

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

**Autoren/Ansprechpartner:
Volkswirtschaft und Research
IKB Deutsche Industriebank AG**

Dr. Kurt Demmer, Chefvolkswirt
+49 211 8221 4488
Kurt.Demmer@ikb.de

Dr. Klaus Bauknecht
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt, Konjunktur
+49 211 8221 4492
Carolin.Vogt@ikb.de

Ralf Heidrich
Ralf.Heidrich@ikb.de

Margit Hogenkamp
Margit.Hogenkamp@ikb.de

Dr. Günter Kann
Guenter.Kann@ikb.de

Lars Kolbe
Lars.Kolbe@ikb.de

Robert Gülpers,
Corporate Analysis
Robert.Guelpers@ikb.de

Timo Schlichting,
Corporate Analysis
Timo.Schlichting@ikb.de

Konjunktur: Aufhellung der globalen Wirtschaft – Indiz für Ende der Schwächephase **2**

Risiken für tiefen Einbruch im Euro-Raum schwinden •
US-Wirtschaft zeigt Erholungstendenzen • Deutsche Stimmung
signalisiert Ende der Schwächephase

Glaubwürdigkeit auf den Kapitalmärkten benötigt Wachstum, was sich in der Euro-Zone nur ansatzweise abzeichnet **4**

Griechenland verunsichert weiterhin Finanzmärkte • Gefahr der
Ansteckung bleibt hoch • Auf Sicht niedriges Zinsniveau wegen
flachem Wachstum im Euro-Raum • Gefahr der Kreditklemme bleibt

Schuldendynamik USA und Euro-Zone: Private Schulden- entwicklung birgt hohes Risiko für die Euro-Zone **6**

Private Entschuldung der USA macht Fortschritte • Euro-Zone:
Verschuldung des Privatsektors mittlerweile höher als in den USA •
Mögliche Entschuldung des Privatsektors in der Euro-Zone birgt
Risiken

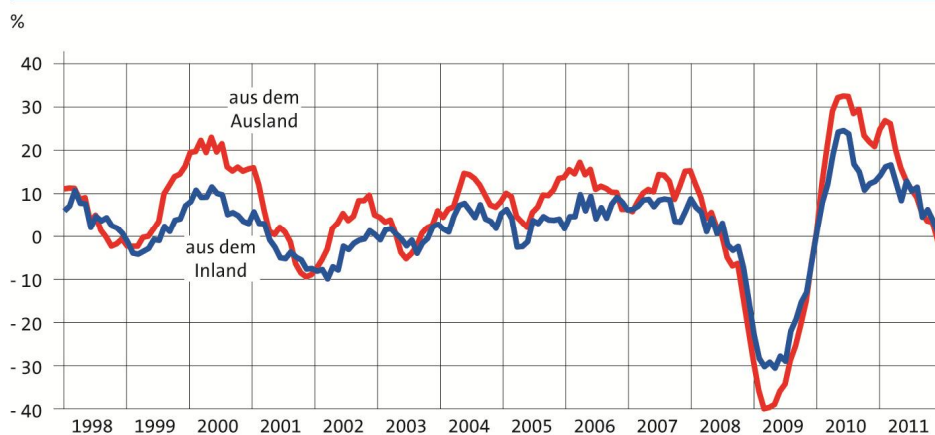
Gedanken zu Portugal: Recht auf Schuldenschnitt? **8**

Portugals Schulden bleiben anhaltender Unsicherheitsfaktor •
Sparmaßnahmen belasten Tragfähigkeit der Wirtschaft und
Demokratie • Schuldenschnitt: womöglich die sozialverträgliche
Alternative

Produktidee: Forward CMS + Cap – Vereinigung der Vorteile von fester und variabler Verzinsung **11**

Verzinsung bleibt grundsätzlich variable • Profitieren vom niedrigen
Zinsniveau • Klarer Worst Case 2,60 % • Keine Aufwendungen für
Zinssicherung

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes



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

IKB-Prognosen 2012

Bauelemente
Reale Veränderung in %

BIP-Wachstum	0,9
Privater Verbrauch	1,0
Ausrüstungen	2,3
Bauinvestitionen	0,5
Exporte	5,1
Importe	5,5

Konjunktur: Aufhellung der globalen Wirtschaft – ...

In der laufenden Woche werden für einige Länder der Euro-Zone die Zahlen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des vierten Quartals 2011 veröffentlicht. Wie bereits die Monatsdaten zur Industrieproduktion und des Außenhandels angedeutet haben, wird es in vielen Euro-Ländern zu einem Rückgang des BIP kommen. Auch Deutschland dürfte sich dieser Entwicklung nicht entziehen können. Trotz des schwachen Endquartals 2011 und der seit dem Herbst bestehenden Befürchtungen eines kräftigen Konjunkturreinbruchs stimmt zunehmend positiv, dass sich zuletzt doch das konjunkturelle Umfeld weltweit wieder aufgehellt hat.

Euroraum – Stimmungstabilisierung signalisiert keinen Wirtschaftseinbruch

So haben sich die Einkaufsmanagerindizes in den wichtigen Euro-Ländern weitgehend stabilisiert. Selbst der Index der Einkaufsmanager der Euro-Zone ohne Deutschland hat sich im Januar wieder verbessert, blieb aber noch unter der „Wachstumsschwelle“ von 50. Die Befürchtung, dass die Euro-Zone in eine Abwärtsspirale aus schrumpfender Wirtschaftsleistung und zusätzlichen fiskalischen Sparmaßnahmen – die dann das Wachstum weiter schwächen – rutschen könnte, hat damit an Wahrscheinlichkeit verloren. Wir erwarten daher zwar keinen tiefen Einbruch der Wirtschaft, rechnen dennoch für den gesamten Wirtschaftsraum mit einem BIP-Minus von 0,4 % in 2012, denn besonders die großen Euro-Länder – Italien und Spanien – dürften die Dynamik bremsen.

USA – Zunehmend bessere Konjunkturdaten

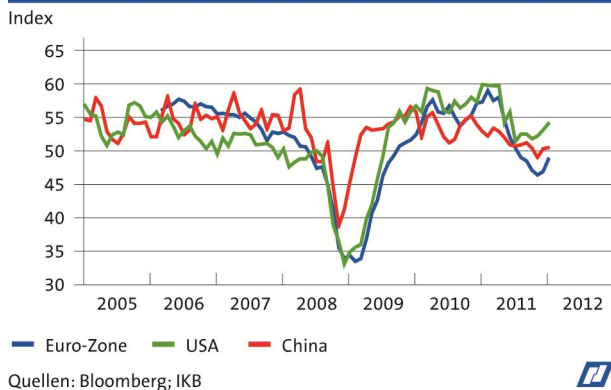
Das US-BIP konnte im vierten Quartal 2011 mit einem auf das Gesamtjahr hochgerechneten Anstieg um 2,8 % noch einmal relativ kräftig zulegen. Zudem gab es gerade aus den USA vermehrt positive Konjunkturdaten. Dies gilt besonders für das Verarbeitende Gewerbe und den Arbeitsmarkt. Mit 257.000 neu geschaffenen Stellen in der Privatwirtschaft war dies auch der höchste Zuwachs seit April 2011. In diesem Umfeld verbesserte sich die Stimmung der Unternehmen merklich. Damit gehen wir davon aus, dass die positive wirtschaftliche Dynamik 2012 anhalten und ein BIP-Wachstum leicht über 2 % für die US-Wirtschaft erreichbar sein sollte.

Emerging Markets – Schwächeres Wachstum, aber weiterhin robust

In den meisten Emerging Markets sind die Einkaufsmanagerindizes im Januar gestiegen. Dabei war die Erholung in Asien und Lateinamerika sehr viel stärker ausgeprägt als in den MOE-Ländern. Auch der aggregierte PMI der BRIC-Länder ist im Januar wieder auf knapp über 50 gestiegen. Insgesamt bestätigt sich hier unsere Einschätzung, dass sich das Wachstum in den Schwellenländern im laufenden Jahr zwar etwas abschwächen wird, insgesamt aber weiterhin robust ausfallen sollte.

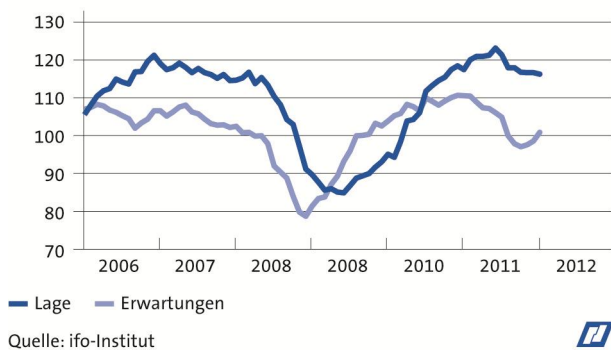
... Indiz für Ende der Schwächephase

Einkaufsmanagerindex (PMI) – Verarbeitendes Gewerbe



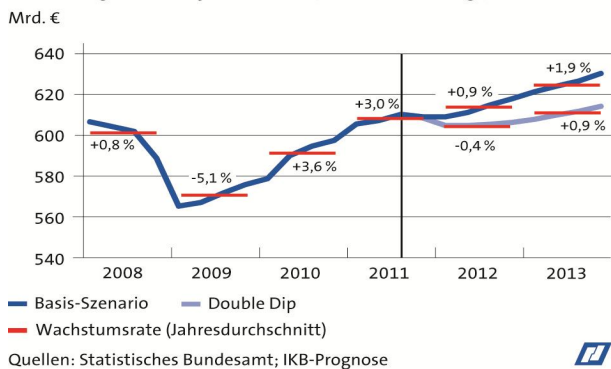
Geschäftsklima

ifo-Geschäftsklima-Index, 2005 = 100



Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

Entwicklung des vierteljährlichen BIP (real, saisonbereinigt)



In diesem Umfeld hat sich auch die Stimmung in der deutschen Wirtschaft zum Anfang des Jahres weiter deutlich aufgehellt.

Der **ifo-Index** konnte sich im Januar zum dritten Mal in Folge verbessern. Üblicherweise wird dies als Trendwende der wirtschaftlichen Entwicklung interpretiert. Die Einschätzung der aktuellen Lage liegt deutlich über ihrem langfristigen Mittel von 100, und die Erwartungen befinden sich in etwa auf ihrem Durchschnitt, haben sich aber in den letzten drei Monaten stetig verbessert. Auch der deutsche **Index der Einkaufsmanager** in der Industrie erholte sich. Nachdem er im vierten Quartal mit 48,5 deutlich unter die Wachstumsschwelle von 50 gefallen war, gelang im Januar wieder der Sprung über diese Marke.

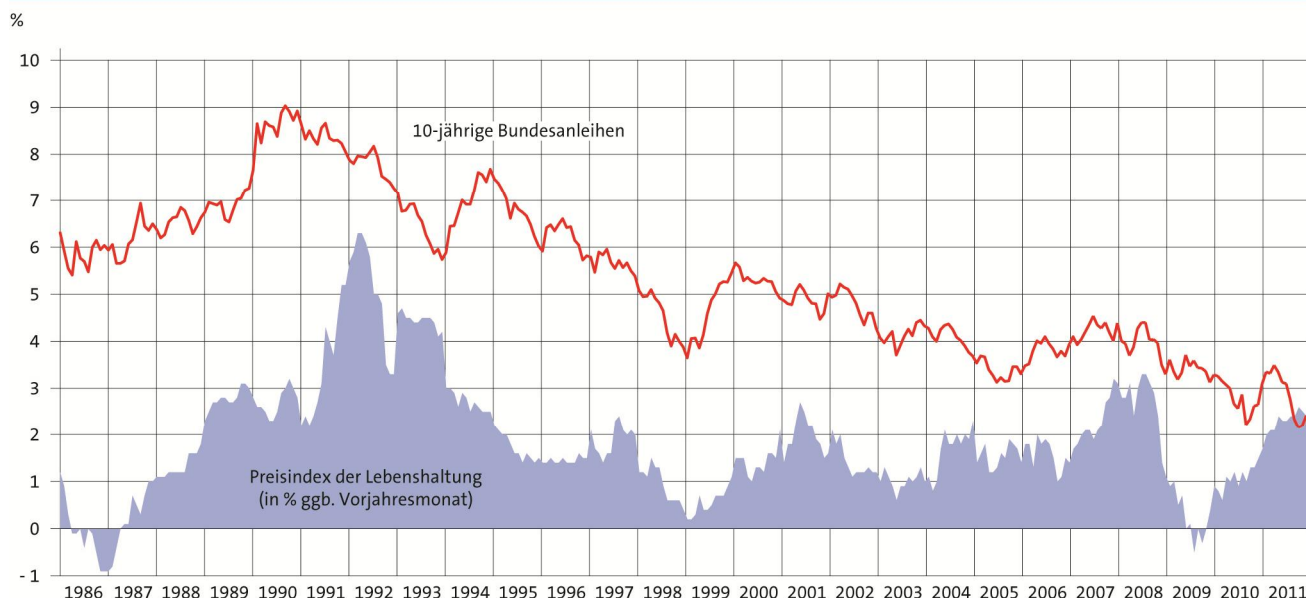
Zudem überraschte zu Anfang des Jahres der **ZEW-Indikator** – eine Umfrage unter Finanzexperten – mit einem Rekordanstieg (seit Erhebung des Indikators im Jahr 1991). Dem Wert des **GfK-Konsumklimas** – einer Befragung von Konsumenten – gelang ebenfalls eine Verbesserung, die so stark ausfiel wie zuletzt Anfang 2011.

Dagegen konnten die aktuellen **Auftragseingänge** aus dem Dezember – ebenfalls ein Frühindikator – noch keine wirkliche Trendwende signalisieren. Insgesamt hat sich die Bestellfähigkeit im vierten Quartal im Vergleich zum Vorquartal leicht abgeschwächt, sie zeigt aber Anzeichen der Stabilisierung. Die Aussichten für die Industrieproduktion bleiben daher vorerst verhalten. Dennoch: Die Aufhellung der Stimmung aller Akteure zu Beginn dieses Jahres deutet auf ein sich abzeichnendes Ende der Schwächephase hin. Daher sehen wir unsere BIP-Prognose für Deutschland, die von keiner rezessiven Entwicklung ausgeht und ein gesamtwirtschaftliches Wachstum von 0,9 % für 2012 unterstellt, weiterhin bestätigt.

Die Risiken einer länger andauernden Schwächephase, die wir in unserem Double-Dip-Szenario abbilden, bleiben natürlich aufgrund der anhaltenden Euro-Schuldenkrise und einer möglichen erneuten Eskalation bestehen. Von einem Zerfall der Euro-Zone gehen wir allerdings auch in diesem Szenario nicht aus. Hierbei wären die Folgen weitaus dramatischer.

Dr. Carolin Vogt, Carolin.Vogt@ikb.de

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate

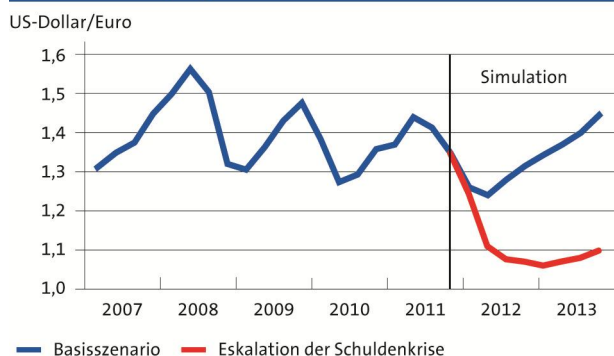


Quellen: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank



Glaubwürdigkeit auf den Kapitalmärkten benötigt Wachstum ...

Fundamentalprognose



Quellen: Bloomberg; IKB

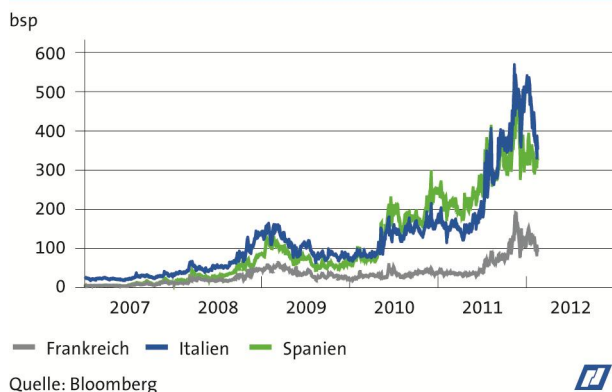


Die Finanzmärkte sind auch weiterhin durch deutliche Stimmungsschwankungen geprägt. Hierfür sind sicherlich die immer noch anhaltende Unsicherheit über die Entwicklung Griechenlands und die daraus resultierenden Implikationen für den Rest der Euro-Zone mitverantwortlich. Zwar wurde nun nach langem Ringen das Sparpaket im griechischen Parlament verabschiedet, was die Auszahlung des dringend benötigten Hilfspaketes ermöglicht. Doch steht Griechenland erst am Anfang eines schwierigen Weges. Die auferlegten Reformen werden die Demokratie in Griechenland testen und alles andere als kurzfristiges Wachstum generieren.

Griechenland wurde der typische IWF-Cocktail aus Sparmaßnahmen und Lohnsenkungen verordnet. Diese verbessern zwar die Defizitstatistiken kurzfristig, die Fähigkeit des Landes, Wachstum zu schaffen, jedoch eher weniger. So sind die Sparmaßnahmen zwar notwendig, aber bei Weitem nicht ausreichend, um die Märkte hinsichtlich der Glaubwürdigkeit von Reformen zu überzeugen. Denn für Glaubwürdigkeit und verbesserte Kapitalmarktkonditionen zählen nicht Intentionen, angekündigte Sparmaßnahmen und eine kurzfristige Reduzierung des fiskalischen Defizits, wenn sich die wirtschaftliche Situation nicht verbessert und die Bevölkerung ihren Unmut in den Straßen offenbart. Dies wird auch eine Herausforderung für Länder wie Spanien und Portugal werden, die an ihren Defizitziele für 2012 trotz hoher Arbeitslosigkeit weiter festhalten, aber angesichts des eingetrübten Wirtschaftsbildes und der sozialen Unruhen die Märkte eher wenig überzeugen sollten. Zudem bleibt die Gefahr einer Ansteckung innerhalb der Euro-Zone hoch. Dies bezieht sich nicht nur auf die Kapitalmärkte und damit die Risikoprämien bzw. Zinssätze einzelner Länder, sondern auch auf die möglichen Forderungen dieser Länder nach Konzessionen, wie sie Griechenland bekommt (siehe Beitrag über Portugal). In solch einem Umfeld sollte der Euro/US-Dollar-Wechselkurs eher volatil bleiben, auch weil sich das US-Erholungsbild weiter zu festigen scheint.

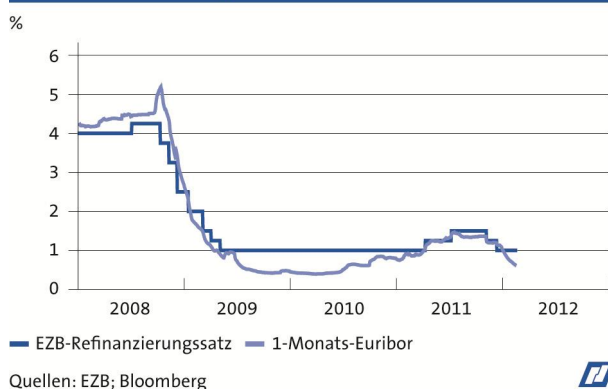
... was sich in der Euro-Zone nur ansatzweise abzeichnet

Risikoprämien ausgewählter Euro-Länder



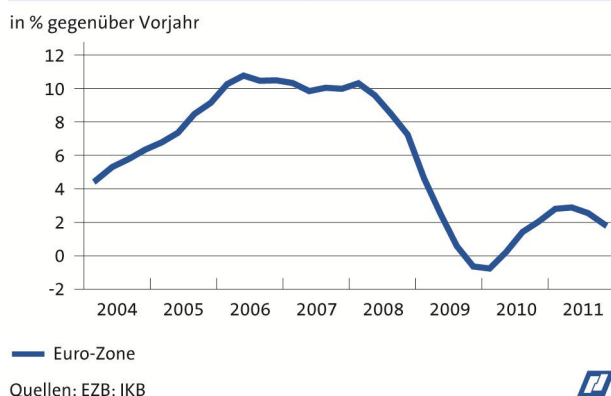
Die 10-Jahreszinsen deutscher Staatsanleihen verbleiben weiterhin unterhalb von 2 %. Die Risikoaversion der Märkte, aber auch Erwartungen über anhaltend niedrige Leitzinsen sowie die Gefahr eines möglichen Rückfalls in die Rezession unterstützen diese Entwicklung. Dies dürfte im Verlauf von 2012 durch eine sinkende Inflationsrate bestätigt werden. Doch die Inflation sollte auf Sicht um die 2 % betragen, was eine negative reale Rendite andeuten würde. So erachten wir das momentane Zinsniveau eher durch Unsicherheit getrieben als fundamental nachvollziehbar. Entscheidend scheint jedoch nicht nur die Schuldenproblematik südeuropäischer Länder zu sein, sondern auch der generelle Ausblick für die Euro-Zone.

EZB-Refinanzierungssatz und 1-Monats-Euribor



Die EZB betonte zwar auf ihrer Pressekonferenz erneut die potenziellen Wachstumsrisiken, doch scheinen neueste Daten die Einschätzung zu bestätigen, dass sich die Wirtschaft der Euro-Zone stabilisiert. In diesem Umfeld hat die EZB, wie erwartet, ihren Leitzins unverändert bei 1,0 % belassen. Die EZB rechnet jedoch mit einer eher flachen Erholung, unter anderem bedingt durch strukturelle Anpassungen. Dies würde auch auf Sicht für niedrige Leitzinsen sprechen. Wir erachten daher das gegenwärtige Niveau der Langfristzinsen auf Sicht für nicht haltbar, doch sollte nicht von einer kurzfristigen Korrektur ausgegangen werden.

Kreditvergabe an Privatsektor (Haushalte und Nicht-Finanzunternehmen)



Die Gefahr einer Kreditklemme bleibt ein bestimmendes Thema in der Euro-Zone, und die EZB bekräftigte erneut, dass sie das Bankensystem durch ihre unkonventionellen Liquiditätsbereitstellungen stützen wird. EZB-Präsident Draghi hob hervor, dass der eingeführte 3-Jahrestender eine signifikante Kreditklemme wegen des hohen Refinanzierungsbedarfs der Banken verhindert. Das Kreditwachstum scheint jedoch weiter nachzulassen, auch aufgrund einer erhöhten Risikoaversion der Banken. Die positiven Effekte des ersten und der Einfluss des zweiten (28. Feb. 2012) 3-Jahrestenders spiegeln sich aber gemäß EZB noch nicht vollständig in den Zahlen wider.

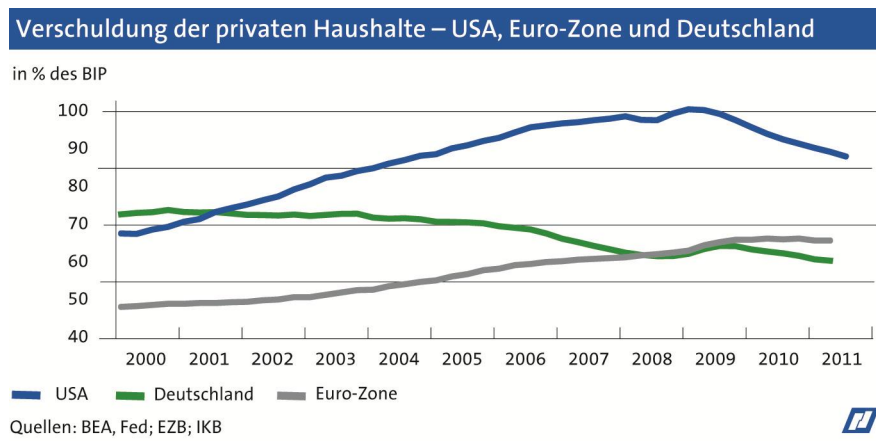
Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Schuldendynamik USA und Euro-Zone: Private Schuldenentwicklung birgt hohes Risiko für die Euro-Zone

Die Entschuldung, vor allem des Privatsektors, wird allgemein als Gefahr für das Wachstum angesehen. Das große „Deleveraging“ – wie es auch genannt wird – steht für die Rückführung der Schulden. Unternehmen nehmen also keine neuen Kredite für Expansionen auf und reduzieren eher ihre Verbindlichkeiten, was auch als Bilanzrezession bezeichnet wird. Langsamer ansteigende Konsumausgaben oder Investitionen bedeuten niedrigeres Wachstum – ein Bild, das gegenwärtig die Volkswirtschaften vieler Industrienationen kennzeichnet. In diesem Umfeld ist Geldpolitik eher ineffektiv, denn Zinsen sind nur einer von vielen Einflussfaktoren beim Schuldenabbau. Im Falle von privaten Haushalten wird die Entschuldung unter anderem durch das Schwinden des Vermögens angetrieben: Seit der Finanzkrise schrumpft zum ersten Mal in der Geschichte der Datenerfassung die Verschuldung der privaten Haushalte in den USA, was zum großen Teil auf das Platzen der Immobilienblase zurückzuführen ist.

Die USA haben versucht, den negativen Konsequenzen der Entschuldung für das Wachstum durch steigende Staatsschulden gegenzusteuern. Das Problem dieser Politik liegt jedoch darin, dass der negative Einfluss des privaten Schuldenabbaus für das US-Wachstum größer ist als mögliche positive Effekte einer Staatsschuldenerhöhung (siehe IKB-Kapitalmarkt-News vom 20. April 2011). Zudem hat diese Entwicklung eine Entschuldung der gesamten US-Wirtschaft verhindert. Das niedrige Zinsniveau hat die Schuldenlast deutlich reduziert und somit das Potenzial für einen erneuten Anstieg der privaten Schuldenquote geschaffen – dies wäre zumindest unter normalen Umständen der Fall. Steigt das verfügbare Einkommen in den nächsten Jahren jedoch langsamer oder werden Unternehmensentscheidungen eher durch Risikoaversion dominiert, dämpft dies die private Schuldentragfähigkeit. Ob und wie lange die US-Entschuldung voranschreiten wird, hängt mit der Tragfähigkeit des Schuldenbergs zusammen.

Die Tatsache, dass sich die US-Haushalte entschulden und dieser Prozess in der Euro-Zone nicht stattfindet, ist allerdings kein Indiz dafür, dass die USA im Vergleich zur Euro-Zone bereits Fortschritte im „Deleveraging-Prozess“ gemacht haben. Denn die Schuldenquote der privaten Haushalte ist in der Euro-Zone deutlich geringer als in den USA. Die Entwicklungen sind eher ein Zeugnis der nicht tragfähigen Verschuldung der privaten US-Haushalte – vor allem ohne Vermögensblasen. Da kurzfristig von keiner erneuten Blasenbildung auf dem Immobilienmarkt auszugehen ist, könnte der Entschuldungsprozess weiter anhalten. Die moderate Schuldenquote der privaten Haushalte in der Euro-Zone verringert die Dringlichkeit einer Entschuldung.

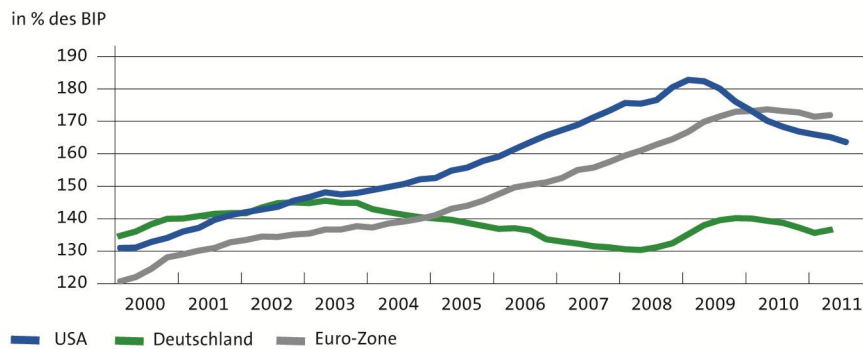


Ein anderes Bild zeigt jedoch die Verschuldung der Nicht-Finanzunternehmen. Die Schuldenquote der Unternehmen in der Euro-Zone bewegt sich deutlich oberhalb derer in den USA (was allerdings nicht für Deutschland gilt). Zudem findet im Gegensatz zu den USA trotz des erhöhten Niveaus keine Entschuldung der europäischen Unternehmen statt. In der Euro-Zone ist die Kreditvergabe durch Banken eine wichtigere Finanzierungsquelle für Unternehmen als in den USA, wo der Kapitalmarkt eine bedeutende Rolle spielt. Das Niveau der Schuldenquote wie auch die Abhängigkeit vom Bankensystem bergen daher ein deutliches Risiko einer möglichen Entschuldung der Unternehmen in der Euro-Zone. Dies könnte durch das bestehende Risiko einer Kreditklemme zudem unfreiwillig geschehen.

Betrachtet man den privaten Sektor als Gesamtes (Haushalte und Nicht-Finanzunternehmen), ist das Bild ähnlich. Die USA haben inzwischen durch einen Entschuldungsprozess die Schuldenquote des Privatsektors unter diejenige der

Euro-Zone gesenkt. Da jedoch die Schuldenquote des Staates deutlich höher liegt, ist die gesamte Verschuldung mit rund 260 % des BIP gegenwärtig immer noch etwas höher als in der Euro-Zone. Vor dem Hintergrund der momentanen Entwicklungen scheint dies jedoch nicht mehr allzu lange Bestand zu haben.

Verschuldung des Nicht-Finanzsektors – USA, Euro-Zone und Deutschland



Quellen: BEA, Fed; EZB; IKB



Einschätzung

Der US-Privatsektor hat deutliche Fortschritte im „Deleveraging-Prozess“ gemacht: Er hat seine Schuldenquote von um die 180 % auf fast 160 % des BIP reduziert. Damit liegt sie seit 2010 unterhalb der privaten Schuldenquote der Euro-Zone.

Sicherlich ist es schwierig, eine kritische Schuldenquote zu identifizieren, bei der eine Entschuldung oder ein „Deleveraging“ unausweichlich ist. Doch ein niedriges Zinsniveau (Kosten) scheint angesichts des niedrigen Wachstums (Ertrag) eine wichtige Voraussetzung zu sein. Auch wenn niedrigere Zinsen nicht unbedingt zu einer Erhöhung der Kreditnachfrage führen, reduzieren sie die Schuldenlast, was aufgrund eines möglichen langsamen Wachstums eine wichtige Gegenmaßnahme gegen eine erzwungene Entschuldung ist. Der Entschuldungsprozess in den USA hat die negativen Konsequenzen möglicher zukünftiger Zinsanstiege für die Schuldendynamik reduziert. Somit hat der Entschuldungsprozess dazu beigetragen, auf Sicht eine Normalisierung der Zinspolitik zuzulassen. In der Euro-Zone sind jedoch keine Fortschritte in der Reduzierung des systemischen Risikos hinsichtlich einer möglichen oder notwendigen Entschuldung des Privatsektors zu verzeichnen.

Das größere strukturelle Risiko liegt in der Euro-Zone in einer Entschuldung des Privatsektors, da das Haushaltsdefizit und die Schuldenquote der Staaten relativ moderat sind. Wenn, wie in den USA, die Entschuldung des Privatsektors einen größeren Einfluss auf das Wachstum hat als der Staat, ergeben sich die Wachstumsrisiken in der Euro-Zone eher über eine mögliche Kreditklemme – und nicht über die fiskalische Konsolidierung. Kein Wunder, dass die EZB das Bankensystem großzügig mit Liquidität versorgt.

Tabelle 1: Verschuldung nach Sektoren – Schätzungen für 2011

	USA	Deutschland	Euro-Zone
Privatsektor	163 %	136 %	171 %
Staat	101 %	82 %	88 %
Gesamte Verschuldung	264 %	218 %	259 %

Quellen: Europäische Kommission; Fed; EZB; IKB * in % des BIP

Fazit: Die negativen Konsequenzen einer möglichen Kreditklemme konnten in der Euro-Zone durch einen Entschuldungsprozess des Privatsektors (vor allem der Unternehmen) bislang nicht reduziert werden. Hier scheinen die USA, deren private Schuldenquote sich inzwischen unterhalb derjenigen der Euro-Zone bewegt, deutlich bessere Fortschritte erzielt zu haben. Außerdem belastet ein niedriges Wachstum die Tragfähigkeit einer hohen Schuldenquote, was auf Sicht eine expansive Geldpolitik in der Euro-Zone nötig machen könnte.

Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Gedanken zu Portugal: Recht auf Schuldenschnitt?

Im Zusammenhang mit Griechenland wird die Notwendigkeit der Rettungsmaßnahmen immer wieder mit möglichen Ansteckungseffekten begründet: Gäbe es einen unkontrollierten Ausfall, würden sich die negativen Konsequenzen wie ein Flächenbrand über andere südeuropäische Staaten und sogar in der gesamten Euro-Zone ausbreiten. Hierfür wird vor allem der Kapitalmarkt verantwortlich gemacht. Doch dieser birgt nicht das einzige Ansteckungsrisiko. Denn die Freizügigkeit, mit welcher Griechenland verhandelt und Konzessionen verlangt, könnte sich als Steilvorlage für andere Länder erweisen.

Die EU und vor allem die Bundesregierung versuchen der Gefahr eines Moral Hazard gegenzusteuern, indem Griechenland immer wieder als ein Ausnahmefall definiert wird, für den solche Maßnahmen notwendigerweise angebracht sind. Griechenland hat sicherlich eine hohe Verschuldung und eine marode Wirtschaft, doch wenn dies der Grund für außergewöhnliche Maßnahmen ist, gibt es noch einen weiteren und möglicherweise sogar zutreffenderen Fall: Portugal.

Tabelle 1: Verschuldung nach Sektoren – Schätzungen für 2011*

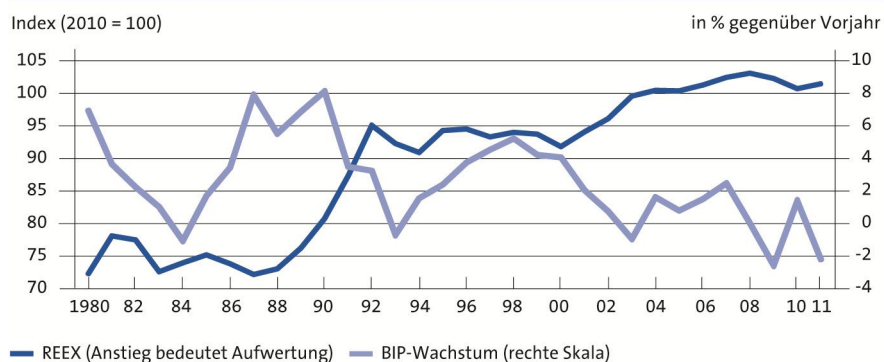
	Portugal	Italien	Spanien	Griechenland	Euro-Zone
Private Haushalte	93 %	46 %	83 %	61 %	66 %
Nicht-Finanzunternehmen	154 %	89 %	135 %	64 %	105 %
Staat	110 %	121 %	70 %	163 %	88 %
Gesamte Verschuldung	357 %	256 %	288 %	288 %	259 %

Quellen: Europäische Kommission; EZB; IKB * in % des BIP

Die gesamte Verschuldung Portugals liegt mit fast 360 % des BIP deutlich höher als diejenige Italiens, Spaniens und sogar Griechenlands. Zwar liegt die Staatsschuldenquote mit rund 110 % des BIP unterhalb derer Griechenlands, doch bewegt sich die private Schuldenquote deutlich oberhalb des griechischen Niveaus. Die Schuldenquote des griechischen Privatsektors ist sogar im Vergleich zum Durchschnitt der Euro-Zone eher niedrig, was dazu führt, dass die gesamte Schuldenquote nur leicht oberhalb der Quote der Euro-Zone insgesamt liegt. Nun wird verhandelt, die Staatsschuldenlast der Griechen zu reduzieren, wenngleich deren private Schuldenquote alles andere als eine hohe Belastung darstellt. Die Schuldenlast wird zum Teil auf die Euro-Zone verlagert, obwohl der Privatsektor, gemessen an seiner Schuldenquote, nicht überlastet zu sein scheint.

Im Gegensatz zu den Griechen ist der Privatsektor in Portugal weniger in der Lage, eine Reduzierung der Staatsschuldenquote aus eigener Kraft zu tragen. Eine Umschuldung der Schuldenlast auf den Privatsektor in Form von höheren Steuern oder direkten Transferzahlungen wäre in Griechenland deutlich plausibler als in Portugal. Für Portugal scheint ein Transfer der Schuldenlast auf Europa deutlich notwendiger – und möglicherweise sinnvoller – zu sein. Auch wenn das Haushaltsdefizit mit rund 6 % des BIP (2011) niedriger ist als in Griechenland, sind die Risiken der Konsolidierungspolitik angesichts der hohen privaten Verschuldung für die Wirtschaft Portugals nicht zu unterschätzen.

Portugal: Reales BIP-Wachstum und realer effektiver Wechselkurs (REEX)

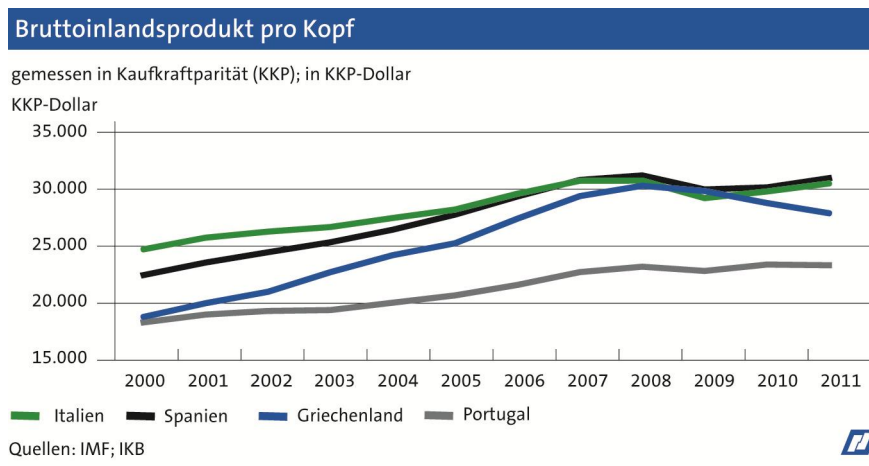


Quellen: BIS; IMF; IKB



Denn die private Verschuldung birgt ein hohes Maß an systemischem Risiko. Eine private Entschuldung, ausgelöst durch eine Rezession, würde das Land zusätzlich belasten und einer Stabilisierung der staatlichen Schuldenquote entgegenwirken. Eine Konsolidierungspolitik und eine Rückführung der staatlichen Schuldenquote sind mit einem so hohen Grad an privater Verschuldung aus eigener Kraft kaum zu stemmen. Eine deutliche Anhebung des Wachstums wäre notwendig, um auf Sicht die Schulden bzw. Zinslast zu relativieren.

Die Wettbewerbsfähigkeit Portugals hat jedoch seit dem Beitritt zur Euro-Zone spürbar gelitten, was an einem immer noch aufwertenden effektiven Wechselkurs zu erkennen ist. Dies stellt sicherlich auch einen Grund dar, weshalb Portugal seit dem Euro-Beitritt seinen negativen Wachstumstrend beibehalten hat. Die gängigen Argumente, ein Austritt aus der Euro-Zone würde die Wettbewerbsfähigkeit durch eine Abwertung steigern, sind also für Portugal ebenfalls gültig – auch wenn wir diese Argumentation weiterhin als nicht zielführend ansehen. Denn Wettbewerbsfähigkeit wird durch Produktivität bestimmt und nicht durch Geldmengenwachstum und Abwertung. Doch im Falle Portugals scheint dies relevanter zu sein als für Griechenland. Denn im Gegensatz zu Griechenland konnte Portugal verhältnismäßig wenig Vorteile aus der Euro-Zone ziehen. Denn das Pro-Kopf-Einkommen des Landes (gemessen in Kaufkraftparität) ist im Vergleich zu allen anderen Krisenländern seit der Einführung der Gemeinschaftswährung in 2001 kaum angestiegen. Griechenland hat deutlich profitiert und liegt weit über dem Pro-Kopf-Einkommen Portugals. Und trotz der Krise haben alle Krisenländer immer noch ein unverkennbar höheres Pro-Kopf-Einkommen als vor der Einführung des Euro.



Einschätzung und Fazit

- Portugals Schuldendynamik wird ein anhaltender Unsicherheitsfaktor für die Euro-Zone bleiben, der auch durch eine Einigung hinsichtlich des Rettungsmechanismus und der Griechenlandproblematik nicht bedeutend reduziert wird.
- Angesichts der hohen privaten Verschuldung und des niedrigen Wachstums werden die Sparmaßnahmen die Tragfähigkeit der Wirtschaft und der sozialen Strukturen Portugals in hohem Maße belasten. Hier könnte sich erneut die zentrale Problematik der Euro-Zone offenbaren: Umsetzung von zentral entschiedenen Maßnahmen durch souveräne Staaten, deren Regierungen ihre Legitimation bei der lokalen Bevölkerung finden müssen. Sprich: Wie viele Reformen kann die portugiesische Demokratie und Wirtschaft auf kurze Sicht aushalten – vor allem, wenn die Euro-Zone alternative Lösungen ins Spiel bringt, wie der Fall Griechenland zeigt?
- Der Rettungsschirm kann nur Teil der Lösung sein. Zwar reduziert er die Zinslast und senkt somit die für eine stabile Schuldenquote notwendigen Sparmaßnahmen. Doch führt dies nur auf Sicht zu einer Reduzierung der Schuldenquote und vor allem nur dann, wenn das Wachstum ausreichend hoch ist. Gemessen am historischen Wachstum und der gesamten Verschuldung Portugals besteht die Gefahr, dass ein Schuldenschnitt als eine sozial verträglichere Lösung angesehen wird. Sie würde angesichts der Entwicklungen Griechenlands und der Leistungsfähigkeit Portugals womöglich auch als die fairere Lösung gelten (zumindest aus portugiesischer Sicht).

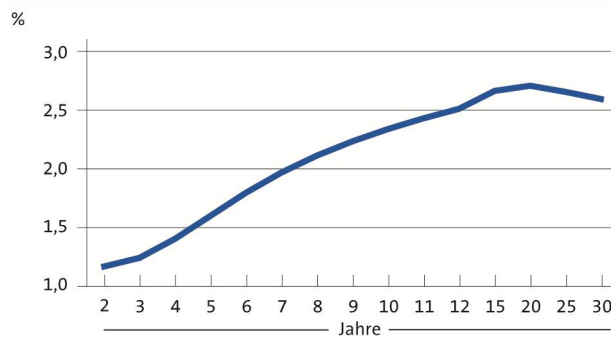
Dr. Klaus Bauknecht, Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

IKB-Produktidee

Anlageidee: Forward CMS + Cap

- Das aktuelle Zinsumfeld stellt Unternehmen mit Finanzierungsbedarf vor eine schwierige Entscheidung.
- Ist es sinnvoller, die historisch niedrigen Zinssätze über einen Swap festzuziehen oder die Finanzierung variabel zu halten?
- Die Vor- beziehungsweise Nachteile der beiden Strategien liegen klar auf der Hand. Die Zinsfixierung bietet Planungssicherheit, führt aber zunächst zu höheren Zinszahlungen. Bei der Strategie der variablen Zinsen ist es genau umgekehrt. Die Verzinsung ist zunächst geringer als bei der Festzinsvariante, aber für die künftigen Perioden nicht planbar.
- Unser Forward CMS + Cap bietet einen Ausweg aus diesem Dilemma, da er die Vorteile der beiden Strategien in sich vereint. Sie sichern das erste Jahr Ihrer Finanzierung nicht ab, da dieser Zeitraum relativ überschaubar ist und momentan wenig auf steigende Zinsen hindeutet.
- Danach zahlen sie den vierteljährlich angepassten 2-Jahres Euro-Swapsatz, allerdings niemals mehr als 2,60 %! Sie profitieren also weiterhin von niedrigen Zinsen, ziehen aber für Ihre Planungssicherheit einen Worst Case ein.

Euro-Zinskurve (2-Jahres- bis 30-Jahres-Swapsatz)



Chancen/Vorteile	Risiken/Nachteile
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ihre Verzinsung bleibt grundsätzlich variabel, wodurch Sie weiterhin von niedrigen Zinsen profitieren ✓ Klarer Worst Case bei 2,60 % ✓ Sie müssen keine Prämie für Ihre Zinssicherung aufwenden 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Bei schnell steigenden Zinsen stellen Sie sich schlechter als bei einem einfachen Festsatzswap. ✗ Bei konstant niedrigen Zinsen stellen Sie sich schlechter als ohne Zinssicherung ✗ Kontrahentenrisiko der IKB

Vereinigung der Vorteile von fester und variabler Verzinsung

Indikative Konditionen

Kontrahent 1	IKB Deutsche Industriebank AG
Kontrahent 2	Kunde
Nominalbetrag	EUR 5.000.000
Startdatum	[15.] Februar 2013
Enddatum	[15.] Februar 2017
Kontrahent 1 zahlt	3M-EURIBOR
Kontrahent 2 zahlt	100 % EUR CMS2, max. 2,60 %
Zinskonvention (für beide Seiten)	Vierteljährlich, Act/360, adjusted, modified following
EURCMS2	2-Jahres EUR Swapsatz (vs. 6M-EURIBOR)
Fixing	Feststellung des EURCMS2 zu Beginn einer jeden Periode (in advance)

Sven Krukenberg, Sven.Krukenberg@ikb.de
 Christof Schlenk, Christof.Schlenk@ikb.de

Disclaimer

Diese Veröffentlichung wurde ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch erstellt. Die Inhalte, insbesondere auch Produktinformationen sowie Ausarbeitungen/Veröffentlichungen oder Einschätzungen zu Märkten, dienen ausschließlich zu Informationszwecken. Jede Form der Ermöglichung der Kenntnisnahme, Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts an nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig. Diese Veröffentlichung ist ausschließlich für Kunden und Geschäftspartner der IKB Deutsche Industriebank AG (nachfolgend „IKB AG“) mit Sitz bzw. Wohnort in Deutschland bestimmt und bezieht sich ausschließlich auf den Zeitpunkt ihrer Erstellung.

Alle veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung und Beratung noch eine Aufforderung oder Einladung zum Kauf oder Verkauf oder Tätigen eines bestimmten Geschäftes dar, insbesondere nicht zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die Studie wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information und sind als alleinige Basis einer Anlageentscheidung nicht geeignet. Meinungsäußerungen sind für die einzelnen Investoren möglicherweise nicht anleger- oder objektgerecht. Interessenten wird empfohlen, sich insbesondere über die rechtlichen, steuerlichen und bilanziellen Implikationen der in dieser Veröffentlichung benannten Produkte durch von ihnen beauftragte Fachleute beraten zu lassen.

Die Informationen in dieser Veröffentlichung basieren auf Quellen, die die IKB AG für zuverlässig erachtet. Die Richtigkeit der Daten, die aufgrund veröffentlichter Informationen in diesem Dokument enthalten sind, wird vorausgesetzt, wurde aber nicht unabhängig überprüft. Für die Vollständigkeit, die Zuverlässigkeit, die Richtigkeit und die Genauigkeit des Materials in dieser Veröffentlichung, wie aller sonstigen Informationen, die dem Empfänger im Zusammenhang mit diesem Dokument schriftlich, mündlich oder in sonstiger Weise übermittelt oder zugänglich gemacht werden, übernimmt IKB AG keine Gewähr. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten. Haftungsansprüche aus der Nutzung der in der Veröffentlichung enthaltenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschließlich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise des Inhalts ergeben. Genannte Konditionen sind als unverbindliche Indikatoren zu verstehen. Für einen eventuellen Abschluss gelten ausschließlich die aktuellen Konditionen, die vom Marktgeschehen zum Abschlusszeitpunkt abhängen.

Das vorstehende Dokument oder Teile daraus dürfen ohne Erlaubnis von IKB Deutsche Industriebank AG weder reproduziert noch weitergegeben werden.

IKB Deutsche Industriebank AG • Wilhelm-Bötckes-Straße 1 • 40474 Düsseldorf • Telefon: +49 211 8221-4492

(Stand: 14. Februar 2012)

Daten auf einen Blick (14. Februar 2012)

Gesamtwirtschaft

	Mrd. € 2011	Reale Veränderung in % zum Vorjahr (saison- und kalenderbereinigt)			
		2011v.	2012p	2013p	2014p
BIP	2570,0	3,0	0,9	1,9	1,7
Privater Verbrauch	1475,2	1,5	1,0	0,9	1,0
Staatsverbrauch	501,8	1,2	1,1	1,4	0,7
Ausrüstungsinvestitionen	184,8	8,3	2,3	3,2	2,2
Bauinvestitionen	254,5	5,4	0,5	2,3	1,6
Exporte	1288,5	8,2	5,1	5,8	5,4
Importe	1155,0	7,2	5,5	5,6	5,2
Verbraucherpreise		2,3	1,9	1,7	1,7

Frühindikatoren

Index* 2005 = 100	2011	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 11	Dez 11	Jan 12
ifo-Geschäftsklima	111,3	3,3	106,7	107,3	108,3
Auftragseingänge**	2011	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 11	Nov 11	Dez 11
	113,8	7,6	114,5	108,9	110,8

Produktion und Handel**

Index* 2005 = 100	2011	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 11	Nov 11	Dez 11
Verarbeitendes Gewerbe	113,9	9,1	114,8	114,4	111,3
Bauhauptgewerbe	123,0	13,4	123,2	127,3	119,2
Einzelhandel (ohne Kfz)	98,1	0,9	99,1	98,1	96,7

Außenhandel nominal***

	2011	Veränd. in % zum Vorjahr	Okt 11	Nov 11	Dez 11
Warenexporte Mrd. €	1061,1	11,5	89,3	94,8	85,1
Warenimporte Mrd. €	901,9	13,2	77,9	78,9	72,1

Arbeitsmarkt**

	2011	Veränd. in % zum Vorjahr	Nov 11	Dez 11	Jan 12
Erw. erbstätige in Mio.	41,036	1,3	41,208	41,255	-
Arbeitslose in Mio.	2,976	-8,1	2,908	2,883	2,849
Arbeitslosenquote in %	7,1		6,9	6,8	6,7

Wechselkurse

	13.02.2012	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
1 € = ... US-\$	1,32	1,26	1,24	1,28	1,31
1 € = ... SFR	1,21	1,22	1,23	1,24	1,26

Zinsen Basisszenario

	2011	2012p	2013p	2014p	2015p
3-Monats-Euribor	1,06	1,1	1,1	1,1	1,1
USD 3-Monats-Libor	0,50	0,5	0,4	0,4	0,4
10-jährige US-Staatsanleihen	1,97	2,2	2,4	2,6	2,8
10-jährige Bund	1,93	2,0	2,1	2,3	2,5

Zinsen Double Dip Szenario

	2011	2012p	2013p	2014p	2015p
3-Monats-Euribor	1,06	0,8	0,6	0,6	0,6
USD 3-Monats-Libor	0,50	0,4	0,3	0,3	0,3
10-jährige US-Staatsanleihen	1,97	1,8	1,9	2,1	2,2
10-jährige Bund	1,93	1,7	1,6	1,7	1,8

p = Prognose; v = vorläufig * Durchschnittswerte; ** saisonbereinigt; *** Spezialhandelsstatistik;

Quellen: Bloomberg; Bundesagentur für Arbeit; Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; IKB-Prognosen