

MAKROPERSPEKTIVEN

Nr. 7, Juli 2011

USA: Konjunkturelle Delle, aber kein Double Dip

Will man einen aktuellen Einblick in die Gemütslage des amerikanischen Verbrauchers erhalten, betrachtet man am besten die Häufigkeit der bei Google eingegebenen Suchbegriffe. Hierbei fällt auf, dass die Suche nach dem Begriff „double dip recession“ in den letzten Wochen sprunghaft zugenommen hat und sich allmählich wieder dem Niveau vom Sommer 2010 nähert. Damals wie heute waren die Konjunkturdaten allesamt schlechter ausgefallen. Erneut stellt sich die Frage, ob es sich nur um eine konjunkturelle Delle handelt oder ob wir doch vor einem erneuten Rückfall in die Rezession stehen. Die Antwort ist nicht nur für die Politik entscheidend, sondern wird auch die weitere Entwicklung der Finanzmärkte bestimmen.

Doch zuerst zu den Fakten: Die US-Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungsbereich (ISM Manufacturing und ISM Non-Manufacturing) sind im Mai deutlich zurückgegangen und befinden sich jetzt wieder auf dem Niveau von Mitte 2010 (vgl. Grafik 1). Gleichzeitig kommt der Arbeitsmarkt einfach nicht in Schwung. Statt der erhofften 175.000 wurden im Mai nur 38.000 Stellen in der Privatwirtschaft geschaffen, die Arbeitslosenquote verharrt hartnäckig bei etwa 9%. Insgesamt hat sich das konjunkturelle Umfeld so stark wie seit dem Frühsommer des letzten Jahres nicht mehr eingetrübt.

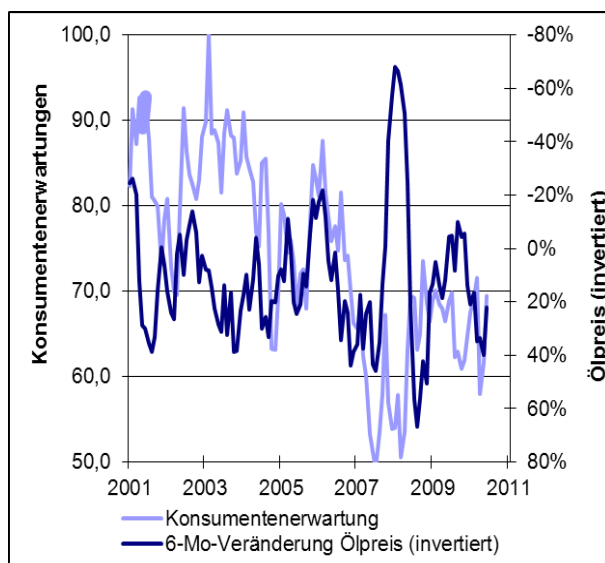
Grafik 1: In den letzten Monaten haben die Frühindikatoren für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor nachgegeben



Ursachen der jüngsten Schwäche

Damals machte man das Auslaufen fiskalischer Impulse in den Industrieländern und die Euro-Krise verantwortlich, worauf die US-Notenbank schließlich mit der Auflage eines zweiten Quantitative-Easing-Programms reagierte. Aktuell lassen sich drei Einflussfaktoren für den Schwächeanfall der US-Konjunktur ausmachen: Die Auswirkungen des Erdbebens in Japan auf Teile der amerikanischen Industrie, die Belastungen für den amerikanischen Verbraucher durch den Ölpreisanstieg und die Abschwächung des chinesischen Wirtschaftswachstums.

Grafik 2: Die Verbraucherstimmung hat sich mit steigendem Ölpreis eingetrübt, hellt sich am aktuellen Rand aber wieder auf



In Japan ist die Industrieproduktion in den Monaten März und April um 15% eingebrochen. Über die internationalen Lieferbeziehungen kam es zu Produktionsengpässen in den USA, wo gerade die Automobilindustrie und die Hersteller von PCs und elektronischen Geräten im jüngsten Bericht der Einkaufsmanager einen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität meldeten, während sich die meisten anderen Industriezweige immer noch auf Expansionskurs befinden.

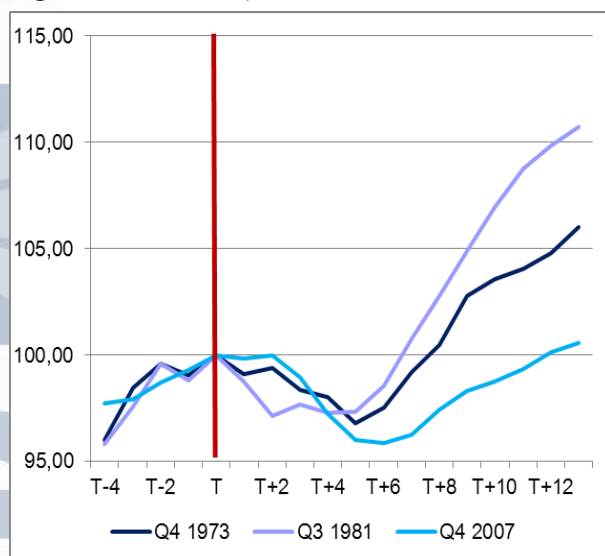
Wichtiger ist allerdings der zweite Einflussfaktor: Der Anstieg des Ölpreises seit Jahresbeginn hat dem amerikanischen Verbraucher doch stärker zugesetzt als ursprünglich erwartet (vgl. Grafik 2). Bis Ende April ist der Ölpreis um 25% und der Benzinpreis sogar um über 40% gestiegen. Diese Entwicklung wirkte wie

eine zusätzliche Steuer, so dass das verfügbare Einkommen im ersten Quartal lediglich um 1% zunahm (bei einem Wirtschaftswachstum von 1,9%).

Da China für 14% des Weltsozialprodukts und für 40% des Weltwirtschaftswachstums der letzten drei Jahre verantwortlich ist, wirkt sich eine Verlangsamung der dortigen konjunkturellen Dynamik sofort global aus. Die geldpolitischen und fiskalischen Maßnahmen der chinesischen Regierung sorgten für einen Rückgang des chinesischen Einkaufsmanagerindex. Das aktuelle Niveau impliziert zwar immer noch ein Wirtschaftswachstum von gut 9%, bedeutet aber gleichzeitig eine Abschwächung gegenüber dem letztjährigen Wachstum von 10,3%.

Darüber hinaus dürfen wir nicht vergessen, dass die USA gerade die schwerste Rezession seit der Weltwirtschaftskrise hinter sich gelassen haben. Zwar haben von den G5-Ländern nur die USA und Deutschland im ersten Quartal 2011 ein höheres Bruttoinlandsprodukt erwirtschaftet als im ersten Quartal 2008, im Vergleich zu den beiden letzten schweren Rezessionen 1973 und 1981 ist die Erholungsbewegung aber sehr dürftig (vgl. Grafik 3). Rezessionen, deren Auslöser das Platzen einer Kreditblase ist, sind nun einmal schwerwiegender, da sich die Konsumenten nur langsam von den Vermögensverlusten und dem Entschuldungsprozess erholen.

Grafik 3: Die Konjunkturerholung seit Beginn der Rezession in Q4 2007 verläuft schleppender als in den beiden letzten Rezessionen (T ist jeweils der Beginn der Rezession)



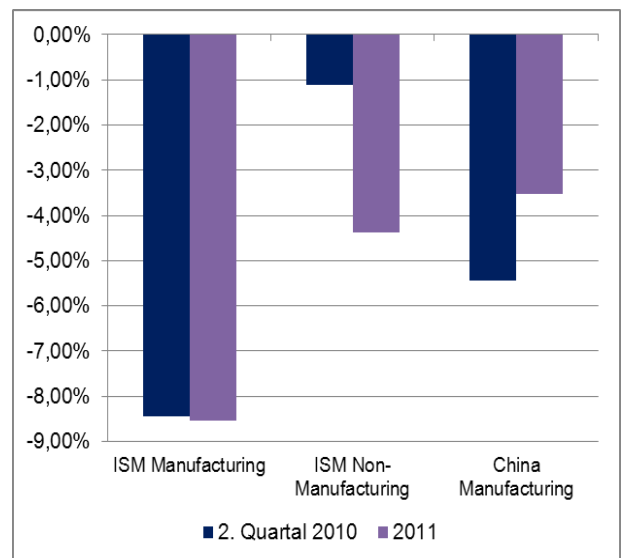
All das hat das Wachstum der amerikanischen Volkswirtschaft im ersten Halbjahr gebremst. Bislang fehlen aber die typischen Merkmale einer Rezession. Deshalb gehen wir von einer nur temporären Eintrübung aus.

Rezession sehr unwahrscheinlich

In der Vergangenheit hat sich ein Indikator zur Vorhersage von Rezessionen in den USA bewährt: die Steilheit der Zinsstrukturkurve. Typischerweise versteht man darunter die Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen und dem Zins für 3-Monatsgeld. Da aber die FED seit 2009 die Geldmarktzinssätze bei nahe 0% hält, verwenden wir statt des 3-Monatsgelds die Rendite 2-jähriger US-Staatsanleihen.

Rezessionen werden in der Regel von einer inversen Zinsstrukturkurve angekündigt, d.h. die kurzfristigen liegen über den längerfristigen Zinsen. Dies passiert in der Regel dann, wenn die Notenbank die Zinsen erhöht, um die Inflation im Zaum zu halten. Die Zinsstrukturkurve hat die letzten 7 Rezessionen seit 1969 mit einem Vorlauf von 15 bis 18 Monaten korrekt vorhergesagt. Der Indikator hat auch im letzten Abschwung funktioniert, als im Juni 2006 die Zinsstrukturkurve invers wurde und damit auf den Beginn der Rezession im Dezember 2007 hindeutete. Aktuell beträgt die Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger und 2-jähriger US-Staatsanleihen etwa 2,5%. Daran wird sich auch nicht so schnell etwas ändern, da die US-Notenbank wahrscheinlich erst im nächsten Jahr die Zinsen anheben wird. Eine Rezession in den nächsten eineinhalb Jahren ist gemäß diesem Indikator also so gut wie ausgeschlossen.

Grafik 4: Der aktuelle Rückgang in den Frühindikatoren erinnert an die Wachstumsdelle im 2. Quartal 2010



Darüber hinaus wäre ein Rückfall in die Rezession nach einem Konjunkturaufschwung von nicht einmal 24 Monaten sehr ungewöhnlich. Nach Berechnungen des National Bureau of Economic Research dauerten die Erholungsbewegungen nach 1945 im Durchschnitt

59 Monate. Seit der Weltwirtschaftskrise war nur der Konjunkturaufschwung 1980 nach weniger als zwei Jahren vorbei. Damals erhöhte die FED die Leitzinsen nach dem Ölpreisschock zu schnell und stieß die amerikanische Volkswirtschaft erneut in die Rezession. Die derzeitige Situation erinnert vielmehr an das zweite Quartal letzten Jahres, als die Einkaufsmanagerindizes in den USA und in China ähnlich unter Druck gerieten wie aktuell (vgl. Grafik 4)

Gründe für Optimismus

Zumindest zwei der drei bereits erwähnten Belastungsfaktoren - das Erdbeben in Japan und der Ölpreisanstieg - werden sich nur temporär auswirken. Nach einem Rückgang um 6,5% im April und um noch weitere 1,5% im Mai ist mit einem deutlichen Anstieg der von dem Erdbeben in Japan besonders hart getroffenen US-Automobilproduktion in den nächsten Monaten zu rechnen. Morgan Stanley erwartet hieraus einen positiven Impuls für das Bruttoinlandsprodukt von bis zu 1,5% im dritten Quartal.

Im weiteren Verlauf des Jahres wird sich in Folge der wieder rückläufigen Energiepreise der Konsum beleben. So haben der Öl- und Benzinpreis seit ihrem Hoch Ende April bereits wieder um 20% nachgegeben, nicht zuletzt wegen der Freigabe eines Teils der strategischen Ölreserven zum Ausgleich der Förderausfälle in Libyen. Da der Benzinpreis allerdings vorher deutlich stärker als der Ölpreis gestiegen war, ist selbst bei konstantem Ölpreis noch Luft nach unten, wodurch die Konsumenten spürbar entlastet werden sollten. Die Erwartungen für das Wachstum des privaten Verbrauchs liegen bei +3% im zweiten Halbjahr.

Schwieriger ist die Einschätzung der Situation in China. Die chinesische Notenbank hat seit Januar 2010 zwölfmal das Mindestreservesoll und viermal die Zinsen angehoben und dadurch zwar den Anstieg der Geldmenge und des Kreditwachstums von gut 30% auf aktuell etwa 15% abgebremst, nicht aber die Inflationsrate, die weiterhin bei über 5% verharrt. Trotzdem deuten Äußerungen der chinesischen Führung an, dass der Gipfel der Inflationsrate erreicht sein könnte.

Darüber hinaus gibt es erste Anzeichen, dass der wirtschaftspolitische Kurs wieder weniger restriktiv wird. So wurden die Kreditvergabebedingungen für kleine und mittlere Unternehmen gelockert und die Förderung ländlicher Regionen intensiviert. Sollte das Wirtschaftswachstum tatsächlich unter 8% fallen, wird die chinesische Regierung zusätzliche fiskalpolitische Maßnahmen ergreifen, so dass ein „Hard Landing“ der chinesischen Volkswirtschaft unwahrscheinlich ist.

Und selbst vom amerikanischen Arbeitsmarkt gibt es zumindest auf den zweiten Blick ermutigende Zeichen. Zwar ist das Beschäftigungswachstum mit unter

1% weiterhin enttäuschend, dafür arbeiten die Beschäftigten deutlich länger bei weitgehend stabilen Stundenlöhnen. Das hieraus erzielte Arbeitseinkommen wächst nach Berechnungen der Royal Bank of Scotland aktuell mit einer Jahresrate von ungefähr 4%, was ein Grund sein könnte, warum sich Konsumentenvertrauen und Konsum relativ robust zeigen.

Last but not least wird sich im weiteren Verlauf des Jahres auch der schwächere US-Dollar positiv auf das Exportwachstum auswirken. In den letzten 12 Monaten hat der handelsgewichtete US-Dollar um 10% nachgegeben. Die Konsensschätzungen gehen folglich von einem deutlichen Anstieg der Exporte im zweiten Halbjahr aus (nach +4,9% im ersten Quartal), zumal der IWF weiterhin ein Wachstum des Welthandels von +8% prognostiziert.

Aus diesen Gründen erwarten wir im zweiten Halbjahr eine Beschleunigung des amerikanischen Wirtschaftswachstums auf über 3%. Das von IWF und OECD prognostizierte Jahreswachstum von 2,5% ist somit erreichbar.

Auch in Europa hält der Aufschwung an

In Europa gibt es eine Entwicklung der drei Geschwindigkeiten. Die nordeuropäischen Länder Deutschland, Österreich, Finnland und Schweden haben das höchste Wachstum, den stärksten Rückgang der Arbeitslosigkeit und die geringste Verschuldung. Auch wenn es dort erste Abschwächungstendenzen gibt, verharrt das Wachstum auf hohem Niveau (in Deutschland prognostizieren Bundesbank und IWF ein Wachstum von über 3% für 2011). Die peripheren Länder Griechenland, Irland und Portugal befinden sich hingegen in einer Rezession (Irland beispielsweise schon im vierten Jahr) und mussten bereits bei EU und IWF um Finanzhilfe nachsuchen. Bei all den Diskussionen um einen möglichen Staatsbankrott Griechenlands vergisst man allzu leicht, dass die peripheren Länder nicht einmal 4% des EU-Bruttoinlandsprodukts ausmachen, während der Anteil Deutschlands bei 22% liegt.

Für die weitere konjunkturelle Entwicklung der EU ist allerdings entscheidend, wie sich die Gruppe der westeuropäischen Kernländer - Frankreich, Großbritannien, Italien und Spanien -, deren Anteil am EU-Bruttoinlandsprodukt bei über 50% liegt, schlagen werden. Während Spanien (ca. 9% des EU-Bruttoinlandsprodukts) wahrscheinlich vor einem Rückfall in die Rezession steht und Italien von Stagnation bedroht ist, sind die Wachstumsaussichten für Frankreich und Großbritannien (aufgrund der eigenständigen Geldpolitik als Nicht-Mitglied der Eurozone) besser. Aktuell sieht es trotz der jüngsten Abschwächung der Einkaufsmanagerindizes ähnlich wie in den USA nur nach einer konjunkturellen Delle aus. Sowohl in der Eurozone wie auch in Großbritannien

ist die Zinsstrukturkurve so steil, dass eine Rezession unwahrscheinlich ist.

Die Risiken

Die Risiken für das skizzierte Szenario lassen sich in zwei Gruppen einteilen: Zum einen die fiskalische Konsolidierung in Europa und den USA und zum anderen die Gefahr von Politikfehlern durch die Notenbanken.

Auch wenn Griechenland die unmittelbare Zahlungsunfähigkeit vermieden hat, bleiben die strukturellen Probleme der europäischen Peripherie (v.a. die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit) trotz aller Hilfsfonds ungelöst, so dass sich die Situation in der Eurozone jederzeit wieder zuspitzen kann. Da Banken in großem Umfang Staatsanleihen auch aus Peripherieländern halten, wirkt sich die Staatsschuldenkrise unmittelbar auf deren Bilanz aus. Aus diesem Grunde fällt es dem gesamten europäischen Bankensystem zunehmend schwerer, sich an den Kapitalmärkten zu refinanzieren.

Zwar haben die Finanzmärkte bislang nicht auf das Fehlen eines schlüssigen Konzepts zur Konsolidierung der amerikanischen Staatsfinanzen reagiert (die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen ist im Gegenteil in den letzten Wochen unter 3% gefallen), sollten die USA aber tatsächlich ihr AAA-Rating verlieren, droht der Konjunktur und den Finanzmärkten Ungemach.

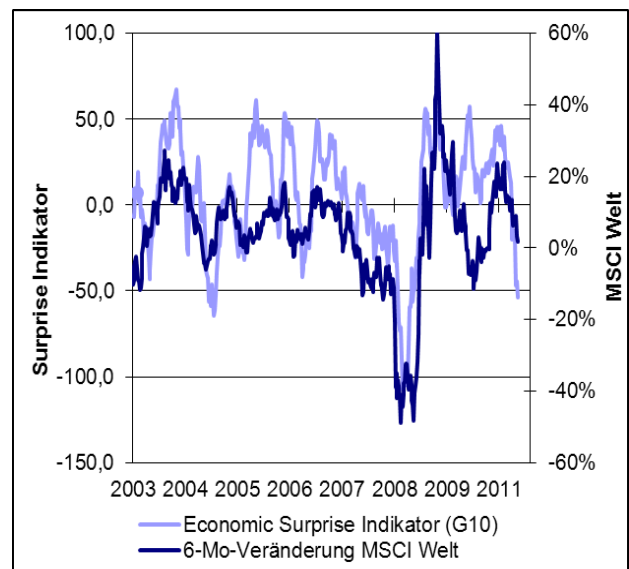
Im aktuellen Umfeld ist außerdem die Gefahr von Politikfehlern besonders groß. Hierbei ist vor allem die EZB gefährdet, die ihre Geldpolitik rein an der aktuellen Inflationsrate ausrichtet. Wahrscheinlich haben wir mit 2,8% im April bereits den Hochpunkt gesehen. Es spricht einiges für einen Rückgang auf 2% zu Beginn des nächsten Jahres. Trotzdem wird die EZB voraussichtlich die Zinsen bis dahin auf 2% anheben und damit zusätzlichen Druck auf die europäische Peripherie ausüben. Bei der immer noch herrschenden Inflationshysterie innerhalb der EZB ist auch ein Übersteuern der Geldpolitik im Bereich des Möglichen.

Während also bei der EZB die Risiken eher in Richtung einer zu restriktiven Geldpolitik gehen, gilt für die Notenbanken in den Schwellenländern genau das Gegenteil. Der IWF und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich warnen in letzter Zeit verstärkt vor einer zu nachsichtigen Geldpolitik angesichts der Inflationsgefahren vor allem in den asiatischen Schwellenländern.

Implikationen für die Finanzmärkte

Die Finanzmärkte haben in den letzten Wochen lehrbuchmäßig auf die wirtschaftliche Abkühlung reagiert. Die Kurse amerikanischer und deutscher Staatsanleihen sind gestiegen, Aktienkurse und Rohstoffpreise sind hingegen gefallen. Wenn unser Szenario richtig ist und es sich lediglich um eine konjunkturelle Delle handelt, besteht für die Aktienmärkte im Zuge wieder besserer Konjunkturdaten Erholungspotenzial, wie man aus dem Zusammenhang zwischen Aktienmarktentwicklung und dem Economic Surprise Indikator erkennen kann (vgl. Grafik 5). An den Anleihenmärkten, die bereits eine deutlichere konjunkturelle Abkühlung eingepreist haben, werden die Renditen zwar wieder ansteigen, aber nicht mehr die Niveaus vom Frühjahr 2011 (USA und Deutschland bei jeweils 3,5%) erreichen.

Grafik 5: Die Aktienmärkte haben Erholungspotenzial, wenn die Wirtschaftsdaten nicht mehr schlechter als erwartet sind



Dr. Ernst Konrad
Tel.: +49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.