

## Kurzfristige Konjunkturrisiken durch Sparprogramme Das Beispiel Estland zeigt, dass dies mittelfristig der richtige Weg zu soliden Staatsfinanzen sein könnte

Zwar steht derzeit die Staatsschuldenkrise in Europa im Fokus der Anleger, nach Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich kämpfen jedoch die Staaten und der private Sektor im gesamten OECD-Raum mit einer Überschuldung. Der Trend der vergangenen 30 Jahre, durch eine kontinuierlich steigende Verschuldung das Wirtschaftswachstum stabil zu halten, dürfte aufgrund der im Zuge der Krise gesunkenen Schuldentoleranz der Investoren zu einem Ende gekommen sein. Nicht nur die Staaten, sondern auch der private Sektor müssen in den kommenden Jahren erheblich sparen. In der Vergangenheit waren Sparanstrengungen des Staates immer dann erfolgreich, wenn der private Sektor gleichzeitig expandierte und damit durch ein Wirtschaftswachstum steigende Steuereinnahmen ermöglichte. Aufgrund der Überschuldung des privaten Sektors in vielen OECD-Staaten erscheinen kräftig expandierende Konsum- und Investitionsausgaben im aktuellen Umfeld jedoch eher unwahrscheinlich. So führten Konsolidierungsschritte des Staates in einem Umfeld des Schuldenabbaus im privaten Sektor in Japan im Jahr 1997 zu einer tiefen Rezession, wodurch sich die Staatsfinanzen zusätzlich verschlechterten. Die Einsparungen des Staates erwiesen sich damit als kontraproduktiv. Infolge der in vielen Ländern geplanten staatlichen Konsolidierungsmaßnahmen im ersten Halbjahr 2012 droht vor diesem Hintergrund ein globaler Abschwung.

Allein die Sparschritte in den USA dürften in den ersten sechs Monaten des neuen Jahres das Bruttoinlandspro-

dukt um mehr als 2 %-Punkte reduzieren. Noch sprechen die Konjunkturdaten jedoch für ein solides Wachstum im vierten Quartal. So rechnen wir mit einem Anstieg der Einzelhandelsumsätze (Di) von 0,6 % und mit einem Wachstum der Industrieproduktion von 0,2 % – jeweils im Vergleich zum Vormonat. Auch dürfte sich das Geschäftsklima weiter verbessert haben: Entsprechend rechnen wir mit Anstiegen beim Empire State Index (Do) und Philadelphia Fed Index (Do). Aufgrund der gesunkenen Rohstoffpreise dürfte sich der Inflationsdruck im November abgeschwächt haben. Wir erwarten fallende Inflationsraten bei den Erzeugerpreisen (Do) und bei den Konsumentenpreisen (Fr).

Die US-Wirtschaft scheint sich damit erfolgreich von der europäischen Wirtschaft abgekoppelt zu haben. In der Eurozone ist in vielen Euro-Mitgliedsländern eine konjunkturelle Abwärtsspirale in Gang gesetzt worden. Aufgrund der Finanzmarkturbulenzen verstärken viele Länder ihre Sparanstrengungen, während gleichzeitig der private Sektor infolge des Stresses im Finanzsystem und der dadurch restriktiveren Kreditvergabe zum Sparen gezwungen ist. Die Wirtschaft in der Eurozone befindet sich daher schon seit Beginn des vierten Quartals in einer Rezession, was durch deutliche Rückgänge beim ZEW-Index (Di) und bei den Einkaufsmanagerindizes (Do) im Dezember bestätigt werden dürfte.

Die wichtigsten Zentralbanken dürften auf die Konjunkturrisiken im ersten Halbjahr 2012 mit einer aggressiven Lockerung der Geldpolitik reagieren. So erwarten wir ein

Kaufprogramm der US-Notenbank (Fed) für Hypothekenanleihen im ersten oder zweiten Quartal 2012 (QE 3). Der Offenmarktausschuss der Fed (Di) dürfte jedoch in der kommenden Woche die Ausrichtung der Geldpolitik noch beibehalten. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte mit weiteren Leitzinssenkungen auf 0,5 % und umfangreichen Käufen von Staatsanleihen im Rahmen des Securities Market Program (SMP) versuchen, Europas Wirtschaft anzukurbeln. Wir sehen immer noch Chancen, dass die Wirtschaft in der Eurozone ab dem zweiten Quartal 2012 wieder wachsen wird. Die USA dürften sogar aufgrund eines neuen geldpolitischen Stimulus (QE 3) im ersten Halbjahr 2012 eine Rezession vermeiden. China befindet sich in einem normalen zyklischen Abschwung und dürfte im Jahr 2012 ein Wirtschaftswachstum von 6–7 % erreichen.

Von den geldpolitischen Maßnahmen gehen ohne Zweifel mittelfristige Inflationsrisiken aus. Eine Währungsreform oder eine Hyperinflation ist jedoch äußerst unwahrscheinlich, da die Haushaltsdefizite und die Geldmengenexpansion immer noch deutlich unter den kritischen Werten liegen, die in der Vergangenheit zu einer Hyperinflation führten.

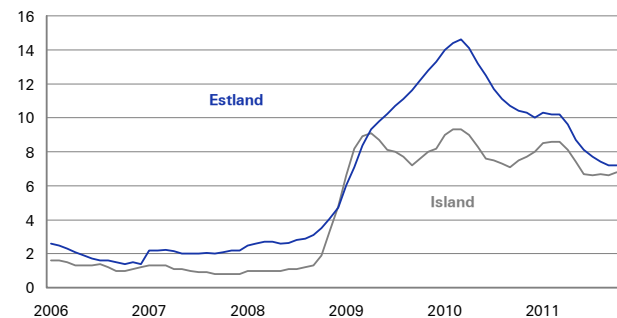
Das Beispiel Estland zeigt, dass sich Europa vielleicht auf dem richtigen Weg befindet. Estland verteidigte die Wechselkursanbindung an den Euro, verabschiedete schmerzhaft Sparprogramme und kürzte die Löhne in vielen Bereichen um teilweise mehr als 20 %. Die Lohnkürzungen lassen sich dabei als eine reale Abwertung

## Kapitalmarktausblick KW 50

Freitag, 9. Dezember 2011

des Wechselkurses bezeichnen. Aufgrund der harten Einschnitte stieg die Arbeitslosenquote dramatisch: von 2 % vor der Krise auf knapp 15 % im März 2010. Estland konnte mit den Einschnitten die Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen, und die Wirtschaft erholte sich deutlich. Im Oktober 2011 betrug die Arbeitslosenquote nur noch 7,2 %, und die Staatsverschuldung lag unter 10 % des BIP.

### **Vielleicht ein Modell für Europa: Estland scheint erfolgreicher die Krise zu überwinden als Island** Arbeitslosenquote in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Im Gegensatz dazu führte Island einen „Haircut“ auf Bankschulden durch, die normalerweise als implizit durch den Staat garantiert angesehen werden. Isländische Bankanleihen verzeichneten als eine Folge davon Verluste von bis zu 98 %. Darüber hinaus wurde die isländische Krone deutlich abgewertet. Vor diesem Hintergrund wurden die Auswirkungen der Krise in Island zunächst abgemildert: Die Arbeitslosenquote stieg „nur“ von etwa 1 % auf 9,3 % im Februar 2010. Allerdings hat sich Islands Wirtschaft bisher nicht nachhaltig von der Krise erholt, und die Arbeitslosenquote lag zuletzt immer noch bei 6,8 %.

Die harten Spareinschnitte und die Strukturreformen in Estland scheinen also mittelfristig deutlich erfolgversprechender zu sein als der vermeintlich leichtere Weg der Abwertung und des „Haircut“ in Island.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht  
Edgar Walk

POM	1945,65	3098,01	34,14	75,03	1902,02	140,74	9,3%	0,00	KSA	13603,71	2194,97	17,6%
RAS	2833,08	9376,51	16,08	28,90	7031,94	2,54	7,7%	0,00	LEZ	3017,46	6360,97	42,3%
SAN	4612,71	7091,48	0,00	256,07	5098,01	82,50	2,0%	0,00	SIW	40381,07	3610,50	8,9%
TAF	2498,93	9178,72	0,00	93,86	7091,48	18,58	16,1%	0,00	VOR	35610,64	4951,45	48,4%
		8043,12	0,00	388,21	9178,72	531,35	6,1%	24,51	ROS	14272,53	1902,22	28,3%
			0,00	173,98	8043,12	85,22	9,8%	0,00	MEI	35319,27	7091,94	54,9%
BRM	33691,63	4217,03	32,73	14,32	4217,03	290,33	7,2%	55,94	POM	1945,65	9376,51	10,0%
LOS	11067,14	1003,74	80,31	2,55	1003,74	17,26	4,3%	81,41	RAS	2833,08	7091,48	10,0%
KAT	16965,07	2491,17	11,64	18,20	2491,17	4,17	0,5%	38,74	SAN	4612,71	9178,72	10,0%
GER	54812,98	3169,31	94,59	49,04	3169,31	20,21	11,2%		TAF	2498,93	9376,51	10,0%
BLG	9951,03	1428,78	51,05	0,71	1428,78	44,09	16,4%	0,00	BRM	33691,63	4217,03	32,7%
LON	30121,62	2093,10	67,81	23,54	2093,10	2,56	1,2%	0,00	LOS	11067,14	1003,74	80,3%
BKG	13002,81	7581,09	47,62	7,22	7581,09	14,71	4,4%	0,00	KAT	16965,07	2491,17	11,6%
MUC	15873,03	3467,17	12,45	10,45	3467,17	3,90	0,2%	0,00	GER	54812,98	3169,31	94,6%
BER	63057,29	2012,94	17,76	33,09	2012,94	63,75	13,4%	0,00	LON	30121,62	2093,10	67,8%
CHE	70518,30	2104,71	21,65	30,44	2104,71	16,38	7,8%	0,00	BKG	13002,81	7581,09	47,6%
						23,51	11,6%	0,00	MUC	15873,03	3467,17	12,4%
						33,09	17,7%	0,00	BER	63057,29	2012,94	17,8%

### Metzler Asset Management

#### Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18  
60311 Frankfurt am Main  
Postfach 20 01 38  
60605 Frankfurt am Main

Telefon (0 180 2) 21 04 50\*  
(+49 - 69) 21 04 - 13 50  
www.metzler-fonds.com

\* 6 ct/Anruf aus dem deutschen Festnetz; Mobilfunkhöchstpreis 42 ct/min

#### Grundsätzliche Hinweise

Diese Unterlage enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haftet für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des gültigen Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des gültigen Jahres- und Halbjahresberichts sowie der wesentlichen Anlegerinformationen. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.