

**Presse-Frühstück des Makro Research
der DekaBank**

Die Weltwirtschaft lebt

**Aufräumarbeiten haben
erst begonnen**

**Konjunktur- und
Kapitalmarktausblick 2010/11**

1. Dezember 2009

„DekaBank

DekaBank: Prognose 2010/11

Die wichtigsten Aussagen

- Die **Weltwirtschaft** hat sich überraschend schnell vom Kollaps erholt. Der Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität konnte im zweiten Quartal gestoppt werden, seither steigt die Wirtschaftsleistung wieder an. Umfangreiche wirtschaftspolitische Interventionen haben eine negative Erwartungsspirale durchbrochen. Die geld- und fiskalpolitischen Impulse sorgen auch im kommenden Jahr noch für genügend Nachfrage-Treibstoff. Wir rechnen mit einem Anstieg des Welt-Bruttoinlandsprodukts von 3,6 % im Jahr 2010 und 3,7 % in 2011. Für eine Post-Rezessionsphase ist dies eine vergleichsweise schwache Erholung.
- Das liegt daran, dass die „**Krise hinter der Krise**“ noch nicht gelöst ist. Während Geld- und Fiskalpolitik die akuten Bankenprobleme und Nachfrageausfälle des vergangenen Jahres gemildert haben, können sie die in Jahren aufgelaufenen Finanzierungsungleichgewichte in der Weltwirtschaft nicht innerhalb weniger Monate ausgleichen. Die Anpassung der weltweiten Wirtschaftsstrukturen an das neue Finanzierungs-umfeld wird Jahre benötigen. In dieser Zeit bleibt das Wachstum der Weltwirtschaft vergleichsweise gering.
- Die **US-Wirtschaft** startet kraftlos in den neuen Konjunkturaufschwung. Bis weit ins Jahr 2010 hinein wird diese Kraftlosigkeit jedoch überdeckt von den Schubwirkungen des Konjunkturpakets. Der Staat trägt mit seiner Aktivität wesentlich zum Wachstum bei. Die US-Wirtschaft wird nach einer der tiefsten Rezessionen seit der Großen Depression in den Dreißigerjahren des letzten Jahrhunderts eine ungewöhnlich zähe Erholung erleben. Die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts von 2,7 % für das Jahr 2010 und von 2,6 % für 2011 bedeuten eine Aufwärtsbewegung, die den Namen „Aufschwung“ nicht verdient.
- Wie immer wird die **deutsche Konjunktur** im Ausland gemacht, im Guten wie im Schlechten. Die weltweit wieder auflebende Konjunktur lässt die Nachfrage nach deutschen Gütern steigen. Für die Binnennachfrage sieht es jedoch schlecht aus: Eine zunehmende Arbeitslosigkeit, wieder ansteigende Inflationsraten und der Rückpralleffekt aus der Abwrackprämie lassen für die Konsumnachfrage nicht allzu viel erwarten. Wir rechnen mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um jeweils 1,4 % in den Jahren 2010 und 2011.
- Die Staaten sind nach den beispiellosen **fiskalischen Maßnahmen** dieses und der kommenden Jahre nicht pleite, aber die Schuldenstände haben sich deutlich erhöht. Von diesen

Schuldenbergen führen drei Wege hinunter – Wachsen, Konsolidieren oder Inflationieren –, von denen aber nur die ersten zwei gangbar sind: Inflation ist keine Lösung. Aber Wachstum allein reicht ebenfalls nicht aus. Zur Stabilisierung der Schuldenstandsquote in Deutschland könnte man sich ab 2011 höchstens noch ein Defizit von 0,6 % in Relation zum BIP erlauben. Eine Rückführung des relativen Schuldenstandes verlangt sogar Überschüsse bei den öffentlichen Haushalten. Zahlreiche Länder haben in der Vergangenheit bewiesen, dass man durch eine **Kombi-Strategie Wachstum/Konsolidierung** über einen Zeitraum von mehreren Jahren eine wirksame Absenkung des Staatsschuldenstandes erreichen kann. Aus Gründen des Wahlzyklus heraus erwarten wir in Deutschland erste Schritte in Richtung Konsolidierung jedoch erst im Jahr 2012.

- Bei der **Geldpolitik** ist gegenwärtig immer noch die Deflationsgefahr zu beachten. Inflation – oder gar Hyperinflation – halten wir vor dem institutionellen Hintergrund der Notenbankverfassungen sowie der stabilitätsorientierten Ansätze der Geldpolitiker für unwahrscheinlich. Eher müssen die Gefahren von weiteren Übertreibungen an den Finanzmärkten aufgrund extrem niedriger Zinssätze in den Blick genommen werden. Aus diesem Grund erwarten wir bald konkrete Ankündigungen über einen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank. Wir rechnen als erste Reaktion auf eine Ankündigung über den Straffungskurs der EZB mit einer Erhöhung des EONIA-Geldmarktzinses Richtung Leitzins. Ferner sollte sich die gesamte Kurve in den kommenden Monaten leicht um etwa 50 Basispunkte nach oben verschieben.

Der Tag danach: Die Weltwirtschaft lebt

Schaubilder 1 bis 2:
Einleitung

Schaubilder 3-4:
„Ende der Welt“

Die Überraschung des Jahres 2009 lautet: Die Weltwirtschaft lebt. **Der Weltuntergang findet nicht statt** – selbst wenn die Erschütterungen des Weltfinanzsystems aus den vergangenen beiden Jahren noch weitere Nachbeben nach sich ziehen, wie dieser Tage im Fall Dubai. Der **Bankenschock** des vergangenen Herbstes, der in wichtigen Volkswirtschaften fast zum Zusammenbruch des Zahlungsverkehrs geführt hatte, bewirkte zwar einen **wirtschaftlichen Einbruch von historischen Ausmaßen**: Um 2,7 % sank die weltwirtschaftliche Leistung des ersten Quartals im Jahresvergleich, die Industrieproduktion gar um 11,7 %. Die schwersten Einbrüche beim Bruttoinlandsprodukt hatten dabei unter den Industrieländern Japan (-8,6 %) und Deutschland (-6,4 %) zu verkraften. **Aber eine Abwärtsspirale mit jahrelanger Rezession wie in den Dreißigerjahren des vorigen Jahrhunderts konnte verhindert werden. Das, was damals der Goldstandard und finanzpolitische Unerfahrenheit verhindert hatten, wurde in dieser Krise nun besser gemacht.**

Schaubild 5:
Regeln für Banken Krisen

Die **Lehren vergangener umfassender Banken Krisen** sind gezogen worden. Sie lauten: Zum ersten **sollte das Finanzsystem funktionsfähig gehalten werden**, denn ein Durchwirken von Dominoeffekten beschädigt das Kreditsystem so nachhaltig, dass ein Neuaufbau Jahre benötigt. Zum zweiten **sollte auch die Konjunktur insbesondere dann stabilisiert werden**, wenn ein Konjunkturreinbruch derartig auf einem Erwartungsschock beruht (nach der Lehman-Pleite rechneten viele Marktteilnehmer plötzlich mit einer massiven Verschlechterung des Finanzierungsumfeldes, wenn nicht gar mit einem Zusammenbruch des Finanzsystems). Solchen erwartungsbedingten Nachfrageausfällen kann durch rasche und energische Maßnahmen entgegengewirkt werden. Und so ist es gekommen: **Das Jahr 2009 hat die größte Rettungsaktion der Wirtschaftsgeschichte erlebt.** Insgesamt sind weltweit Mittel in der Größenordnung von mehreren Billionen Euro bereitgestellt worden, um Nachfrageausfälle temporär zu ersetzen und die Stabilität des Finanzsystems zu sichern.

Schaubild 6:
Deka Finanzmarktstress-Indikator

Die Medizin wirkt: Die Preise für Finanzaktiva sowie deren Schwankungen haben sich in den vergangenen Monaten normalisiert, wie der **Deka Finanzmarktstress-Indikator** zeigt. Auch die jüngsten Ängste um Zahlungsausfälle in Dubai haben die Erholung nicht umgekehrt.

Schaubild 7:
Welt-Wachstum/Welt-Outputlücke

Seit dem zweiten bzw. dritten Quartal gibt es in den wichtigsten Volkswirtschaften wieder Vorperiodenzuwächse des Bruttoinlandsprodukts, die auch im kommenden Jahr anhalten werden. **Die Weltwirtschaft wird 2010 um 3 ½ % wachsen, die US-Volkswirtschaft um 2,7 %, in Deutschland wird unserer Meinung nach das Bruttoinlandsprodukt um 1,4 % steigen.** Aber diese Wachstumsraten dürfen nicht darüber hinwegtäuschen, dass

insbesondere in den Industrieländern noch **deutliche Unterauslastung** herrscht. Zwar weiß keiner zuverlässig, wie viel des Kapitalstocks durch die Krise vernichtet worden ist, daher sind Schätzungen über den gegenwärtigen Auslastungsgrad der Volkswirtschaften sehr unsicher. Wir gehen aber davon aus, dass die Kapazitätsauslastung in vielen der westlichen Volkswirtschaften in den nächsten Jahren erst langsam wieder auf ein Normalmaß ansteigt. **Entgegen vieler Vorstellungen ist allerdings das wirtschaftliche Leistungsniveau von vor der Krise in der Weltwirtschaft als Ganzes schon Ende dieses Jahres wieder hergestellt.** Das liegt an der starken Erholung in Asien, aber auch die US-Wirtschaft kommt bereits im kommenden Jahr wieder auf ein Bruttoinlandsproduktsniveau von vor der Krise. In anderen Ländern dauert es länger, so etwa in Deutschland, wo dieses Niveau erst im Jahr 2014 erreicht sein wird.

Schaubild 8:
Industrieländer/
Emerging Markets

Die **Emerging Markets** sind vom weltwirtschaftlichen Einbruch ebenfalls hart getroffen worden. Aber auch sie haben einen Umschwung der negativen wirtschaftlichen Erwartungen geschafft. Zwar hat es keine **konjunkturelle Entkopplung** von den Industrieländern gegeben. Die **Wachstumsabkopplung** aber, die es bereits vor der Krise bestand, geht weiter: Die Region Asien (ohne Japan) wird im kommenden Jahr mit einer Rate von 7,9 % wachsen. Die Verlagerung des Schwerpunktes der Weltwirtschaft hin zu den aufholenden bevölkerungsreichen Volkswirtschaften geht auch nach der Krise weiter.

Die Aufarbeitung hat erst begonnen

Schaubild 9:
Zwei Krisen

Die Bankenproblematik war jedoch nur eine Folgeerscheinung einer tiefer liegenden Strukturkrise der Weltwirtschaft, der „**Krise hinter der Krise**“. Über eine längere Zeit hinweg haben sich **an vielen Stellen der Weltwirtschaft Ungleichgewichte aufgebaut**: in den Bilanzen der privaten Haushalte, etwa in den USA, in den Leistungsbilanzen vieler Volkswirtschaften und erst recht in vielen Bankbilanzen. **Diese Ungleichgewichte konnten eine Zeit lang über die Finanzmärkte finanziert werden. Niedrige Zinsen** halfen hierbei. Wesentlich war auch die Entdeckung des **Verbriefungsmechanismus** für Kredite, der die Kreditschöpfungsmöglichkeiten des Bankensystems enorm vergrößerte. Diese Finanzierungsmöglichkeiten sind nun nicht mehr im gleichen Umfang vorhanden. **Die Weltwirtschaft steht damit vor enormen Anpassungsaufgaben, nicht nur bei der Schuldenreduzierung. Denn auch die Wirtschaftsstrukturen von vor der Krise passen nicht mehr in die Nachkrisenwelt.** Ähnlich wie sich etwa die Vegetation an eine Klimaänderung anpassen muss, so müssen sich die Volkswirtschaften auf ein verändertes Finanzierungsklima einstellen.

Beispielhaft seien hierfür genannt:

- **Nachfrage der privaten Haushalte:** Der Sektor der privaten Haushalte, etwa in den USA, wird seine Schulden konsolidieren müssen. Das drückt auf die Nachfrage nach Konsumgütern.
- **Leistungsbilanzsalden, Produktionsstruktur:** Leistungsbilanzsalden von teilweise 5 % bis 10 % des Bruttoinlandsprodukts sind nicht durchhaltbar. Volkswirtschaften mit großen Überschüssen müssten ihre Binnennachfrage stärken, beispielsweise Produktionsstrukturen mehr auf Dienstleistungen verlegen, Länder mit Defiziten dagegen müssten mehr Industriegüter für den Weltmarkt herstellen. Solche Strukturveränderungen können jedoch nicht verordnet werden, sondern müssen sich marktgesteuert ergeben.
- Dies verlangt auch Umstellungen von **Branchenstrukturen**. Überkapazitäten in einzelnen Zweigen (Auto, Konsum, Bauwirtschaft) und ihren Zulieferern müssen abgebaut, dafür an anderer Stelle neue Kapazitäten in neuen Verwendungen aufgebaut werden. Wie immer trifft es in einer Rezession diejenigen Unternehmen zuerst, denen es am schlechtesten gelungen ist, sich auf geänderte Nachfragetrends einzustellen.
- Nicht zuletzt hat sich die **Finanzwirtschaft** auf neue Umfeldbedingungen einzustellen: Höhere Eigenkapitalanforderungen, veränderte und zumindest vorübergehend geringere Verbriefungsmöglichkeiten und eine höhere Regulierung werden die Kreditvergabefähigkeit einschränken.

Mit der Korrektur bei den Hauspreisen in den USA begann im Jahr 2005 dieser Anpassungsprozess. Er setzte das Bankensystem naturgemäß stark unter Druck, da ein großer Teil der Bankenaktiva immobilienverbunden sind. Die Bankenkrise wandelte sich in eine Bankenpanik mit selbstverstärkenden Kräften und starken Ausstrahlungen auf die Realwirtschaft. Diese Banken- und Konjunkturpanik konnte eingedämmt werden. Jetzt kommen allerdings die ursprünglichen Ungleichgewichte wieder in den Vordergrund. Selbst in relativ flexiblen Marktwirtschaften benötigen solche Anpassungsprozesse **einige Jahre Zeit**. In dieser Zeit wird es **weniger Wachstum** geben, weil

- Kapital entwertet worden ist: physisches Kapital, aber auch Qualifikationen von Menschen,
- die Investitionen massiv gefallen sind; und eine kräftige Erholung ist nicht in Sicht. Das kostet Wachstum,
- Nachfrage fehlt, weil Schulden zurückgezahlt werden müssen. Bilanzrezessionen sind dadurch gekennzeichnet, dass Wirtschaftsteilnehmer Schulden abbauen müssen und daher über eine längere Zeit weniger Nachfrage entfalten können.

Es verwundert vor diesem Hintergrund, dass einige dieser Finanzierungsungleichgewichte anscheinend weiter bestehen, sich etwa Leistungsbilanzdefizite in den USA schon wieder ausweiten. Dahinter stehen jedoch wesentlich die staatlichen Nachfrageprogramme. Dadurch, dass die Staaten einen Teil der Schulden übernehmen, können sie die erforderliche Umstrukturierung etwas abfedern. Hierdurch lässt sich die Tiefe der Krise mildern, insbesondere die Gefahr einer erwartungsbedingten Dauerkrise. **Die Anpassungsnotwendigkeiten können jedoch nicht wegsubventioniert werden.**

Aus all diesen Gründen sehen wir die historisch langsamste wirtschaftliche Erholung nach einer Rezession voraus: **2011 wird die Weltwirtschaft ebenfalls nur um 3,7 %, die US-Volkswirtschaft um 2,6 %, die deutsche Wirtschaft um 1,4 %.**

USA: Verlorene Jahre

Schaubild 10:
Konjunktur USA

So schnell die US-Wirtschaft aus der tiefen Rezession herausgefunden hat, so mühsam wird der Weg hin zu einem selbsttragenden Wachstum. **Kraftlos startet die US-Wirtschaft in den neuen Konjunkturaufschwung.** Bis weit ins Jahr 2010 hinein wird diese Kraftlosigkeit jedoch überdeckt von den Schubwirkungen des Konjunkturpakets. Der Staat trägt mit seiner Aktivität wesentlich zum Wachstum bei.

Es sind zum einen die Folgen der Finanzkrise, zum anderen aber auch die Lasten aus der Vergangenheit, die verhindern, dass auf den scharfen wirtschaftlichen Einbruch ein steiler Aufschwung im privaten Sektor folgt. **Eine dramatisch verringerte Kreditvergabedynamik durch die Banken verhindert ebenso wie das zerstörte Vertrauen insbesondere der Privathaushalte einen schnellen Anstieg der Investitionen und des privaten Konsums.**

Trotz der scharfen Einbrüche, die die Ausrüstungsinvestitionen wie auch die Wohnungsbauinvestitionen im Zuge der Krise erlitten haben, ist in beiden Bereichen keine dynamische Erholung zu erwarten. Erstere leiden weiterhin unter der verringerten Kreditvergabefähigkeit der Banken, letztere spüren die Folgen der Überinvestitionen der vergangenen Jahre. Mit der lahmen Aufwärtsbewegung der Investitionen geht einher, dass der Arbeitsmarkt ebenfalls nur mühsam in die Gänge kommt.

Dabei ist im Zuge der Krise bei den **privaten Haushalten** jetzt – endlich – ein Prozess in Gang gekommen, der durchaus heilsam ist: **Sie bauen ihre Schulden ab und erhöhen gleichzeitig die Sparquote. Diese dürfte von derzeit noch rund 4 ½ % auf knapp**

6 ½ % ansteigen. Das belastet den privaten Konsum auch dann noch, wenn die Beschäftigung wieder zunehmen wird. Mit den ersten moderaten Beschäftigungszuwächsen rechnen wir erst im Sommer 2010. Und auch im Jahr 2011 dürften Werte von über 200.000 neuen Stellen kaum gemeldet werden. Entsprechend schwach fallen die Anstiege der Einkommen der privaten Haushalte aus. Da bleibt mit dem erhöhten Sparen einfach nicht mehr viel Spielraum für hohe Konsumzuwächse. Bis Ende 2010 liefert der private Konsum keine nennenswerten Beiträge zum Wirtschaftswachstum.

Im Jahr 2011 fehlen dann die fiskalischen Impulse, und die Realwirtschaft wird nicht in der Lage sein, diese Impulse durch eigene Aktivität zu kompensieren. Hinzu kommt, dass der Staat **auf den dringend notwendigen Konsolidierungspfad einschwenken und mit seinen Sparmaßnahmen das Wachstum bremsen wird.** Dieser Kurs wird von der Tatsache unterstützt, dass 2011 viele der temporären Steuersenkungen aus Bushs Regierungszeit auslaufen, was implizit eine Einnahmensteigerung des Staates bedeutet. Die bislang als flexibel und anpassungsfähig bekannte Volkswirtschaft wird einen langen Zeitraum benötigen, um die Folgen der Finanzmarktkrise zu überwinden. Von einem selbsttragenden Aufschwung kann also auch in 2011 nicht gesprochen werden.

Damit wird die US-Wirtschaft nach einer der tiefsten Rezessionen seit der Großen Depression in den Dreißigerjahren des letzten Jahrhunderts eine ungewöhnlich zähe Erholung erleben. Die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts von 2,7 % für das Jahr 2010 und von 2,6 % für 2011 bedeuten eine Aufwärtsbewegung, die den Namen „Aufschwung“ nicht verdient.

Euroland: Zweiklassengesellschaft

Die Krise schlug in Europa unterschiedlich hart zu, und die Unterschiede setzen sich bei der Erholung fort. Während die beiden Schwergewichte Eurolands, Deutschland und Frankreich, seit dem zweiten Quartal wieder wachsen, sind **diejenigen Ökonomien, die strukturelle Probleme aufweisen, selbst im Sommer noch nicht wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt.** In Spanien, Griechenland und Irland zeigen zwar die meisten Indikatoren wieder nach oben, doch reicht das offensichtlich nach wie vor nicht für eine nachhaltige Expansion aus. So resultierte für die Eurozone insgesamt 2009 eine Schrumpfung von knapp 4 %. Die Wachstumsraten in der zweiten Jahreshälfte liegen etwas unter dem Potenzialwachstum der Währungsunion von vor der Krise.

Auch 2010 und 2011 sollten geprägt sein von der beschriebenen Zweiteilung Eurolands. Die Stars von gestern sind die Sternchen von heute, die Verlierer von damals sind am Ende des Jahrzehnts die (relativen) Gewinner. **Unter den Schwergewichten des 16er-Clubs ist der spektakulärste Rollentausch derjenige zwischen Deutschland und Spanien.** Denn die Deutschen haben das nicht, was die Iberer haben: eine Immobilienkrise, hoch verschuldete Privathaushalte, eine schwache internationale Wettbewerbsfähigkeit. Auch von den heftigen Nebenwirkungen dieses bitteren Cocktails bleiben wir hierzulande verschont: von einer Arbeitslosenquote jenseits der 20 %.

Der Wechsel der Auftriebskräfte hat für die Eurozone als Ganzes einen entscheidenden Nachteil: Er führt dazu, dass die BIP-Wachstumsraten in den nächsten Jahren niedriger bleiben werden als in den Jahren vor der Krise. Denn der einstmals so mächtige Motor Spanien, der vom privaten Konsum und den Bauinvestitionen befeuert wurde, fällt nun aus. Zudem müssen die Regierung Zapatero und auch die EU sogar darauf achten, dass sie durch eine zu restriktiv werdende Finanzpolitik diesen Motor nicht auf Dauer abwürgen. Spanien plant ja bereits für den nächsten Sommer eine Mehrwertsteuererhöhung. Bisher hatten nur die Griechen in der Krise die fiskalischen Zügel (schon im vergangenen Frühjahr) angezogen. Dies geschah mit sehr zweifelhaftem Erfolg – das griechische BIP ging auch im dritten Quartal 2009 noch zurück.

Deshalb erwarten wir für 2010 holprige 0,9 % BIP-Wachstum und für 2011 einen nur moderaten Anstieg um 1,5 %.

Deutschland: Erholung mit Schlaglöchern

Die deutsche Konjunktur wird im Ausland gemacht! Das zeigte sich eindrucksvoll, als die weltweit kollabierende Nachfrage die deutsche Volkswirtschaft quasi als Kollateralschaden der Finanz- und Immobilienkrise in die Tiefe riss. Und das zeigt sich auch derzeit: **Die weltweit wieder auflebende Konjunktur lässt die Nachfrage nach deutschen Gütern deutlich ansteigen** und trifft auf bestens aufgestellte Unternehmen, die über eine qualitativ und technologisch anspruchsvolle Produktpalette zu wettbewerbsfähigen Preisen verfügen.

Doch es bedarf Zeit, bis dieser Stimulus auf die Binnennachfrage durchschlägt. Investitionen werden derzeit nur durchgeführt, um alte Maschinen zu ersetzen, neue Produkte zu fertigen oder Kos-

ten einzusparen. **An die Erweiterung der Produktionskapazitäten denken derzeit nur die wenigsten Unternehmen**, bestehen doch hierzulande und global enorme Kapazitätsreserven. Erschwerend könnte sich ein in der Erholung mit der Kreditnachfrage nicht mithaltendes Kreditangebot erweisen. Erst Ende 2010 wird in Erwartung besserer Zeiten, geringerer Steuersätze und wegen des Auslaufens der Möglichkeit beschleunigter Abschreibungen wieder stärker investiert werden. Bei Letzterem handelt es sich aber um Vorzieheffekte, die als Nachfrage im Jahr 2011 erst einmal fehlen werden.

Die Bauinvestitionen werden durch die deutschen Konjunkturpakete gestützt. Während die Erneuerung der Verkehrswege schon in vollem Gange ist, beginnen die Mittel aus dem Konjunkturpaket II für die kommunale Infrastruktur erst zu wirken. Ob sie voll ausgeschöpft werden, ist allerdings fraglich, denn die Kofinanzierung von Bund und Ländern ist angesichts drohender Mindereinnahmen in den Länderkassen keineswegs gesichert.

Der Konsum, der die Konjunktur 2009 stabilisierte, wird sich 2010 als Hemmnis erweisen. Nicht nur, dass die Zahl der Arbeitslosen weiter ansteigen wird, es werden auch die neuen Tarifabschlüsse ausgesprochen bescheiden ausfallen. Zudem werden die 2009 noch stützenden Effekte der rückläufigen Inflation dann ausgelaufen sein. Und als wäre das nicht genug, droht die Rechnung für die Abwrackprämie präsentiert zu werden. Das heißt, dass die private Fahrzeugnachfrage massiv einbrechen und auch für anderen Konsum wegen der Finanzierung der Autokäufe im Vorjahr weniger Geld zur Verfügung stehen wird.

*Schaubild 11:
Konjunktur Deutschland*

Fügt man alles zusammen, so ergibt sich das Bild einer Erholung mit Schlaglöchern. **Wir erwarten eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um jeweils 1,4 % in den Jahren 2010 und 2011.** Das erscheint für deutsche Verhältnisse ordentlich. Doch gemessen an dem starken Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Jahr 2009 um 4,8 % ist es nicht allzu üppig.

*Schaubild 12:
Arbeitsmarkt Deutschland*

Der deutsche Arbeitsmarkt steht vor einer seiner größten Herausforderungen seit der Wiedervereinigung Deutschlands. Vor der Finanzmarktkrise war er in vergleichsweise guter Verfassung: Die Reformen in Verbindung mit einer guten Konjunkturentwicklung hatten seit dem Hochpunkt der Arbeitslosigkeit im Jahre 2005 (12,7 %) fast zu einer Halbierung der Arbeitslosenquote auf 7,1 % geführt. **In der Krise nun entwickelten sich Arbeitszeitkonten und darüber hinausgehende betriebliche Vereinbarungen sowie die Regelungen zur Kurzarbeit und zum Kurzarbeitergeld zu den entscheidenden arbeitsmarktpolitischen Instrumenten und damit**

zu den schärfsten Waffen zur Vermeidung von betriebsbedingten Kündigungen.

Wie stark der Entlastungseffekt am Arbeitsmarkt durch die Kurzarbeit ist, zeigt ein Blick auf das von der Bundesagentur für Arbeit berechnete Vollzeitäquivalent der Kurzarbeiter (Zahl der Kurzarbeiter multipliziert mit dem durchschnittlichen Arbeitszeitausfall). Der rein rechnerische Wert sorgt für eine fiktive Entlastung der registrierten Arbeitslosigkeit in Höhe von knapp einer halben Million Menschen. Das bedeutet: **ohne die Kurzarbeiterregelung wäre die Arbeitslosenquote gegenwärtig um über einen Prozentpunkt höher.** Bis 2011 ist allerdings mit einer eher unerfreulichen Entwicklung zu rechnen. Das Wachstum dürfte nicht ausreichen, um einen weiteren Beschäftigungsabbau zu verhindern.

Schon zum Jahreswechsel 2009/2010 wird es saisonbedingt zu einem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit kommen. Die Schubkraft der Abwrackprämie in der Automobilbranche läuft aus, und das Loch der Vorzieheffekte wird sich in der Produktion auftun. Mit dem Auslaufen der Konjunkturprogramme geht eine weitere „Konjunkturstütze“ verloren. Auch wenn die im Laufe dieses Jahres aufgetretenen Horrorszenerarien von über fünf Millionen Arbeitslosen nicht Wirklichkeit werden dürften, **ist ein Ansteigen der registrierten Arbeitslosigkeit auf über 4 Millionen sehr wahrscheinlich.** Im Jahresdurchschnitt 2010 wird die Anzahl der registrierten Arbeitslosen knapp unter dieser „Marke“ bleiben, im Jahre 2011 aber wird sie mit mehr als 4 Millionen wohl darüber liegen, wobei dann aber im Laufe des Jahres 2011 mit abnehmender Arbeitslosigkeit zu rechnen ist.

Finanzpolitik: Konsolidierung zur rechten Zeit

Schnell kam mit den Garantieerklärungen der Staaten für ihre Bankensysteme im vergangenen Herbst die **Angst vor dem „Staatsbankrott“** auf. Sie bezog sich **an den Kapitalmärkten aber insbesondere auf kleinere Volkswirtschaften**, deren Bankensektor im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt unverhältnismäßig groß waren. Für **alle Problemfälle fanden sich jedoch Lösungen**: Die kleineren Länder der europäischen Währungsunion wie etwa Irland hätten im Belastungsfall Kreditfazilitäten durch andere Mitgliedsländer erhalten, für Staaten außerhalb der Eurozone stellte der Internationale Währungsfonds solche Fazilitäten bereit. Diese Lösungen waren glaubwürdig, der „Staatsbankrott“ damit abgewendet.

Für die **großen Staaten der Weltwirtschaft** mit ihrer enormen Wirtschafts- und Steuerkraft stellt sich dies anders dar. **Sie sind nicht „pleite“, aber die Staatsschuld nimmt substanziell zu.** Nach den vorliegenden Schätzungen steigen die staatlichen Schuldenstände bis 2010 in den Ländern der europäischen Währungsunion von 66 % (2007) auf 84 % des BIP, in den USA von 61,9 % auf 93,6 %, im Vereinigten Königreich von 44,2 % auf 80,3 % und in Deutschland von 65,0 % auf fast 77 %. Zwar werden die Staaten in den kommenden Jahren beträchtliche Beträge aus der Rückabwicklung der Bankenverstaatlichung erhalten, diese werden jedoch die Staatsfinanzen nicht auf den Stand von vor der Krise zurückführen.

Schaubild 13:
Entwicklung Staatsschulden

Den **richtigen Ausstiegszeitpunkt** aus dieser expansiven Finanzpolitik zu finden, ist nicht leicht. Nach den Erfahrungen mit früheren Krisen sind wirtschaftliche Erholungsphasen nach solchen Finanzschocks fragil, eine zu frühe Rücknahme der geld- und fiskalpolitischen Impulse kann die bisherigen Erfolge gefährden. Es wäre auch fatal zu glauben, mit den Banken-Garantieprogrammen seien die möglichen Probleme bei der Erzeugung neuer Kredite ein für allemal gelöst. Neben einer ausreichenden Eigenkapitalausstattung gehört hierzu auch eine Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte.

Nach unserer Meinung sollte – ohne weitere Schocks – die konjunkturelle Entwicklung im Jahr 2011 so weit gefestigt sein, dass in Geld- und Finanzpolitik der Gegenkurs eingeschlagen werden kann. Wie kann dieser Gegenkurs aussehen?

Von dem Schuldenberg führen nur drei Wege herunter: Wachsen, Konsolidieren oder Inflationieren – von denen aber bei näherem Hinsehen nur die ersten beiden gangbar sind.

Schaubild 14:
Wege vom Schuldenberg

- Ein vermeintlich einfacher Weg ist das **Weginflationieren** der Schulden: Während die nominale Wirtschaftsleistung so in die Höhe getrieben wird, bleiben die Schulden davon unberührt, die Schuldenstandsquote sinkt mithin. Dass dies aber ein Irrweg ist, zeigt sich schnell, wenn man den Gedanken zu Ende führt. Wer lediglich etwas höhere Inflationsraten anstrebt, um das Wachstum – und damit die Steuereinnahmen – etwas zu „schmieren“, wird genauso Schiffbruch erleiden, wie dies in den Achtzigerjahren bereits geschehen ist: **Höhere Zinsen und Inflation als Wachstumsbremse würden diese Strategie schon nach wenigen Jahren durchkreuzen.** Nein: Wer eine Entwertung der Staatsschuld durch Inflation anstrebt, muss die Währung schon vollständig zerrütten. Dann aber hätte man durch die Hintertür doch noch bekommen, was man am Vordereingang ja eigentlich verhindern

wollte: den Zusammenbruch des Geldsystems. **Inflation ist keine sinnvolle Alternative.**

- **Wachsen** ist ein guter Weg vom Schuldenberg, der nicht von jeder Volkswirtschaft gleich schnell beschritten werden muss. Je niedriger die bereits bestehende Schulden- und damit Zinsbelastung eines Staats ist, desto weniger Wachstum braucht es zu einer Abnahme des relativen Schuldenstandes. In Deutschland sind jedoch die Wachstumsziele zur Konsolidierung ambitioniert. **Wenn Deutschland ab 2011 seinen Schuldenstand stabilisieren will, dann ist selbst bei einem Defizit am unteren Ende der Maastricht-Skala von 3 % ein Wachstum der Wirtschaft von real 4,4 % notwendig. Deutschland hat aber nur eine mittelfristige Wachstumsgeschwindigkeit (Potenzialwachstum) von etwa 1 %.** Eine so dauerhafte Boomphase erwarten wir nicht. Das Wachstumsbeschleunigungsgesetz ist nicht in der Lage, hieran substantiell etwas zu ändern. Das wäre von einem einzelnen Gesetz auch zu viel verlangt: Das Potenzialwachstum zu erhöhen ist das Ergebnis eines längerfristigen Prozesses. Schnelle Lösungen gibt es hier keine.
- Bleibt noch das Konsolidieren über **Ausgabenkürzungen** oder **Steuererhöhungen**. Ausgabenkürzungen sind hier die nachhaltigere Variante – allerdings auch die mit den meisten Widerständen im politischen Prozess. Ein Einfrieren der Schuldenstandsquote ab 2011 bei einem „Normalwachstum“ von gut 1 %, wie wir es in etwa erwarten, verlangt eine aktive Konsolidierungsleistung auf ein laufendes Defizit von etwa 0,6 %.

Man wird also auf eine Kombination der beiden letzteren Möglichkeiten zurückgreifen. Die Aussichten einer solchen Kombi-Strategie zur Konsolidierung sind gar nicht einmal schlecht. **Zahlreiche Länder haben in der Vergangenheit bewiesen, dass man so über einen Zeitraum von mehreren Jahren eine wirk-same Absenkung des Staatsschuldenstandes erreichen kann.**

Schwieriger wird es, wenn sich die Bundesregierung das Ziel setzen sollte, bis zum Jahr 2020 wieder auf den Schuldenstand des Jahres 2008 zurückzugelangen. Dann müssten Jahr für Jahr 3,2 % der Wirtschaftsleistung als Überschuss vor Zinszahlungen (Primärüberschuss) erwirtschaftet werden. Das ist keine einfache, aber auch keine unlösbare Aufgabe. Aufgrund der guten Konjunktur und einer Mehrwertsteuersatzerhöhung um 3 Prozentpunkte stieg der Primärüberschuss in den Jahren 2007 und 2008 hierzulande auf 2,2 % an.

Schaubild 15:
Wachstum und Konsolidie-
rung

Schaubild 16:
Erfolgreiche Konsolidie-
rungsstrategien

Andere Länder wie Belgien oder Schweden erwirtschafteten im gleichen Zeitraum einen Überschuss von knapp 3 % beziehungsweise knapp 4 %.

Schaubild 17:
Wahlzyklus und Konsolidierung

Welchen Weg man auch immer wählt: Es kann sein, dass aufgrund politischer Hürden die Konsolidierung nicht energisch genug angegangen wird. So steht etwa zu befürchten, dass die Politik hierzulande und in vielen anderen Ländern das Jahr 2011 weitgehend verstreichen lässt. Zu viele Wahlen stehen an. In Deutschland etwa werden im Jahr 2011 mehr als die Hälfte der Bundesratsstimmen neu vergeben. **Vor der nächsten Bundestagswahl im Jahr 2013 bleibt aus der Logik des Wahlzyklus heraus am ehesten das Jahr 2012, um Konsolidierungsmaßnahmen zu ergreifen.**

Die eigentliche Gefahr aber liegt darin, sich auf dem höheren Schuldenniveau einzurichten: Wenn es bei 60 % geht, warum nicht auch bei 80 %? Die Antwort ist klar. Der Handlungsspielraum der Staaten wird immer stärker eingeschränkt, und das am Vorabend einer demographischen Entwicklung, die die Staatshaushalte stark unter Druck setzen wird. Noch wirkt sich die Schuldenzunahme bei extrem niedrigen Zinsen nicht unmittelbar auf den Handlungsspielraum aus. So sank der **Anteil der Zinsausgaben des deutschen Bundeshaushalts** im Jahr 2008 auf 6,1 %, trotz eines Anstiegs des Schuldenstands auf 65,8 % in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Doch das kann sich leicht ändern. Schon bei einem um 100 Basispunkte höheren Zinssatz wäre die Zinsquote bei 7,7 % gelegen.

Schaubild 18:
Defizit und Schuldenstand

Wir erwarten für das Jahr 2011 eine Verringerung der Budgetdefizitquoten. So sinkt das Primärdefizit ohne Zinszahlungen unter 1 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, und das allgemeine Budgetdefizit nähert sich der magischen Maastricht-Schwelle an, erreicht sie aber mit einem Wert von 3,5 % noch nicht. Die Schuldenstandsquote erreicht damit nahezu 80 %.

Geldpolitik: Wer hat Angst vor Inflation?

Akut ist die Deflationsgefahr das größte Problem. Bleibt das Wachstum sehr schwach, und die Kapazitäten so wenig ausgelastet wie gegenwärtig (70,7 % in der amerikanischen, 72,1 % in der deutschen Industrie), dann droht uns der japanische Weg. Die Entwicklungen von **Geldmenge** (M3: nur noch + 0,3 % im Jahresvergleich, Tendenz abnehmend), **Kreditaggregaten** (nur noch +2 %, Tendenz abnehmend) und **Löhnen** (+ 2 %) in Euroland deuten gegenwärtig genau in diese Richtung. Aber diese Größen reagieren erst spät im Konjunkturzyklus. Schon weiter vorne im Zyklus begin-

nen sich gegenwärtig die Dinge bereits anders zu entwickeln, weg von der Deflation. **Von daher werden die Inflationsraten im kommenden Jahr sehr moderat sein. In Euroland rechnen wir mit 1,4 % (2011: 1,5 %) in den USA für die Jahre 2010 und 2011 jeweils mit 2,0 %.** Eine Abweichung hiervon nach unten können wir uns eher vorstellen als nach oben, wir halten es sogar für nicht ausgeschlossen, dass die Inflationsraten (auch die Kernraten) im kommenden Jahr noch einmal an die Einprozentlinie geraten.

Schaubild 19:
Geldmenge, Kredite und
Inflationsprognose

Viele Wirtschaftsteilnehmer machen sich gegenwärtig Sorgen um die mittelfristige Geldwertstabilität. Unsere Meinung dazu ist die folgende: **Dauerhafte und hohe Inflation kann nur die Notenbank verursachen. Notenbanken sind heute, anders als früher in Hyperinflationenländern, überwiegend unabhängig von der Finanzpolitik.** Zwar agieren sie nicht im luftleeren Raum, haben aber kräftige politische Widerstandskräfte. **Mit den in der Vergangenheit eingeschlagen stabilitätsorientierten Paradigmen der Geldpolitik sind Inflationsstrategien zur Senkung von Staatsschulden oder zur Ankurbelung der Konjunktur nicht vereinbar.** Das gilt zuallererst für die Europäische Zentralbank, aber weitgehend auch für die US-amerikanische Fed. Bislang sind die Inflationserwartungen an den Kapitalmärkten fest bei den Inflationsvorstellungen der Notenbanken verankert (etwa 2 %). **Ein Ansteigen der Inflationserwartungen deutlich darüber hinaus setzt einen fortlaufenden Verstoß der Notenbanken gegen ihre eigenen geldpolitischen Konzepte voraus.**

Schaubild 20:
Notenbankbilanzen, Zins-
prognose

Die Notenbanken haben viel **Liquidität** bereitgestellt. Banken Krisen sind dadurch gekennzeichnet, dass das Vertrauen von Kreditinstituten untereinander gering ist: Die Refinanzierung der Banken untereinander ist immer noch empfindlich gestört, die Unsicherheit über den kurz- und mittelfristigen Liquiditätsbedarf ist dagegen hoch. Daher stellt die Notenbank dem Bankensystem die notwendigen Reserven bereit, die weitaus höher sind als zu normalen Zeiten (Überschussreserven). **Damit zeigen Banken übrigens kein anderes Verhalten als private und institutionelle Finanzmarktteilnehmer, die gegenwärtig hauptsächlich in kurzfristigen, liquiden Anlagen investiert sind: eine außerordentlich hohe Liquiditätspräferenz. Diese Liquidität ist jedoch nicht inflationswirksam. Sie erreicht die Wirtschaft nicht.** Denn sie dient insbesondere dem Sicherheitsbedürfnis des Bankensystems und wird einfach gehalten – entweder als Einlage bei der Notenbank oder in liquiden Anlagen (Staatsanleihen, Pfandbriefe). **Es gibt keine Anzeichen dafür, dass Banken in großem Stil spekulative Geschäfte tätigen und damit Finanzmarktblasen hervorrufen.**

Trotzdem ebnet ein dauerhaft niedriger Preis für das Geld den Weg für neue Fehlentwicklungen – wir müssen uns daran gewöhnen, dass geldpolitische Wirkungen immer stärker über die Finanzmärkte zustande kommen: Wie bei Gütern oder Dienstleistungen können hier die Preise ins Laufen kommen. Anders allerdings als bei der Güterpreis-inflation kann der Preisanstieg bei Finanzwerten selten allmählich wieder verlangsamt werden, sondern kehrt sich häufig in ebenso heftige Preissenkungen um.

Niedrige Zinsen haben über den schweren Finanzmarktschock hinweg geholfen. Aber die Notwendigkeit für viele Wirtschaftsteilnehmer können sie nicht aufheben, ihre Schulden aus der Vergangenheit zu konsolidieren. **Um nicht neue Verwerfungen bei Vermögenspreisen hervorzurufen, ist es essenziell, dass die Finanzmarktteilnehmer keine Erwartungen dauerhaft niedriger Zinssätze ausbilden.** Wir erwarten daher, dass die Europäische Zentralbank schon bald (etwa am kommenden Donnerstag) einen Ausstiegsplan präsentiert. Unserer Meinung nach gehören hierzu u.a. folgende Elemente:

Schaubild 21:
Exit Geldpolitik

- **Zinspolitik und Liquidität können voneinander getrennt werden.** Zwar wird die EZB im kommenden Jahr damit beginnen, liquiditätsabsorbierende Maßnahmen durchzuführen: So wird im Dezember der letzte 12-Monatstender mit unbeschränkter Zuteilung angeboten werden und in der ersten Jahreshälfte könnte es Reverse-Repo-Angebote an die Banken geben, Liquidität zurückzugeben, um den im Juli auslaufenden 442-Mrd-Tender etwas abzufedern. Aber letztlich entscheiden die Banken über den von ihnen als notwendig erachteten Liquiditätsbedarf.
- Die EZB kann jedoch auch bei einer erhöhten Liquiditätshaltung den Preis des Geldes anheben. **Erste Steigerungseffekte beim EONIA-Zinssatz erwarten wir in den kommenden Monaten. Eine Anhebung des europäischen Leitzinsens ist ab dem Herbst kommenden Jahres ebenfalls möglich.** Sofern der Einlagensatz in gleichem Ausmaß steigt, kann auch eine erhöhte Reservehaltung bei steigenden Notenbankzinsen ermöglicht werden.
- Die Maßnahmen der **quantitativen Lockerung** (Pfandbrief-Ankaufsprogramm, Collateral-Erweiterung) laufen im kommenden Jahr planmäßig aus.
- Wesentlich für den Ausstiegskurs wird die Beobachtung der breiten Kreditaggregate sein. **Das Bankensystem muss in**

der Lage sein, den anstehenden Finanzierungsbedarf der Wirtschaft zu erfüllen. Gegenwärtig sehen wir aufgrund der geringen Investitionsnachfrage keine Kreditklemme.

Für die Zinslandschaft heißt dies: Wir rechnen als erste Reaktion auf eine Ankündigung über den Straffungskurs der EZB mit einer Erhöhung des EONIA-Geldmarktzins in Richtung Leitzins. **Ferner sollte sich die gesamte Zinskurve in den kommenden Monaten leicht um etwa 50 Basispunkte nach oben verschieben. Damit bleibt im Jahr 2010 prinzipiell eine steile Zinskurve bestehen.** Wir gehen allerdings davon aus, dass die langfristigen Inflationserwartungen bei etwa 2 % verankert bleiben. Zu dieser Niedriginflationsumgebung gehört generell eine flachere Kurve. Wir meinen, dass diese sich sukzessive in den kommenden Jahren wieder einstellen wird, je mehr sich die Weltwirtschaft vom Schuldendesaster erholt und damit die extreme Geldpolitik der vergangenen Quartale aufgehoben wird.

Der Preis der Rettung: Niedrige Zinsen, Bubblealarm, Unsicherheit

Wie soll der **Anleger in Deutschland** jetzt tun? Es sind sicherlich keine euphorischen Kapitalmarktzeiten, in denen die Märkte von einem Hoch zum nächsten stürmen. Aber wir wissen mittlerweile, dass es genau solche Euphorie-Phasen sind, die die gefährlichsten Wegestrecken bei der Kapitalanlage darstellen. Gegenwärtig sind den Marktteilnehmern viele Risiken immer noch sehr präsent, die Vorsicht ist immer noch ausgeprägt. **Aber man muss sehr darauf achten, dass einzelne Kapitalmarktsegmente im Einklang mit fundamentalen Ertragsaussichten stehen** und dass sich keine neuen Blasen aufbauen. **Bis auf den Goldmarkt (an dem man mangels laufender Erträge eine Blasenbildung nur sehr schwer definieren kann) sehen wir gegenwärtig keine gravierenden Überbewertungen in ganzen Kapitalmarktsegmenten.**

Es liegt in der besonderen gegenwärtigen Situation, dass auch so gegensätzliche Welten wie Deflations- oder Inflationsszenarien gegenwärtig eng beieinander liegen: Der Patient Weltwirtschaft hat zwar die richtige Medizin erhalten, aber ob die Dosierung nicht doch zu niedrig war (Deflation) oder vielleicht zu hoch angesetzt wurde (Inflation), ist gegenwärtig noch nicht abzuschätzen. **Wer sich gegen Deflationsszenarien absichern möchte, kann dies mit einer Anlage in Staatsanleihen erreichen, vor allem aber sollte er Verbindlichkeiten zurückfahren. Wer dagegen Ängste einer ausgeprägten und dauerhaften Inflation hegt, der kann sein**

*Schaubild 22:
Wertpapierbarometer*

Finanzvermögen wirksam mit Immobilienanlagen, inflationsgeschützten Anleihen und Aktien schützen.

Unser Anlageszenario für das kommende Jahr lautet: Das Zinsumfeld wird im kommenden Jahr weiterhin sehr flach bleiben. Niedrige Realzinsen sind angesichts der niedrigen Wachstumsperspektiven der Weltwirtschaft und niedriger Inflationserwartungen auch makroökonomisch nichts Ungewöhnliches. **Wer höhere Renditen anstrebt, ist auf die schwankungsintensiveren Kapitalmarktsegmente angewiesen, die jedoch zum jeweiligen Anlagehorizont passen sollten. Angesichts unseres moderaten Erholungsszenarios der Weltwirtschaft sehen wir keinen Grund, nicht gestaffelt in die weltweiten Aktien- und Anleihemärkte zu investieren, jeweils mit einem substantiellen Emerging-Markets-Anteil.**