

DekaBank: Prognose 2009/10

- Die **Weltwirtschaft** befindet sich in einer Rezession, die im ersten Quartal 2009 ihren Tiefpunkt erreicht und in eine zögerliche Erholung ab Mitte 2009 mündet. Das weltwirtschaftliche Wachstum liegt im kommenden Jahr bei 1,4 %. Für 2010 erwarten wir ein Wachstum von 3,2 %.
- Die **US-Wirtschaft** ist von dieser rezessiven Entwicklung besonders betroffen. Bei einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,9 % im Jahr 2009 fällt die US-Wirtschaft besonders weit unter ihren Potenzialpfad. Wir erwarten die schärfste Konsumrezession aller Zeiten, gefolgt von einer der schwächsten Erholungen der vergangenen 50 Jahre (2010: 2,0 %).
- Die Volkswirtschaften der **Eurozone** sind fast vollständig in der Rezession. Im Durchschnitt des Jahres 2009 schrumpft das BIP um 1,1 %, 2010 sehen wir eine Steigerung um 1,0 %.
- Auch **Deutschland** ist von dieser Entwicklung nicht verschont, obgleich die Volkswirtschaft gut aufgestellt ist. Die Schrumpfung beträgt nach unserer Ansicht 1,3 % im kommenden Jahr. 2010 steht mit einem Wachstum von 0,9 % die Erholung an.
- Dies ist keine „normale“ Rezession. Der kombinierte Immobilien- und Finanzmarktschock hat zu einer Verknappung von Krediten geführt und zugleich auf die Zukunftserwartungen der Wirtschaftsakteure durchgeschlagen und damit Investitions- und Konsumententscheidungen beeinträchtigt. Es bedarf **Maßnahmen der Geld- und Finanzpolitik**, um den Finanzsektor funktionsfähig zu halten und durch Konjunkturprogramme die negative Erwartungsspirale zu durchbrechen.
- Das **Risikoszenario** besteht aus einer Verhärtung der Konjunkturschwäche mit einem Abgleiten in die Deflation. Wir erwarten, dass die Geldpolitik hiergegen mit besonders **niedrigen Zinsen** im kommenden Jahr vorbeugt.

Schaubild 1:
Deckblatt

Konjunktur: Schlimmster Absturz seit über 25 Jahren

Schaubild 2:
Nach langer Zeit wieder
negatives BIP in der US-
Wirtschaft

Die seit Mitte 2007 offen zutage getretene globale Finanzkrise hat nun auch die Weltwirtschaft zu Fall gebracht. Damit geht ein **großer Konjunkturzyklus**, der Anfang der Neunzigerjahre begann und der Welt die höchsten Wachstumsraten seit einem Jahrhundert beschert hatte, in einer äußerst harten Landung zu Ende. Zum **ersten Mal seit fast 20 Jahren** geht das **Bruttoinlandsprodukt der US-Wirtschaft** im Jahresdurchschnitt zurück, und zwar um rund 1 %.

Der **Finanzsektor** hat auf der Jagd nach immer höheren Eigenkapitalrenditen in einem ausgeprägten Niedrigzinsumfeld **seine Fähigkeit zur Kredit- und damit zur Geldschöpfung überzogen**: Dies geschah in verschiedenen Formen, etwa durch **leichtfertige Kreditvergabe an den realen Sektor** (z. B. bei Subprime-Hypothekenkrediten) oder **durch eine übermäßige Ausdehnung des Kreditersatzgeschäfts**, das gleichzeitig an den Geld- und Kapitalmärkten refinanziert wurde. Diese unter unrealistischen Annahmen aufgebauten Kreditpyramiden sind nun von der Wirklichkeit eingeholt worden und zusammengebrochen. Die daraufhin entstandene **Misstrauenspanik** sowie die damit einhergehenden **Vermögensverluste drohten** die **Grundfunktionen des Finanzsektors** als Wertaufbewahrer von Vermögen, als Kreditquelle und als Zahlungsverkehrsdienstleister **lahmzulegen**. Diese Gefahr hatte im Jahresverlauf zu einer Kreditverknappung geführt und zugleich alle Akteure der Volkswirtschaften zutiefst beunruhigt, **sodass zum Schluss auch realwirtschaftliche Konsum- und Investitionsentscheidungen gestoppt wurden**.

Schaubild 3:
Konjunkturursachen

Die jetzt eingetretene Rezession ist damit keine normale Rezession. „Normale“ Konjunkturschwankungen kommen etwa dadurch zustande, dass sich die Wirtschaft am Lagerzyklus der Industrie „verschluckt“, oder dass die Notenbank eine sich überhitzende Konjunktur durch Zinserhöhungen einbremsen muss oder dass übermäßige Wechselkurs- oder Lohnbewegungen für eine Abkühlung des Wirtschaftsgeschehens sorgen. Diesmal ist es anders: Wir haben es mit einem **schweren Finanzmarktschock zu tun, mit einer kombinierten Immobilien- und Bankenkrise**, die durch Selbstverstärkungseffekte zeitweise den gesamten Wertpapiermarkt lahmzulegen sowie das Bankensystem zu sprengen drohte. Neu ist auch, dass dies **nicht nur in einer Volkswirtschaft** stattfand, wie dies in den vergangenen Jahrzehnten immer wieder einmal vorkam –

und zwar häufiger als man gemeinhin annimmt –, sondern **sämtliche der „alten“ Industrieländer erfasst** worden sind.

Schaubild 4:
Konsumentenstimmung,
Aktienkurse

Nur mit diesen außergewöhnlichen Entstehungsumständen ist erklärlich, was sich in den vergangenen Wochen konjunkturell abgespielt hat: ein von Geschwindigkeit und Ausmaß her beispielloser **Absturz der realwirtschaftlichen Wirtschaftsindikatoren in Europa** sowie **die Überschreitung der Rezessionsschwelle in der US-Wirtschaft**.

Der **Einfluss der Finanzmarktkrise auf die realwirtschaftliche Entwicklung** war nach dem Fast-Zusammenbruch des Bankensystems im Gefolge der Lehman-Pleite **vielfach beinahe mit Händen greifbar**: In Euroland etwa kollabierten konjunkturelle Stimmungsindikatoren und mithin auch die wirtschaftliche Aktivität. Die Ursache hierfür waren überwiegend keine akuten Kreditrestriktionen, sondern reine Erwartungseffekte – anders als an den Finanzmärkten neigen Erwartungen in der Realwirtschaft nämlich zur Selbsterfüllung. Und sie haben die Tendenz zur Selbstverstärkung: Während man die Domino-Effekte im Bankensystem gerade verhindert hatte, finden sie nun in der Realwirtschaft statt. Bei aller Dramatik im „schwarzen“ Konjunkturmonat Oktober darf man allerdings nicht vergessen: **Hinter der US-Rezession stehen hauptsächlich die mit der Übertreibungskorrektur einhergehenden Kreditrestriktionen**. Und **auch in Euroland bestehen in vielen Ländern – allerdings nicht in Deutschland – hausgemachte Immobilien- und Kreditkrisen**, die ursächlich für den Konjunkturunbruch sind und die sich über das Jahr hinweg deutlich bemerkbar machten.

Die **Rettungspakete** der Regierungen und Notenbanken zur Stabilisierung des Finanzsystems waren notwendig. Ihre rasche Verabschiedung stellt einen überzeugenden Beweis für die Handlungsfähigkeit der demokratischen Institutionen in Notsituationen dar. **Sie haben die Finanzkrise in dem Sinn beendet, dass die Ängste bei privaten Haushalte und Unternehmen vor einem Zusammenbruch des Finanzsystems beseitigt werden konnten. Aber der Wiederaufbau im Finanzsektor hat gerade erst begonnen**: Wie die Finanzinfrastruktur der Nach-Krisenzeit aussehen wird, ist noch nicht einmal in Ansätzen erkennbar. **Zusätzlich hat die Finanzkrise nun den realwirtschaftlichen Sektor erreicht** und dort ein Erdbeben ausgelöst, dessen Schockwellen unaufhaltsam durch alle Regionen und Sektoren der Weltwirtschaft laufen. **Wir erwarten für die Weltwirtschaft im Jahr 2009 nur noch ein Wachstum von 1,4 %**. Dies entspricht nach herkömmlichen Definitionen einer **weltweiten Rezession**.

Schaubild 5:
Wachstum Weltwirtschaft,
Kapazitätsauslastung

Gegen ihre potenzielle Zerstörungskraft muss man sich wappnen: Auch hier kann niemand anderes als der Staat tätig werden. **Wenn es gelingt, durch fühlbare Gegenmaßnahmen eine negative Erwartungsspirale zu unterbrechen, dann bestehen Aussichten darauf, dass sich die Rezession in normalen Bahnen halten wird.** Denn die Wachstumskräfte der Weltwirtschaft sind grundsätzlich vorhanden: Der Unternehmenssektor ist in weiten Teilen robust, das Wachstum in den aufstrebenden Wirtschaftsregionen geht – wenngleich leicht eingeschränkt – weiter, die Geld- und Finanzpolitik haben weltweit bereits reagiert und besitzen weitere Spielräume.

Aus beidem – der frühzeitigen und vehementen Reaktion von Geld- und Finanzpolitik sowie den ungebrochenen Wachstumspotenzialen der Weltwirtschaft – speist sich unsere **Zuversicht, dass wir nach der kommenden ausgeprägten Rezession im zweiten Teil unseres Prognosezeitraums, im Jahr 2010, wieder auf einen Wachstumskurs zurückfinden werden.** Die Erholung wird unserer Meinung nach jedoch unterdurchschnittlich ausfallen, wir rechnen mit einem Wachstum von **weltweit immerhin 3,2 % im Jahr 2010.**

USA: Schmerzhaft Korrekturen

Schaubild 6: Konjunktur
USA
Euroland
Deutschland

Die Folgen der Finanzkrise haben nun auch die Realwirtschaft in den USA so stark in Mitleidenschaft gezogen, dass die Volkswirtschaft in eine Rezession abgeglitten ist. **Die Industrieproduktion sinkt**, die schon seit Januar 2008 abwärts gerichtete Beschäftigungsentwicklung gewinnt an negativer Dynamik und die privaten Haushalte verringern ihre Konsumausgaben.

Die große Frage ist nun, wie ausgeprägt diese Rezession ist und wie lange sie anhält. Zwei Faktoren sprechen aus unserer Sicht dafür, **dass die Rezession Mitte 2009 zu Ende sein wird, auch wenn sie etwas tiefer ausfällt als die bisherigen Rezessionen im Durchschnitt.** Denn zum einen haben die Notenbank und das Finanzministerium gemeinsam sehr schnell und beherzt reagiert, um Schlimmeres zu verhindern. Die umfangreichen Zinssenkungen sowie die Rettungsmaßnahmen für den Finanzsektor werden ihre Wirkung zeigen und dazu führen, dass die Kreditvergabe nach einer Phase der Kreditverknappung im kommenden Jahr langsam wieder ins Laufen kommen wird. Zum anderen war die Verfassung der meisten Unternehmen zu Beginn der Rezession außergewöhnlich gut.

Allerdings wird der sich an die Rezession anschließende Aufschwung ungewöhnlich mühsam werden. Seit dem zweiten Weltkrieg gab es nach einer Rezession noch nie einen solch moderaten Aufschwung, wie wir ihn prognostizieren. Dies liegt nicht nur daran, dass die Aufräumarbeiten infolge der Kreditkrise und die höhere Regulierung das Wachstum bremsen. Hinzu kommt, **dass der private Konsum darunter leidet, dass die Haushalte ihre hohe Verschuldung abbauen müssen. Die Sparquote, die über die letzten 25 Jahre hinweg stetig von 11 % in Richtung Null gesunken ist, wird bis Ende 2010 auf fast 5 % ansteigen.**

Vom Arbeitsmarkt werden in den nächsten Monaten noch schlechte Nachrichten kommen. Monatliche **Beschäftigungsrückgänge um 300.000 Stellen oder mehr sind durchaus möglich. Gegen Ende 2009 dürften erste leichte Beschäftigungszuwächse zu beobachten sein. Für die Arbeitslosenquote bedeutet dies Werte von bis zu 8 %.** Im März 2007 wurde noch eine Arbeitslosenquote von 4,4 % verzeichnet.

Schließlich wird der bislang noch funktionierende **Außenhandel als Wachstumsmotor auch recht bald wegfallen.** Die Exportdynamik lässt mit der konjunkturellen Schwäche der gesamten Weltwirtschaft und der spürbaren Aufwertung des US-Dollars nach. Zugleich schrumpfen jedoch auch die Importe im Zuge der binnenwirtschaftlichen Verlangsamung, sodass die Bremswirkungen begrenzt bleiben.

Eine stützende Säule der Konjunktur wird der staatliche Konsum sein. Denn üblicherweise steigt der Staatskonsum in wirtschaftlichen Schwächephasen. Hinzu kommen sehr wahrscheinlich zusätzliche Stützungsmaßnahmen: Der designierte Präsident Obama hat ein umfangreiches **Konjunkturpaket** für die USA angekündigt, das sowohl Infrastrukturinvestitionen als auch Steuersenkungen beinhalten wird. **Die Maßnahmen werden vermutlich über den kompletten Zeitraum bis 2010 hinweg wirken und bergen Aufwärtsrisiken für unsere Prognose von -0,9 % Schrumpfung im kommenden Jahr und 2,0 % Wachstum in 2010.**

Euroland: Gleichklang in Moll

Während in den letzten Jahren häufig die Heterogenität der Eurostaaten herausgestellt wurde, so ist – zumindest auf den ersten Blick – dieses Mal alles gleich im Währungsraum: **Konjunkturell geht es überall in atemberaubendem Tempo bergab und alle**

größeren Euroländer sehen wir aktuell und noch in der ersten Hälfte des Jahres 2009 in der Rezession.

Und dennoch ist weiterhin **Differenzierung** angebracht. Die Finanzmärkte unterscheiden bei der Bonität von Staatsanleihen momentan sogar so stark wie noch nie seit Einführung des Euros. Welche sind aber die Kriterien, nach denen die Ökonomien des Euroraums konjunkturell auseinandergehalten werden sollten?

Zunächst sind **Volkswirtschaften mit Immobilienkrisen** oder Gefahren einer solchen von denen zu trennen, die hier eine unbedenkliche Situation aufweisen. Spanien und Irland sind Extrembeispiele ersterer Gruppe. Aber auch die Niederlande, Frankreich und Italien sind sehr anfällig, betrachtet man den Anstieg der realen Hauspreise in diesem Jahrzehnt. Unverdächtig stellt sich in dieser Beziehung unter den Euroland-Schergewichten nur Deutschland dar.

Der zweite wesentliche Punkt ist in der gegenwärtigen Weltrezession die **außenwirtschaftliche Abhängigkeit** eines Landes. Diesbezüglich stehen natürlich Exportweltmeister Deutschland und die traditionellen Handelsnationen wie die Niederlande oder auch Belgien hervor. Diese Staatengruppe zeichnet sich allerdings dadurch aus, dass sie im letzten Aufschwung überdurchschnittlich stark profitierte und entsprechende Erfolge an den Arbeitsmärkten vorzuweisen hatte. Hiervon dürften die drei noch eine gewisse Zeit zehren.

In dieser Betrachtung trifft es die Spanier und die Deutschen 2009 wohl am härtesten. **Für ganz Euroland bedeutet das alles mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistungen von 1,1 % im kommenden Jahr die erste ausgewachsene Rezession der nicht einmal zehn Jahre alten Währungsunion.**

Deutschland: aufgefahren auf den Massenunfall auf der Finanzautobahn

Nachdem sie schon aufgrund der **globalen Inflationsepisode dieses Sommers** und deren dämpfenden Effekten auf Konsum und Exporte **angezählt** war, versetzten die **Immobilienmarkt- und die Finanzmarktkrise** der deutschen Volkswirtschaft den entscheidenden **Stoß in die Rezession.**

*Schaubild 7:
Handelspartner-BIP,
Frühindikatoren*

Schaubild 8:
Europäische Konjunktur-
Klimakarte

In einem **atemberaubenden Tempo brechen seit Jahresende 2007 die deutschen Absatzmärkte weg**. In nur zehn Monaten gaben die Auslandsaufträge der deutschen Industrie um knapp 20 % nach. Die Exporte spiegeln das bislang nur eingeschränkt wider. Zunächst hielten die Auftragsbestände die Produktion und die Exportaktivität hoch. Das ist nun vorüber, zur Jahreswende dürfte die Exportschwäche deutlich zu Tage treten. **In einem solchen Umfeld, das von sinkenden Absatzperspektiven geprägt ist, halten sich Unternehmen mit Ausrüstungsinvestitionen zurück**. Warum sollten sie investieren, wenn sie davon ausgehen, dass diese neuen Kapazitäten nicht ausgelastet werden?

Schaubild 9:
Erfolge am Arbeitsmarkt

Wo Geschäftserwartungen und Investitionen zurückgehen, werden auch Arbeitsplätze abgebaut. **Es besteht aber die berechtigte Hoffnung, dass der Anstieg der Arbeitslosigkeit in dieser Rezession nicht so stark ausfällt wie in früheren Rezessionen**. Nicht nur die Arbeitsmarktreflexen sollten sich stützend auswirken, sondern in besonderem Maße die jüngsten Erfahrungen der Unternehmen mit Fachkräftemangel. Sie werden bemüht sein, ihre eingespielte Stammebelegschaft so lange wie möglich z. B. mit Arbeitszeitskontenausgleich oder Kurzarbeit zu halten. Die Verlängerung des Kurzarbeitergeldes von 12 auf 18 Monate hilft hierbei. Die Erfolge am Arbeitsmarkt werden zwar einen Anstieg der Arbeitslosenquote im kommenden Jahr auf 8,4 % nicht verhindern können, sie sorgen jedoch dafür, dass nicht wie in der Vergangenheit in jeder Rezession neue Höchststände der Beschäftigungslosigkeit erreicht werden (siehe Volkswirtschaft Spezial: „Arbeitsmarkt besser gerüstet für neue Herausforderungen“).

Zwar lastet der Anstieg der Anzahl der Arbeitslosen auf dem Konsum, doch **können die nachwirkenden hohen Tarifabschlüsse in Verbindung mit der rückläufigen Inflation die real verfügbaren Einkommen und somit auch den Konsum stabilisieren**. Wir rechnen bei -0,2 % mit einer ähnlichen Entwicklung für den privaten Konsum in 2009 wie in diesem Jahr.

Alles in allem wird das deutsche Bruttoinlandsprodukt um 1,3 % im Jahr 2009 schrumpfen. Da die Aufräumarbeiten in den Ruinen der internationalen Immobilien- und Finanzmarktkrisen länger andauern werden, werden die für die Erholung wichtigen Impulse für die Exporte erst allmählich in Deutschland eintreffen. Für das Jahr 2010 erwarten wir daher weiterhin ein unterdurchschnittliches Wachstum von 0,9 %.

Schaubild 10:
Vorteil Deutschland

Für die deutsche Volkswirtschaft scheinen uns einige Ergänzungen angebracht: **Von den ursprünglichen Krisenursachen blieb**

Deutschland im Grunde verschont. Es gab keine Blase bei Immobilienpreisen, keinen hausgemachten Kreditboom, im Gegenteil: Wettbewerbsfähigkeit und Arbeitsmarktstrukturen, wie auch die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sind in den vergangenen Jahren vorangekommen. Insofern ist die deutsche Volkswirtschaft bei dem Massenunfall auf der Finanzautobahn einfach hinten draufgefahren.

In Zeiten einer globalen Rezession wird eine Exportnation wie Deutschland zwar hart getroffen, **blickt man aber über den mittelfristigen Tellerrand, so eröffnen sich Perspektiven, die durchaus Anlass zur Hoffnung geben:** Die deutschen Unternehmen

- operieren auf den Weltmärkten mit einer **qualitativ und technologisch anspruchsvollen Produktpalette,**
- haben es gemeinsam mit den Arbeitnehmern geschafft, verloren **gegangene preisliche Wettbewerbsfähigkeit zurück zu gewinnen** und
- haben ihre Bilanzen auf Vordermann gebracht, wie es die im internationalen Vergleich herausragend **hohe Selbstfinanzierungsquote der Investitionen** zeigt.

All das nützt derzeit wenig, wenn keine Nachfrage vorhanden ist. **In der nächsten globalen Erholung werden sich aber diese Entwicklungen auszahlen, und die deutschen Unternehmen überdurchschnittlich stark profitieren.**

Schaubild 11:
Branchen

Wir haben uns angeschaut, wie die unterschiedlichen **Branchen** auf die Rezession reagieren dürften. **Rezessionen gestalten sich unterschiedlich.** Die aktuelle ist geprägt von einem spürbaren Rückgang der Exporte und einer deutlichen Verringerung der Investitionstätigkeit. Das trifft die deutsche Industrie ins Mark, ist sie doch stark export- und investitionsgüterorientiert. Kein Wunder, dass die Paradebranchen wie die **Automobilindustrie,** der **Maschinenbau** oder die **Elektroindustrie** unter die Räder kommen. Die **chemische Industrie** leidet ebenfalls unter der Exportschwäche, aber als Vorleistungsgüterproduzent auch unter der geringeren Nachfrage anderer Wirtschaftszweige. Dies ist die Stunde der nicht oder nur **gering konjunktur reagiblen Branchen,** wie des **Ernährungsgewerbes,** der **Bauindustrie** und des **Einzelhandels.** Letzterer profitiert zudem von der Stabilität des privaten Konsums in der gegenwärtigen Rezession. Dieses Bild wird sich umkehren, wenn die Weltwirtschaft auf Erholung schaltet. Dann werden sich die traditionellen Vorzeigebereiche wieder an die Spitze des Zuges setzen.

Anatomie der Finanzmarktkrise

Wie im vergangenen Jahr ist der **Konjunkturausblick auch diesmal vom Zustand von Banken und Finanzmärkten im kommenden Jahr abhängig**. Die Beobachtung der Stressindikatoren an den Finanzmärkten ist daher in den kommenden Monaten von besonderer Bedeutung. Um die Entwicklungen im Finanzsystem weiterhin komprimiert zu verfolgen, haben wir als Gesamtgröße den **Deka Finanzmarktstress-Indikator** konstruiert. Er zeigt uns mögliche Normalisierungstendenzen im Finanzsektor zeitnah an (siehe Volkswirtschaft Spezial: „Deka Finanzmarktstress-Indikator: Wie lange dauert die Krise noch?“)

Die **wesentlichen Triebfedern der Finanzmarktkrise** sind nach wie vor die unerwartet hohen Verluste aus US-amerikanischen Hypotheken und hypothekenbasierten Wertpapieren, die bereits zum Zusammenbruch einiger, teils großer Finanzinstitute geführt haben. **Immer noch ist nicht klar, in welchem Ausmaß mit weiteren Verlusten gerechnet werden muss** und wie sich diese im internationalen Finanzsystem verteilen werden. **Es erscheint uns aber als sicher, dass weitere Abschreibungen folgen werden**. Infolgedessen wurde das Kontrahentenrisiko zum zentralen Thema selbst auf solchen Märkten, auf denen es in der Vergangenheit lediglich eine untergeordnete Rolle gespielt hat. So kam der Handel an den Interbankengeldmärkten zwischenzeitlich nahezu zum Erliegen.

Die abrupt gestiegene Wahrnehmung von Kreditrisiken und die gestörte Funktionsweise zentraler Refinanzierungsmärkte haben zu gravierenden Verhaltensänderungen bei den Finanzmarktakteuren geführt, die auf ein „**Deleveraging**“ hinauslaufen: **Um das Potenzial für weitere Verluste zu begrenzen und ihren Liquiditätsbedarf herunterzufahren, bauen insbesondere Banken ihre Bestände an risikobehafteten Wertpapieren ab. In der Folge sinken die Kurse z.B. von Aktien, Unternehmensanleihen und Pfandbriefen, was den Druck auf das Finanzsystem weiter erhöht.**

Die **ersten Maßnahmen zur Bewältigung der Finanzmarktkrise** kamen von den Notenbanken in Form einer sehr umfangreichen Liquiditätsversorgung und zum Teil auch drastisch niedrigerer Leitzinsen. Diese Schritte waren **hilfreich und notwendig**, um einen Dominoeffekt von Liquiditätsengpässen innerhalb des Finanzsystems zu vermeiden und das Vertrauen der Marktteilnehmer nicht weiter erodieren zu lassen. **Sie zeigten jedoch enttäuschend wenig Wirkungen auf die gemeinsame Ursache aller Finanzmarktverwerfungen – das Kontrahentenrisiko. Ein umfangreicher Einsatz von Steuermitteln wurde daher letztlich unvermeidbar**, insbesondere als einige nationale Bankensysteme im Gefolge des Bankrott der US-amerikanischen Bank Lehmann Brothers **kurz vor einem allgemeinen Banken-Run** standen. Trotz kleiner nationaler Unter-

Schaubild 12: Deka-Finanzmarktstress-Indikator

schiede beruhen die staatlichen Hilfsprogramme weltweit im Wesentlichen auf zwei Säulen. Während Eigenkapitalinjektionen die Insolvenz von Finanzinstituten vermeiden und damit das Kontrahentenrisiko ausschalten sollen, dienen staatliche Garantien in erster Linie dazu, das Funktionieren zentraler Refinanzierungsmärkte auch in Gegenwart eines hohen Kontrahentenrisikos zu ermöglichen.

Die staatlichen Hilfsprogramme waren insofern erfolgreich, als dass sie auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise das **Vertrauen** von Kunden und Unternehmen **in die Systemstabilität wieder hergestellt haben. In dieser Hinsicht ist die Finanzkrise vorbei. Im Hinblick auf die Beseitigung der Finanzmarktverwerfungen fällt ihre Bilanz bis jetzt allerdings gemischt aus.** Zwar ist seit Mitte Oktober weltweit ein Rückgang der Sätze an den Interbankengeldmärkten zu beobachten. Insbesondere in der Eurozone beruht dieser jedoch fast vollständig auf der Erwartung niedrigerer Leitzinsen, wie der Vergleich der Interbankensätze mit den EONIA-Swaps der gleichen Laufzeiten zeigt. Nach diesem Kriterium haben die Verwerfungen auf den US-Dollar-Geldmärkten in stärkerem Maße abgenommen. Dies mag unter anderem auf die umfassendere Ausgestaltung der staatlichen Garantien zurückzuführen sein. Während sich diese in den USA auf das gesamte Bankensystem erstrecken, werden sie in Deutschland nur nach Anforderung für einzelne Institute gewährt. Auf den Märkten für Bankanleihen hatten die staatlichen Hilfsprogramme zunächst eine starke Entlastung zur Folge – selbst in den Laufzeitbereichen, die nicht von staatlichen Garantien profitieren. Mittlerweile folgen Bankanleihen jedoch dem gleichen Trend wie die Unternehmensanleihen des nichtfinanziellen Sektors. **Vor dem Hintergrund eines sich verschlechternden Konjunkturausblicks werden auf breiter Front höhere Prämien für Kreditrisiken verlangt.**

Letztendlich beigelegt sein wird die Finanzmarktkrise erst dann, wenn abzusehen ist, dass die aus hypothekenbasierten Wertpapieren und womöglich noch aus anderen Kreditengagements resultierenden Verluste für das Finanzsystem verkraftbar sind. Da die Ausfallrisiken nicht nur von Hypotheken, sondern auch aller Formen von Konsumenten- und Unternehmenskrediten in konjunkturellen Abschwungphasen systematisch ansteigen, bestehen in dieser Hinsicht **nicht zu vernachlässigende Rückkopplungseffekte zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft.** Den staatlichen Hilfsprogrammen sowie den begleitenden Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbanken kommt in diesem Kontext die Aufgabe zu, das **Ausmaß und die Geschwindigkeit des zu erwartenden Deleveraging-Prozesses im Bankensystem zu mildern und damit seine Auswirkungen auf die Realwirtschaft zu begrenzen.** Eine entscheidende Rolle spielt dabei, die Funktionsfähigkeit wichtiger Finanzmärkte aufrechtzuerhalten, um die Fähigkeit und Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe und zur Risikoübernahme im Allgemeinen

nicht weiter schwinden zu lassen. **Insofern sollte man von den öffentlichen Rettungspaketen keine spontane Heilung des Finanzsystems erwarten.** Ihr Beitrag besteht vielmehr darin, eine sich aufschaukelnde Abwärtsspirale zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft zu verhindern. **Dadurch erhalten die Finanzinstitute mehr Zeit, die in der Vergangenheit aufgebauten Risiken in geordneter Weise abzuarbeiten, wodurch mittelfristig die Voraussetzungen für eine Selbstheilung des Finanzsystems geschaffen werden.**

Wachstumskräfte weiterhin vorhanden

Zwar sind die Belastungen für die realwirtschaftliche Entwicklung hoch, es gibt jedoch eine **Reihe von Gegengewichten** im Kräfteparallelogramm sowie ausreichend Politikoptionen, um einen noch ungünstigeren Verlauf abzuwehren.

So ist dies **keine Krise des realwirtschaftlichen Unternehmenssektors**, im Gegenteil: In den meisten Volkswirtschaften sind die Unternehmen nachhaltig aufgestellt, es gibt keine überhöhten Verschuldungsgrade, ungesunde Kostenstrukturen und mit wenigen Ausnahmen keine strukturellen Überkapazitäten. Die Wachstumskräfte der Weltwirtschaft sind vorhanden angesichts des **weiterhin absehbaren Entwicklungsbedarfs der neuen Industrieländer Asiens, Osteuropas oder Lateinamerikas**. Auch die **US-Wirtschaft verfügt über Wachstumskräfte** in Gestalt zunehmender Bevölkerung, technologischen Fortschritts und flexibler Märkte. Damit die Wachstumskräfte wieder wirken können, muss die Spirale negativer Erwartungen durchbrochen, die sinkende gesamtwirtschaftliche Nachfrage temporär ausgeglichen und der Bankensektor zügig repariert werden.

Wir wissen, dass Phasen eines schrumpfenden Finanzsektors länger als nur einige Quartale anhalten und dass in dieser Zeit **die Gefahr besteht, dass konjunkturelle Schwächephasen sich verhärten**. Das muss aber nicht immer so sein. Dort, wo schnell und energisch dagegen gearbeitet wird, ist die Chance am größten, eine solche Verhärtung zu vermeiden. **Als einziger Akteur, der dies zu leisten vermag, bleibt der Staat übrig**. Die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems muss möglichst weitgehend erhalten bleiben. Die Geldpolitik muss expansiv ausgerichtet werden. Und auch die Finanzpolitik sollte über die automatischen Stabilisatoren hinaus expansiv tätig werden.

Schaubild 13:
Programme zur Stützung des
Finanzsystems

Nach diesen Prinzipien ist bislang auch verfahren worden. Mit umfangreichen Programmen zur **Stützung des Bankensektors** ist – anders etwa als in den Dreißigerjahren des letzten Jahrhunderts – eine Basis dafür gelegt worden, dass der Finanzsektor seine Aufgaben der Kreditversorgung auch in der im kommenden Jahr anhaltenden Phase der Aufräumarbeiten weiter ausfüllen kann. Daneben haben die Notenbanken bereits **deutliche Zinssenkungen** eingeleitet.

Schaubild 14:
Konjunkturprogramme

Zusätzlich sind bereits in vielen Ländern **Konjunkturprogramme** verabschiedet worden oder in Planung. Das Volumen dieser Programme reicht von 0,5 % in Relation zum BIP (Deutschland) bis zu 14 % (China). Wir rechnen im kommenden Jahr mit weiteren Maßnahmen dieser Art.

Schaubild 15:
Staatsverschuldung
Im Langzeitvergleich

Auf die **Staatshaushalte** kommen damit in den kommenden Jahren erhebliche außerplanmäßige Belastungen zu. Aber **die Staaten können sich dies leisten.** Der **Schuldenstand der G7-Länder** (ex Japan) liegt gegenwärtig bei 58 % in Relation zum BIP. Zwar ist er in den vergangenen Jahren angestiegen, aber für die viele Länder ist die Verschuldung weit unterhalb historischer Höchststände. In vielen **Emerging Markets** sind nach den Erfahrungen der Asien-Krise Ende der neunziger Jahre Überschüsse in den Staatshaushalten erzielt worden, die Schuldenstände bewegen sich zum größten Teil unter denen in den entwickelten Ländern. Die Rettungspakete für das Finanzsystem können zwar zwischenzeitlich beträchtliche Ausgaberrisiken für die Staatshaushalte darstellen. Allerdings bringt es die Natur dieser Programme mit sich, dass **die endgültige Belastung der öffentlichen Hand erst nach einigen Jahren festgestellt werden kann**, wenn die innerhalb dieser Programme angekauften Vermögensgegenstände verwertet worden sind. Insgesamt rechnen wir mit Defiziten für den US-Haushalt von 7 % (in Relation zum BIP) im kommenden Jahr und 8 % in 2010. Die Länder der Währungsunion werden sich schon ohne zusätzliche Konjunkturprogramme in 2009 und 2010 jeweils mit rund 3 % neu verschulden.

Schaubild 16:
Staatsverschuldung in
einzelnen Ländern

Schaubild 17:
Risikoszenario

Diese Rückschläge bei den Bemühungen um nachhaltige Staatsfinanzen sind nicht willkommen, sie sind aber ohne Alternative. Das **Risikoszenario** einer sich verselbständigenden Wirtschaftsschwäche ist nach allen Erfahrungen der Vergangenheit zu groß und der in diesem Fall zu entrichtende Preis in Gestalt geringen Wachstums, hoher Arbeitslosigkeit und niedriger Steuereinnahmen ist zu hoch, um es nicht zu versuchen. Noch ist es nicht zu spät, die Gefahr einer negativen Erwartungsspirale abzuwehren. Unser Risikoszenario mit einer über Jahre anhaltenden

rezessiven Entwicklung gewichten wir mit einer Wahrscheinlichkeit von 15 %.

Schaubild 18:
Emerging Markets

Seit Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 haben sich die **Emerging Markets** lange Zeit relativ unbeeindruckt gezeigt. Zwar sind die Finanzmärkte von dem weltweiten Anstieg der Risikoaversion getroffen worden, doch Wirtschaftswachstum, Konsumenten- und Unternehmerv Vertrauen haben sich robust präsentiert. **Mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers ist die Krise allerdings auch in den Emerging Markets angekommen.** Pessimismus hat um sich gegriffen, und Investitionen werden zurückgestellt. Die Banken in den Emerging Markets haben zwar nach wie vor einen vergleichsweise geringen Abschreibungsbedarf und eine ausreichende Kapitalausstattung, doch sind sie in der Kreditvergabe vorsichtiger geworden. In Kombination mit der nachlassenden Nachfrage aus den Industriestaaten bedeutet dies, dass sich das Wachstum in den Emerging Markets 2009 deutlich abschwächen wird. Es bleibt allerdings festzuhalten, dass nur in den Emerging Markets überhaupt noch positive Wachstumsraten zu verzeichnen sein werden. Gestützt wird das Wachstum wie in den Industriestaaten durch eine Lockerung der Geldpolitik. Der Spielraum für einen kräftigen fiskalischen Stimulus ist in den meisten Staaten vorhanden, wird bisher jedoch mit Ausnahme Chinas nicht ausgeschöpft. Wenn die Zuversicht in die Weltwirtschaft zurückkehrt, werden die Emerging Markets nach unserer Einschätzung schneller wieder eine hohe Dynamik gewinnen als die Industriestaaten, da strukturelle Faktoren wie Überschuldung der Privathaushalte, angeschlagene Banken, überbewertete Immobilienmärkte und Überalterung weniger stark belasten. Schon im Laufe des Jahres 2010 könnten die Emerging Markets daher wieder zu einer echten Stütze der Weltwirtschaft werden. Wir erwarten, dass es trotz der Krise nicht zu einer spürbaren Ausbreitung protektionistischer Maßnahmen kommt. **Der Globalisierungsprozess setzt sich fort.**

Kapitalmärkte: Deflationsgefahren vorbeugen!

In den kommenden beiden Jahren sehen wir – sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Euroland – **inflationssenkende Kräfte vorherrschen**. Scheinbar an erster Stelle steht hier die Rohstoffpreisentwicklung, die nach den Übertreibungen bis Mitte dieses Jahres nun ebenfalls übermäßig in die Gegenrichtung ausschlägt. Die größten Basiseffekte werden dabei im dritten Quartal 2009 wirken, wo auch die größte Gefahr besteht, die Nulllinie zu unterschreiten. Allerdings gilt nach oben wie nach unten, dass bei

Schaubild 19:
Inflationsprognose
Euroland

starken Ausschlägen der Rohstoffkomponente die Kernrate der Preisentwicklung entscheidend ist. Auch hier wirken Abwärtskräfte: Sie wirken um so stärker, je tiefer und länger der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausfällt. Da wir auch für 2010 noch keine Rückkehr zum Potenzialwachstum ausmachen können, bleibt der Disinflationsdruck längere Zeit bestehen. Für die **US-Wirtschaft** rechnen wir mit einem **Rückgang der Inflationsraten** auf 1,7 % im kommenden Jahr und 2,7 % im Jahr 2010. **In Euroland** sorgen eine Reihe von in diesem Jahr festgelegten Tarifabschlüssen dafür, dass die **Disinflation** im kommenden Jahr etwas gebremst wird. Wir rechnen mit einer Inflationsrate von 1,7 % in 2009 und 1,5 % in 2010.

In dieser Phase besteht die Gefahr, dass sich die Abwärtsbewegung bei den Inflationsraten verhärtet und längere Zeit negative Preissteigerungsraten verzeichnet werden. In **unserem Risikoszenario einer über mehr als zwei Jahre fortlaufenden Wirtschaftsschwäche ist eine deflationäre Entwicklung wahrscheinlich.**

Schaubild 20:
Inflationserwartungen
Euroland

Entscheidend für die Beobachter und für die Verantwortlichen in der Geldpolitik werden hier die **Inflationserwartungen** der wirtschaftlichen Akteure über den künftigen Inflationsverlauf sein. An ihnen werden **Deflationsgefahren** am frühesten deutlich. In der letzten Phase extrem niedriger Inflationsraten in den Jahren 2002/03 waren die Inflationserwartungen stabil bei etwa 2 % geblieben, die Deflationsgefahren blieben dementsprechend gering. Nach dem Einbruch der wirtschaftlichen Erwartungen sind auch die **Inflationserwartungen** schnell und heftig zurückgegangen. Im Gefolge der Preisübertreibungen an den Rohstoffmärkten hatten sich die an den Kapitalmärkten gemessenen Inflationserwartungen von etwa 2,2 % zu Jahresbeginn auf 2,8 % im Juli erhöht. Ende November waren sie dann aber sogar wieder auf 2 % gefallen. Zwar sind die Erwartungen bisher nicht auf Deflation gerichtet, der Rückgang der Inflationserwartungen ist jedoch heftig. Wie bei der Bekämpfung der Inflation muss auch bei der Vermeidung der Deflation der Steuerung der Erwartungen höchste Aufmerksamkeit gewidmet werden.

Schaubild 21:
Geldpolitik
USA/Euroland

Schaubild 22:
Kapitalmarktrenditen
USA/Euroland

Daher liegen einige Aufgaben vor der **Geldpolitik**. Eine ausgeprägte Konjunkturschwäche verlangt nach niedrigen Notenbanksätzen. Nach herkömmlichen Faustregeln für die Zinspolitik liegt der **angemessene Zinssatz für den Euroraum bei 1,5 %**, für die **US-Notenbank ist sogar eine Nullzinspolitik angemessen**. Wir rechnen daher mit weiteren Zinssenkungen der Notenbanken, sodass diese historisch niedrigen Werte bald erreicht werden. Dies gilt auch

für eine Reihe weiterer Zentralbanken (etwa im Vereinigten Königreich: 1,75 %).

Läuft es trotz der vorbeugenden geldpolitischen Ausrichtung auf eine **deflationäre Entwicklung** hinaus (unser Risikoszenario), so sind die Anstrengungen zu Gegenmaßnahmen seitens der Geld- und Finanzpolitik nochmals zu verstärken. Für die Geldpolitik sind selbst mit dem Erreichen der unteren möglichen Schwelle für den Notenbankzinssatz von 0 % die Möglichkeiten expansiver Politik bei weitem nicht ausgeschöpft: **Über die Ankündigung positiver Inflationsziele und expansiver Geldmengenpolitik – bis hin zur Finanzierung von Staatsdefiziten – hat die Geldpolitik effektive Instrumente zur Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zur Verfügung. Je stärker allerdings dieser Instrumenteneinsatz wird, um so herausfordernder wird die rechtzeitige und wirkungsvolle Rücknahme dieser Ausrichtung, sonst droht ein jäher Umschwung von Deflations- in Inflationserwartungen.** Dies würde zu heftigen Bewegungen an den Kapitalmärkten führen.

Die **langfristigen Zinsen** stehen in einem **Spannungsfeld zwischen höherer staatlicher Kapitalaufnahme in den kommenden Jahren und rückläufigen Inflationserwartungen sowie geringer realwirtschaftlicher Dynamik.** Im kommenden Jahr werden letztere Einflussfaktoren dominieren und das Zinsniveaus auf dem gegenwärtig erreichten niedrigen Niveau verharren lassen. Wir rechnen in 12 Monaten mit 10-jährigen Kapitalmarktrenditen von 3,7 % in Euroland und 3,4 % am US-Kapitalmarkt. Trotz dieses niedrigen Niveaus verläuft die Zinsstrukturkurve relativ steil, was die Ertragslage des Bankensystems unterstützt.