

**Betrug und faule  
Kredite  
gefährden Indiens  
Staatsbanken**

**Rückkehr der  
Volatilität erzeugt  
Auftrieb für Yen**

## Kabinetts in offener Zwickmahl während die EU das „Rosinenpicken“ Britanniens rundheraus ablehnt

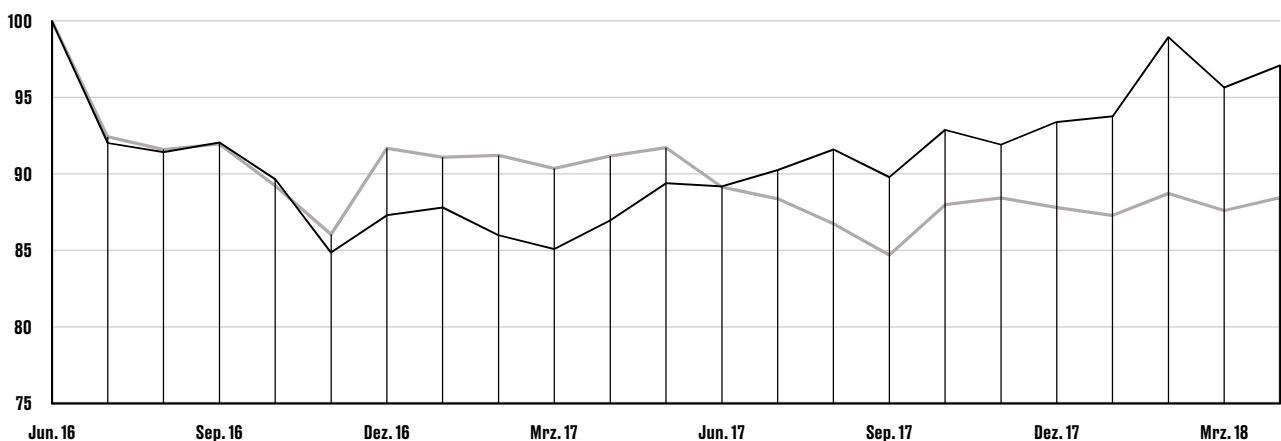
Das Wort der Premierministerin steht zur Debatte – soweit ist es mit Theresa May mittlerweile gekommen. Erinnern Sie sich noch an ihre Rede im Lancaster House vergangenes Jahr, als sie gelobte, Großbritannien aus dem Binnenmarkt und der Zollunion zu führen? Nun, insbesondere das Letztere ist zum Gegenstand eines offenen Zwists zwischen ‚Leavern‘ und ‚Remainern‘ im Kabinetts geworden: Schatzkanzler und Innenministerin plädieren für einen Verbleib in der Zollunion (was nunmehr auch die Politik Labours ist), während der Außen- und der Handelsminister dagegen eintreten. Bisher hat es das Kabinetts nicht vermocht, eine gemeinsame Position zu dieser Frage zu finden, das natürlich zentral für die Strategie Britanniens in der zweiten Phase der Verhandlungen ist. Die entscheidende Sitzung des Brexit-Komitees des Kabinetts auf dem Landsitz der Premierministerin hat nun ebenfalls keinen Fortschritt in dieser Frage gebracht, während das Tauziehen von mehr oder weniger verhohlenen Schachzügen der einzelnen Minister überschattet wird, sich in Stellung für die Nachfolge der Premier-

ministerin zu bringen. Doch ist die Zollunion noch nicht einmal der einzige Streitpunkt. Die Gruppe der Brexiteers in der Unterhausfraktion der Konservativen, nunmehr offiziell vom aufsteigenden politischen Stern Jacob Rees-Mogg angeführt, drohen mit einer offenen Rebellion über die geplante Übergangsphase, in der das Vereinigte Königreich umsetzen müsste, was die EU an neuen Regelungen beschließt, ohne über ein Stimmrecht zu verfügen. In den Augen der Brexiteers würde das Britanniens als „Vasallenstaat“ (Rees-Mogg) desavouieren. Und auch mit Blick auf die Handelsbeziehungen gibt es einen Zusammenprall zwischen jenen, die ein ‚Weißes Blatt‘-Verfahren bevorzugen, bei dem die Handelsbeziehungen des Königreiches mit der EU von Null einzeln wiedererrichtet würden (Brexiteers), und jenen, die ein ‚opt-out‘-Verfahren bevorzugen, bei dem die bestehenden Abkommen mit der EU jeweils einzeln überprüft werden würden (Remainer). Der finale Schuss war dann ein Brief von rd. 60 euroskeptische Hinterbänkler an die Premierministerin, in dem sie eine klare Trennung von der EU und „volle regulatorische Autonomie“ forderten. Ironischerweise versucht der Brief, Theresa May just auf die Position festzulegen, die sie in der oben

2

■ GBP/USD ■ GBP/EUR

Wechselkurse GBP [1.6.2016 = 100]



Quelle: comdirect

beschriebenen Lancaster House-Rede eingenommen hatte. Just wie wir es seit der Neuwahl im vergangenen Jahr prognostiziert haben, zerfällt die Konservative Partei über der epochalen Wegscheide des Brexits. Auf das Risiko, uns selbst zu wiederholen, macht dies einen Sturz der Regierung noch vor Jahresende sehr wahrscheinlich. In Brüssel ist das Bild kein bisschen besser. Hier hat die britische Seite Spannung durch ihr Ansinnen erzeugt, Optionen wider die automatische Implementierung neuer EU-Regelungen für die Zeit der Übergangsphase prüfen zu wollen. Die prompte Reaktion von EU-Offiziellen war eindeutig, dass dies reine Zeitverschwendung sei; und der Chefunterhändler der EU, Michel Barnier, bestätigte später diese Haltung mit der demonstrativen Rückendeckung Frankreichs und Deutschlands. Nichtsdestoweniger scheint Downing Street entschlossen, diesen Punkt in Brüssel aufzuschlagen, und sei es nur, um die Brexiteers daheim zu beschwichtigen. Es ist zunehmend schwierig zu erkennen, wie eine Einigung über den vermeintlichen klaren Deal einer Übergangsphase nun noch rechtzeitig bis zum Ende dieses Monats erzielt werden soll.

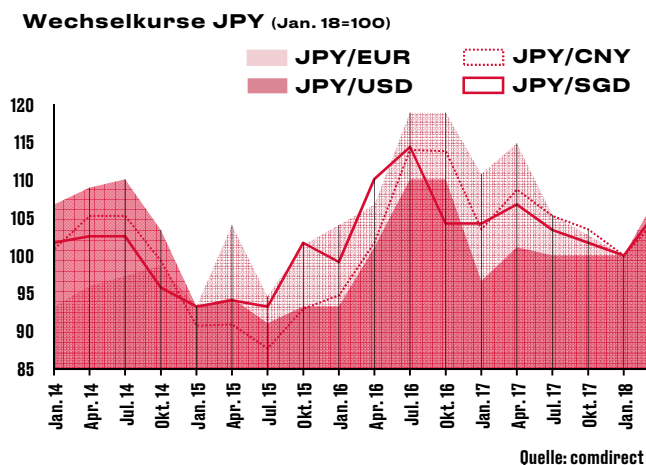
### **Indische Staatsbanken zunehmend durch Betrug und faule Kredite gefährdet**

Es ist ein nun schon drei Jahre altes Problem und ist tatsächlich auch schon in diesem Bericht aufgetaucht (s. Ausgabe 11-12/16); doch anstatt sich zu verbessern, scheint es immer gravierender zu werden: Indiens faule Unternehmenskredite. In einer Mischung aus freigiebiger Mittelverteilung ohne große Rücksicht auf Bonitäten durch die überwiegend im Staatseigentum befindlichen Banken des Landes, um die von Premierminister Modi verfolgte Investitionsagenda zu unterstützen, und regelrecht betrügerischem Verhalten auf Seiten der Kreditnehmer hat sich der Würgegriff der sogenannten „schlechtlaufenden Forderungen“ („non-performing assets“) von Jahr zu Jahr verschärft. Der jüngste, prominente Fall der Punjab National Bank, die Betrügern bei der Juwelier-Kette Nirav Modi zum Opfer fiel, ist dabei nur die Spitze des Eisbergs: Laut der Reserve Bank of India (RBI) sind mittlerweile rd. 10 Mrd. US-Dollar an Krediten in betrügerischer Absicht erschlichen worden – und das ist wohlgerne nur die Zahl für das Staatsbankensystem, und hier auch nur für 15 aus 22 Banken, da die Zahlen der übrigen Institute entweder nicht fest-

standen oder zurückgehalten wurden. Die Summe an faulen Unternehmenskrediten beläuft sich dabei auf gut 120 Mrd. US-Dollar, gegenüber einer Gesamt-Kreditsumme von 413 Mrd. US-Dollar (Stand Ende März 2017, laut RBI). Kein Wunder also, dass sich das Kreditwachstum zuletzt auf magere 5,8% verlangsamt hat. Diese letztere Statistik zeigt die schädlichen Auswirkungen der ausfallbedrohten Kredite, die auf der indischen Volkswirtschaft lasten: Die Masse ist so groß geworden, dass sie die Vergabe neuer Kredite abzuwürgen beginnt, wiederum ohne Rücksicht auf Bonitäten. Auch ausländische Banken sind von dem Schlamassel betroffen: Einige Institute sehen sich mit Abschreibungen von deutlich jenseits der 20%-Marke konfrontiert, und schränken daher zusätzlich den Zugang zu Liquidität für gleichermaßen heimische wie ausländische Unternehmen ein. Trotzdem ist die Regierung bisher vor einer umfassenden Reform zurückgeschreckt, und versucht stattdessen mit einer tropfenweisen Rekapitalisierung der Staatsbanken Zeit zu kaufen. Doch wenn sich die Entwicklung so fortsetzt, wird die Kreditvergabe schließlich nahezu völlig zum Erliegen kommen, mit üblen Konsequenzen für eine Volkswirtschaft, die besonders stark von der Fremdkapitalfinanzierung durch den Bankensektor abhängig ist. Solange diese Herausforderung nicht gelöst wird, erwarten wir für die indische Ökonomie eine Fortsetzung ihrer zuletzt vergleichsweise unterdurchschnittlichen Wachstumsraten, auch wenn das vierte Quartal des vergangenen Jahres eine (vorübergehende?) Verbesserung gebracht haben mag. Es hilft nicht, dass Indien vor diesem Hintergrund unvermittelt hohe Zölle auf eine Reihe von Industrie- und Agrargütern wiedereingeführt hat. Abgesehen von ihren anderen schädlichen Auswirkungen werden diese Maßnahmen einen negativen Effekt auf die Export-/ Importfinanzierung-Finanzierung als Spiegel des Güterverkehrs haben, und damit den Zugang indischer Banken zu ausländischer Liquidität noch weiter austrocknen – just, wenn sie diesen dringend benötigen.

### **Yen wird mit rückkehren der Volatilität weiter aufwerten**

Es ist eine der scheinbar kontraintuitivsten Währungsentwicklungen dieses Jahres: Die Aufwertung des japanischen Yen. Seit Anfang Februar ist er nicht nur ggü. dem US-Dollar (was noch als einfache Folge der akuten Schwäche des



Greenback abgetan werden könnte), sondern auch dem Euro, dem Renminbi und dem Singapur-Dollar stetig im Wert gestiegen (s. Chart). All das vor dem Hintergrund der nahezu sicheren Bestätigung von Haruhiko Kuroda als Verfechter einer lockeren Geldpolitik im Amt des Gouverneurs der Bank von Japan (BoJ) sowie einer zunehmend besorgten Regierung, die bereits mit den ersten ‚Verbalinterventionen‘ gegen den Yen begonnen hat. Was geschieht da also gerade? Trotz des Verbleibs von Kuroda an der Spitze der BoJ schreiben einige Händler und Analysten die Stärke des Yen den Erwartungen einer früher oder später einsetzenden „Normalisierung“ der Geldpolitik auch in Nippon zu, deren Abweichung von einer besonders expansiven Linie dann vergleichsweise prononciert ausfallen muss. Wir stimmen dem nicht zu. Es ist zwar richtig, dass sich z.B. jene Spekulanten, die auf eine Aufwertung des Euro setzen, ebenfalls in ihrer Antizipation einer Normalisierung der Geldpolitik der EZB über schlagen haben – doch nur, um sogleich Ende Februar enttäuscht zu werden, als Mario Draghi die betont expansive Position erneut bestätigte, unterstützt durch bereits wieder sinkende Inflationsraten. Und während die Inflation in Japan zwar tatsächlich steigt, hat sie bislang trotzdem auch nicht den Hauch einer veränderten Haltung Kurodas und seiner Kollegen hervorgerufen. Aus unserer Sicht ist das einfach Ausdruck dafür, dass die Bank von Japan endlich dort angelangt ist, wo sie seit Jahren hin wollte: In einem reflationären Umfeld mit anhaltend hohen Energiepreisen (s. die letzte Ausgabe dieses Berichts) und ersten, zarten Anzeichen steigender Preise auf den Geschäftsstraßen des Landes, z.B. in beliebten Kettenrestaurants. Statt also die Haltung von Nippons Zentralbankern wegen der vermeintlichen Erreichung ihres Ziels zu verändern, ist die Geldpolitik vielmehr just in

die ‚Inflations-Wohlfühlzone‘ eingetreten, auf die sie seit Beginn ihrer Anleihekäufe abgezielt hat. Unserer Einschätzung nach ist es daher ausgeschlossen, dass Kuroda nun auf eine Normalisierung seiner Geldpolitik bereits in diesem Jahr umschwenkt, wie er das zu Beginn dieses Monats tatsächlich auch bestätigte, als er das 2. Quartal 2019 als frühestmöglichen Zeitpunkt für eine Politikänderung avisierte. Die BoJ verbindet Vieles mit der schwedischen Riksbank, bei der die Investoren ebenso viel zu früh die Aufgabe der ultralaxen Geldpolitik erwartet hatten, nur um gleichfalls auf dem falschen Fuß erwischt zu werden (s. Ausgabe 12/17 dieses Berichts). Falls überhaupt sind Zinserwartungen also höchstens das Fallnetz unter dem Yen. Entscheidend ist dagegen die nun allgegenwärtige Rückkehr der Volatilität, wie wir das schon lange hier auf unserer Webseite prognostiziert haben. Nach einer geradezu einschläfernden Ruhe ist sie zu Beginn des vergangenen Monats brutal wieder zum Leben erwacht, als die US-Märkte aus Furcht vor steigenden Zinsen scharf einknickten und die Börsen weltweit mit sich rissen. Ebenso zuverlässig ist der Yen daraus einmal mehr als Fluchtwährung hervorgegangen. Es ist ein typisches Charakteristikum der globalen Wirtschaft, dass Investoren in Zeiten finanziellen Tumults Zuflucht in Nippons Währung suchen. Nun wird der Anstieg der Volatilität kein Strohfeuer bleiben; Vielmehr liegt ihr aktuelles Niveau in etwa auf ihrem langjährigen Durchschnitt und wird dort auch für den Rest des Jahres verharren. Sollten politökonomische Risiken wie ein Zusammenbruch der Brexitverhandlungen, eine euroskeptische Regierung nach den Wahlen in Italien, oder ein ausgeprägter Abschwung der chinesischen Wirtschaft sich realisieren, wird die Volatilität erneut anziehen und sich auf noch höherem Niveau einpendeln. Unter diesen Umständen wird die weitere Aufwertung des Yens höchstens durch direkte Interventionen von Zentralbank und/oder Regierung abzuwehren sein, doch selbst dann nur mit begrenzter Wirkung; denn keine Intervention kann die Hunderte von Milliarden Dollar aufwiegen, die dann an Japans Küste spülen. Lediglich gegenüber dem US-Dollar rechnen wir mit einem etwas gedeckelten Aufwertungspotential, schlicht weil der Markt den Greenback in völliger Fehleinschätzung der Entschlossenheit der Fed überverkauft hat, und nicht zuletzt, da der Dollar in Krisenzeiten selbst als Fluchtwährung gefragt ist.

## Statistisches Bulletin

### Direktinvestitionen-Wachstum (y/y, nom., USD)

**Indien (Dez.): +40 %** → Das FDI-Wachstum in Indien hat im Dezember auf Jahresbasis einen kräftigen Sprung hingelegt. Verglichen mit seinem langjährigen Durchschnitt allerdings hat das Niveau der Direktinvestitionen damit lediglich seinen jüngsten, ebenso starken Einbruch wieder ausgeglichen.

**Brasilien (Jan.): -44%** → In Brasilien verzeichnete die Statistik einen ebenso großen Ausschlag, allerdings mit umgekehrtem Vorzeichen. Sie unterstrich damit, dass die Erholung von Lateinamerikas größter Volkswirtschaft noch nicht greifbar ist.

### PMI Verarbeitendes Gewerbe (Feb.)

**Malaysia: 49,90 ↓** Der PMI des Verarbeitenden Gewerbes in Malaysia ist unter das neutrale Niveau von 50 Punkten gefallen und verortet das Land damit unter den aktuell nur wenigen, die unterhalb dieser Schwelle liegen.

**Dänemark: 69,38 ↑** Dänemark lieferte das exakte Gegenbeispiel, der PMI dort stieg stark auf ein geradezu wundersames Level an.

### BIP-Wachstum (Q4/17, q/q, real)

**Österreich: +0,9% ↑** Das BIP-Wachstum in Österreich blieb äußerst robust gegen Ende des vergangenen Jahres und unterstrich damit die Rolle des Landes als einer der Outperformer der Eurozone.

**Dänemark: +1,0** → Und auch hier bewies die Ökonomie Dänemarks ihre Stärke. Das skandinavische Land folgt damit dicht in den Fußstapfen seines großen Nachbarn Schweden.

### Verbraucherausgaben (Q4/17, y/y, nom.)

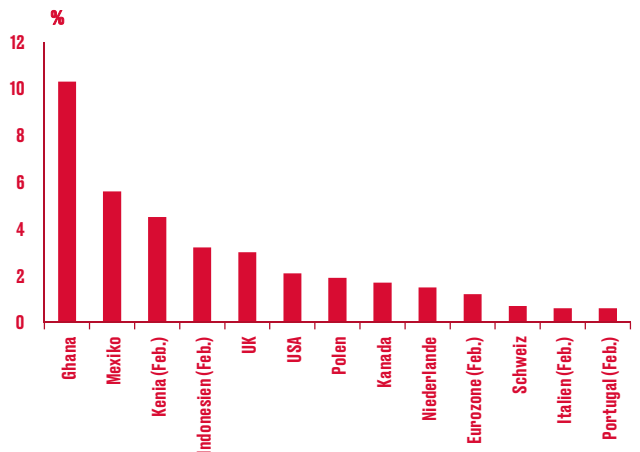
**Kanada (real): +3,5%** → Die Verbraucherausgaben in Kanada verharrten auf ihrem kräftigen Niveau, wenn auch mit nunmehr auspendelndem Charakter.

**Spanien: +4,1% ↑** Die spanischen Verbraucher dagegen bewiesen gleichsam völlige Gleichgültigkeit gegenüber der katalanischen Sezessionskrise und fuhren fort, ihr Geld mit vollen Händen auszugeben.

### Inflation (März)

Die Inflation bleibt ein Makel auf Ghanas ökonomischen Erfolg, obwohl sie jüngst allerdings immerhin etwas gezähmt werden konnte. Mexikos Rate ist im internationalen Vergleich ebenfalls (zu) hoch, während Portugal Einige vermutlich mit seiner Position am unteren Ende der Reihe positiv überraschen dürfte.

Quellen: Trading Economics, bloomberg, comdirect, eigene Berechnungen



Für die Richtigkeit der in dieser Publikation gemachten statistischen Angaben kann keine Gewähr übernommen werden. Die J.S. Research KG haftet darüber hinaus nicht für Handlungen, die auf der Grundlage der hier angebotenen Informationen vorgenommen werden. Dies erfasst insbesondere eine Haftung für entgangenen Gewinn, mittelbare Schäden, Folgeschäden, sonstige entgangene finanzielle Vorteile oder andere finanzielle Einbußen oder Vermögensschäden.

Diese Publikation und alle ihre Teile unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes bedürfen der schriftlichen Zustimmung der J.S. Research KG. Soweit Inhalte in dieser Publikation nicht von der J.S. Research KG erstellt werden, werden die Urheberrechte Dritter beachtet; insbesondere werden Inhalte Dritter als solche gekennzeichnet. Sollten Sie trotzdem auf eine Urheberrechtsverletzung aufmerksam werden, bitten wir um einen entsprechenden Hinweis. Bei Bekanntwerden von Rechtsverletzungen werden wir uns umgehend um Abstimmung mit dem Rechteinhaber bemühen.

Gestaltungskonzept: Firm | [www.f-i-r-m.de](http://www.f-i-r-m.de)

Herausgegeben von:  
J.S. Research KG, vertreten durch  
den Geschäftsführer Jakob Steffen  
Dohlenweg 10, 42115 Wuppertal  
Tel. 0202 - 27 25 86 53  
office@j-s-research.org