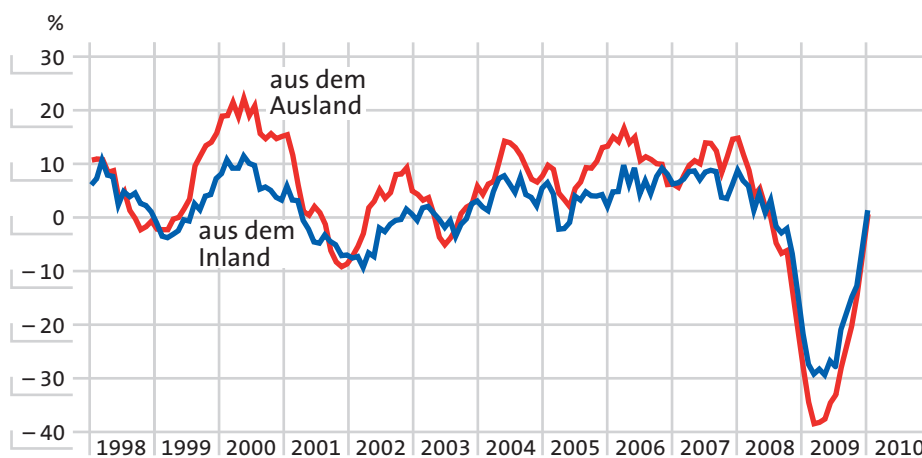


Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes



Quelle: Statistisches Bundesamt (reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten)



IKB-Prognosen 2010 Reale Veränderung in %

BIP-Wachstum	1,8
Privater Verbrauch	-1,2
Ausrüstungen	1,4
Bauinvestitionen	1,6
Exporte	9,7
Importe	5,1

Konjunktur: Exporte sind wieder einmal Treiber der Erholung

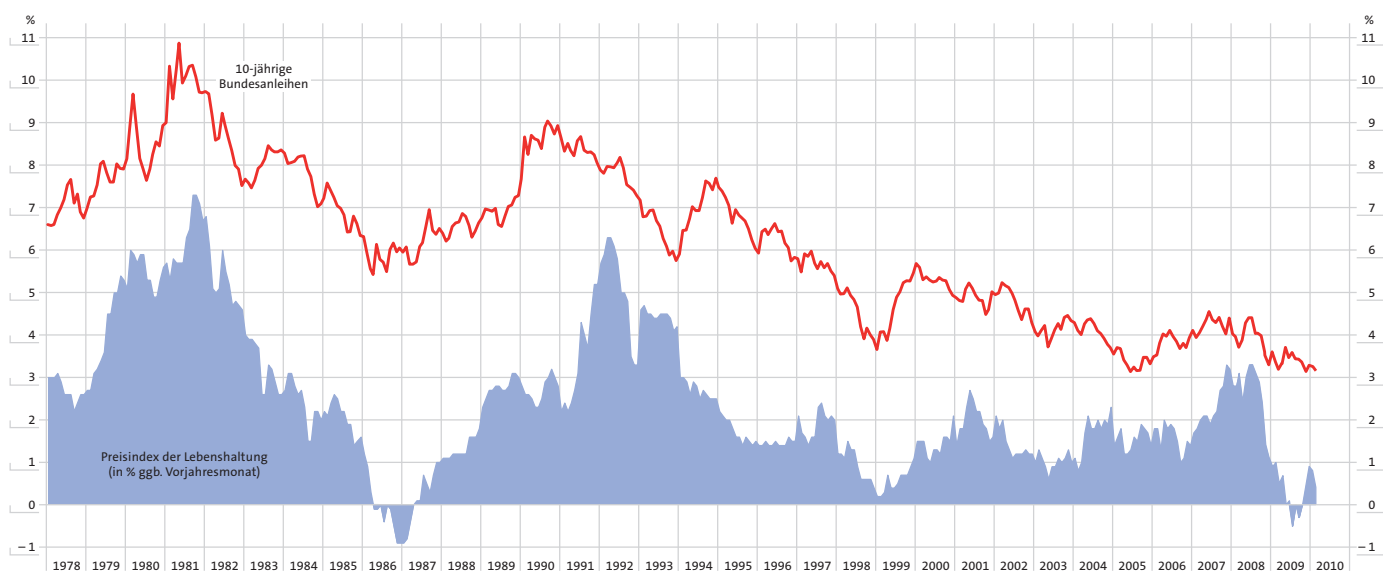
Das deutsche Bruttoinlandsprodukt stagnierte im vierten Quartal 2009 auf dem Niveau des Vorquartals (saison- und kalenderbereinigt). Wachstumstreiber waren wie bereits im Vorquartal die Exporte (+3,0%). Hieran lässt sich die allmählich einsetzende Erholung der Weltwirtschaft gut ablesen. Deutsche Waren werden auf den Weltmärkten, hauptsächlich außerhalb der Eurozone, wieder verstärkt nachgefragt. Da aufgrund der schwachen Binnennachfrage gleichzeitig die Importe um 1,8% nachgaben, lieferte der Außenbeitrag einen Wachstumsbeitrag von 2 Prozentpunkten. Dieses Plus wurde jedoch aufgezehrt durch die schwache Entwicklung bei den übrigen BIP-Komponenten. Die Ausrüstungsinvestitionen konnten ihren Negativtrend noch nicht stoppen und sanken um 1,5%. Hier wirkt sich die nach wie vor deutliche Unterauslastung der industriellen Kapazitäten (10 Prozentpunkte unter dem langjährigen Mittel von 84%) stark aus. Erweiterungsinvestitionen sind derzeit nicht angesagt. Die Bauinvestitionen waren zwar ebenfalls rückläufig (-0,5%), jedoch

wirkte der Wohnungsbau, u. a. auch durch staatlich geförderte energetische Sanierung, stabilisierend.

Für das Jahr 2010 erwarten wir, trotz der belastenden Witterungseffekte im Januar und Februar, ein Wachstum zwischen 1,5 und 2%. Die Ausfälle durch den extremen Winter können höchstwahrscheinlich im Folgequartal nachgeholt werden. Von der sich abzeichnenden weltweiten Konjunkturerholung dürften weiterhin die deutschen Exporte profitieren, die so wiederum zum Haupttreiber des Wirtschaftswachstums werden. Die zunehmende Sorge um den Arbeitsplatz und der Wegfall der Abwrackprämie lassen dagegen keinen großen Schub für den privaten Verbrauch erwarten. Die Ausrüstungsinvestitionen werden, in Anbetracht der weiterhin andauernden Unterauslastung der Kapazitäten, ebenfalls keinen starken Impuls für das Wirtschaftswachstum geben können. Ähnliches gilt für die Bauinvestitionen, da die öffentliche Hand immer stärker in Sparzwänge gerät.



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

Kapitalmarkt: Staatsverschuldung beunruhigt Märkte

Nachdem die Finanzmärkte in der zweiten Jahreshälfte 2009 bereits deutlich optimistischer gestimmt waren, ist 2010 eine Kehrtwende eingetreten. Auslöser hierfür ist vor allem die Angst vor einer eskalierenden Staatsverschuldung vieler Länder, allen voran Griechenland. Diese Entwicklung hat zu der Befürchtung geführt, dass nun nach der Finanzmarkt- eine Fiskalkrise folgen wird. Die Risikoaversion beruht nicht nur auf einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit, sondern auch in der allgemeinen Erkenntnis über den negativen Einfluss der zukünftigen restriktiven Fiskalpolitik auf das Wirtschaftswachstum der Länder. Die Unsicherheit über die Eigendynamik der Erholung und ein limitierter Spielraum für weitere Konjunkturpakete haben die Risiken für das mittelfristige Wachstum erhöht. Insbesondere bleibt für die USA der Erfolg des konsumgetriebenen Wachstumsmodells weiter ungewiss. Aber auch in Europa steigt die Besorgnis über die Konsequenzen eines ambitionierten Sparkurses.

Die Risiken der realwirtschaftlichen Erholung spiegeln sich auch in der Zinsentwicklung wider. Für 10-jährige Bundesanleihen bleiben die Zinsen in einer niedrigen Inflationserwartung verankert. Daraus resultierend verharren die Langfristzinsen auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Dies wiederum begünstigt die mittelfristige Stabilisierung und selbst die Rückführung der Staatsverschuldung. Wir erwarten, dass die Langfristzinsen relativ niedrig bleiben, auch wenn eine moderate Korrektur der gegenwärtigen Niveaus durchaus plausibel erscheint. Die EZB wird aus Besorgnis über

ihre Glaubwürdigkeit eher pro-aktiv handeln, wodurch ein Anstieg der Zinskurve am langen Ende verhindert wird. Es stellt sich die Frage, wie schnell und deutlich die EZB das kurze Ende anheben muss. Mit wachsenden Inflations Sorgen würde die Steigung der Zinskurve zunehmen; reagiert die EZB dagegen zügig, wird die Kurve wegen des Zinsanstiegs am kurzen Ende schnell flacher verlaufen. Je pro-aktiver die EZB handelt, desto flacher wird die Kurve.

Unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung rechnen wir für 2010 mit einer EZB-Zinsanhebung, da das momentane Zinsniveau selbst bei einer sich nur moderat erholenden Eurozone zu niedrig ist. Sollte die fiskalische Konsolidierung das Wachstumsbild für 2011 eintrüben, so wäre nach unserer Einschätzung ein Zinsniveau von 1,25 % Ende 2010 angesagt. Eine deutlichere Erholung im Euroraum deutet dagegen auf einen Wert näher an 2 %, nicht zuletzt wegen der Inflationsrisiken für 2011.

Wir halten die Besorgnis über die Staatsverschuldung für überzogen. Solange das mittelfristige Wachstum wieder auf das Vorkrisenniveau ansteigt, sollte keines der Länder ein Problem haben, die Schuldenquote zumindest zu stabilisieren. Im Gegenteil, ein Haushaltsdefizit von 3 % des BIP würde in vielen Fällen bei Annahme eines zugrunde liegenden historischen Wachstums (z. B. für Griechenland) zu einem Schuldenabbau führen. Allerdings besteht durchaus die Gefahr, dass gerade wegen der Einhaltung der 3-Prozentmarke das Wachstum schwächer ausfallen könnte.

Momentane Krise und die Eurozone: Lohnt der Ausstieg?

Die alte Debatte über die Vor- und Nachteile einer Gemeinschaftswährung in Europa ist aufgrund der Probleme der südlichen Mitgliedsländer wieder entfacht worden. Insbesondere die hohe Staatsverschuldung einiger Mitgliedsländer hat zu einem heftigen Vertrauensverlust im gemeinsamen Währungsraum geführt. Daraus allerdings das Ende der Eurozone abzuleiten, ist nicht nachvollziehbar.

Gerade die Peripherieländer konnten von der Währungsunion profitieren. So lagen die Risikoprämien auf Staatsanleihen dieser Länder nach dem Eurobeitritt erheblich niedriger als vorher. Selbst vor dem Hintergrund der momentanen Spreadausweitung befinden sich die aktuellen Risikoprämien deutlich unter denen vor der Einführung der gemeinsamen Währung. Dies gilt auch für Griechenland! Damit hat bereits die Einführung der Gemeinschaftswährung – insbesondere den südeuropäischen Ländern – ein günstiges Zinsumfeld beschert. Sie profitieren am kurzen wie am langen Ende der Zinskurve von einem Niveau, das sich deutlich unterhalb der Vor-Euro-Ära bewegt. Die Währungsunion – sowie indirekt die Maastricht-Kriterien – haben somit durch die Einheitswährung und Verschmelzung der Kapitalmärkte einen bedeutsamen Wachstumstreiber generiert.

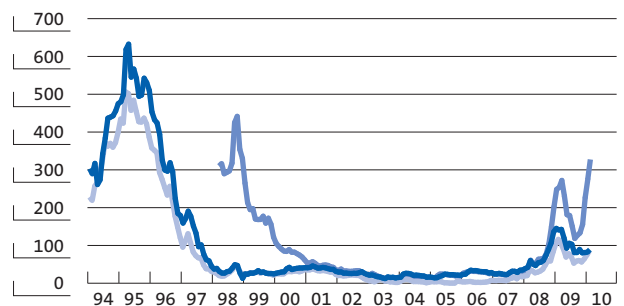
Aktuell sind alle Euroländer als Folge der globalen Wirtschaftskrise durch eine erhöhte Verschuldung belastet. Demnach müssen auch alle Mitgliedsstaaten zur Stabilisierung bzw. zum Abbau der Schulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt Sparmaßnahmen ergreifen. Diese wirken inflationsdämpfend und schaffen ein Umfeld für eine eher expansive Geldpolitik, verbunden mit einem verhältnismäßig niedrigen Zinsniveau und einer schwachen Währung.

Auch Deutschland profitiert momentan von der Niedrigzinspolitik sowie dem schwachen Euro – Fakten, die zumindest teilweise durch andere Mitgliedsstaaten geschaffen wurden. Gäbe es keinen Euro in Deutschland, ist davon auszugehen, dass die D-Mark sehr hoch bewertet und damit negativ auf die deutschen Exporte wirken würde. Ein Ausscheiden der südeuropäischen Länder hieße, dass diese Staaten dann Schulden in der Fremdwährung Euro ausweisen müssten. Die

Folge wäre eine signifikante Schuldenkrise und womöglich ein Staatsbankrott – auch wegen der eskalierenden Zinsen. Aktuell ist der Euro und das daraus resultierende Zinsniveau (selbst bei erhöhten Risikoaufschlägen) für Länder wie Griechenland und Italien eine wichtige Säule, um eine Eskalation des Schuldenproblems zu verhindern. Dabei ist der Nutzen niedriger Eurozinsen größer als der mögliche Wachstumseffekt einer (theoretisch) abgewerteten Lira oder Drachme.

Spreadentwicklung ausgewählter Euroländer

bps; 10-Jahres-Zinsen gegenüber Bund



— Griechenland* — Italien — Spanien

*aussagefähige Daten erst ab 1998 verfügbar

Quelle: Bloomberg



Insgesamt bleibt festzuhalten: Die meisten – wenn nicht sogar alle – Euroländer profitieren im momentanen wirtschaftlichen Umfeld von der Eurozone. Weder Deutschland, welches Unterstützung für sein Exportmodell erhält, noch die PIGS, die gegenwärtig durch die niedrigen Zinsen vor einer sicheren Schuldenexplosion bewahrt werden, könnten durch einen Euroausstieg einen sinnvollen und nachhaltigen Vorteil generieren. Die Schuldenkrise zeigt somit nicht die Schwächen einer Einheitswährung, sondern deckt, ganz im Gegenteil, vielmehr ihren Nutzen für die Mitglieder auf.

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die von der IKB Deutsche Industriebank AG („die IKB“) für zuverlässig erachtet werden. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in der Studie enthaltenen Informationen übernimmt die IKB jedoch keine Gewähr. Die von den Autoren geäußerten Meinungen sind nicht notwendigerweise identisch mit Meinungen der IKB. Die Studie ist weder als Angebot noch als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder eines sonstigen Anlagentitels zu verstehen.

IKB Deutsche Industriebank AG • Wilhelm-Bötzkes-Straße 1 • 40474 Düsseldorf • Telefon: +49 211 8221-4493
Analysten: Ralf Heidrich (Konjunktur), E-Mail: Ralf.Heidrich@ikb.de • Dr. Klaus Bauknecht/Lars Kolbe (Kapitalmarkt),
E-Mail: Klaus.Bauknecht@ikb.de/Lars.Kolbe@ikb.de • Dr. Klaus Bauknecht (Eurozone)
(Stand: 4. März 2010)