiel mit Israel. Dies gilt zwar nicht als wahrscheinlich, aber allein die Angst davor und einige passende Schlagzeilen würden ausreichen.

Die Aussicht auf steigende Zinsdifferenzen und Sicherheitszuflüsse könnten zu Dollar-Gewinnen zu Beginn des ersten Quartals führen, ebenso am Ende. In der Mitte des ersten Quartals könnte der USD einen Dämpfer erhalten. Diversifizierungen der Währungsreserven zu Lasten des Dollars sind weiterhin ein Thema und könnte die Gewinne der US-Währung begrenzen. Zur Quartalsmitte wird die US-Regierung ihre Haushaltsdefizitlimite erhöhen müssen. Zusammen mit einer möglichen Herabstufung der Bonität Grossbritanniens könnte die Bewegungen aus dem USD bewirken. Eine Herabstufung Grossbritanniens wäre eine Warnsignal, dass Rating-Agenturen dies auch bei den USA machen könnten.

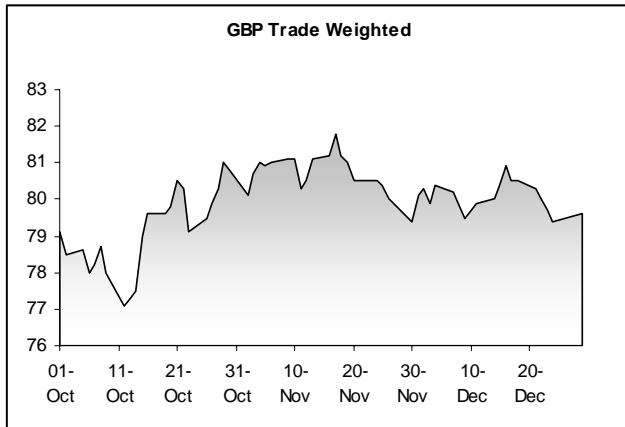
Auch die Inflation gilt wegen der anhaltend milden Teuerung als kritischer Punkt. Starke Überkapazitäten werden die Preise weiterhin drücken und Druck durch Löhne und Gehälter bleibt gering.

Der Anstieg des US-Dollars zum Ende des vierten Quartals wird anhalten und von besseren Wirtschaftsdaten getragen. Diese Daten könnten den Zeitpunkt für eine Zinsanhebung durch die Fed näherbringen. Zur Mitte des Quartals könnten die Wirtschaftsdaten saisonbedingt fallen, was dann die Nachhaltigkeit der Wirtschaftserholung wieder fraglich werden lassen dürfte. Dies zusammen mit einigen anderen Faktoren könnte den USD schwächen. Doch schon mit dem Frühjahr könnten das Sicherheitsbedürfnis wegen geopolitischer Spannungen steigen und die Wirtschaftsdaten wieder an Fahrt aufnehmen.

## GBP Q4 Zusammenfassung



Monat: -0.63%    Quartal: +0.63%    Jahresvergleich +7.13%



Der handelsgewichtete Index des Britischen Pfunds fand seinen Tiefpunkt zu Beginn des vierten Quartals. Die Bank of England liess den Leitzins im Oktober unverändert. Die Diskussion um den Einlagenzinssatz bewirkte noch keine Veränderung. Der Ausblick für die Zinspolitik, die wohl stark an die wirtschaftliche Entwicklung gekoppelt ist, führte Mitte November handelsgewichtet zu einem Zweimonatshoch. Der Aufwärtstrend wurde von der Ankündigung, das Massnahmenpaket um weitere 24 Mrd. GBP anzuheben, unterbrochen. Kings Kommentare zum Wirtschaftsausblick wirkten ebenfalls nicht förderlich, nachdem ein wenig positiver Inflationsbericht für November veröffentlicht wurde. Haushaltsdefizite und die hohe Verschuldung, ein enttäuschendes BIP im dritten Quartal und eine Inflation auf einem Siebenjahrestief hielten das Pfund zum Ende des Quartals von weiteren Gewinnen ab.

Die Bank of England veränderte ihren Leitzins nicht und liess ihn auch im vierten Quartal bei 0.5%. Der Bericht der Notenbanksetzung im November verunsicherte die Anleger und sorgte für Verkaufsdruck im Pfund. Bei der Abstimmung zur Ausweitung des 200 Mrd. GBP grossen Pakets quantitativer Lockerungsmassnahmen zeigte sich sogar eine Stimme für eine stärkere Ausweitung. Eine Reduzierung der Einlagenzinsen steht gemäss des Berichts noch nicht unmittelbar bevor. Der Inflationsbericht deutete einen kurzfristigen Teuerungsanstieg an, doch der Ausblick für das Wachstum ist weniger positiv. Kings Kommentare zur Veröffentlichung des Berichts belasteten die Märkte. King dämpfte die optimistischen Erwartungen in Bezug auf die Vorteile des schwachen Pfundes und sagte, der Ausblick für die Wirtschaft sei weiterhin unsicher und eine Ausweitung der Lockerungsmassnahmen sei möglich.

### GBP-Ausblick

Der Ausblick für das Pfund im ersten Quartal ist einer Fortsetzung der Erwartungen im vierten Quartal, jedoch mit einer zusätzlichen Sorge. Das Pfund wird weiterhin zwischen zwei Kräften hinundher gezogen. Abwärtsrisiken bestehen seitens der Ängste um die schwache Lage der öggentliche Haushalte, die das AAA-Rating Grossbritanniens gefährden. Auf der anderen Seite zwingt die Diversifizierung

der Währungsreserven die Staaten, eine Blick auf das Pfund zu werfen und vom verbesserten Wachstumsausblick zu profitieren. Beim USD/GBP sieht man eine Bodenbildung, die zu weiteren Gewinnen gegenüber dem Euro führen könnte. Die zusätzliche Negativkomponente sind die Wahlen in Grossbritannien, die politische Unsicherheit bringen, was traditionell wenig förderlich für eine Währung ist. Zum Quartalsende könnte dies ein entscheidender Faktor für das Pfund sein.

### Positive Faktoren

- Die Inflation sollte zunehmen, wenn es im Januar zu einer Mehrwertsteueranhebung kommt. Dies könnte die Meinung festigen, dass die Bank of England ihr Massnahmenprogramm beendet und einer Zinsanhebung näher kommt.
- Es gibt ernste Hinweise darauf, dass die Arbeitslosigkeit ihren Höhepunkt erreicht hat, obwohl viele Jobs nur Teilzeitjobs sind. Dies könnte eine nachhaltigere Wirtschaftserholung bedeuten.
- Die britische Markt für Wohnimmobilien zeigt erste Zeichen einer Erholung, was den Konsumenten helfen sollte.
- Die Zahlen zur Konsumnachfrage im vierten Quartal könnten überraschen, da viele noch vor der Mehrwertsteueranhebung mehr konsumiert haben könnten.
- Eine schwache Währung könnte das produzierende Gewerbe und die Industrie stützen, da die Exporte durch eine anziehende weltweite Nachfrage anhaltend steigen sollten.

### Negative Faktoren

- Premierminister Brown könnte im Mai Wahlen für Juni ausrufen, denn weiter kann er eine Entscheidung dazu nicht hinauszögern. Die Opposition wird sich auf die schwachen öffentlichen Finanzen konzentrieren, die auch Anleger beunruhigen, könnte dies doch zur einer Bonitätsherabstufung führen.
- Die Konsumnachfrage könnte positiv überraschen, doch wird sie durch Schuldentrückzahlungen auf Rekordniveau begrenzt.
- Die Dubai-Krise richtete den Fokus auf die Risikopositionen britischer Banken in der Golfregion. Eine Bonitätsherabstufung innerhalb der Golfregion würde auch das Pfund belasten.
- Eine stärkere Regulation könnte zu Finanzierungsenpässen bei kleinen und mittleren Unternehmen führen, da Banken nur noch besicherte Kredite gewähren. Traditionell sind es die kapitalstarken Grossunternehmen, die davon profitieren würden.
- Eine 50%-Steuer auf Banker-Boni über 25'000 GBP sowie höhere Kapitalisierungs- und Liquiditätsvorschriften könnten den britischen Bankensektor belasten, da Unternehmen bereits eine Abwanderung ins Ausland erwägen.

## Fazit

Die stärkere Position des Pfunds gegenüber dem US-Dollar wird der britischen Währung im ersten Quartal 2010 auch gegenüber dem Euro helfen. Es sollte einige Wirtschaftsdaten geben, die ein Ende des Programms quantitativer Lockerungsmassnahmen und eine Ende der lockeren Zinspolitik nahelegen, obwohl es Sorgen um die Nachhaltigkeit des Wirtschaftswachstums gibt.

Der Inflationsbericht der Bank of England zeigte im November, dass man schon einen Anstieg der Konsumentenpreise über das Ziel der Notenbank von 2% erwartet. Die Notenbank versuchte, die Erwartungen zu dämpfen, indem sie auf die Wirtschaftssituation aufmerksam machte, die eine Ende des Anstiegs noch innerhalb des Prognosezeitraums bewirken könnte. Der Ausblick für das Gehaltswachstum sei geschwächt. Dies kann zwar stimmen, doch die Märkte tendieren eher dazu, mit Kurzsicht auf Schlagzeilen zu reagieren.

Höhere Benzinpreise und die Rücknahme der letztjährigen Mehrwertsteuersenkung sollten die Inflation über das Ziel der Nationalbank heben. Tritt dies ein, käme die Notenbank unter Erklärungsdruck, weshalb sie weiterhin ein Programm quantitativer Lockerungsmassnahmen aufrecht erhalte. Spekulanten könnten dies zum Anlass nehmen, auf schnelle Zinsanhebungen zu wetten und so das Pfund beflügeln.

Eine "Double Dip Rezession" wird ein weniger wahrscheinliches Szenario, trotz der Menge an Unsicherheiten für die Wirtschaft. Eine Konsumerholung in den kommenden Quartalen wäre durch steigende Immobilienpreise und bessere Arbeitsmarktdaten zu belegen. Saisonale Faktoren wie das Weihnachtsgeschäft könnten den Aufwärtstrend der Umsatzzahlen bremsen. Die Mehrwertsteueranhebung im Januar könnte die Absatzzahlen einmalig antreiben. Zusammen mit dem Inflationsausblick könnte dies Händler bewegen, mehr auf Zinsdifferenzen zu handeln und ihre Verkaufspositionen für das Pfund zu überdenken.

Die jüngsten ONS-Einzelhandelsumsätze für November zeigten einen überraschenden Rückgang auf Niveaus von Mai, doch Anleger sahen darin einen Bezug zum Sprung im vorherigen Monat. Die Umsatzzahlen des BRC zeigten ein ähnliches Phänomen. Im Oktober stiegen die Umsätze um 7%, um dann im November nur noch um 1.8% zu steigen. Die Absatzzahlen des CBI, die als Gradmesser der Konsumnachfrage gelten, bestätigten einen positiven Ausblick.

Der Anstieg des FTSE im vierten Quartal um 9%, steigende Immobilienpreise und ein sich stabilisierender Ausblick für den Arbeitsmarkt sollte die Konsumnachfrage trotz der vermehrten Schuldentrückzahlung stabil halten. Die Halifax Hauspreisumfrage für November zeigte den deutlichsten Preisanstieg seit sechs Monaten. Der Hausfinanzierer sagte ausserdem, dass auf Jahresbasis die Preise zum ersten Mal seit zwei Jahren wieder gestiegen seien. Gemäss dem Royal Institute of Chartered Surveyors zeigte sich bei deren Umfrage im November ein Dreijahreshoch der Preise.

Bezüglich des Arbeitsmarktes ist der Ausblick ungewiss, jedoch gibt es Zeichen einer Stabilisierung. Die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe zeigte im November den ersten Rückgang seit Februar 2008. Die Zahl der Anträge sank auf 6'300. Trotz der guten Nachrichten bleibt die Anspannung gross, den die

meisten Jobzuwächse basieren auf mehr Teilzeitjobs; Vollzeitjobs würden eine stärkere Erholung signalisieren.

Steigende Aktienmärkte, steigende Hauspreise und ein besserer Ausblick für den Arbeitsmarkt könnten die Konsumnachfrage beleben, doch wird dies von geringeren Gehältern und einem Rückgang der Konsumentenkredite verhindert. Trotzdem gab es im November gute Nachrichten für die Lohnempfänger. Die Durchschnittslöhne stiegen um 1.5%. Die Zahl der offenen Konsumkredite lag im Oktober bei 579 Mio GBP, was der vierte Rückgang war und dreimal mehr als erwartet. Die Schuldentrückzahlung ist bei vielen Konsumenten ein Thema, allerdings kann dies auch die weitere Zukunft beeinflussen.

Schaut man auf die Handelsbilanz, sieht man im Oktober das grösste Defizit seit Januar, was an stärkeren Importen liegt und eine Zunahme der Konsumentennachfrage signalisiert. Doch die Exporte stiegen nicht so stark wie von vielen erwartet. Ökonomen sagen aber auch, dass Exportanstiege wegen einer schwächeren Heimatwährung etwas länger bräuchten, um sichtbar zu werden. Eine schwache Währung würde die Preisstabilität am ehesten gefährden. Dies sollte in der ersten Hälfte des neuen Jahres der Stützpfiler für das Pfund sein.

Die Einkaufsmanagerindizes zeigen, dass es gut um die britische Wirtschaft bestellt ist. Für den Servicesektor notierte der Index den 7. Monat in Folge im Expansionsbereich. Im November zeigte die Komponente der Frühindikation ein gutes Niveau, was für den Wirtschaftsausblick positiv ist. Die Komponente für neue Geschäfte stieg den vierten Monat hintereinander. Im Sektor des verarbeitenden Gewerbes zeigte sich für mehrere Monate ebenfalls ein Expansionskurs, obwohl es im November eine Rückschlag zu sehen gab. Die Einzelkomponente für neue Geschäfte und die Frühindikatoren stiegen auf ein Zweijahreshoch.

Zugegeben, die Einkaufsmanagerindizes haben in Grossbritannien ihre Glaubwürdigkeit etwas verloren, da das BIP für das dritte Quartal zeigte, dass die britische Wirtschaft sich noch nicht aus der Rezession befreit hat. Es ist jedoch nur eine Frage der Zeit, bis sich die guten Einkaufsmanagerindizes in der Industrieproduktion niederschlagen.

Während eine schrittweise Erholung der britischen Wirtschaft wahrscheinlich ist, könnte das Pfund durch eine Reihe von Unsicherheiten belastet werden: Risikopositionen britischer Banken im Nahen Osten, die schwache Lage der öffentlichen Haushalte und die schwachen Kreditkonditionen.

Betrachtet man es positiv, wurde in der letzten Zeit so viel über die Schulden Grossbritanniens berichtet, dass der Einfluss auf die Devisenmärkte weniger stark sein sollte. Nur, wenn Grossbritanniens Bonität herabgestuft würde, könnten sich die Sorgen in diesem Bereich ausweiten. Auch wenn die momentane Kreditsituation noch nicht auf die Vorkrisenniveaus zurückgekehrt ist, zeigt doch ein Bericht der Bank of England, dass sich dieser Markt schon bald entspannen könnte. Man rechnet damit, dass die Kreditvergabe im ersten Quartal erleichtert wird. Dies würde sich positiv auf die Geschäftsinvestitionen auswirken.

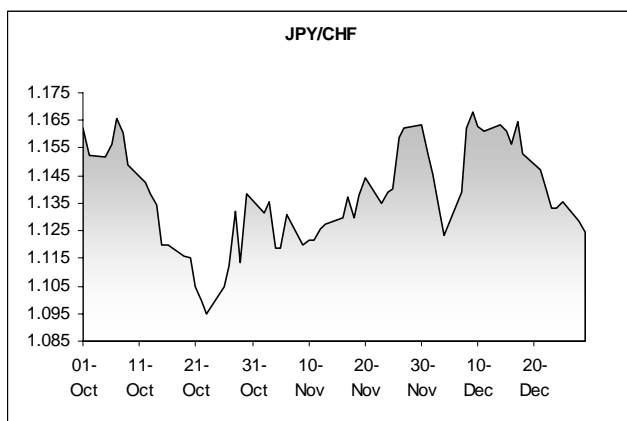
Nur schon ein langsamerer Abbau der Lagerbestände könnte sich auf die Produktion vorteilhaft auswirken. Wenn dies zusammen mit mehr Konsumnachfrage geschehe, wäre der Ausblick für die Wirtschaft deutlich besser, besonders, wenn die weltweite Nachfrage die Exporte nachhaltig antreibt.

Dadurch, dass der USD schneller kurzfristig gegenüber dem Euro profitieren kann als gegenüber dem Pfund, bleibt dem Pfund zumindest für den ersten Teil des Quartals Raum, um ebenfalls gegenüber dem Euro zuzulegen. Durch die näher rückenden Parlamentswahlen könnte die Opposition den Fokus schnell wieder auf die britische Haushaltslage richten und Investoren damit wegen der politischen Unsicherheit abschrecken.

## JPY Q4 Zusammenfassung



Monat: -2.58%    Quartal: -3.33%    Jahresvergleich -4.58%



Der Anstieg des Japanischen Yen auf ein 14-Jahreshoch gegenüber dem US-Dollar in der Mitte des vierten Quartals half ihm auch gegenüber den meisten anderen Haupthandelswährungen. Der Yen musste seinen Status als beliebteste Finanzierungswährung für Carry Trades kurzfristig an den US-Dollar abgeben. Doch nicht nur davon profitierte der Yen. Auflösungen von Anleihen, Gewinnrückführungen zum Jahresende, lokale Stützungsmaßnahmen sowie steigende Aktienmärkte und Japans Version eines Homeland Investment Acts sorgten für Gewinne des Yen. Ausserdem waren Investoren über das Engagement euroäischer und britischer Banken in der Golfregion besorgt und Japans Banken sind dort nur schwach investiert. Die Gewinne des Yen lösten sich auf, als die Popularität des neuen Premierministers abnahm. Vielleicht began der Premier deshalb, zunehmend Druck auf die Bank of Japan aufzubauen, indem er ein Paket quantitativer Lockerungsmaßnahmen zur Deflationsbekämpfung forderte. Zusätzlich brachte er ein zweites Konjunkturpaket für Japans Wirtschaft auf den Weg. Allerdings brachte dies die Aufmerksamkeit zurück zu den Staatsschulden, was den Yen an erneuten Gewinnen hinderte.

Die Bank of Japan behielt ihre lockere Zinspolitik mit einem Zinssatz von 0.1% im gesamten Jahr 2009 bei. Parallel dazu lancierte sie ein Programm quantitativer Lockerungsmaßnahmen, welches sie im vierten Quartal gar ausweitete. Die Notenbank sagte, sie werde 10 Billionen Yen zu 0.1% bei dreimonatiger Laufzeit anbieten, um eine Deflationsspirale zu verhindern. Trotzdem hat sich der Wirtschaftsausblick im vierten Quartal verbessert. Durch die Definition der Preisstabilität hofft die Notenbank, den Abwärtsdruck der Preise zu bremsen. Eine Preisstabilität gäbe

es bei einer Inflation von 0.2%, eine Deflation würde nicht toleriert werden. Diese verbale Intervention war nicht die einzige. Die Bank of Japan und der Finanzminister nutzen dieses Mittel regelmässig, um eine unkontrollierte Aufwertung des Yen zu unterbinden.

## JPY-Ausblick

Die Faktoren, die im letzten Quartal zu den Gewinnen des Yen geführt haben, sind Vergangenheit und der schwache Wirtschaftsausblick belastet den Yen wieder. Japan bekämpft weiterhin deflationäre Tendenzen und könnte zu weiteren Lockerungsmaßnahmen gezwungen sein, wenn andere Notenbanken bereits wieder von einer Straffung der Zinspolitik reden. Der Yen wird seinen Status als beliebteste Finanzierungswährung für Carry Trades wieder zurückerlangen, was zu deutlichen Verlusten führen sollte.

### Positive Faktoren

- Investitionen der öffentlichen Hand stützen den Erholungsprozess, doch die Konsumnachfrage bleibt schwach. Die neue Regierung hat zum Jahresende ein zweites Konjunkturpaket verabschiedet.
- Der weltweite Abbau von Lagerbeständen wurde umgekehrt, und die Exporte legten zu, jedoch ist dies nur ein temporäres Phänomen.
- Ein gewisser Grad an Sicherheitsstatus unter lokalen Anlegern sollte die Verluste des Yen begrenzen.
- Zu Jahresbeginn verkündete die Regierung, wie die Wirtschaft in kommenden Jahren jährlich um 2% wachsen soll. Die Finanzierung dieses Projekts wirft aber Fragen auf.
- Die Wachstumsmärkte Asiens, China und Indien, zeigen ein Wirtschaftswachstum, was auf die gesamte Region abfärbt und Japans Exporteure sollte davon profitieren. Prognosen zeigen jedoch für China im zweiten Quartal eine Schwächung, was auf eine "Double Dip-Rezession" hindeuten könnte.

### Negative Faktoren

- Die Wirtschaft scheint weiterhin beladen mit Überschusskapazitäten, was den Inflationsausblick belastet.
- Seit die DPJ in Japan an die Macht gekommen ist, hat der Premier in den Umfragen verloren. Die geringe Unterstützung wird weitere Massnahmen schwierig gestalten.
- Japans Verhältnis von Schulden zum BIP ist das schlechteste aller Industrienationen.
- Privatinvestitionen bleiben gering.
- Japan ist weiter sehr stark von den Exporten abhängig. Eine Wirtschaftserholung ist daher stark an eine Erholung der G20 gekoppelt.

### Fazit

Der Ausblick für den Yen basiert sehr stark auf seinem wiederbelebten Status als Finanzierungswährung für Carry Trades. Der Yen wird in diesem Jahr die Position des US-Dollars übernehmen, während die Bank of Japan deflationäre Tendenzen bekämpft. Nicht nur wegen der Carry Trades droht Ungemach. Für das schlechte Verhältnis zwischen Schulden und BIP, doppelt so schwach wie das der USA, ist kein Ende in Sicht. Japans Wirtschaft ist extrem exportabhängig beim Wiederaufbau der Lagerbestände. Dieser Aufbau sollte die Wirtschaft nur temporär beflügeln, wenn die tatsächliche Nachfrage nicht zulegen kann. Daher könnte der Yen unter gehörigen Verkaufsdruck geraten, je länger das Quartal voranschreitet.

Zum Ende des vierten Quartals reagierte die Bank of Japan auf den Druck seitens der Regierung und sagte, dass sie zur Deflationsbekämpfung dreimonatige Anlagen für Banken um 10 Billionen Yen erhöhen werde. Dieser Schritt wurde als Ausweitung des Programms der Lockerungsmassnahmen angesehen, geschieht aber zu einer Zeit, wo andere Notenbanken bereits Ausstiegsstrategien aus den Lockerungsprogrammen diskutieren.

Es war richtig von der Regierung, ihren Sorgen Luft zu machen. Es gibt wenig bis keinen Preisdruck in Japan und der Wirtschaftsausblick ist nicht gut. Eine geringe Kapazitätsauslastung und eine schwachen Konsumnachfrage sollten die Preise niedrig halten. Die für November veröffentlichte Kerninflation zeigte eine Preisrückgang von 1.7% im Jahresvergleich. Dies war der 9. Rückgang in Folge. Der Trend scheint sich hier auch nicht zu bessern. Der Tokioter Preisindex, der immer einen Monat vorher veröffentlicht wird, zeigte im Dezember gar einen Rückgang um 2.3% auf Jahresbasis. Auch die restlichen Inflationsdaten sind nicht erfreulich. Die Grosshandelspreise fielen im November um 4.9% J/J. Es gibt Spekulationen, dass die Bank of Japan ihr Programm quantitativer Lockerungsmassnahmen im kommenden Quartal gar noch ausweiten muss.

Ein Preisdruck seitens der Löhne und Gehälter sollte nicht zu befürchten sein. Die Arbeitslosenquote lag im November bei 5.2% und war damit niedriger als zum Rekordhoch von 5.7% im Juli. Doch wird das nicht ausreichen, um bereits wieder Lohnanstiege zu befürchten. Ein anderer Arbeitsmarktindikator, das Verhältnis zwischen Jobs und Bewerbern, bleibt auch auf einem Rekordtief. Zusätzlich zeigten die letzten Lohnerhebungen im November einen Rückgang um 2.8% J/J, da vor allem weniger Überstunden ausgezahlt werden mussten. Dies war der 18. Rückgang hintereinander.

Die frisch gewählte Regierung ist einigem Druck ausgesetzt, da ihre Umfragewerte sinken. Um dem entgegenzuwirken lancierte die Regierung ein zweites Konjunkturpaket und legte eine Plan vor, wie sie zum Ende des Jahres ein Jahrzehnt des Wachstums einleiten will. Es gab jedoch lückenhafte Informationen darüber, wie die Regierung dies finanzieren will. Das Verhältnis zwischen Schulden und Wachstum ist bereits das schlechteste unter den Industrienationen. Das einzig Positive daran ist, dass die Schulden vor allem im Inland bestehen, was das Ausfallrisiko minimieren sollte. Allerdings wird die Ausgabe neuer Anleihen an den Märkten nicht positiv aufgenommen, da sie schon fast übersättigt von Anleihen sind.

Es gibt erste Belege bei den Konsumdaten, dass das erste Konjunkturpaket in der Realwirtschaft angekommen ist, doch es wird eine Weile dauern, bis sich auch das neue Paket in den Zahlen widerspiegelt. Daher könnte das zum Jahresende leicht

bessere Konsumverhalten nur von kurzer Dauer sein. Die Ausgaben der privaten Haushalte stiegen im November um 2.2%, was der vierte Anstieg in Folge war. Doch dieser Anstieg basiert rein auf den Stützungsmassnahmen der Regierung.

Man sollte daher kein vom Konsumenten gestütztes Wachstum erwarten. Der Konsument wird auch nichts zur Preisentwicklung beisteuern. Schaut man auf die Geschäftsinvestitionen, sieht der Ausblick ebenso trüb aus. Hohe Überschusskapazitäten werden die Ausgabenfreude der Unternehmen bremsen. Der jüngste Beleg dazu sind die Maschinenneubestellung, die um 4.9% J/J gefallen sind. Das einzig Gute, was man herleiten konnte, war die Verlangsamung des Investitionsrückgangs. Der Vormonat zeigte nämlich einen Anstieg um 10.5% M/M. Solch volatile Daten legen eine baldige Erholung nahe, doch einen nachhaltigen Aufschwung erwartet man nicht vor Ende des ersten Quartals, da dieser stark von der weltweiten Nachfrage abhängig ist.

Schaut man auf den wichtigen Tankan-Bericht, ist der Ausblick für die Geschäftsinvestitionen negativ. Während der Bericht zeigte, dass sich die Stimmung unter den grossen Erzeugern besserte, kündigten diese gleichzeitig an, ihre Investitionen zurückzufahren, da der starke Yen die Hoffnung auf eine stärkere Erholung zunichte gemacht habe. Der Bericht zeigte ausserdem, dass die Geldvergabe an kleine und mittlere Unternehmen nicht besser wurde.

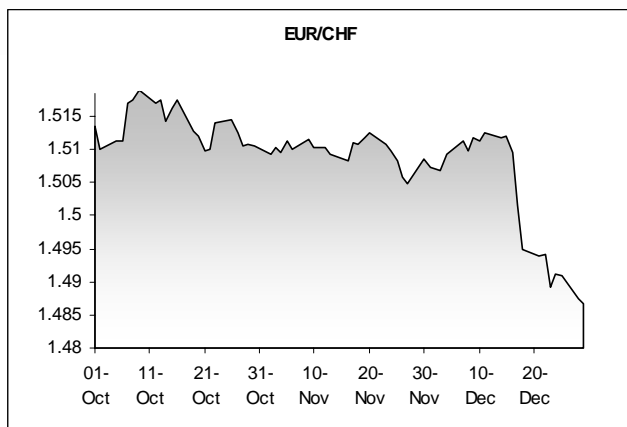
Betrachtet man die Belebung der Konsumnachfrage nur als kurzlebig und beachtet man den schwachen Wirtschaftsausblick, stellt man fest, dass das Wachstum allein von der Exporten her kommen muss. Die Industrieproduktion konnte sich nach jüngsten Daten im November um 2.6% erholen. Dies basierte vor allem auf mehr Exporten und dem Konjunkturpaket. Man hofft, dass die Nachfrage aus Übersee weiter anhalten wird, doch gilt dies als unsicherer Faktor. Japan profitierte von einem Anziehen der Exporte nach China, dessen Wachstum im nächsten Quartal aber seinen Höhepunkt erreicht haben sollte, bevor Chinas Nationalbank es dann durch eine straffere Geldpolitik bremsen sollte. Eine Belebung der Nachfrage aus den USA könnte den Rückgang aus China kompensieren, jedoch ist dies mit zu vielen Unsicherheiten verbunden.

Als Ergebnis des schwachen Wirtschaftsausblicks Japans sollte ein Preisdruck hinfällig sein. Die Bank of Japan sollte daher ihr Programm quantitative Lockerungsmassnahmen erneut ausweiten, wenn andere Notenbanken ihre Politik straffen. Darunter sollte der Yen leiden und erneut die beliebteste Finanzierungswährung für Carry Trades werden.

## CHF Q4 Zusammenfassung



Monat:	-1.5%	Quartal:	-1.9%	Jahresvergleich:	-0.53%
--------	-------	----------	-------	------------------	--------



Gegenüber dem US-Dollar behielt der Schweizer Franken seine Korrelation zu den Bewegungen im EUR/USD, bis er dann gegenüber dem Euro aus seinen engen Bandbreiten ausbrach. Die zum Quartalsende zu beobachtenden Gewinne auf ein Neunmonatshoch gegenüber dem Euro lagen zum einen an Sicherheitszuflüssen zum Jahreswechsel, zum anderen an einer veränderten Interventionspolitik der Schweizerischen Nationalbank. Die normalen Sicherheitszuflüsse zum Jahresende wurden durch Ängste vor Kreditausfällen in der Eurozone und der Golfregion verstärkt. Bonitätsherabstufungen Griechenlands und Spaniens verstärkten das Sicherheitsbedürfnis ebenso wie die Sorgen um die Entwicklung in Dubai. Doch ein klares Kaufsignal lieferte das Kommuniké der SNB zur weiteren Interventionen am Devisenmarkt.

Die Schweizerische Nationalbank liess die Zinsen unverändert bei einem dreimonatigen Libor von 0.25%. Die Nationalbank hielt an ihrer lockeren Geldpolitik und den Fördermassnahmen fest. Die meiste Zeit des Quartals bekämpfte die SNB einen zu starken Franken, um Deflationsgefahren für die Schweizer Wirtschaft zu bannen. Erst zu ihrem Treffen im Dezember legte die SNB nahe, sie werde die Geldpolitik bald normalisieren. Die Nationalbank stoppte den Kauf von Unternehmensanleihen. In ihrem Bericht waren Interventionen auf exzessive Kursbewegungen beschränkt. Damit liess die SNB der Märkten offen, was sie genau unter "exzessiv" verstehe. Der Notenbankchef warnte vor den bestehenden Unsicherheiten für die Schweizer Wirtschaft, bei einer gleichzeitig anhaltenden Gefahr einer Deflation.

## CHF-Ausblick

Der Ausblick des Franken für seine Entwicklung gegenüber dem US-Dollar ähnelt dem der Entwicklung im EUR/USD. Jedoch sollten die Gewinne des US-Dollars gegenüber dem Franken nachhaltiger sein, was dem Euro Raum für Gewinne lassen könnte, nachdem er zum Jahreswechsel verloren hatte.

### Positive Faktoren

- Der Franken wird seinen Status als Zufluchtswährung aufrechterhalten. Zu Zeiten einer schwachen Anlegerstimmung und steigender geopolitischer Sorgen sollte der Franken wieder stärker notieren.

- Auch wenn man weiter steigende Arbeitslosenzahlen befürchtet, so geschieht dies mit einer geringer Geschwindigkeit, was den Konsum stützen sollte.
- Das Konsumentenvertrauen steigt wegen mehr Zuversicht bei Finanzen und Wirtschaft.
- Der KOF-Frühindikator signalisiert für die Zeit in 6-9 Monaten weiterhin Wachstum, auch wenn dieses sich verlangsamt.
- Die jüngsten Zahlen belegen ein Anziehen der Schweizer Exporte wegen einer besseren weltweiten Nachfrage.
- Man erwartet im ersten Quartal eine Rückkehr der Inflationsdaten in einen positiven Bereich. Ein anziehender Preisdruck würde die SNB-Politik der Intervention zur Bekämpfung einer Deflation beenden.

### Negative Faktoren

- Die SNB sagte, sie werde bei exzessiven Bewegungen Gewinne gegenüber dem Euro bekämpfen.
- Die Anlegerstimmung fiel im Dezember zeitgleich mit Deutschlands Anlegerstimmung.
- Die jüngste Umfrage im verarbeitenden Gewerbe zeigte eine Rückkehr in den expansiven Bereich, was vermuten lässt, dass der Konjunkturzyklus bereits seine Höhepunkt erreicht haben könnte.
- Während die Konsumnachfrage Teile der Wachstumsrisiken für die Wirtschaft kompensieren konnte, bleiben die Exporte der Wachstumstreiber und damit der Schwachpunkt, wenn die Weltwirtschaft nicht anzieht.
- Wegen der sehr niedrigen Zinsen wird der Franken als Finanzierungswährung für Carry Trades betrachtet, sobald der Risikohunger steigt.

### Fazit

Während des letzten Jahres wurde der Franken massgeblich durch die Schweizerische Nationalbank beeinflusst, vor allem gegenüber dem Euro. Gemäss des Kommunikés des letzten Quartalstreffens behält sich die SNB Interventionen bei exzessiven Kursbewegungen vor, um die Gefahr einer Deflationsspirale abzuwenden.

Für die Inflationszahlen des ersten Quartals erwartet man eine Rückkehr in positive Regionen. Dies lässt der SNB wenig Raum, um von einer Deflationsspirale zu reden. Weitere Interventionen würden die Glaubwürdigkeit der Nationalbank gefährden. Zwar rechnet man nicht mit einem Eingreifen, doch ein solcher Schritt würde eher als protektionistische Massnahme angesehen.

Die Konsumentenpreise lagen acht Monate in Folge im negativen Bereich, bevor sie dann im November bei 0.0% J/J lagen. Für die Dezember-Zahlen prognostiziert man positive Vorzeichen. Der Inflationsdruck durch die vorangegangene Teuerung bleibt jedoch gering. Die Produzenten- und Importpreisdaten zeigten im November eine fallende Teuerung,

jedoch wie die Geschwindigkeit des Rückgangs geringer. Daher bewegt sich die Schweizer Wirtschaft weg von einer Deflationsspirale, es gibt aber auch keine Panik auslösenden Risiken eines Preisanstiegs.

Die SNB kann deshalb ihre Massnahmen zur Stimulation der Wirtschaft wieder zurückfahren, was als Vorbote steigender Zinsen angesehen wird. Obwohl die den Franken unterstützen wird, rechnet man nicht mit Zinsschritten vor der zweiten Jahreshälfte. Der Franken wird daher auch weiterhin als Finanzierungswährung für Carry Trades erhalten müssen, sobald sich die Risikofreude am Markt mehrt, was seine Chancen auf stärkere Kursgewinne begrenzen wird.

Man erwartet ein moderates Wachstum im kommenden Quartal, was sich aber nicht auf einen steigenden Preisdruck niederschlagen wird. Der aktuelle Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes zeigt, dass die Erholung dieses Wirtschaftszweigs an Schwung verloren hat. Der Index stieg vor seinem Höhepunkt acht Monate in Folge.

Viele Anleger verfolgen den KOF-Frühindikator mit anhaltendem Interesse. Der KOF verzeichnete im Dezember einen kleinen Anstieg. Die Komponenten Banken und Baugewerbe stagnierten dabei, während die Industrie, der Konsum und die Exporte eine leichte Erholung aufwiesen.

Wenn man vom Bankensektor spricht, kommt man nicht um die Folgen der weltweiten Regulationsverschärfungen für die Schweizer Wirtschaft herum. Es gab bereits einige Finanzdienstleister, die ihren Sitz von London in die Schweiz verlegt haben. Dies ist aber auch das einzige Signal, das den von einigen Skandalen erschütterten Finanzplatz wieder aufbauen und verlorenes Vertrauen wiederherstellen kann. Die Schweizer Regierung ging weiter als früher, wenn es um die Offenlegung von schwarzen Konten geht. Zur selben Zeit wurde eine Schweizer Grossbank wegen der Umgehung von Sanktionen gegen den Iran teuer bestraft.

Die Exporte werden weiterhin die entscheidende Rolle für den Ausblick der Schweizer Wirtschaft spielen. Die jüngsten Zahlen bestätigten eine breit angelegte Erholung wegen der anziehenden weltweiten Nachfrage. Es ist jedoch offensichtlich, dass diese Erholung nur dann nachhaltig ist, wenn es auch die weltweite Nachfrage ist. Auf der anderen Seite erfuhr die Wirtschaft Unterstützung von einem unerschütterten Konsumenten.

Ein Schweizer Konsumbarometer stieg im November auf ein 14-Monatshoch. Die Konsumlaune und die Zuversicht haben viele überrascht, vor allem wegen des schwachen Arbeitsmarkts. Die neuesten Zahlen zeigten für Lebensmittel, Spirituosen und Tabak einen Umsatzanstieg von 6% im Jahresvergleich. Bezüglich der Konsumentenstimmung, die als Frühindikator für die Einzelhandelsumsätze gilt, gab das Wirtschaftsdepartement steigende Indikatoren an.

Die ungebrochene Nachfrage und die verbesserte Stimmung kommen mit einem schwachen Arbeitsmarkt daher. Die Arbeitslosenquote bleibt auf einem 11-Jahreshoch und könnte gar wieder sinken. Die Beschäftigungszahlen für das dritte Quartal überraschten die Anleger und zeigten eine Zunahme der Beschäftigung. Der Schweizer Sektorservice verzeichnete jüngst ein Job-Wachstum.

Während sich die Stimmung der Konsumenten wieder aufhellt, sinkt sie unter den Anlegern. Das neueste ZEW-Stimmungsbarometer fiel von 56.4 im Vormonat auf 54.0. Diesem Rückgang wurde jedoch nicht so viel Bedeutung beigemessen, da die Mehrheit der Experten auch für die kommenden 6 Monate einen positiven Trend der Schweizer Wirtschaft sieht.

Die Verluste des Schweizer Franken sollten begrenzt sein, da alles auf eine schrittweise Wirtschaftserholung hindeutet. Wegen steigender Risikofreude und möglichen Interventionen seitens der SNB sind aber stärkere Schwankungen des Franken nicht auszuschliessen. Die geänderte Sprache der SNB im Dezember führte zu einem Anstieg des Franken auf ein 10-Monatshoch gegenüber dem Euro zum Jahresanfang. Doch die Nachhaltigkeit dieser Bewegung bleibt mehr als fraglich, basiert sie doch auch auf der Positionierung der Anleger vor dem Jahreswechsel, was traditionell zu Sicherheitszuflüssen in den Schweizer Franken führt. Daher bleiben die aktuellen Niveaus unsicher, zumindest bis es zu einer erneuten Rezession kommt oder geopolitische Spannungen zunehmen, was dann weitere Zufluchtsbewegungen in den Franken auslösen könnte.

## Bevorstehende Notenbanksitzungen

### Januar

07	Bank of England - Geldpolitischer Ausschuss
14	EZB - Ratsversammlung
26	Bank of Japan – Geldpolitischer Ausschuss
27	U.S. Fed - Offenmarktausschuss

### Februar

04	Bank of England - Geldpolitischer Ausschuss
04	EZB - Ratsversammlung
18	Bank of Japan – Geldpolitischer Ausschuss

### März

04	EZB - Ratsversammlung
04	Bank of England - Geldpolitischer Ausschuss

- 11 SNB - Geldpolitischer Ausschuss
- 16 U.S. Fed - Offenmarktausschuss
- 17 Bank of Japan – Geldpolitischer Ausschuss

*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, Werdtstrasse 2, Postfach 8021 Zurich, Schweiz. Ruesch International ist Mitglied der Selbstregulierungsorganisation VQF.*