



Dezember 2011

 **Kapitalmarktausblick 2012:**  
Den Gordischen Knoten lösen

Herausgeber:

Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Volkswirtschaft/Research

Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirt/Leitung Research

Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos

MAIN TOWER

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt am Main

Telefon 0 69/91 32-20 24, Telefax 0 69/91 32-22 44

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Editorial



### Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

seit 2007 hat sich das Wort *Krise* fest in unseren Köpfen verankert: Angefangen mit der Subprime-Krise in den USA, über die Bankenkrise nach der Lehman-Pleite im Herbst 2008, der Wirtschaftskrise 2009 bis zur den Staatsschulden-Krisen in der Eurozone und in den USA. Ein Ende des Ausnahmezustands scheint noch nicht in Sicht - umso mehr steigt der Wunsch danach. Man würde am liebsten eine Wunderwaffe haben, um all die Krisen mit einem Schlag zu beseitigen.

Dies erinnert stark an Alexander den Großen, der im Jahre 333 v. Chr. den bis dahin ungelösten Gordischen Knoten durchschlug. Wie ihm das gelang, darüber existieren mehrere Mythen. Die bekannteste ist der Schwerthieb, mit dem er den Knoten durchtrennte. In einer weiteren Legende spielt der Sachverstand eine große Rolle. So soll Alexander die Deichsel aus dem Knoten herausgezogen haben, so dass dieser in sich zusammenfiel.

Beides sind relativ schnelle und einfache Lösungen für ein schwieriges Problem, das mit konventionellen Methoden als unüberwindbar galt. Von solch einer Lösung träumen die Marktteilnehmer. Allerdings vergessen sie dabei, dass Alexander nach Durchschlagen des Gordischen Knotens entsprechend des Orakels zwar Herrscher über Asien werden würde. Die harten Feldzüge zu diesem Ziel blieben ihm aber nicht erspart.

Eine weitere Variante zur Lösung des Gordischen Knotens wurde von einem internationalen Team von Naturwissenschaftlern vorgestellt. Der Gordische Knoten hätte theoretisch auch anders lösbar sein müssen, da jedes Seil einen Anfang und ein Ende hat. Wenn diese Enden aber miteinander verwoben werden, dann sind sie mit bloßem Auge nicht mehr zu finden. Deswegen erfordert ein Lösen des Gordischen Knotens genaues Hinsehen.

Das Finden der Enden ist der Weg, den wir aus der Staatsschuldenkrise empfehlen. In vielen Ländern weltweit ist ein Gordischer Knoten entstanden, dessen Seilenden eine hohe Staatsverschuldung sowie eine unzureichende Wettbewerbsfähigkeit sind. Strukturanpassungen, Reformen und die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte brauchen Zeit und kosten viel Mühe. Wie schon der römische Philosoph Seneca schrieb: „per aspera ad astra“, wörtlich: „Durch das Raue zu den Sternen“.

Diese Reformen sind in einigen Ländern Europas bereits angelaufen. Auch haben die Euroländer insgesamt mit den Rettungsschirmen ihre Handlungsfähigkeit bewiesen. Die konsequente Umsetzung der getroffenen Beschlüsse sowie weitere Strukturanpassungen werden im Laufe des Jahres 2012 erste Früchte tragen. In unseren Hauptszenario „**Gordischer Knoten**“ (Eintrittswahrscheinlich 70 %) werden die Seilenden gefunden und es gelingt, den Knoten zu lösen.

Enttäuschend wären die Aussichten, wenn sich unser negatives Alternativszenario „**Sisyphus**“ (20 % Eintrittswahrscheinlichkeit) durchsetzen würde. So wie Sisyphus vom Kriegsgott Ares ins Schattenreich entführt wurde, würde die Weltwirtschaft in eine Rezession sinken. Die Befreiung aus der Schuldenkrise trotz massiver Anstrengungen würde zu einer Sisyphusarbeit werden. Sisyphus ist zum Scheitern verurteilt, weil er einen Felsblock einen steilen Berg hinaufrollen muss, der ihm aber immer kurz vor dem Ziel entgleitet. So würden die Länder daran scheitern, Banken und Staaten gleichzeitig zu retten. Weitere expansive geld- und fiskalpolitische Maßnahmen könnten die Abwärtsspirale nicht beenden. Auf die Aktienmärkte rollt dann ein erneuter Einbruch zu.

In unserem positiven Alternativszenario „**Phönix aus der Asche**“ (10 % Eintrittswahrscheinlichkeit) knüpft die Weltwirtschaft an die spektakulären Wachstumsraten des Jahres 2010 an. Die von vielen schon verloren geglaubte Eurozone erstrahlt in neuem Glanz. Entsprechend der Deutung der Spätantike wird nicht nur der Phönix zum Symbol der Unsterblichkeit, sondern auch die Europäische Gemeinschaftswährung. Der Euro wird international eine heiß begehrte Währung und erreicht historische Höchststände. In einem starken Wachstumsumfeld strahlen Aktien heller denn je. In der heißen Glut der Morgenröte verbrennen jedoch Renten, da die Inflation befeuert wird.

Ich wünsche Ihnen ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2012

sowie inspirierende Momente mit unseren Helden- und Göttersagen.

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/Leitung Research

## Zusammenfassung

### Autoren:

Dr. Gertrud R. Traud

Christian Apelt  
Barbara Bahadori  
Marion Dezenter  
Patrick Franke  
Ulf Krauss  
Dr. Stefan Mütze  
Heinrich Peters  
Ulrich Rathfelder  
Markus Reinwand  
Viola Stork  
Claudia Windt

Telefon: 0 69/91 32-20 24  
research@helaba.de

In unserem **Hauptzenario „Gordischer Knoten“** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 70 %) befreit sich die Weltwirtschaft aus einer schwierigen Ausgangslage. Die Industrieländer verstrickten sich im Jahresverlauf 2011 im Schuldengewirr, während sich die Schwellenländer abschwächten. Eine geordnete Insolvenz Griechenlands sowie erste Erfolge der europäischen Strukturreformen und eine weltweit expansive Ausrichtung der Geldpolitik tragen 2012 dazu bei, Schuldenkrise und Wachstumsschwäche allmählich zu überwinden. Der gordische Knoten kann gelöst werden. Das globale Wirtschaftswachstum schwenkt auf einen normalen Wachstumstrend ein und verharrt im Jahresdurchschnitt bei rund 3 ½ %. Damit dürften auch die Kapitalmärkte endlich wieder in ruhigeres Fahrwasser geraten.

**Rentenmärkte:** Die EZB wird den Leitzins vermutlich bei 1 % fixieren, so dass das Feld für anhaltend niedrige Kapitalmarktzinsen in Deutschland bestellt ist. Im Jahresverlauf sprechen jedoch zwei Faktoren gegen deutsche Staatsanleihen: die Konjunktur dürfte sich wieder erholen und bei einer Entspannung der Euro-Schuldenkrise ist mit einer geringeren Nachfrage nach den inzwischen extrem teuren Bundesanleihen zu rechnen. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sollte in Deutschland 2012 zwischen 1,6 % und 2,8 % schwanken, in den USA zwischen 1,8 % und 3,0 %.

**Euro:** Die expansive EZB-Politik in Form von Zinssenkungen und Kaufprogrammen belastet vorerst den Euro. Zeitweise wird der US-Dollar als zumindest vorübergehend sicherer Hafen profitieren, wobei die expansive Politik der Fed die Dollar-Stärke begrenzt. Im Verlauf von 2012 dürften die Sorgen um die Schuldenkrise in den Hintergrund treten und die Konjunktur in der Eurozone wieder Tritt fassen. Somit wird die EZB ihren Expansionsgrad dann nicht mehr ausweiten. Der Euro dürfte gegenüber dem US-Dollar zulegen, zumal die US-Notenbank eine Zinswende für längere Zeit quasi ausgeschlossen hat. Der Euro-Dollar-Kurs sollte sich 2012 im Bereich von 1,30 bis 1,45 bewegen.

**Aktienmärkte:** Nachdem der DAX 2011 Extremszenarien ausgetestet hat, dürfte 2012 in etwas ruhigeren Bahnen verlaufen. Gleichwohl ist bis ins erste Quartal hinein noch mit einer erhöhten Schwankungsanfälligkeit zu rechnen. Erst wenn sich die Wachstumsperspektiven allmählich wieder aufhellen, wird auch der Risikoappetit längerfristig orientierter Investoren wieder zunehmen. Mögliche Kursrückschläge bis maximal in den Bereich der September-Tiefstände sollten daher zum Einstieg genutzt werden. Der DAX dürfte sich bis Jahresende 2012 wieder an die 7.000 Punkte-Marke heranarbeiten.

**Asset Allocation:** Eine Entspannung der Euro-Staatsschuldenkrise sowie wieder günstigere Wachstumsperspektiven tragen dazu bei, dass der Risikoappetit der Investoren zunimmt. Deshalb sollten Aktien zu Lasten von Renten übergewichtet werden. Bei Euro-Staatsanleihen ist aufgrund der negativen Ertragserwartungen eine klare Untergewichtung und bei der Geldmarktanlage eine neutrale Dotierung ratsam. Gleichzeitig ist eine defensive Laufzeitenallokation bei Renten angesagt. Bei Rohstoffen und Gold ist tendenziell eine Dotierung auf Benchmark-Niveau empfehlenswert.

Szenario	Wahrscheinlichkeit	Wachstum	Preise	Rentenmarkt	Euro	Aktienmarkt
Gordischer Knoten	70%	➔	➔	➘	➔	➔

# Inhalt

	Seite
<b>Editorial</b>	<b>3</b>
<b>Zusammenfassung</b>	<b>5</b>
<b>1 Rückblick 2011 mit Kassensturz</b>	<b>8</b>
<b>2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen</b>	<b>9</b>
2.1 Hauptszenario: Gordischer Knoten (70 %)	10
2.1.1 Szenario und Prognosen	10
2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen	12
2.2 Alternativszenario: Phönix aus der Asche (10 %)	13
2.3 Alternativszenario: Sisyphus (20 %)	14
<b>3 Länderanalysen</b>	<b>15</b>
3.1 USA: Ein Wahljahr ist kein Sparjahr	15
3.2 Deutschland: Auch beim Überflieger Normalisierung	16
3.2.1 Hessen: Abschwächung, nicht Abgrund	17
3.2.2 Thüringen: Konsolidierung beginnt	18
3.3 Europa: Im Bann der Schuldenkrise	19
3.3.1 Frankreich: Vor Herausforderungen	19
3.3.2 Italien: Viel zu tun	20
3.3.3 Spanien: Auf gutem Wege	21
3.3.4 Griechenland: Wendepunkt erreicht?	22
3.3.5 Irland: Einäugiger unter den Blinden	23
3.3.6 Portugal: Konsolidierung unter schwierigen Bedingungen	24
3.3.7 Großbritannien: Nur ein Hauch von Rezession	25
3.3.8 Schweiz: Keine Insel der Seligen	26
3.3.9 Schweden: Es gibt sie noch – Länder mit entspannter Haushaltsslage	27
3.3.10 Polen: Verminderter Schwung, aber weiter an der Spitze	28
3.3.11 Ungarn: Doch wieder Unterstützung von außen	29
3.3.12 Tschechien: Stabilität und Reformen werden honoriert	30
3.3.13 Russland: Stabiler als 2009	31
3.4 Asien: Motor der Weltwirtschaft	32
3.4.1 Japan: Sonderkonjunktur beim Schuldenweltmeister	32
3.4.2 China: Inflationsrückgang und Wachstumsdelle	33
3.4.3 Indien: Geringe wirtschaftspolitische Spielräume	34
3.5 Brasilien: Nach wie vor in der Gunst der Investoren	35

<b>4</b>	<b>Prognosen im Überblick</b>	<b>36</b>
4.1	Bruttoinlandsprodukt und Inflation	36
4.2	Leistungsbilanz- und Budgetsalden	37
4.3	Kapitalmarktprognosen	38
4.4	USA	39
4.5	Europa	39
4.5.1	Deutschland	39
4.5.2	Frankreich	40
4.5.3	Italien	40
4.5.4	Spanien	40
4.5.5	Griechenland	41
4.5.6	Irland	41
4.5.7	Portugal	41
4.5.8	Großbritannien	42
4.5.9	Schweiz	42
4.5.10	Schweden	42
4.5.11	Polen	43
4.5.12	Ungarn	43
4.5.13	Tschechien	43
4.5.14	Russland	44
4.6	Asien	44
4.6.1	Japan	44
4.6.2	China	44
4.6.3	Indien	45
4.7	Brasilien	45

Redaktionsschluss: 23. November 2011

# 1 Rückblick 2011 mit Kassensturz

Risikoanlagen zunächst  
überraschend  
widerstandsfähig

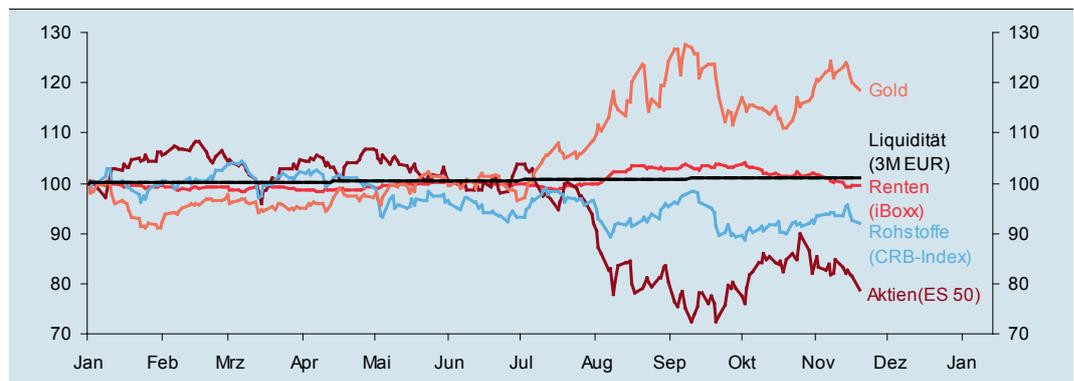
2011 war ein sehr bewegtes Anlagejahr. Die Emotionen schwankten zwischen der Hoffnung auf eine rasche Lösung der Euro-Schuldenkrise und dem Bangen um den Fortbestand des Euroraumes. Bis weit ins erste Halbjahr hinein dominierte die Zuversicht auf einen anhaltenden Wirtschaftsaufschwung. Zwar signalisierten die Frühindikatoren weltweit bereits eine Wachstumsberuhigung. Dem Optimismus in der deutschen Wirtschaft tat aber selbst die Katastrophe in Japan zunächst keinen Abbruch. Das ifo-Geschäftsklima erreichte in den ersten Monaten Rekordwerte und konnte das Niveau bis zur Jahresmitte halten. Unterdessen spitzte sich die Schuldenkrise im Euroraum zu. Vorerst konzentrierten sich die Probleme jedoch auf die kleineren Peripherieländer. Diese schienen mithilfe des Euro-Rettungsschirms beherrschbar, so dass die EZB sogar den Leitzins erhöhte. Auch Aktienanleger blieben vergleichsweise gelassen. Immerhin herrschte angesichts der ultra-lockeren Geldpolitik insbesondere der US-Notenbank Anlagenotstand. Aktien wurden aufgrund zwischenzeitlich zunehmender Inflationsängste als die sicherere Anlageklasse gehandelt.

Dammbruch im Sommer

Die Risikotoleranz der Anleger änderte sich schlagartig im Sommer, als schwächere US-Konjunkturdaten Ängste vor einer erneuten Rezession auslösten und sich Wachstumssorgen in China verstärkten. Gleichzeitig verschärfte sich die Schuldenkrise nach dem teilweisen Forderungsverzicht gegenüber Griechenland weiter. Insbesondere bei italienischen Staatsanleihen weiteten sich die Risikoaufschläge kräftig aus. Aktien rund um den Globus brachen zwischenzeitlich massiv ein (EURO STOXX 50: -35 %, DAX: -33 %, MSCI-BRIC: -30 %). Die US-Indizes dagegen schrammten um Haaresbreite an der Bärenmarktschwelle von -20 % vorbei. Einen Teil der Verluste konnten Aktien zwar wieder wettmachen. Angesichts hoher Wachstumsunsicherheiten und anhaltender Schuldenkrise blieb der Risikoappetit der Anleger aber sehr verhalten. Nach zahlreichen erfolglosen Versuchen, die Staatsschuldenkrise durch immer größere Rettungspakete, EZB-Maßnahmen und einen Schuldenschnitt für Griechenland zu lösen, ist zumindest die Erkenntnis gereift, dass es ohne massive Reform- und Sparanstrengungen nicht gehen wird. Nun ruht die Hoffnung auf den neuen Experten-Regierungen in Griechenland und Italien.

## Nur Gold glänzte 2011

Indexiert: 1. Januar 2011 = 100, Gesamtertrag in Euro



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research, Schlusskurse 21.11.2011

Schuldenkrise verhagelt  
Performance

Mit den Anlageklassikern Aktien, Renten und Liquidität war gemessen an der kumulierten Jahresperformance per 21.11. nichts zu gewinnen. Euroaktien (-20,0 %), japanische und schweizerische Dividendenpapiere (-14,3 % bzw. -14,0 %) lagen verglichen mit ihren angelsächsischen Pendanten S&P 500 (-3,8 %) und FTSE100 (-9,0 %) sogar deutlich im Minus. Euro-Staatsanleihen notierten quasi unverändert (iBoxx: -0,1 %). Bei Rohstoffen machte sich trotz steigender Rohölnotierungen die Wachstumsschwäche bemerkbar (CRB-Index: -7,6 %). Lediglich Gold als „Krisenwährung“ erwies sich wie schon 2010 auch auf Eurobasis als eindeutiger Jahresgewinner (+18,9 %).

## 2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen

### Hauptszenario: Gordischer Knoten

In unserem **Hauptszenario „Gordischer Knoten“** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 70 %) befreit sich die Weltwirtschaft aus einer schwierigen Ausgangslage. Die Industrieländer verstrickten sich im Jahresverlauf 2011 im Schuldengewirr, während sich die Schwellenländer abschwächten. Eine geordnete Insolvenz Griechenlands sowie erste Erfolge der europäischen Strukturreformen und eine weltweit expansive Ausrichtung der Geldpolitik tragen jedoch 2012 dazu bei, die Schuldenkrise und die konjunkturelle Schwäche allmählich zu überwinden. Der gordische Knoten kann gelöst werden. Das Wirtschaftswachstum 2012 wird zwar nicht an die spektakulären Raten des Jahres 2010 anknüpfen, es schwenkt aber auf einen normalen Wachstumstrend ein. Damit dürften auch die Kapitalmärkte endlich wieder in ruhigeres Fahrwasser geraten: Nach den Übertreibungen 2011 zeichnet sich für 2012 ein insgesamt gutes Aktienjahr mit zweistelligen Zuwächsen ab. Renten dürften dagegen unter Druck geraten.

Das weiterhin durch die Schwellenländer getriebene Wachstum der Weltwirtschaft wird 2012 bei rund 3 ½ % verharren, da die Normalisierung bereits 2011 einsetzte. Im Jahresverlauf 2012 ist aber mit einer anziehenden Dynamik zu rechnen: Die Geldpolitik in den Schwellenländern dürfte wieder vermehrt auf Expansion umschwenken. In den europäischen Problemländern wird der Konsolidierungsdruck zwar hoch bleiben, aber die bereits erfolgten Restrukturierungen erbringen erste Wachstumsimpulse. In den USA kommt es im Wahljahr dagegen noch nicht zu größeren Konsolidierungsanstrengungen, so dass die Wirtschaft erneut um rund 2 % wachsen wird. 2013 dürfte das globale BIP sogar wieder stärker expandieren.

### Alternativszenario: Phönix aus der Asche

In unserem positiven Szenario **„Phönix aus der Asche“** (10 %) kann die Weltwirtschaft an das überdurchschnittliche Wachstum 2010 anknüpfen, jedoch um den Preis einer höheren Inflation. Befeuert wird dies von einer expansiven Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik. Weitere Konsolidierungsschritte werden in die Zukunft verschoben. Aktien strahlen heller denn je und Renten verzeichnen im Gegenzug kräftige Kursverluste.

### Alternativszenario: Sisyphus

In unserem negativen Szenario **„Sisyphus“** (20 %) fällt die Weltwirtschaft in eine Rezession. Die Industrieländer geraten in ein deflationäres Umfeld. Trotz massiver Anstrengungen kann die europäische Schuldenkrise nicht bewältigt werden. Der Versuch Staaten und Banken gleichzeitig zu retten stellt sich als Sisyphusarbeit heraus. In China platzt die Immobilienblase und führt zu heftigen realwirtschaftlichen Verwerfungen weltweit. Geopolitische Risiken könnten zudem die Konjunktur zusätzlich belasten. Anleger suchen Sicherheit, wovon der US-Dollar und die Rentenmärkte profitieren. Auf die Aktienmärkte hingegen rollt ein erneuter Einbruch zu.

### Investmentszenarien 2012: Den Gordischen Knoten lösen

Szenarien 2012	Wahrscheinlichkeit	Wachstum	Inflation	Renten	Euro	Aktien
Gordischer Knoten	70%	→	→	↘	↗	↗
Phönix aus der Asche	10%	↑	↑	↓	↑	↑
Sisyphus	20%	↓	↓	↑	↓	↓

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2.1 Hauptszenario: Gordischer Knoten (70 %)

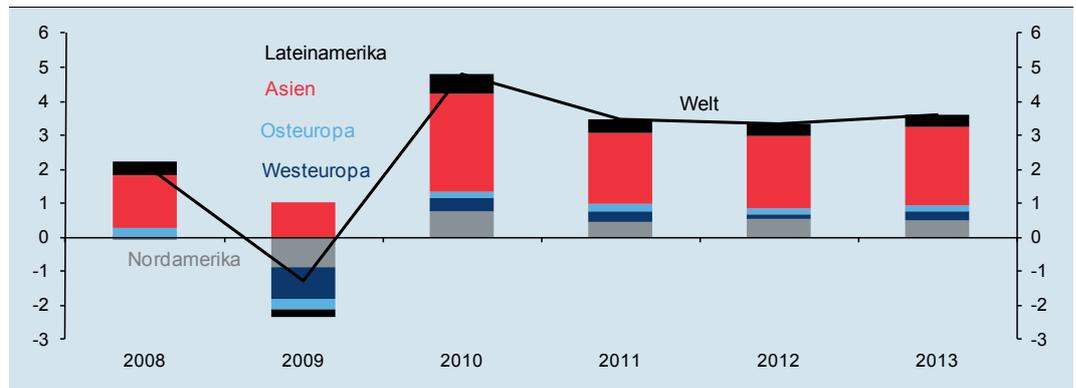
### 2.1.1 Szenario und Prognosen

Europa ist der Gordische Knoten der Weltwirtschaft

In unserem Hauptszenario „**Gordischer Knoten**“ gelingt es Europa, den scheinbar unlösbaren Knoten der Staatsschuldenkrise allmählich zu entwirren. Noch zum Jahreswechsel 2011/2012 scheinen die europäischen Staaten darin hilflos verstrickt. Die Hoffnung, das Problem mit einem Schlag zu lösen, wurde mit jedem Krisengipfel enttäuscht. Indes lässt sich das verlorene Vertrauen in die Leistungsfähigkeit der europäischen Staatengemeinschaft nur etappenweise zurückgewinnen. Europa hat sich nach einem langen Ringen für einen Weg aus der Schuldenkrise entschieden. Es ist im Wesentlichen die deutsche Lösung: Die Wettbewerbsfähigkeit der Nationalstaaten muss über Strukturreformen gesteigert werden. Erste Erfolge dieser Maßnahmen werden sich im Jahresverlauf 2012 zeigen. Die anhaltenden Reformanstrengungen werden voraussichtlich von Rückschlägen begleitet, diese können aber mit Hilfe des letztendlich doch funktionsfähigen Rettungsschirms aufgefangen werden. Ausgangspunkt ist ein erfolgreicher Schuldenschnitt Griechenlands – die geordnete Insolvenz. Zugleich kann die Ansteckung der übrigen Krisenländer durch deren politischen Durchhaltewillen weitgehend verhindert werden.

#### Den gordischen Knoten lösen: Die Weltwirtschaft im Normalisierungsmodus

Wachstumsbeiträge in %



Quellen: EcoWin, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research;2012/2013 Helaba-Prognose

Normalisierung der Weltwirtschaft

Der zyklische Taktgeber für die Weltkonjunktur sind weiterhin die Schwellenländer. Das globale BIP-Wachstum verlangsamte sich 2011 preisbereinigt von fast 5 % auf 3,5 %. Somit ist die Weltwirtschaft nach den massiven geld- und fiskalpolitischen Stimuli auf einen Normalisierungspfad zurückgekehrt. 2012 dürfte dieser globale Wachstumswert in etwa gehalten werden. Die Länder ohne größere Strukturprobleme schwanken dabei um ihren mittelfristigen Wachstumstrend. Zu diesen zählen China und die übrigen Schwellenländer. Auch Deutschland wächst nur knapp unter seinem Trendpfad. Die Kosten der Eurorettung werden hier erst mittelfristig belasten. Im Jahresverlauf 2012 zeichnet sich für die Weltwirtschaft insgesamt sogar eine anziehende konjunkturelle Dynamik ab: Einerseits dürfte die Geldpolitik in den Schwellenländern ihren restriktiven Kurs verlassen und wieder vermehrt auf Expansion umschwenken. Andererseits wird der Konsolidierungsdruck in den europäischen Problemländern zwar hoch bleiben, aber die bereits erfolgten Restrukturierungen erbringen erste Wachstumsimpulse. 2013 dürfte das globale BIP-Wachstum wieder etwas stärker expandieren.

Auf die strukturellen Besonderheiten der einzelnen Länder sowie deren spezifische fiskalische Verstrickungen gehen wir im dritten Kapitel dieser Studie ein. Sie finden Analysen für 19 verschiedene Staaten sowie die Bundesländer Hessen und Thüringen.

Europa konsolidiert;  
die USA wachsen

■ **Wirtschaftswachstum** (Bruttoinlandsprodukt, BIP): In der Eurozone wie auch in den USA bremsen 2011 die durch die Finanzkrise offen gelegten Strukturprobleme. Während in den USA nur die privaten Haushalte ihre hohe Verschuldung abbauten, wurden im Euroraum die südeuropäischen Staaten und Irland durch den Druck der Finanzmärkte zu Sparprogrammen und Wirtschaftsreformen gezwungen. Im internationalen Vergleich ist der Euroraum damit im Restrukturierungsprozess wesentlich weiter als der US-Staat.

Das konjunkturbereinigte Defizit ist im **Euroraum** bereits kräftig zurückgeführt worden. Der Preis für diese Anpassung schlägt sich Ende 2011 in einem höheren Rezessionsrisiko nieder. Da nun auch Italien zu einem Wachstumspakt gezwungen wurde, dürfte die Eurozone (ex Deutschland) zum Jahreswechsel in eine milde Rezession zurückfallen. **Deutschland** bleibt führend im Euroraum, solange die USA und China ihr Trendwachstum halten. Allerdings kehren nun auch in Deutschland nach dem außergewöhnlichen Wachstumsjahr 2011 mit etwa 3 % wieder normale Verhältnisse mit 1 ¼ % ein, während der Euroraum 2012 mit nur 0,7 % Wachstum schwach bleibt.

In den **USA** hat sich das BIP-Wachstum 2011 auf rund 2 % eingependelt, nach 3 % im Vorjahr. Im Vorfeld der Wahlen im November 2012 sind hier keine verstärkten Sparanstrengungen der öffentlichen Hand zu erwarten. Angesichts der hohen Arbeitslosigkeit bleibt die Geldpolitik expansiv und jegliche Konsolidierung in der Finanzpolitik wird nur unter der Bedingung erfolgen, dass sie das „zarte Pflänzlein“ Wachstum nicht abzuwürgen droht. Insgesamt sollte die Zuwachsrate beim realen BIP 2012 mit 2,2 % knapp über dem Trendwachstum liegen.

**Inflation**: Der Verbraucherpreisanstieg befindet sich weltweit im Zenit. Ursächlich für den globalen Preisauftrieb waren Energie, Lebensmittel und Bekleidung. Diese Belastungsfaktoren entfallen 2012. Der Ölpreis dürfte sich seitwärts bewegen. Im Euroraum werden die Löhne weiter zurückgehen, während sie in Deutschland eher zulegen. Die Inflation wird sich 2012 im **Euroraum** und in **Deutschland** auf je knapp 2 % verlangsamen und in den **USA** nur wenig darüber liegen.

Risiken  
überwiegen

■ **Rentenmärkte**: Der abnehmende Inflationsdruck gibt den Notenbanken freie Bahn, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Die EZB wird den Leitzins vermutlich bei 1 % fixieren. Das Feld für anhaltend niedrige Kapitalmarktzinsen in Deutschland scheint somit bestellt. Die Risikoaufschläge bei europäischen Staatsanleihen sollten im Jahresverlauf zwar tendenziell sinken, bleiben aber von Rückschlägen begleitet. Mittelfristig dürften jedoch zwei Faktoren deutsche Staatsanleihen belasten: Erstens dürfte sich die Konjunktur im Jahresverlauf 2012 wieder erholen. Zweitens ist bei einer Entspannung der Euro-Schuldenkrise mit einer geringeren Nachfrage nach den inzwischen extrem teuren Bundesanleihen zu rechnen. Sogar bei einer Zuspitzung der Krise – die letztlich den Haftungsrahmen für Deutschland drastisch erhöhen würde – dürften Bundesanleihen als sicherer Anlagehafen hinterfragt werden. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sollte 2012 in Deutschland zwischen 1,6 % und 2,8 % schwanken, in den USA zwischen 1,8 % und 3,0 %.

**Euro**: Die Schuldenkrise lässt auch den Euro-Wechselkurs nicht unbeeinflusst. Insbesondere die expansive EZB-Politik in Form von Zinssenkungen und Kaufprogrammen belastet vorerst die Gemeinschaftswährung. Zeitweise wird der US-Dollar als zumindest vorübergehend sicherer Hafen profitieren. Allerdings begrenzt die expansive Politik der Fed vermutlich die Dollar-Stärke. Im Verlauf von 2012 dürfte sich jedoch das Bild drehen. Die Sorgen um die Schuldenkrise treten in den Hintergrund und die Konjunktur in der Eurozone fasst wieder Tritt. Somit wird die EZB ihren Expansionsgrad dann nicht mehr ausweiten. Der Euro dürfte deshalb gegenüber dem US-Dollar zulegen, zumal die US-Notenbank eine Zinswende für längere Zeit quasi ausgeschlossen hat. Der Euro-Dollar-Kurs sollte sich 2012 im Bereich von 1,30 bis 1,45 bewegen. Die US-Präsidentenschaftswahl stellt im späteren Jahresverlauf einen Unsicherheitsfaktor am Devisenmarkt dar.

Zyklische  
Erholung

**Aktienmärkte:** Nachdem der DAX 2011 Extremszenarien nach oben wie nach unten ausgetestet hat, dürfte das Jahr 2012 in etwas ruhigeren Bahnen verlaufen. Gleichwohl ist bis ins erste Quartal hinein noch mit einer erhöhten Schwankungsanfälligkeit zu rechnen. Zwar sind Aktien auf Basis zyklusbereinigter Unternehmensgewinne derzeit zumeist angemessen bewertet. Angesichts noch rückläufiger Frühindikatoren und überwiegend negativer Gewinnrevisionen fehlt aber vorerst die für weitere nachhaltige Kurssteigerungen notwendige Ertragsperspektive. Gleichzeitig sorgt die Schuldenkrise im Euroraum noch für Verunsicherung bei den Anlegern. Erst wenn die konjunkturellen Frühindikatoren im ersten Quartal 2012 ihren Boden erreicht haben und sich die Wachstumsperspektiven allmählich wieder aufhellen, wird auch der Risikoappetit längerfristig orientierter Investoren wieder zunehmen, zumal die Notenbanken weiter eine sehr expansive Geldpolitik fahren. So hat sich die Kombination niedriger Leitzinsen bei gleichzeitiger Aufhellung der Konjunkturerwartungen in der Vergangenheit als ausgesprochen günstige Phase für Aktien erwiesen. Mögliche Kursrückschläge bis maximal in den Bereich der September-Tiefstände sollten daher gezielt zum Einstieg genutzt werden. Immerhin dürfte sich der DAX bis Jahresende 2012 wieder an die 7.000 Punkte-Marke herangearbeitet haben.

Aktien zu Lasten von  
Renten übergewichten

**Asset Allocation:** Eine Entspannung der Euro-Staatsschuldenkrise sowie wieder günstigere Wachstumsperspektiven tragen dazu bei, dass der Risikoappetit der Investoren zunimmt. Obendrein sind Überrenditen bei typischen Risikopapieren nach Erreichen des Konjunkturtals erfahrungsgemäß am höchsten und somit eine relativ hohe Dotierung von Aktien erfolgsversprechend. Im ersten Quartal 2012 dürften die konjunkturellen Stimmungskennzeichen ihre Talsohle erreichen und sich im Jahresverlauf erholen. Deshalb sollten Aktien zu Lasten von Renten übergewichtet werden. Bei Euro-Staatsanleihen ist aufgrund der negativen Ertragsprognosen eine klare Untergewichtung und bei der Geldmarktanlage eine neutrale Dotierung ratsam. Gleichzeitig ist eine defensive Laufzeitenallokation bei Renten angesagt: Die Duration sollte deutlich unter Benchmarkniveau und der Anlageschwerpunkt bei Kurzläufern liegen. Mögliche Veränderungen der Zinsdifferenzen zwischen den verschiedenen Euro-Staatsanleihen werden bei den von uns betrachteten Musterportefolios nicht ins Anlagekalkül einbezogen. Da sich der Euro im Laufe von 2012 erholt, sollten unter Währungsgesichtspunkten Dividendenpapiere außerhalb der Eurozone im internationalen Aktienportfolio eher untergewichtet werden. Bei Rohstoffen und Gold ist tendenziell eine Dotierung auf Benchmark-Niveau empfehlenswert.

### 2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen

	aktueller Stand*	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012	Q4/2012
<b>Zinsen USA</b>					
Federal Funds Rate	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
3-Monats-USD-Libor	0,50%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
10-jähr. Treasuries	1,90%	2,00%	2,40%	2,60%	2,90%
<b>Zinsen Eurozone</b>					
EZB-Mindestbietungssatz	1,25%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
3-Monats-Euribor	1,47%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%
10-jähr. Bundesanleihen	2,03%	1,90%	2,30%	2,50%	2,80%
<b>Währungen</b>					
US-Dollar je Euro	1,34	1,30	1,35	1,40	1,45
<b>Aktien</b>					
DAX	5.491	5.600	6.000	6.500	7.000

\* 23.11.2011

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2.2 Alternativszenario: Phönix aus der Asche (10 %)

In unserem positiven Szenario „**Phönix aus der Asche**“ (10 %) kann die Weltwirtschaft an ihre spektakulären Wachstumsraten 2010 anknüpfen, allerdings um den Preis einer höheren Inflation. Befeuert wird dies von einer expansiven Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik. Weitere Konsolidierungsschritte werden in die Zukunft verschoben.

Europa steigt wie  
Phönix aus der  
Asche auf

**Wachstum (BIP):** Die Unsicherheit um die Euro-Staatsschuldenkrise lässt schneller nach als zunächst erwartet: In den strukturschwachen Ländern – insbesondere in Italien und Griechenland – wird zügig ein Wachstumspakt geschlossen, der von einer breiten parlamentarischen Mehrheit getragen wird. Ebenso ergreifen die übrigen hoch verschuldeten Euro-Länder die entscheidenden Maßnahmen, um verkrustete Strukturen aufzubrechen. Die Peripherieländer können mit konjunkturellen Erfolgsmeldungen aufwarten. Der erweiterte und funktionstüchtige Rettungsschirm überzeugt die Investoren, dass nach Griechenland ein weiterer großer Zahlungsausfall vermieden werden kann.

Die **Eurozone** expandiert 2012 mit einer BIP-Rate von rund 2 % wieder deutlich. **Deutschland** profitiert überproportional von den zyklischen Vorgaben der Weltwirtschaft und der weiterhin expansiven Geldpolitik. Mit einem BIP-Wachstum bis zu 3 % stellt es erneut seine wirtschaftliche Stärke unter Beweis. Insgesamt zeichnet sich ein globaler Investitionsboom ab, der dazu führt, dass auch die Löhne kräftig steigen. In den **USA** dürfte der private Verbrauch 2012 wieder mit Raten um 3 % zulegen, ebenso wie das BIP.

**Inflation:** Die überreichliche Liquiditätsausstattung befeuert eine Inflationierung der Asset-Preise, die sich ihren Weg in die Verbraucherpreise bahnt. Die Notenbanken sammeln die Liquidität erst spät ein, zumal eine gewisse Inflationierung angesichts der hohen Staatsverschuldung für die Politik nicht unwillkommen scheint. Die kräftige Erholung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage setzt einen Inflationsprozess in Gang. Die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte steigen kräftig. 2012 bewegen sich die Preissteigerungsraten sowohl in den USA als auch im Euroraum um mindestens 3 %.

**Rentenmärkte:** Die Fed und die EZB verabschieden sich im Jahresverlauf von den quantitativen Maßnahmen. Wachsende Inflationssorgen erfordern zwar eine straffere Zinspolitik, die aber zu zögerlich umgesetzt wird. Dies führt zu einem kräftigen Renditeanstieg an den internationalen Anleihemärkten. Die Rendite 10-jähriger Bunds springt deutlich über 3 %, während die Risikoaufschläge der Peripherieanleihen signifikant sinken.

**Euro:** Im robusten Wachstumsumfeld wächst die Risikobereitschaft an den Finanzmärkten weiter. Die Sorgen um die europäischen Schuldenkrise mildern sich spürbar ab. Während die Fed trotz eines eher inflationären Umfelds an ihren niedrigen Leitzinsen weitgehend festhält, rückt die EZB von ihrem Krisenmodus ab. Deshalb wird der US-Dollar stärker unter Inflationsängsten leiden. Der Euro-Dollar-Kurs könnte bis auf 1,60 ansteigen.

**Aktienmärkte:** Aufgrund einer dynamischen Weltwirtschaft können die Unternehmen Umsatz und Gewinn steigern. Die Bewertungsunsicherheit baut sich ab und die Risikoprämien bilden sich merklich zurück. Dank üppiger Liquidität und mangels Anlagealternativen legen Aktien überdurchschnittlich zu. Der DAX überschreitet binnen Jahresfrist die 8.000er Marke.

**Asset Allocation:** Aktien sind klar zu favorisieren. Sie sollten in Mischportfolios in dem maximal möglichen Umfang dotiert werden. Der Anteil der Renten wird angesichts zunehmender Inflationserwartungen möglichst gering gehalten. Festverzinsliche Anlagen mit mittel- und langfristigen Laufzeiten sollten aufgrund der abzusehenden Verluste gemieden werden.

## 2.3 Alternativszenario: Sisyphus (20 %)

Staatsschuldenkrise  
eskaliert

In unserem negativen Szenario „**Sisyphus**“ fällt die Weltwirtschaft in eine Rezession. Trotz massiver Anstrengungen kann die europäische Schuldenkrise nicht bewältigt werden. Der Versuch Staaten und Banken gleichzeitig zu retten, stellt sich als Sisyphusarbeit heraus. In China platzt die Immobilienblase und führt zu heftigen realwirtschaftlichen Verwerfungen weltweit. Geopolitische Risiken könnten die Konjunktur zusätzlich belasten.

**BIP:** Europa schafft es nicht, das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Vielmehr setzt eine breite Kapitalflucht aus dem Euroraum ein. Die Staatsschuldenkrise eskaliert und erfasst schließlich die Kernländer der Währungsunion. Italien gelingt es nicht, mit einem Wachstumspakt zu überzeugen. Damit reichen die europäischen Sicherungsvorkehrungen nicht mehr aus. Im Sog der Schuldenkrise verspannt sich die Situation an den Finanzmärkten und die Furcht vor einem Bankenkollaps greift um sich. Die EZB muss massiv intervenieren, zugleich intensiviert sich die Diskussion um Euro-Bonds. Der Euroraum schlittert in eine tiefe Rezession, wovon sich auch Deutschland nicht lösen kann. 2012 muss für Europa und Deutschland mit einem Einbruch der Wirtschaftsleistung um 2 % gerechnet werden. Auch in den USA erodiert das Vertrauen, da die steigende Arbeitslosigkeit den privaten Konsum bremst. Trotz einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik schrumpft das BIP auch hier.

**Inflation:** Die hohe Arbeitslosigkeit und eine schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage sorgen für ein deflationäres Umfeld. Die Gesamtinflation in den USA wie auch in der Eurozone wird sich im Laufe von 2012 auf die Nulllinie zu bewegen. Darüber hinaus wird die Deflation auch in den Kernraten sichtbar.

**Rentenmärkte:** Die EZB senkt den Leitzins auf nahe Null. Der forsche Amtsantritt des neuen EZB-Chefs hat gezeigt, dass im Falle nachhaltig schlechter Konjunkturdaten ein weiteres Abschmelzen des Zinsniveaus kein geldpolitisches Sakrileg darstellt. Die Eskalation der Schuldenkrise drückt die Renditen in Deutschland auf historische Tiefs. Anleger flüchten in Bundesanleihen und US-Treasuries. Die Zinsstrukturkurven flachen ab. Die Rendite 10-jähriger Bunds sinkt zeitweilig unter die Marke von 1,0 %.

**Euro:** Die eskalierende Schuldenkrise in der Eurozone setzt die Gemeinschaftswährung deutlich unter Druck. Die EZB pumpt große Mengen an Euro in die Märkte. Internationale Anleger ziehen sich sowohl aus dem Euro zurück und aufgrund der weltweit unsicheren Situation auch aus den Schwellenländern zurück. Mangels entsprechender Alternative profitiert der US-Dollar von seinem Status als „Safe Haven“. Zusätzliche Kaufprogramme der US-Notenbank begrenzen in einem solchen Umfeld höchstens die Aufwertung des Greenback. Der Euro-Dollar-Kurs fällt auf die Parität.

**Aktienmärkte:** Umsatzrückgänge und Margendruck führen zu einem massiven Gewinnrückgang. Die Risikoaversion nimmt aufgrund wachsender Unsicherheit noch einmal drastisch zu und sorgt für eine Bewertungskontraktion. An den Aktienmärkten brechen die Kurse ähnlich wie 2008/2009 ein. Der DAX fällt unter die Marke von 4.000 Punkten.

**Asset Allocation:** Aktienengagements sind aufgrund neuerlicher Kompression der Bewertungsrelationen und wieder einsetzender Erosion der Unternehmensgewinne wenig erfolgversprechend. Trotz gegen Null tendierender Nominalrenditen untermauern positive Realzinsen gleichzeitig die Attraktivität relativ hochwertiger Staatsanleihen. Festverzinsliche höchster Bonität bilden in diesem Szenario eindeutig den Anlageschwerpunkt. In Mischportfolios wird die bei Aktien maximale Untergewichtung ausgeschöpft.



### 3 Länderanalysen

#### 3.1 USA: Ein Wahljahr ist kein Sparjahr

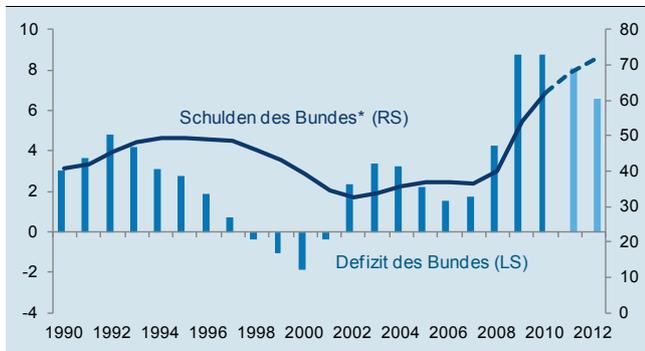
Wie in fast allen anderen Industriestaaten ist auch in den USA das Thema Staatsfinanzen immer mehr in den Vordergrund gerückt. Ein Zahlungsausfall konnte im August 2011 zwar auf den letzten Drücker vermieden werden, die mittelfristigen Haushaltsprobleme bleiben aber ungelöst. Während die Effekte des fiskalischen Stimuluspakets von 2009 auslaufen und die Sparanstrengungen auf der Ebene der Staaten und Gemeinden andauern, ist auf der Bundesebene vor den Wahlen im November 2012 ein harter Sparkurs unwahrscheinlich. Selbst die für Januar anstehende Rückkehr zum normalen Rentenbeitrag und zu einer kürzeren Anspruchsdauer für Arbeitslosenhilfe könnte noch per Gesetz verschoben werden, wenn sich Kongress und Präsident darauf verständigen. Erst im Laufe von 2013 werden die bereits beschlossenen (und voraussichtlich weitere) Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung wirksam und die Konjunktur dämpfen. Dabei unterstellen wir, dass die Bush-Steuersenkungen nicht wie unter derzeit geltendem Recht Ende 2012 komplett auslaufen, sondern zumindest in Teilen verlängert werden.

Wachstum 2012 wieder um 2 %

Das Wachstum von etwas über 2 % im Jahr 2012 wird nur für einen sehr graduellen Rückgang der Arbeitslosigkeit reichen. Mangels stärkerer Impulse von der Geld- und Finanzpolitik dürften sich die zyklischen Ausschläge um diesen Trend in Grenzen halten. Für den Rest der Weltwirtschaft sollten die von den USA ausgehenden Impulse allerdings gering ausfallen. Im Gegensatz zu den Jahren bis zur Mitte des Jahrzehnts, als der importhungrige US-Konsument eine Lokomotive der Weltwirtschaft war, dürfte der amerikanische Außenbeitrag im Prognosezeitraum – wie schon 2011 – nämlich weitgehend neutral sein.

#### Hohe Defizite, steigende Schulden

% des BIP

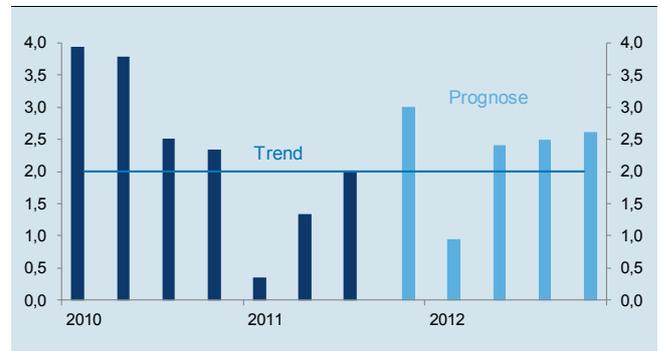


Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

\* „federal debt held by the public“

#### Kein Boom in Sicht

Reales BIP, % gg. Vq. (Jahresrate)



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das gedämpfte Wachstum verhindert trotz der sehr lockeren Geldpolitik bis auf Weiteres einen stärkeren Inflationsdruck. Wenn der Schub bei den Rohstoffpreisen aus dem Vorjahresvergleich herausfällt, wird sich die Teuerungsrate auf der Verbraucherebene wieder Richtung 2 % bewegen. Die Risiken, die von der kräftigen Bilanzausweitung der Fed ausgehen, sind eher langfristiger Natur: Sollte es der Notenbank nicht gelingen, die Liquidität rechtzeitig wieder einzusammeln, dürfte die Inflation tatsächlich anziehen – aber erst in der ferneren Zukunft.

Geldpolitik bleibt expansiv

Die Notenbank wird vor diesem Hintergrund 2012 nicht an der Zinsschraube drehen. Stattdessen sind zusätzliche Schritte denkbar, um den Arbeitsmarkt anzuschieben. Wir sind hinsichtlich der Wirksamkeit solcher Maßnahmen jedoch skeptisch. Auch 2013 sind noch keine nennenswerten Schritte zur Normalisierung der Geldpolitik zu erwarten, insbesondere, wenn sich dann nach den Wahlen ein ambitionierter Sparkurs in der Fiskalpolitik abzeichnen sollte.

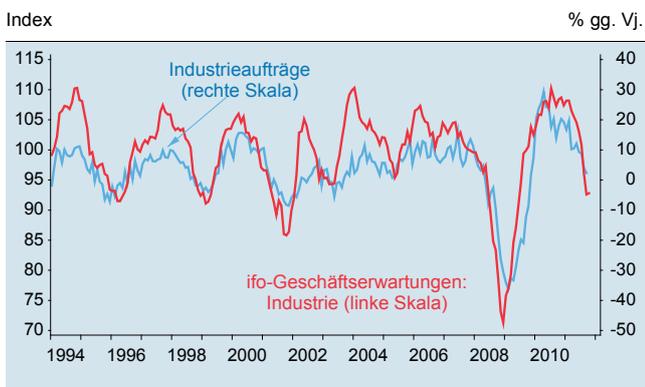


### 3.2 Deutschland: Auch beim Überflieger Normalisierung

Deutschland kann sich nicht abkoppeln

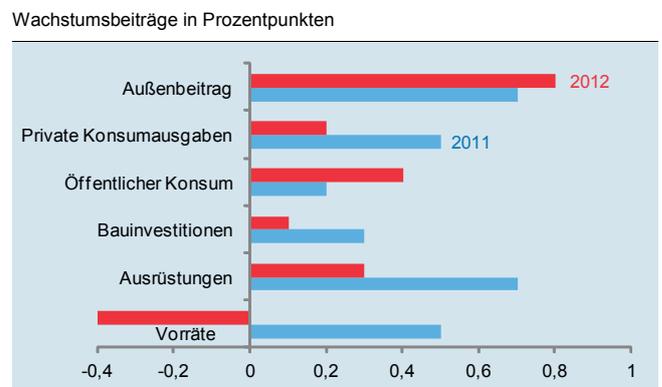
In den letzten beiden Jahren ist Deutschland im europäischen Vergleich überdurchschnittlich stark gewachsen. Als einziges unter den großen Flächenländern wurde bereits im zweiten Quartal 2011 das Vorkrisenniveau vom Jahresbeginn 2008 wieder erreicht. Nach einem BIP-Zuwachs von 3,6 % 2010 ist 2011 die 3-Prozentmarke nochmals in greifbarer Nähe. Die Abkühlung der Weltwirtschaft wird sich allerdings um die Jahreswende 2011/2012 auch hierzulande temporär in einer deutlich schwächeren Dynamik zeigen. Die durch die Schuldenkrise notwendig gewordenen Sparmaßnahmen in den öffentlichen Haushalten wichtiger europäischer Partnerländer machen sich bemerkbar, zumal die Dynamik aus den Schwellenländern ebenfalls nachlässt. Das Geschäftsklima hat sich in den letzten Monaten deutlich eingetrübt. Nach einem nochmals lebhaften Wachstum von 3 % 2011 dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2012 nur noch um 1,2 % zulegen. Auch wenn im vierten Quartal 2011 mit einem negativen Wachstum gerechnet werden muss, ist eine Rezession in Deutschland nur bei einer deutlichen Verschärfung der europäischen Schuldenkrise zu erwarten.

#### Erwartungen der deutschen Unternehmen pessimistisch



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Außenbeitrag trägt 2012 wieder mehr zum Wachstum bei



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die hohe Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie mit einer Vielzahl innovativer Produkte aus dem Investitionsgütersektor bei gleichzeitig kaum gestiegenen Lohnstückkosten stärkt das deutsche Wachstum, indem die deutsche Exportwirtschaft weiter am Welthandel partizipiert. Da sich dieser abschwächt, werden allerdings auch die deutschen Ausfuhren 2012 nur noch um schätzungsweise 4,5 % nach 8 % zulegen können. Der Tempoverlust stellt sich auch bei den Importen ein, so dass der Außenhandel 2012 mit voraussichtlich 0,8 Prozentpunkten mehr als die Hälfte zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum von 1,2 % beitragen dürfte. 2011 war die Situation noch umgekehrt. Die Binnennachfrage lieferte aufgrund lebhafter Investitionen und einem passablen Konsum drei Viertel des Wachstums. 2012 lässt die Dynamik bei allen wichtigen BIP-Komponenten nach: Geringere Impulse vom Arbeitsmarkt und niedrigere Zuwächse der Effektivverdienste lassen die privaten Konsumausgaben nur noch um 0,7 % nach 1 % ansteigen. Da die konjunkturelle Abschwächung im Wesentlichen von der Industrie ausgeht, dürften die Vorratsveränderungen sogar zu einem negativen Wachstumseffekt führen.

Konsolidierung der öffentlichen Haushalte weiter notwendig

Die Wachstumsabschwächung wird sich auch bei den öffentlichen Finanzen negativ bemerkbar machen. Sollte es zu einer deutlicheren konjunkturellen Eintrübung kommen, wäre sogar der Abbau der Defizite gefährdet. Als latentes Risiko für die deutschen Staatsfinanzen müssen mittlerweile die offenen und verdeckten Schuldenhilfen für in Not geratene Eurozonenländer gelten. Die maximalen Kosten für Deutschland belaufen sich auf über 470 Mrd. €. Unter diesen Rahmenbedingungen ist eine verantwortungsbewusste Haushaltspolitik auf allen Ebenen weiterhin notwendig. Unter Berücksichtigung der bereits stark restriktiven Finanzpolitik in anderen europäischen Ländern sollte allerdings eine maßvolle Konsolidierung betrieben werden, um die Wachstumskräfte nicht unnötig zu schwächen.



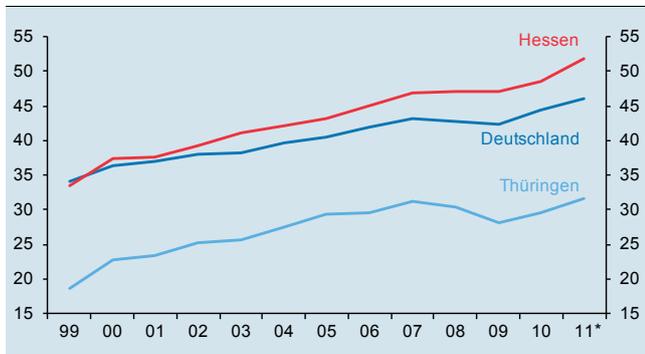
### 3.2.1 Hessen: Abschwächung, nicht Abgrund

Wachstum 2012 leicht überdurchschnittlich

Zu Beginn des Jahres 2011 blieb das Wachstumstempo in Deutschland hoch. Die Auftragseingänge erreichten zur Jahresmitte auch in Hessen wieder das Niveau des vorherigen Booms, und das hessische BIP-Wachstum betrug im ersten Halbjahr 4,3 %. Inzwischen hat sich das Wachstum aber normalisiert. Insgesamt ist in Deutschland zum zweiten Mal in Folge mit einer dynamischen Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts zu rechnen, die 2011 knapp 3 % betragen dürfte; in Hessen wird die Dynamik ähnlich hoch ausfallen. In den kommenden Jahren erfordert die Schuldenkrise in vielen Ländern strenge Sparmaßnahmen. Dies belastet die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen „made in Germany“. Die Wachstumsrate in Deutschland wird sich 2012 mehr als halbieren. Diesem Trend kann sich Hessen nicht entziehen. Allerdings hat sich die hessische Industrie in der Krise als vergleichsweise robust erwiesen und konnte in der anschließenden Erholung von einer überdurchschnittlichen Exportquote profitieren. Stabilisieren dürfte zudem der besonders gewichtige hessische Dienstleistungssektor, so dass 2012 zumindest mit einem durchschnittlichen Wachstum in Hessen zu rechnen ist.

#### Exportquote in Hessen auf Höchststand

Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz in %



\*2011: Durchschnitt Januar bis September  
 Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Irritationen im Kreditgewerbe: Interbankkredite sinken

Deutschland: Mrd. €

% gg. Vj.



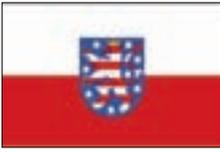
\*ohne Wertpapiere \*\*ab Dez. 2010: Bilanz. von Handelsbestandsderivaten  
 Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das Kreditgewerbe bewegt sich weiterhin in einem schwierigen Umfeld: Die Verunsicherung unter den Marktteilnehmern führt zu rückläufigen Interbankkrediten; die Zuwachsraten der Kreditvergabe an Nichtbanken befinden sich auf niedrigem Niveau. Vor diesem Hintergrund ist in Hessen mit gedämpften Impulsen aus dem Bankensektor zu rechnen, zumal dessen Augenmerk aufgrund steigender Eigenkapitalanforderungen auf Bilanzverkürzungen gerichtet ist.

Kapazitätserweiterung ermöglicht Wachstum im Logistiksektor

Das Logistikdreieck Frankfurter Flughafen ist dagegen auf Expansionskurs: Aller Voraussicht nach wird 2011 die höchste Passagierzahl in der Unternehmensgeschichte erreicht und im Frachtbereich ist das zweithöchste Ergebnis greifbar. Die zusätzliche Landebahn hat die Kapazität des Flughafens enorm erweitert. Allerdings wird sich 2012 die konjunkturelle Abschwächung in der Logistikbranche bemerkbar machen. Wenn es aber gelingt, zuvor verlorene Marktanteile zurückzugewinnen, wären weitere Rekordwerte am Frankfurter Flughafen möglich.

Der kräftige Aufschwung zu Beginn des Jahres 2011 sorgte für eine deutlich steigende Arbeitskräftenachfrage. Ende August 2011 war die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in Hessen um 2,5 % höher als im Vorjahr – ein Zuwachs, der dem Bundesdurchschnitt entsprach. Dabei ist die Arbeitslosigkeit spürbar zurückgegangen: Im Oktober 2011 unterschritt die hessische Arbeitslosenquote mit 5,4 % den Vorjahreswert von 5,9 %. Dieser Trend wird sich 2012 nur bedingt fortsetzen. Das merklich verlangsamte Wachstum in Deutschland und Hessen dürfte zwar über dem EU-Durchschnitt liegen, doch wird die Beschäftigungsschwelle, ab der Wachstum zu zusätzlichen Stellen führt, nur knapp erreicht.



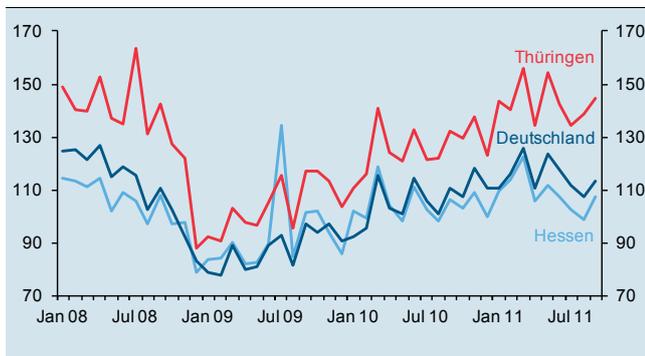
### 3.2.2 Thüringen: Konsolidierung beginnt

Auftragseingänge in der Industrie auf hohem Niveau

Die Auftragseingänge in der Industrie erreichten zur Jahresmitte 2011 in Thüringen wie in Deutschland insgesamt ihren Höhepunkt. Dies ermöglichte ein Produktionsniveau, das dem von 2008 entsprach und für die Firmen bedeutete, an der Kapazitätsgrenze zu arbeiten. In Thüringen war diese Entwicklung noch ausgeprägter. Zudem vollzieht Thüringen die bundesweite Abschwächung der Auftragseingänge bisher nicht mit: So stiegen die Order im dritten Quartal 2011 gegenüber dem Vorjahr um gut 11 %, wohingegen die gesamtdeutsche Durchschnittsrate von 5 % deutlich niedriger lag. Die in Thüringen gut gefüllten Auftragsbücher stellen bis Ende 2011 eine solide Produktionsgrundlage dar und könnten dafür sorgen, dass die schwächeren Signale aus den Dienstleistungssektoren kompensiert werden. Insgesamt ist 2011 damit ein leicht überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum von rund 3 % in Thüringen möglich.

#### Gute Erholung der Auftragseingänge

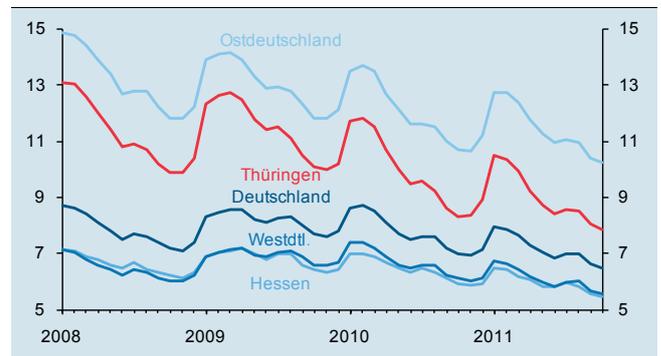
Volumenindex 2005 = 100



Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Arbeitslosigkeit im Sinkflug

Arbeitslosenquote in % aller zivilen Erwerbspersonen



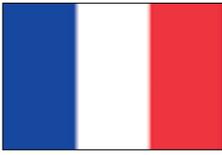
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mehr als Halbierung des BIP-Wachstums 2012

Der Sparkurs, der in vielen Ländern zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte führen soll, wird 2012 an Deutschland und Thüringen nicht vorbeiführen und die Nachfrage nach hiesigen Produkten schwächen. Aber auch das Bundesland selbst ist gefordert, sich auf die sinkenden EU-Fördermittel einzustellen. Denn – leider, oder besser: „Gott sei Dank“ – hat das Bundesland 2010 etwa 90 % des BIP pro Einwohner gemessen am EU-Durchschnitt erreicht. Damit erhält es in der kommenden Förderperiode von 2014 bis 2020 nicht mehr die höchstmögliche finanzielle Unterstützung. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird Thüringen als Übergangsländ mit einer Wirtschaftsleistung von 75 % bis 90 % des EU-Mittels (Durchschnitt der Jahre 2007 bis 2009) mit einer deutlich reduzierten Finanzausstattung seitens der EU auskommen müssen. Um nicht eine staatliche „Vollbremsung“ ab 2014 einlegen zu müssen, steht eine sukzessive Anpassung des Landesbudgets auf der politischen Agenda – mit entsprechend schwachen Impulsen des Staatssektors für die Gesamtwirtschaft. Insgesamt ist für Thüringen 2012 ähnlich wie im Bundesdurchschnitt mit mehr als einer Halbierung des BIP-Wachstums zu rechnen.

Arbeitsmarkt: Belegschaften größer als im Boomjahr 2008

Der Thüringer Arbeitsmarkt hat sich 2011 weiter verbessert. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten nahm im August um rund 12.000 gegenüber dem Vorjahr zu und lag mit 760.000 Arbeitnehmern deutlich höher als im Boomjahr 2008. Mit einer Arbeitslosenquote von 7,8 % im Oktober 2011 und einem Rückgang der Zahl der Arbeitslosen gegenüber dem Vorjahr um 7 % beginnt sich die Situation am Arbeitsmarkt langsam zu verändern. Arbeitskräfte stehen bei diesem Niveau nicht mehr jederzeit mit der nachgefragten Qualifikation zur Verfügung. Dies wird sich in den kommenden Jahren noch verstärken, da in Thüringen der Anteil der älteren Arbeitnehmer (Alter ab 50 Jahre) mit 31 % spürbar höher ist als im Durchschnitt der alten Länder mit 26 %. Die Firmen müssen sich also frühzeitig und mindestens mit gleicher Sorgfalt wie bei Investitionsgütern um „Ersatzinvestitionen ins Humankapital“ kümmern. Geschieht dies, dann sind 2012 weitere Verbesserungen am Thüringer Arbeitsmarkt zu erwarten.



### 3.3 Europa: Im Bann der Schuldenkrise

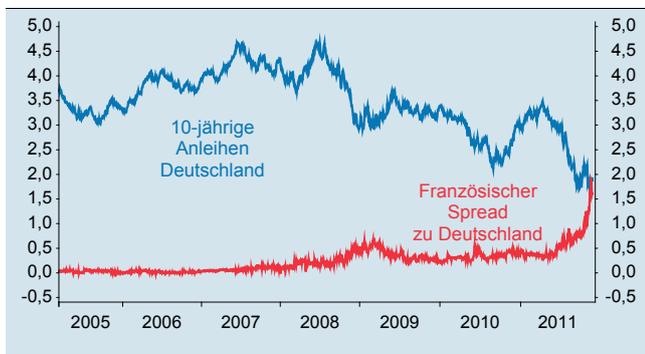
#### 3.3.1 Frankreich: Vor Herausforderungen

Rating vor Überprüfung

Frankreich ist ins Visier der Finanzmärkte geraten. So wird spekuliert, wie lange das Land sein AAA-Rating noch behalten kann. Hintergrund sind drohende Verpflichtungen aus den Hilfen für angeschlagene Eurozonenländer sowie eine eventuelle Rekapitalisierung französischer Banken. Zudem hat sich die wirtschaftliche Situation auch in Frankreich deutlich eingetrübt. Nach einem Wirtschaftswachstum von 1,7 % dürfte für 2012 nur noch ein Zuwachs von 1 % realistisch sein. Damit ist auch der geplante Defizitabbau ambitioniert. Deswegen wurden mehrere Konsolidierungsprogramme angekündigt: Im Wesentlichen sollen Steuervergünstigungen in Höhe von 11 Mrd. € gestrichen werden. Weitere Schritte in Höhe von 6 bis 8 Mrd. € und jüngst von nochmals 7 Mrd. € für 2012 wurden von der französischen Regierung zusätzlich beschlossen. U.a. wird der ermäßigte Mehrwertsteuersatz von 5 auf 7,5 % erhöht.

Misstrauen gegenüber Frankreich wächst deutlich

% bzw. Prozentpunkte

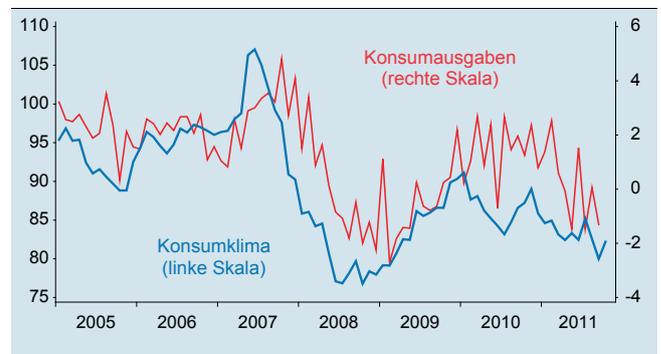


Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Konsumenten pessimistisch

Index

% gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Verschärft wird die Situation durch die zurückgehende Wettbewerbsfähigkeit des Landes. Denn obwohl Frankreich gut ausgebildete Arbeitskräfte, eine ausgezeichnete Infrastruktur und niedrige Stromkosten für die Unternehmen aufweist, leidet das Land an einer schleichenden Deindustrialisierung. So beträgt der Anteil der Industrie an der gesamten Wertschöpfung nur noch weniger als 13 %. Im Jahr 2000 waren es noch 5 Prozentpunkte mehr. Im Vergleich hierzu trägt die deutsche Industrie fast ein Viertel zur Bruttowertschöpfung bei. Gründe für diese Entwicklung sind die stark gestiegenen Lohnstückkosten. Zudem bestehen bei unserem westlichen Handelspartner weniger innovative Cluster. Hohe Staatsausgaben- und -einnahmequoten stabilisieren zwar die konjunkturellen Zyklen, bremsen aber gleichzeitig private Aktivitäten. Nicht zuletzt stellen der in den letzten Jahren stark gestiegene Mindestlohn und die Folgen der 35-Stundenwoche eine Belastung für den Arbeitsmarkt dar. Aktuell steuert die Wirtschaftspolitik dem kaum entgegen.

Private Konsumausgaben wachsen nur zögerlich

Die Herausforderungen, vor denen Frankreich steht, machen sich negativ beim Konsumklima bemerkbar. Zudem werden die Verbrauchsausgaben durch die zurückgehende Automobilnachfrage gedämpft. Nach dem Auslaufen der Zuschüsse zum Pkw-Kauf bereits zum Jahresende 2010 stabilisierten die Auslieferungen im ersten Quartal 2011 noch den Konsum. Im Frühsommer brach dann die Nachfrage ein und eine Trendwende hat noch nicht stattgefunden. 2012 dürfte der Konsum bestenfalls um 0,8 % zulegen, auch weil der Arbeitsmarkt sich nur zögerlich verbessert und die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte die Budgets der Konsumenten belastet. Von den Investitionen werden ebenfalls nur wenige Impulse ausgehen. So hat die Kapazitätsauslastung den langjährigen Durchschnitt immer noch nicht erreicht, die Gewinne der Unternehmen sind nur moderat gestiegen und die weltwirtschaftliche Nachfrage verliert bereits wieder an Dynamik. Das Außenhandelsdefizit dürfte sich 2012 weiter vergrößern.



### 3.3.2 Italien: Viel zu tun

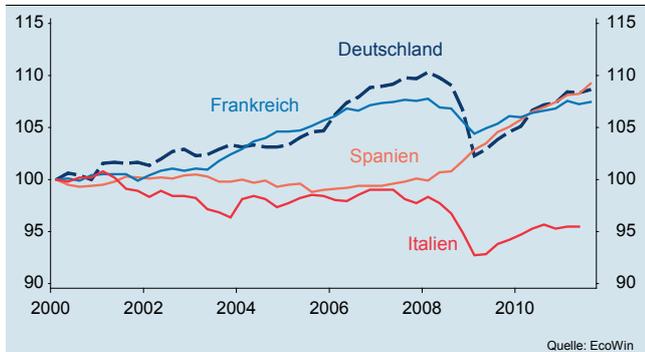
Konsolidierung  
beginnt erst

Italien steckt in einem Dilemma, aus dem es keinen einfachen Ausweg gibt. Das Land ist wachstumsschwach, vor allem weil Reformen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit ausgeblieben sind. Gleichzeitig ist die Staatsverschuldung mit rund 120 % fast „traditionell“ sehr hoch. In der Schuldenkrise ist das Vertrauen in die Wirtschaftspolitik stark gesunken. Der Spread der italienischen 10-jährigen Staatsanleihen zur Bundesanleihe liegt mittlerweile bei etwa 5 Prozentpunkten. Die Finanzmärkte fordern eine forcierte Sparpolitik. Italien hat hierauf reagiert und im September ein zweites Konsolidierungsprogramm in Höhe von 60 Mrd. € über drei Jahre aufgelegt. Zusammen mit den davor beschlossenen Maßnahmen belaufen sich die Konsolidierungseffekte bezogen auf das BIP damit auf 1,7 bzw. 3,3 Prozentpunkte in den Jahren 2012 und 2013. Auch für den Fall, dass die neue Regierung Monti diese Maßnahmen nur teilweise umsetzt, dürften sie das Wachstum deutlich schwächen. Deswegen muss Italien verstärkt darauf achten, seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. 2012 wird die italienische Wirtschaft nur stagnieren.

In Italien sind die Lohnstückkosten seit 2000 deutlich angestiegen. Sie liegen heute 35 % über dem Niveau des Jahres 2000. Im Gegensatz zum iberischen Mittelmeerland hat eine Trendwende jedoch noch nicht stattgefunden. Während Spaniens Produktivität seit 2007 deutlich zunimmt, stagniert sie in Italien. Im langjährigen Vergleich ist seit dem Jahr 2000 sogar ein Rückgang festzustellen. Die schwache Produktivitätsentwicklung resultiert neben einem starren Arbeitsmarkt auch aus zu geringen Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Sie belaufen sich nur auf rund 1,3 % des BIP, während der OECD-Durchschnitt ein Prozentpunkt höher liegt. Dementsprechend unterdurchschnittlich sind die Patentaktivitäten. Italien hat fast ausschließlich im Norden produktive industrielle Cluster. Zudem ist der Außenhandel stark auf die europäischen Handelspartner und zu wenig auf die dynamisch wachsenden Schwellenländer konzentriert. So liefert Italien nur 2 bis 3 % seiner Exporte in die BRIC-Länder, während Deutschland über 12 % seiner Waren in diese Staaten exportiert.

#### Italien zunehmend unproduktiver

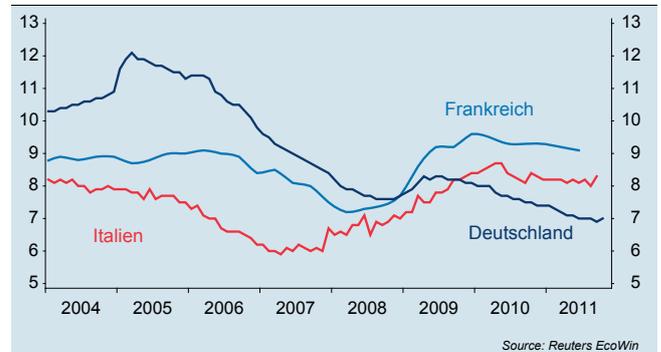
Produktivität je Beschäftigten, Index: Januar 2000 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Italienische Arbeitslosenquote noch relativ niedrig

%



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Preissteigerungen  
bremsen Konsum

Trotz der Wachstumsschwäche ist die Arbeitslosenquote seit 2010 leicht gesunken, wobei sich dieser Trend zuletzt nicht fortgesetzt hat. Die Eintrübung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie die Erkenntnis, dass schmerzhaft Reformen notwendig sind, haben allerdings das Konsumentenvertrauen stark in Mitleidenschaft gezogen. Der Konsum fällt damit als Wachstumsmotor aus, zumal die Inflation mit jahresdurchschnittlich knapp 3 % 2011 und fast 2 ½ % 2012 hoch ausfällt. Die privaten Konsumausgaben dürften 2012 stagnieren. Die Anlageinvestitionen werden durch die bis zum aktuellen Rand gesunkene Bautätigkeit gebremst. Erst im Verlauf von 2012 ist hier mit einer Stabilisierung zu rechnen, während die Ausrüstungen ansteigen. Der Außenhandel, der 2009 und 2010 deutlich negative Wachstumsbeiträge geliefert hatte, wird 2011 das BIP erhöhen. 2012 dürfte sich diese Tendenz nicht fortsetzen.



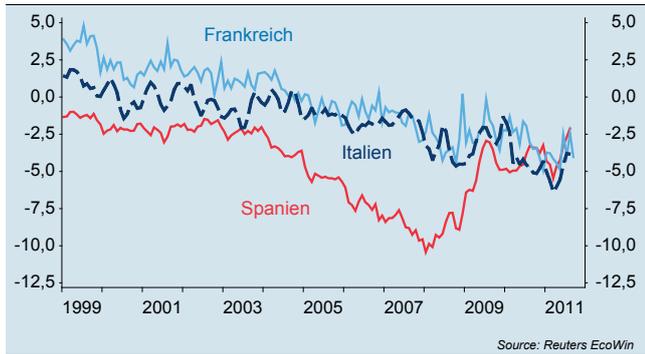
### 3.3.3 Spanien: Auf gutem Wege

Strukturprobleme wirken sich auf Konjunktur negativ aus

Die konjunkturelle Entwicklung in Spanien ist von den hartnäckigen Strukturproblemen belastet: Die Baukrise ist noch nicht ausgestanden. Auch die Ausrüstungen weisen kaum Dynamik auf. Die restriktive Fiskalpolitik führt darüber hinaus dazu, dass der öffentliche Konsum noch schrumpft und die schwierige Situation auf dem spanischen Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenquote von über 20 % dämpft die privaten Konsumausgaben. Die konjunkturelle Abschwächung der Weltwirtschaft belastet die spanische Volkswirtschaft zusätzlich. Um die Jahreswende 2011/2012 dürfte Spanien nur noch stagnieren. Erst im weiteren Jahresverlauf wird die Dynamik wieder etwas zunehmen, so dass nach einem Wachstum von 0,7 % auch 2012 voraussichtlich ein ähnlicher Zuwachs erreicht wird wie 2011.

#### Spanien reduziert Leistungsbilanzdefizit

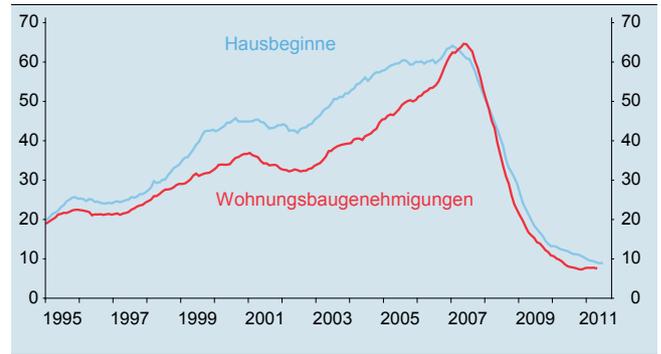
Saldo der Leistungsbilanz in Mrd. €, saisonbereinigt, gleitender Durchschnitt



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Stabilisierung im Neubau auf tiefem Niveau

in Tausend



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bau bremsst immer noch

Bis 2007 hatten der Bevölkerungsanstieg, niedrige Zinsen, kräftig gestiegene Einkommen sowie eine zu laxe Kreditvergabe über ein Jahrzehnt lang zu einer dynamischen Bautätigkeit geführt. Der Anteil der Bauinvestitionen lag in der Spitze bei über 18 %. 2011 dürfte der Anteil unter 12 % gesunken sein, womit er nicht mehr weit vom deutschen Wert (9,5 %) entfernt ist. Der Abwärtstrend in der spanischen Bautätigkeit wird deswegen allmählich zum Ende kommen. Während 2006 noch 737.000 Wohnungen genehmigt worden waren, ist die Zahl 2010 unter die 100.000er Marke gefallen. Am aktuellen Rand ist eine Stabilisierung festzustellen. Im Jahresdurchschnitt wird der Wohnungsbau allerdings nochmals deutlich rückläufig sein. Da sich auch die Unternehmen mit Bauaktivitäten zurückhalten, sind die spanischen Bauinvestitionen 2011 zum vierten Mal in Folge um etwa 7,5 % gesunken. 2012 wird dann der negative Wachstumsbeitrag des Sektors deutlich abnehmen. Auch bei der Kostenentwicklung ist Licht am Ende des Tunnels zu erkennen. Im Gegensatz zu Italien und Frankreich sinken die Lohnstückkosten seit 2009. Freilich sind diese damit immer noch um 30 % über dem Niveau von 2000. Spanien ist jedoch auf dem richtigen Weg. Im Vergleich zu den anderen großen Flächenländern der Eurozone weist das Land seit 2007 den stärksten Produktivitätsanstieg auf. Die Iberer haben mit 15,6 % der Bruttowertschöpfung einen höheren Industrieanteil (ohne Bauwirtschaft) als Frankreich (12,6 %). Damit sind die Wachstums Voraussetzungen nicht ungünstig.

Wachstumsimpulse gehen 2012 erneut vom Außenhandel aus. Die Exporte sind bis zuletzt deutlich stärker gestiegen als die Importe. Hierzu beigetragen haben neben den touristischen Dienstleistungen auch die Industrie, vor allem der Fahrzeugbau. Die negative Leistungsbilanz verbessert sich damit weiter. Auch dies zeigt, dass Spanien wieder an internationaler Wettbewerbsfähigkeit gewinnt. Der Konsum wird weiter von der schwierigen Situation auf dem Arbeitsmarkt belastet. Nach einer Stagnation 2011 dürfte er 2012 nur wenig zunehmen. Der öffentliche Konsum wird 2012 voraussichtlich erneut sinken, da die Konsolidierung des Staatshaushaltes Vorrang besitzt.



### 3.3.4 Griechenland: Wendepunkt erreicht?

Rückschläge bei der Konsolidierung 2011

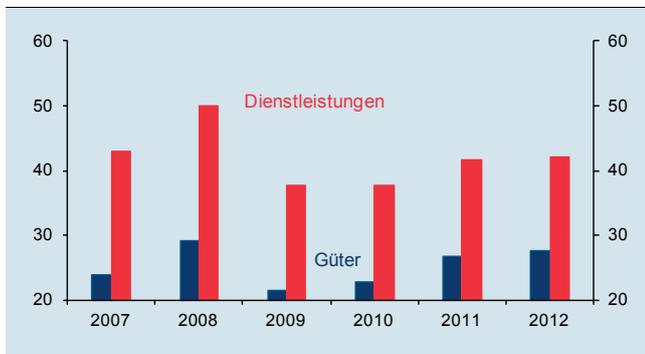
Der notwendige Sparkurs und die wirtschaftlichen Reformen haben die innenpolitische Lage 2011 zunehmend belastet, auch weil diese mit einer harten Anpassungsrezession verbunden sind. Protestaktionen einzelner Berufsgruppen sowie Kontroversen nicht nur zwischen Regierung und Opposition, sondern auch innerhalb der Regierung ließen Mitte 2011 generell Zweifel am Willen einer Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik aufkommen. Nach einem couragierten Start konnte die Regierung die vereinbarten Ziele des im Mai 2010 gewährten dreijährigen Stützungspaketes von EU und IWF über insgesamt 110 Mrd. € nicht mehr einhalten. Die im Herbst 2011 fällige sechste Tranche des Stützungspaketes wurde zurückgehalten, bis die Regierung weitere Konsolidierungsschritte zusagte. Vorgesehen sind zusätzliche Kürzungen der Gehälter für Beamte und staatliche Angestellte, der Abbau von staatlichen Arbeitsplätzen und die Einführung einer Immobiliensteuer. Zur besseren Durchsetzung der Maßnahmen wurde im November eine große Koalition als Übergangsregierung bis zu Neuwahlen im Frühjahr 2012 gebildet. Die ausländische Forderung nach einer breiten parlamentarischen Unterstützung der Sparmaßnahmen hat hierbei eine wichtige Rolle gespielt.

Ende 2011 neuer Anlauf

Noch im Jahr 2011 verständigte sich die Regierung mit der EU über ein weiteres, zweites Beistandsabkommen über insgesamt 130 Mrd. € (einschließlich Garantien), das die Finanzierung des Staates bis 2014 sichern soll. Hierbei ist ein freiwilliger Forderungsverzicht von 50 % seitens der privaten Anleihegläubiger vorgesehen. Ziel ist es, den Schuldenstand bis 2020 auf 120 % des BIP zu senken, was bei erfolgreich eingeführten Reformen als tragfähig angesehen wird. So wichtig wie der Schuldenschnitt, der ohnehin nur knapp die Hälfte der Staatsschulden betreffen wird, sind die geplanten Zinserleichterungen. Der mit der Troika vereinbarte Finanzplan sieht vor, dass der Staatshaushalt bis 2015 um etwa 30 Mrd. € (15 % des BIP) entlastet wird. Ab 2012 dürfte der Haushalt wahrscheinlich einen Primärüberschuss (vor Zinszahlungen) ausweisen.

#### Exportstruktur: Dienstleistungen dominieren

Mrd. US-\$



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Fiskalische Herausforderungen

% des BIP

% des BIP



Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das Sparprogramm ist auf Dauer nur erfolgreich, wenn sich gleichzeitig die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft erhöht. Die dafür vorgesehenen Reformen werden sich jedoch nur allmählich positiv auswirken. Die strukturell schwachen Güterexporte und die wesentlich bedeutenderen Dienstleistungsexporte (Tourismus, Schifffahrt) werden vorerst nur leicht zulegen. Das Leistungsbilanzdefizit dagegen (2011 noch 8 ½ % des BIP) wird wegen der stark fallenden Binnennachfrage und der eingeschränkten Finanzierung voraussichtlich zügig zurückgehen. Nach einem Rückgang um mindestens 6 % im Jahr 2011 wird das BIP auch 2012 nochmals deutlich um 3 % fallen. Die Talfahrt der Wirtschaft dürfte aber ab 2012 schwächer werden. Ist das schon die Wende? Die ersten Früchte der harten Konsolidierung könnten sich 2013 mit im Jahresverlauf wieder positiven Wachstumsraten zeigen.



### 3.3.5 Irland: Einäugiger unter den Blinden

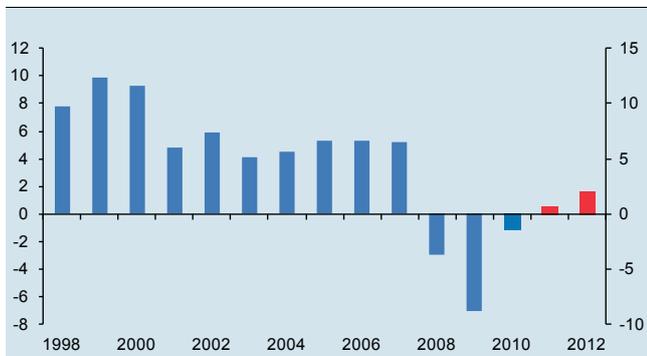
In der Euro-Peripherie war Irland in den letzten Monaten eine Quelle rarer positiver Nachrichten. Trotz der fehlenden Dynamik in ihren beiden wichtigsten Absatzmärkten (mehr als ein Drittel aller Exporte geht in die USA oder nach Großbritannien) hat die irische Wirtschaft im ersten Halbjahr 2011 im Schnitt um 1,7 % gegenüber Vorquartal expandiert. Dies war das zweitstärkste Wachstum in einem Euroland. Diese positive Entwicklung war zwar nicht von der Binnennachfrage getragen – der Konsum bleibt angesichts der hohen Arbeitslosigkeit, weiter fallender Hauspreise und der erheblichen Verschuldung der Verbraucher schwach. Dennoch ist es der Zuwachs des Bruttoinlandsproduktes, der letztlich für die Tragfähigkeit der irischen Schulden – auch in den Augen der ausländischen Gläubiger – entscheidend ist. Irland ist 2011 wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt. Selbst wenn die Eintrübung der Weltkonjunktur – nicht zuletzt in der Eurozone – die irische Konjunktur im zweiten Halbjahr gebremst hat, dürfte sich im Jahresdurchschnitt ein Wachstum von mindestens 0,5 % ergeben (2012: 1,6 %).

#### Konsolidierungserfolge

Die Situation der irischen Staatsfinanzen bleibt angespannt, aber verglichen mit Griechenland ist Irland bislang ein Paradebeispiel für eine erfolgreiche Konsolidierung. Neben der positiven Exportkonjunktur trugen merklich höhere Steuern und Abgaben sowie massive Einschnitte bei den Ausgaben zur Verbesserung der Haushaltslage bei. Gemessen am kumulierten Saldo zwischen den Einnahmen und Ausgaben lag der irische Staatshaushalt im Oktober 1,1 Mrd. Euro (0,7 % des BIP) über Plan. Die Regierung wird daher ihr ambitioniertes Sparziel für das Gesamtjahr 2011 erreichen. Allerdings bleibt das Defizit einschließlich der Zinszahlungen mit rund 10 % des BIP hoch und weitere Einschnitte sind erforderlich, um den Vorgaben der Gläubiger-Troika (EZB, IWF und EU-Kommission) zu entsprechen. Im Jahr 2012 sollen nach ersten Haushaltsentwürfen zusätzlich 3,8 Mrd. Euro (fast 2,5 % des BIP) an Ausgabenkürzungen und Einnahmeerhöhungen (Mehrwertsteuer, Grundsteuer) vorgenommen werden.

#### Rückkehr zum Wachstum – mit Hilfe der Exporte

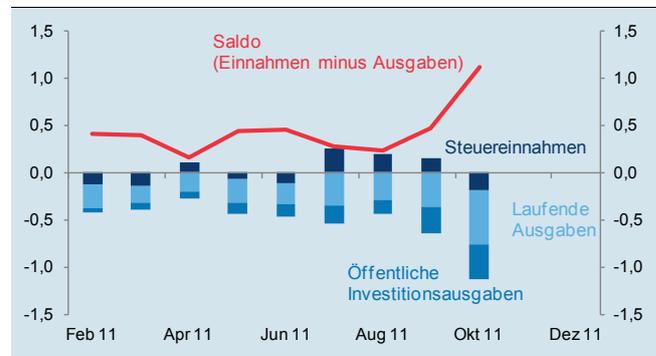
Reales BIP, % gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Sparziele übererfüllt

Öffentlicher Haushalt, kumulierte Abweichung von den Zielvorgaben, Mrd. €



Quellen: Department of Finance Ireland, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Internationale Wettbewerbsposition verbessert sich

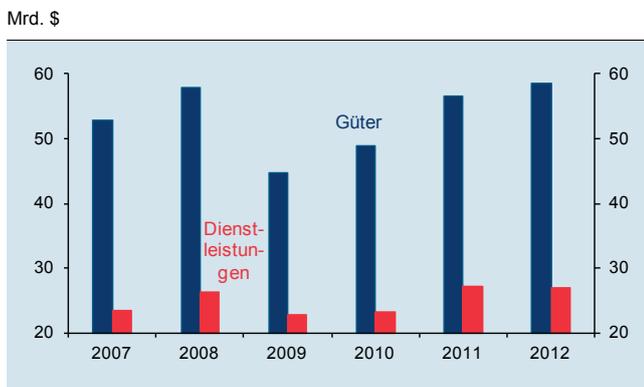
Nicht nur die Entwicklung des öffentlichen Haushalts gibt Anlass zu Hoffnung, dass sich Irland letztlich weitgehend aus eigener Kraft von seinen Schuldenbergen befreien kann. Im Oktober 2011 verzeichnete Irland auf der Verbraucherebene mit 1,5 % gegenüber dem Vorjahr den niedrigsten Preisanstieg in der Eurozone. Die gedämpfte Teuerung und stagnierende oder sogar niedrigere Löhne verbessern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Von ihrem Hochpunkt 2008 sind die irischen Lohnstückkosten inzwischen fast 20 % gefallen. Für die kleine, sehr offene Wirtschaft ist es zudem von Vorteil, dass die Regierung die niedrigen Sätze für Unternehmenssteuern erfolgreich gegen die Kritik vor allem aus Frankreich verteidigt hat. Neben der jungen, gut ausgebildeten, englischsprachigen Bevölkerung sind die niedrigen Steuersätze ein wichtiger Standortfaktor für ein Land, in dem die rigorose Sparpolitik auf absehbare Zeit keine nennenswerte Erholung der Binnennachfrage zulassen wird.



### 3.3.6 Portugal: Konsolidierung unter schwierigen Bedingungen

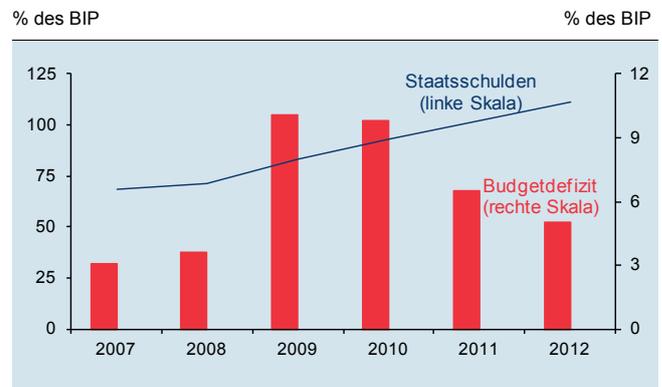
Portugal ist neben Griechenland das zweite Rezessionsland in der Eurozone. Nach dem Eurobeitritt wurden wachstumsfördernde Strukturreformen verzögert, was das traditionell wettbewerbschwache Land in der Staatsschuldenkrise besonders hart trifft. Schon seit 2008 wächst die Wirtschaft nicht mehr. In einer solchen Lage gestaltet sich die Haushaltskonsolidierung äußerst schwierig. Die Regierung wehrt sich vehement dagegen, dass Portugal ein zweites Griechenland wird. Das im Frühjahr 2010 mit der Troika vereinbarte dreijährige Anpassungsprogramm mit Beistandskrediten über insgesamt 78 Mrd. € genießt breite parlamentarische Unterstützung, wenn auch in der konkreten Ausgestaltung zwischen Regierung und Opposition naturgemäß unterschiedliche Positionen eingenommen werden. Nachdem im ersten Halbjahr 2011 die Haushaltskonsolidierung ins Stocken geriet, reagierte die Regierung rasch und beschleunigte den Spar- und Reformkurs. Bei der regelmäßigen Überwachung der Programmausführung durch die Troika konnte Portugal im Herbst daher ein positives Zeugnis erhalten. Die Zielvorgabe eines Staatsdefizits von knapp 6 % des BIP für das Jahr 2011 nach fast 10 % im Vorjahr verlangt jedoch tiefgreifende Einschnitte. Erfreulicherweise kürzt die Regierung hierbei deutlich die Staatsausgaben und dreht im Unterschied zu anderen Euroländern weniger stark an der Steuer- und Gebührenschraube.

#### Exportstruktur: Güter dominieren



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Fiskalische Herausforderungen



Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zu wenig international  
operierende  
Unternehmen

Die fiskalischen Einschnitte, zurückgehende Löhne und steigende Arbeitslosigkeit sowie die hohe Verschuldung der privaten Haushalte bedingen auch 2012 ein negatives Wachstum. Trotz der spürbaren Exportbelebung sowie fallender Importe dürfte sich der Rückgang des BIP von 2 % auf 3 ½ % beschleunigen. Als Mitglied der Eurozone kann Portugal kurzfristig vor allem über niedrigere Lohnkosten die Wettbewerbsfähigkeit steigern. Dabei hilft die beschlossene Verlängerung der täglichen Arbeitszeit um eine halbe Stunde. Vorgesehene Strukturreformen, die den Arbeitsmarkt flexibilisieren, die Schul- und Hochschulausbildung sowie die Effizienz der Verwaltung und des Rechtssystems verbessern, werden sich erst längerfristig positiv auswirken. In Portugal gingen aufgrund von Produktionsverlagerungen in andere Länder in den letzten Jahren überdurchschnittlich viele Arbeitsplätze verloren. Leistungsfähige Betriebe etwa in der Automobil- sowie der Textil- und Schuhindustrie, die erfolgreich Nischen- und Luxusprodukte exportieren, sind zwar vorhanden, aber noch zu wenig. Viel erhofft sich das Land von der Entwicklung eines Clusters bei erneuerbaren Energien. Über alle Branchen hinweg dominieren kleine und mittelständische Unternehmen, die mangels notwendiger Größe und finanziellem Rückhalt Exportoffensiven erschweren.

Bisher wurden wirtschaftliche Probleme in Portugal stets überwunden. Mitte der 90er Jahre etwa verbesserte eine Wachstumsphase die volkswirtschaftlichen Daten deutlich, so dass die Euromitgliedschaft erreicht wurde. Nach einem IWF-Anpassungsprogramm 1984 erzielte das Land sogar vorübergehend einen Leistungsbilanzüberschuss und danach eine gute Wachstumsperformance. Diese Erfolgserlebnisse sollten ermutigen.



### 3.3.7 Großbritannien: Nur ein Hauch von Rezession

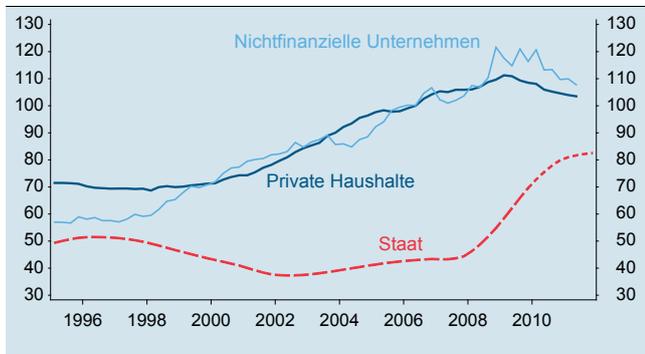
Das Land stöhnt unter seiner Schuldenlast, genauer gesagt unter deren Abbau. Nach dem Schuldenboom vor der globalen Finanzkrise hat in Großbritannien die Einsicht die Oberhand gewonnen, dass ein Kurswechsel erfolgen musste, obwohl die Zinsen für Staat, Unternehmen und private Haushalte äußerst niedrig sind. Wenn alle sparen, leidet naturgemäß das Wachstum, zumal auch die Nachfrage seitens der Außenhandelspartner nicht gerade vor Kraft strotzt. 2011 expandiert das Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich nur um 1 %.

#### Anämisches Wachstum

Die britische Regierung hatte 2010 eine drastische Haushaltskonsolidierung beschlossen, die sich im Folgejahr insbesondere in einer Mehrwertsteueranhebung und deutlichen Ausgabenkürzungen bemerkbar machte. Im öffentlichen Dienst wurde die Beschäftigung bereits innerhalb eines Jahres um fast 4 % abgebaut. Dennoch wird es dem Staat wohl schwer fallen, die ambitionierten Ziele zu erreichen. Die Austeritätspolitik wird fortgesetzt, auch wenn die Maßnahmen 2012 nicht mehr ganz so restriktiv wirken werden. Der private Konsum schrumpft 2011 angesichts höherer Steuern und Energiepreise, Transferkürzungen sowie einer sehr mäßigen Einkommensentwicklung. Da sich die beiden ersten Belastungsfaktoren wohl nicht wiederholen, dürfte der private Verbrauch 2012 nicht mehr abnehmen. Die Stagnation der Wohnimmobilienpreise sollte anhalten. Der Unternehmenssektor hat zwar mittlerweile wieder einigen finanziellen Spielraum. Angesichts der schwachen Binnennachfrage, einer höheren Unsicherheit seitens der Finanzmärkte sowie trüterer Exportaussichten werden die Unternehmen aber zunächst vorsichtig bleiben und ihre Schulden abbauen statt neue Investitionen vorzunehmen. Wenn manche Sorgen in den Hintergrund treten und sich die Nachfrage stabilisiert, werden 2012 von den Unternehmensinvestitionen expansive Effekte ausgehen. Die britische Wirtschaft dürfte im Winterhalbjahr knapp an einer Rezession vorbeischrammen und 2012 insgesamt um weniger als 1 % wachsen.

#### Schuldenabbau belastet Wachstum

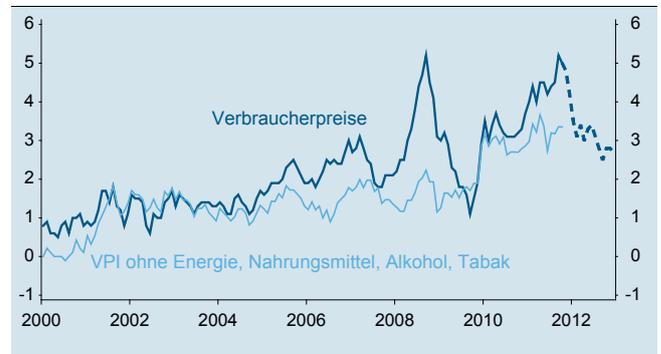
Verschuldung, % des BIP



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Inflation bleibt deutlich über der Zielmarke

% gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Pfund gibt Gewinne gegenüber Euro wieder ab

Die Inflation wird sich nach einem Anstieg im Jahr 2011 über die Marke von 5 % wieder beruhigen. Die Mehrwertsteueranhebung sowie der Anstieg bei Energie- und Lebensmittelpreisen fallen aus dem Vorjahresvergleich. Dennoch wird die Teuerung erst im späteren Jahresverlauf unter 3 % sinken. Das angestrebte Inflationsziel von 2,0 % wird die Bank of England erneut verfehlen. Dennoch könnte die Notenbank ihr Wertpapierkaufprogramm zusätzlich ausweiten. Eine Zinswende ist 2012 dagegen unwahrscheinlich. Das Pfund Sterling konnte von den Problemen der Europäischen Währungsunion nur leicht profitieren. Angesichts ähnlicher Probleme in Großbritannien – hohes Haushaltsdefizit, mageres Wachstum und expansive Geldpolitik – ist nicht mit einer deutlichen Aufwertung gegenüber dem Euro zu rechnen. Im Verlauf von 2012 dürfte der Euro-Pfund-Kurs sogar wieder etwas zulegen, wenn die EZB ihren Krisenmodus verlässt. Umgekehrt dürfte der Trend gegenüber dem US-Dollar verlaufen: nach einer Schwächephase im Winterhalbjahr wird das Pfund Sterling aufwerten.



### 3.3.8 Schweiz: Keine Insel der Seligen

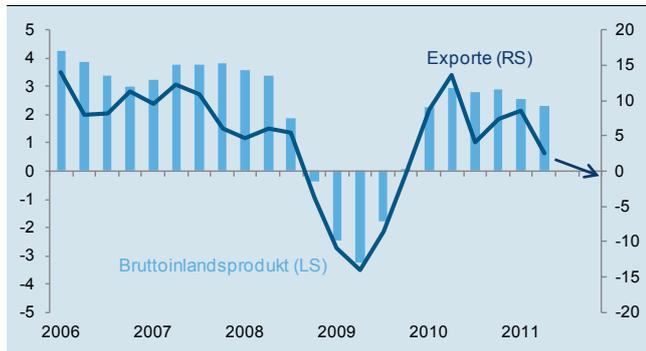
Auf ihre Art ist auch die Schweiz zu einem Opfer der Schuldenkrise im Euroraum geworden. Sehr viel Kapital strömte in den „sicheren Hafen“, so dass der Franken 2011 schon das zweite Jahr in Folge massiv aufwertete. In der Spitze erreichte die Schweizer Währung im Sommer fast die Parität zum Euro, bevor sich die Notenbank dieser Entwicklung mit einer Verzweiflungstat entgegenstemmte: Am 6. September gab die Schweizerische Nationalbank (SNB) bekannt, unbegrenzt zu intervenieren, um zu verhindern, dass der Franken über 1,20 Franken je Euro hinaus aufwertet, d.h. der Wechselkurs unter diese Marke fällt. Dies hatte am Devisenmarkt die erhoffte Wirkung. Doch es hat einen Preis, denn die SNB kann in Zukunft nur mehr in dem Maße, in dem es ihr der Devisenmarkt gestattet, noch eine von der EZB unabhängige Geldpolitik verfolgen.

#### Franken und Eurozone als Konjunkturrisiken

Auch bei etwa 1,20 Franken je Euro stellt die starke Währung noch ein Problem für die Schweizer Exporteure dar. Gemessen am realen handlungsgewichteten Außenwert hat der Franken in den letzten zwei Jahren rund 20 % aufgewertet. Dies erschwert es den Schweizer Unternehmen, am Weltmarkt zu konkurrieren. Nun kommt noch ein zweiter bremsender Faktor hinzu: Die Konjunktur verliert in den wichtigsten Schweizer Absatzmärkten, nicht zuletzt in Deutschland, spürbar an Schwung. Die Kombination von deutlicher Aufwertung und geringerem Wachstum in den Exportmärkten bedeutet, dass selbst wenn die Eurozone als Ganzes eine Rezession vermeiden kann, die sehr exportabhängige Schweizer Wirtschaft wohl im Winterhalbjahr 2011/2012 weitgehend stagnieren wird. Im Jahresdurchschnitt dürfte das Wachstum 2012 auf 0,5 % zurückgehen (2011: 1,9 %) – und die Risiken liegen eher auf der Seite einer noch schwächeren Konjunktur.

#### Exportdynamik lässt nach

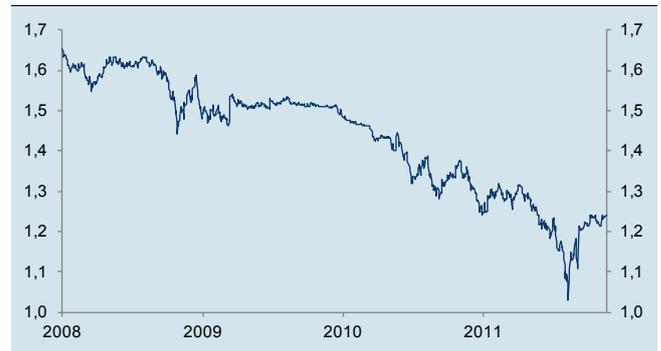
Real, % gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Brutale Aufwertung zunächst von der SNB gestoppt

Franken je Euro (Tagesdaten)



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der starke Franken dämpft nicht nur die Konjunktur, sondern auch die importierte Inflation. Die Teuerung ist in der Schweiz sowieso schon niedrig. Im Jahresdurchschnitt 2012 sollten die Verbraucherpreise unverändert sein, wobei die Vorjahresrate in einzelnen Monaten sogar wieder unter die Nulllinie fallen dürfte. Damit liegt die Teuerung unterhalb dessen, was die SNB als Preisniveaustabilität definiert, nämlich einen Anstieg der Verbraucherpreise von weniger als 2 %.

#### Expansive SNB

In diesem Umfeld kann die SNB ihre Nullzinspolitik fortführen. Weder die Konjunktur noch das Preisklima werden 2012 voraussichtlich für höhere Zinsen sprechen. Wenn die Notenbank „Franken drückt“, um sich neuem Aufwertungsdruck entgegenzustellen, ohne dies gleichzeitig durch inländische Transaktionen zu sterilisieren, erhöht sich die umlaufende Geldmenge. Dies wirkt tendenziell expansiv. Langfristig nehmen damit aber die Inflationsgefahren zu. Zudem geht die SNB bilanzielle Risiken ein: Sollte es später doch zu einer Aufwertung des Franken kommen, müsste die Notenbank Abschreibungen auf ihre – dann enorm gestiegenen – Währungsbestände vornehmen.



### 3.3.9 Schweden: Es gibt sie noch – Länder mit entspannter Haushaltslage

BIP 2012:  
nachlassender  
Schwung

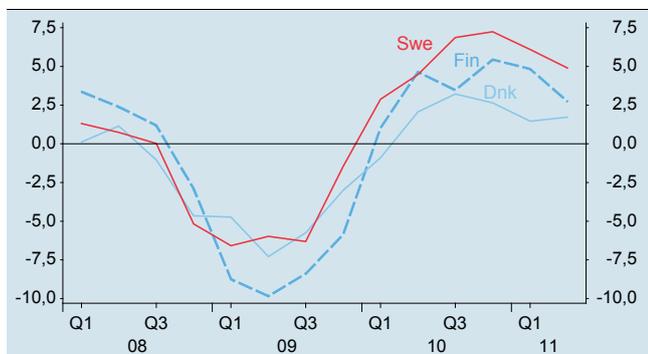
Schweden gehört derzeit zu den Outperformern in Europa – dies gilt sowohl für das BIP-Wachstum als auch für die öffentlichen Haushalte: Nach einer ausgeprägten Rezession weist das Land beim Wachstum 2010 und 2011 Spitzenwerte auf, wenn auch bei nachlassender Dynamik (von 5,6 % auf 3,9 %). So wird das Vorkrisenniveau des BIP bereits wieder deutlich überschritten. Der Aufschwung wurde bei robuster Inlandsnachfrage maßgeblich vom Export getragen. Somit wird Schweden auch 2011 einen kräftigen Leistungsbilanzüberschuss (6,4 % des BIP) aufweisen. Bereits im zweiten Halbjahr 2011 allerdings wirken nach dem üppigen Wachstum starke Bremskräfte, so dass das Wachstum 2012 auf nur noch rund 1 % zurückgehen dürfte. Dies ist zum einen auf einen schwächeren Konsum zurückzuführen – seit Mitte 2011 befindet sich das Konsumentenvertrauen in einem Sinkflug. Zum anderen nimmt die Exportdynamik ab. Die Exporte von Gütern und Dienstleistungen hatten 2010 einen BIP-Anteil von rund 50 %. Da über die Hälfte davon in die EU geht, wird sich die dortige Wachstumsabschwächung auch in Schweden bemerkbar machen.

Entspannte  
Haushaltslage

Was die gegenwärtige Situation des Landes allerdings über die Wachstumswahlen hinaus so besonders macht, sind die Eckdaten für die öffentlichen Haushalte: Haushaltsüberschüsse haben in Schweden eine gewisse Tradition, die selbst in der Rezession nur von überschaubaren Defiziten unterbrochen wurde. Auch 2011 und 2012 dürfte der Saldo leicht positiv ausfallen. In der Folge liegt die Staatsverschuldung unter 40 % des BIP, so dass Schweden, das Anfang der 90er Jahre selbst eine Bankenkrise zu bewältigen hatte, sogar immer wieder als „Safe Haven“ in Europa gehandelt wird. Das anhaltende Interesse internationaler Investoren sorgt dafür, dass der Spread der 10-jährigen schwedischen Staatsanleihen zu den deutschen Papieren seit dem Frühjahr 2011 fast durchgehend negativ ist. Die schwedische Krone hat nach ihrer schwächsten Phase im Frühjahr 2009 kräftig aufgewertet, seit dem Frühjahr 2011 befindet sie sich auf einem Seitwärtspfad.

#### Schwung im ersten Halbjahr 2011 – Tendenz nachlassend

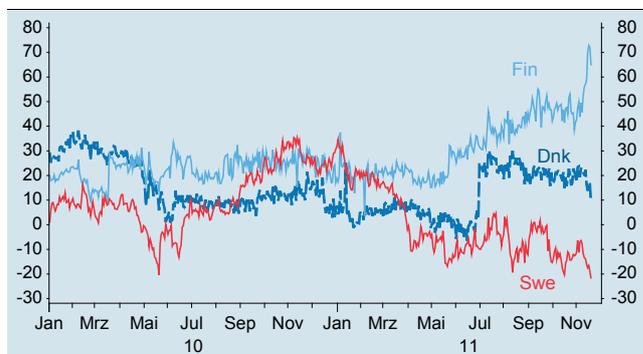
Reales BIP, % gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Sicherer Hafen Schweden

Zinsspreads 10-jähriger Staatsanleihen zu deutschen Papieren



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die schwedische Riksbank hat zwischen Juli 2010 und Juli 2011 den Leitzins in sieben Zinsschritten auf 2 % angehoben. Der Zinserhöhungszyklus dürfte angesichts nachlassender Wachstumsdynamik abgeschlossen sein. Auch von der Inflationsseite besteht kein Druck in Richtung einer Zinsstraffung, die das Basisszenario der Riksbank noch vorsieht. Zwar lag der Anstieg des nationalen Preisindex im Oktober 2011 erstmals seit einem halben Jahr wieder innerhalb des Inflationsziels von maximal 3 %. Der um Zinseffekte bereinigte Index, der auch weitgehend den harmonisierten Preisindex der EU abbildet, liegt jedoch seit geraumer Zeit im Zielkorridor und sank zuletzt auf 1,1 %. Damit dürfte bei nachlassender Konjunkturdynamik die Option einer Lockerung der Zinsen, wie sie bereits in der Notenbanksitzung im Oktober diskutiert wurde, stärker in den Vordergrund rücken. Am wahrscheinlichsten ist für die nächsten Monate eine abwartende Haltung der Notenbank, die die derzeitige Entwicklung an den Kapitalmärkten unterstützen würde.



### 3.3.10 Polen: Verminderter Schwung, aber weiter an der Spitze

Kräftiges Wachstum hat  
Wiederwahl begünstigt

Von seinen europäischen Nachbarn unterscheidet sich Polen deutlich: Es konnte nicht nur eine Rezession vermeiden, sondern wartet 2010 und 2011 mit Wachstumsraten von je rund 4 % auf. 2012 ist trotz einer Abschwächung noch mit einem Wachstum von knapp 3 % zu rechnen, das deutlich oberhalb des EU-Durchschnitts liegen wird. Das Geheimnis des Erfolgs liegt v.a. in der robusten Binnennachfrage. Zudem richtet Polen 2012 die Fußball-EM aus, so dass schon im Vorfeld die Investitionen das Wachstum belebten. Das Land, das im zweiten Halbjahr 2011 die EU-Ratspräsidentschaft ausrichtet, hat dank des guten wirtschaftlichen Abschneidens in den zurückliegenden Jahren merklich an Selbstbewusstsein gewonnen. Dies dürfte auch die erstmalige Wiederwahl einer Regierung seit der Wende 1989 begünstigt haben, so dass Ministerpräsident Tusk seine Arbeit fortsetzen kann.

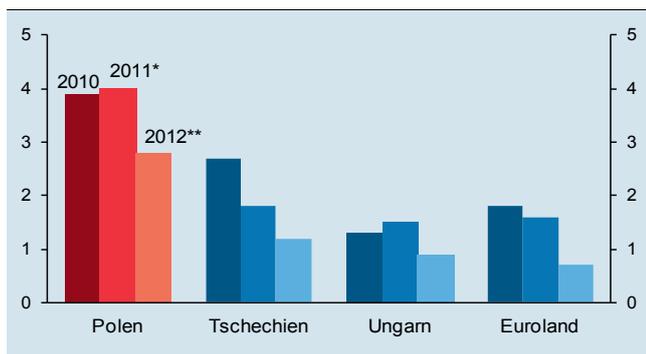
Allerdings ist die Bilanz der letzten Legislaturperiode nicht völlig makellos: Auffällig verschlechtert haben sich insbesondere die Staatsfinanzen: Im Zuge der Krise und durch hohe Investitionen im Vorfeld der Fußball-EM hat sich das Haushaltsdefizit gemessen am BIP gegenüber dem niedrigen Stand von 2007 bis 2010 auf knapp 8 % vervierfacht. 2011 hat die Regierung durch steuerliche Maßnahmen (u.a. Anhebung der Mehrwertsteuer) und – ähnlich wie in Ungarn – durch die Umleitung von Pensionszahlungen aus dem privaten in das staatliche System das öffentliche Defizit zurückgeführt. Vor 2013 ist eine Absenkung unter die Maastricht-Grenze von 3 % jedoch utopisch, auch wenn Tusk in seinem Regierungsprogramm Einsparungen und Reformen im Rentensystem ankündigt. Überschreitet die Staatsverschuldung 55 % des BIP, sind zusätzliche Einsparungen auch gesetzlich vorgeschrieben. 2012 könnte dieser Fall eintreten.

Flexible Credit Line  
stabilisiert

Polen hat seit 2009 mit dem IWF eine Übereinkunft über eine „Flexible Credit Line“, die bei Bedarf die Liquidität des Landes sichern soll. Diese Kreditlinie wurde bisher nicht benötigt und dürfte angesichts stabiler Devisenreserven auch in Zukunft eher dazu dienen, die Verunsicherung bei den Investoren zu reduzieren. Denn das Vertrauen der Akteure an den Kapitalmärkten zu erhalten ist bei der derzeit herrschenden Nervosität auch für Polen entscheidend. Im Herbst 2011 musste das Land bei 10-jährigen Staatsanleihen Risikoaufschläge von über 400 Basispunkten auf deutsche Bunds bezahlen, rund 100 Basispunkte mehr als zu Jahresbeginn. Der Zloty hat gegenüber dem Euro im gleichen Zeitraum über 10 % abgewertet.

#### Polen mit stärkstem Wachstum

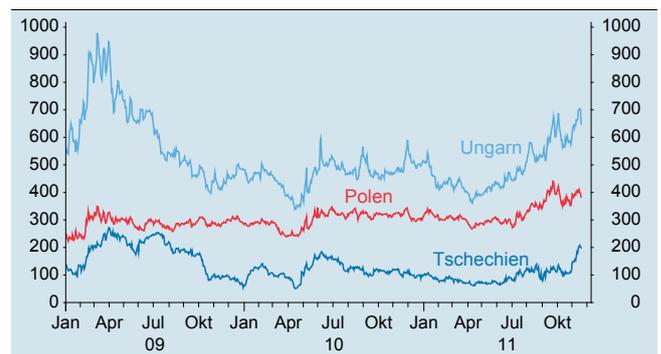
Reales BIP, % gg. Vj.



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; \*Schätzung, \*\*Prognose

#### Anleger mit Vorsicht in Zentraleuropa unterwegs

Zinsspreads 10-jähriger Staatsanleihen zu deutschen Papieren



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die polnische Nationalbank hat ihren Leitzins 2011 um insgesamt 100 Basispunkte auf aktuell 4,5 % angehoben. Angesichts der schwächeren Konjunkturaussichten ist vorerst nicht mit weiteren Steigerungen zu rechnen. Die Spielräume für Zinssenkungen sind angesichts verunsicherter Investoren und vieler in Fremdwährung verschuldeter Haushalte allerdings ebenfalls begrenzt. Zumindest dürfte die schwächere Währung die Exporte begünstigen.



### 3.3.11 Ungarn: Doch wieder Unterstützung von außen

Mangelnde politische Berechenbarkeit

Nach Ungarn blicken Investoren derzeit mit Skepsis: Einerseits hat das Land die Rezession überwunden und die Problematik des Zwillingsdefizits im öffentlichen Haushalt und in der Leistungsbilanz entschärft. Andererseits bleiben die Wachstumsraten des BIP nach dem ausgeprägten Minus 2009 (-6,8 %) schwach: Nach voraussichtlich 1,5 % 2011 wird 2012 nur knapp 1 % erreicht. Hinzu kommt eine unberechenbare Politik, etwa bei der Rückverstaatlichung privater Pensionsansprüche, branchenspezifischen Sondersteuern und der Umstrukturierung von Krediten in Schweizer Franken zulasten der Banken. Jeder Einmischung von außen ist Ministerpräsident Orban entschieden entgegengetreten. Auch beim jüngsten Ersuchen um Hilfe von IWF und EU – bereits von 2008 bis 2010 gab es ein koordiniertes Hilfsprogramm – hat Orban die Souveränität des Landes betont. Laut der ab 2012 geänderten Verfassung wird der Schuldenstand nach einer Übergangsfrist bei 50 % des BIP gedeckelt – beim derzeitigen Stand (gut 80 %) ein äußerst ambitioniertes Ziel.

Beim Abbau des Budgetdefizits (2010: 4,2 % des BIP) zeigt sich die Regierung kreativ. Für 2011 weisen die Budgetplanungen sogar einen Überschuss aus. Allerdings wird dieser Haushaltssaldo vorrangig ein Ergebnis von Sondereffekten sein. Bereits 2012 ist nach dem Auslaufen dieser Effekte wieder mit einem Defizit zu rechnen. Mehr denn je muss auch Ungarn die Stabilitätsorientierung seiner Fiskalpolitik glaubwürdig machen, um für internationale Investoren attraktiv zu bleiben und nicht als Pleitekandidat angesehen zu werden.

Anleger verunsichert

Die Vorsicht der Anleger spiegelt sich in dem hohen Risikoaufschlag bei Staatsanleihen von bis zu 700 Basispunkten und im schwachen Kurs des Ungarischen Forint wider. Dieser hat im November 2011 wieder den Rekordkurs von 2009 von 317 Forint je Euro erreicht. Das hilft zwar dem Export, so dass sich das für Ungarn beinahe schon typische Leistungsbilanzdefizit bereits 2009 in einen Überschuss umkehrte. Problematisch ist die Abwertung aber für alle, die sich in Fremdwährung verschuldet haben. Bei den privaten Haushalten sind rund zwei Drittel der Kredite betroffen. Auf kurze Sicht dürfte die anhaltende Verunsicherung an den Finanzmärkten den Kurs der Währung bestimmen. Im Verlauf von 2012 kann der Forint nur dann profitieren, wenn die Pläne zum Abbau von Defizit und Schuldenstand konsequent und nachhaltig umgesetzt werden.

#### Skepsis vor allem gegenüber dem Forint

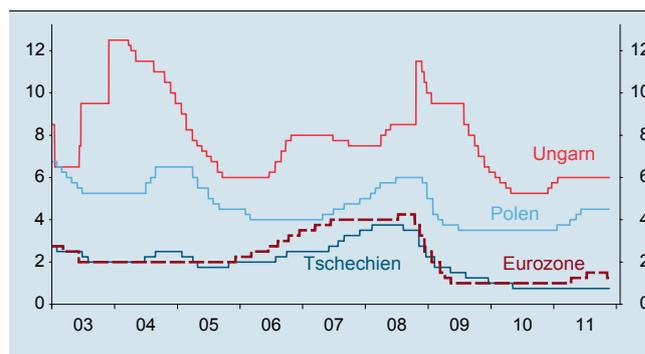
Wechselkurs gegenüber Euro, Index, 1.1. 2010 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Ungarn mit den höchsten Leitzinsen

Leitzinsen in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mit Zinssenkungen tut sich die Nationalbank schwer: Trotz der mageren BIP-Zuwächse hält sie den Leitzins seit Januar 2011 stabil bei 6 %. Denn zum einen laden die derzeit wieder steigenden Inflationszahlen nicht dazu ein: Das Zentralbankziel von 3 % +/- 1 Prozentpunkt wurde im Oktober 2011 mit 3,9 % nur knapp unterschritten. Zum anderen würde eine lockere Geldpolitik die Währung zusätzlich schwächen und so die Importe verteuern. Im finanzpolitischen Umfeld der europäischen Schuldenkrise wird alles davon abhängen, ob Orban es schafft, das Land als verlässlichen Partner in der EU zu präsentieren.



### 3.3.12 Tschechien: Stabilität und Reformen werden honoriert

Ruhiges  
Wachstumstempo

Tschechien fällt im Rauschen der Nachrichtenmeldungen derzeit eher durch Nichterwähnung auf. In den aktuell turbulenten Zeiten ist dies ein gutes Zeichen. Denn das Land folgt einer scheinbar wenig spektakulären Entwicklung: Das BIP weist ein ruhiges Wachstumstempo auf; es wird 2012 entsprechend dem europäischen Trend mit voraussichtlich gut 1 % schwächer zulegen als 2011 (1,8 %). Das Leistungsbilanzdefizit verringert sich 2012 auf rund 3 % des BIP und die Inflation bleibt innerhalb des Zielkorridors (2 % +/- 1 Prozentpunkt). Anders als in Polen und Ungarn machen in Tschechien keine umfangreichen Fremdwährungskredite zu schaffen, wobei die Krone – obwohl sie im November 2011 auf den höchsten Stand seit 1 ½ Jahren kletterte – bislang vergleichsweise wenig von den Turbulenzen an den Devisenmärkten betroffen ist. Nun die Hände in den Schoß zu legen, kann sich Tschechien als kleine offene Volkswirtschaft dennoch nicht leisten. Mit einer hohen Exportquote (Güter und Dienstleistungen) von fast 70 % des BIP bekommt das Land – zumal bei schwacher Konsumdynamik – die konjunkturelle Verlangsamung in den EU-Ländern zu spüren. Ein nationales Programm zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit fokussiert daher ab 2012 u.a. auf den öffentlichen Sektor, die Infrastruktur und den Arbeitsmarkt.

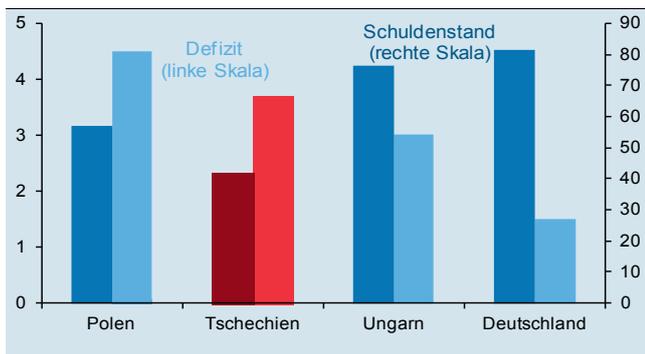
Moderate  
Haushaltsdaten

Bei der Konsolidierung setzt die Regierung auf Einsparungen in der Verwaltung und bei den Sozialausgaben sowie auf Einnahmesteigerungen, um bis 2016 einen ausgeglichenen Haushalt zu erreichen. Die Anhebung des begünstigten Mehrwertsteuersatzes im Januar 2012 soll ein Einnahmepplus in Höhe von 0,7 % des BIP erbringen, Einkommensteuererhöhungen sind ab 2013 geplant. Mit der Rentenreform, die es den Beitragszahlern ermöglicht, einen Teil der Rentenbeiträge ab 2013 in eine zweite privatrechtliche Säule einzuzahlen, bezieht die Regierung zukunftsgerichtete Elemente in ihr Konzept ein. 2012 dürfte das öffentliche Defizit auf 3,8 % des BIP von 4,3 % 2011 sinken. Die Verschuldung bleibt 2011 trotz des Anstiegs auf gut 40 % des BIP noch moderat.

Ein – auch budgetrelevantes – Problem ist die Jugendarbeitslosigkeit, die im September 2011 mit 18,8 % zwar deutlich unter den Rekordwerten Spaniens und Griechenlands von rund 40 % lag, jedoch kaum unter den Höchststand von Ende 2009 (20,2 %) gesunken ist. Ähnliches gilt für Polen und Ungarn. Allerdings ist in Tschechien die Abkoppelung der Jugendlichen von der Entwicklung des Arbeitsmarktes stärker ausgeprägt: Die Jugendarbeitslosenquote erreicht hier fast den dreifachen Wert der Arbeitslosenquote insgesamt. Unter dem Aspekt der Zukunftsfähigkeit des Arbeitsmarktes muss dieses Thema in allen betroffenen Ländern konsequent angegangen werden.

#### Tschechien auf Konsolidierungskurs

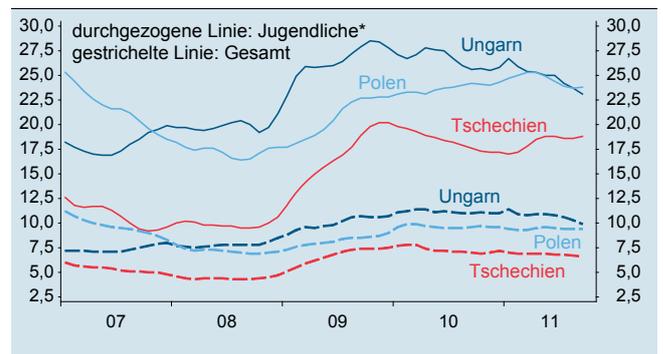
Defizit und Schuldenstand in % des BIP, Prognosen für 2012



Quellen: EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Potenzialverschwendung durch hohe Jugendarbeitslosigkeit

Arbeitslosenquoten, harmonisiert in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research; \*unter 25-Jährige

Die Notenbank hat für die Unterstützung der Wirtschaft durch eine Zinssenkung nicht mehr viel Spielraum, denn mit 0,75 % ist der Reposatz schon sehr niedrig. Jedoch war die Inflation mit 2,3 % im Oktober 2011 moderat. Sie dürfte 2012 wegen der Steuererhöhung leicht steigen, aufgrund der schwächeren Konjunktur aber mit knapp 3 % innerhalb des Zielkorridors bleiben.



### 3.3.13 Russland: Stabiler als 2009

WTO-Beitritt ante portas

Die russische Wirtschaft wächst nach dem scharfen Einbruch 2009 (-7,8 %) seit 2010 mit jährlich rund 4 %. Dies ist vor dem Hintergrund des gestiegenen Ölpreises nicht glänzend. Jedoch ist die russische Wirtschaft gegen einen weltweiten Wachstumsabschwung besser gerüstet als 2009. Im Unterschied zu damals ist die Wirtschaft nicht „überhitzt“, die Banken und Unternehmen haben ihre hohe kurzfristige Auslandsverschuldung reduziert, und die Zentralbank verfolgt nun eine flexiblere Wechselkurspolitik, die exogene Schocks für die Wirtschaft besser abfedert. Der Staat hat während der Krise 2008/2009 seinen Einfluss in der Wirtschaft nicht nur in der Öl- und Gasindustrie vergrößert. Da die Staatsunternehmen in Russland oft nicht gut geführt werden, ist es nun Zeit, die Effizienz der Wirtschaft über Privatisierungen mit Verkäufen auch an ausländische Interessenten zu erhöhen. Das Interesse ausländischer Investoren wird zweifelsohne steigen, wenn nach langjährigen Verhandlungen Russland Anfang 2012 der WTO beitrifft. Die Hürden für einen Beitritt sind überwunden, jetzt liegt es nur noch am Willen der Regierung. Die geringe Rechtssicherheit ist nach wie vor ein Manko bei den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen Russlands.

Moderates Wachstum setzt sich fort

Das Wachstum wurde 2011 im Hinblick auf die Parlamentswahlen im Dezember und die Präsidentschaftswahlen im März 2012 über Lohnerhöhungen für Staatsbedienstete und steigende Renten stimuliert. Da die Privathaushalte wenig verschuldet sind, ging die Rechnung der Regierung auf – die Einzelhandelsumsätze haben im Herbst 2011 stark zugelegt. Dagegen ist der Außenbeitrag wegen der schwachen Exporte und der lebhaften Importe deutlich negativ, so dass die BIP-Zunahme die für Russland derzeit geltende Grenze von 4 % nicht überschritten haben dürfte. Der Modernisierungsbedarf der Wirtschaft ist groß, die Wettbewerbsfähigkeit außerhalb des Öl- und Gassektors eingeschränkt. Der Energiesektor wird seine Ausbringung nur noch langsam erhöhen können, da die Förderbedingungen allgemein schwieriger werden. Wegen der Dominanz des Energiesektors und der voraussichtlich stabilen Ölpreise dürfte das BIP-Wachstum 2012 trotz der Abkühlung in Europa voraussichtlich nur leicht auf 3 ½ % nachgeben.

#### Abfließende Portfolio-, zufließende Direktinvestitionen

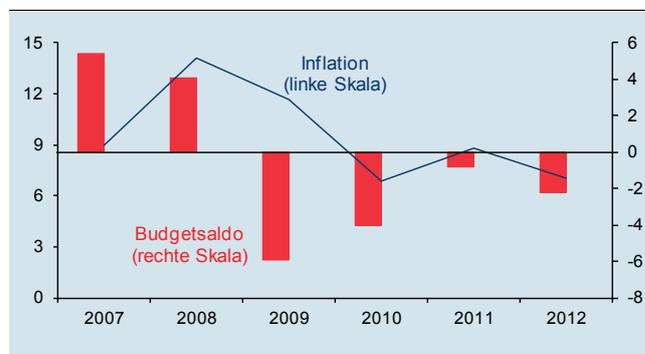
Mrd. US-\$, netto



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Hartnäckige Inflation, überschaubares Staatsdefizit

% des BIP



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Im Unterschied zu früher sind für den Ausgleich des Staatshaushalts wesentlich höhere Ölpreise erforderlich. Schätzungen hierfür liegen bei 120 US-\$ je Fass. Der in guten Zeiten gebildete staatliche Reservefonds wurde vollständig zur Finanzierung der markanten Staatsdefizite 2009 und 2010 herangezogen. Das Budgetdefizit verringerte sich 2011 ölpreisbedingt deutlich und dürfte 2012 nur moderat zunehmen. Die Zentralbank soll auftragsgemäß sowohl die Inflation als auch den Wechselkurs stabilisieren. Sie hat angekündigt, die hartnäckig hohe Inflation (2011: 8,8 %) stärker zu beachten und die Währung freier schwanken zu lassen. Der Rubelkurs schwankt jedoch je nach Ölpreis stark, so dass eine konsequente Kursfreigabe nicht zu erwarten ist.



### 3.4 Asien: Motor der Weltwirtschaft

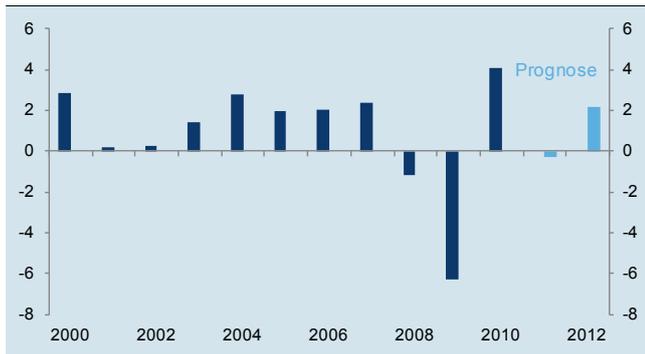
#### 3.4.1 Japan: Sonderkonjunktur beim Schuldenweltmeister

Über 2 % Wachstum  
2012 durch  
Wiederaufbau

Die Ansichten gehen auseinander, ob die Entwicklung in Japan im ersten Halbjahr 2011 wirklich als Rezession charakterisiert werden kann. Schließlich war die Kontraktion in erster Linie eine Folge der Naturkatastrophe vom März und keine normale Nachfrageschwäche. In jedem Fall gingen vor allem die Industrieproduktion und die Exporte spürbar zurück – wobei die Stromausfälle nach dem Abschalten der Kernkraftwerke eine wichtige Rolle spielten. Ängste eines möglichen weltweiten Konjunkturreinbruchs in Folge der Katastrophe stellten sich dann jedoch relativ schnell als überzogen heraus. Im Sommer begann die japanische Wirtschaft von kräftigen Aufholeffekten und dem Beginn des Wiederaufbaus zu profitieren. Trotz des hohen Schuldenstands der öffentlichen Hand hat die Regierung unter dem neuen Premierminister Noda – Japans sechster Regierungschef in fünf Jahren – einen umfangreichen dritten Zusatzhaushalt für das laufende Fiskaljahr auf den Weg gebracht. Der Umfang liegt bei gut 2 % des Bruttoinlandsproduktes. Dies wird die Konjunktur anschieben. Die Impulse dürften die japanische Wirtschaft bis ins erste Halbjahr 2012 überdurchschnittlich stark wachsen lassen. Wenn die Effekte des Wiederaufbaus dann nachlassen und die Möglichkeit von Steuererhöhungen zur Konsolidierung des Staatshaushalts diskutiert wird, dürfte das Wachstum wieder auf den für Japan normalen Pfad von nur rund 1 % einschwenken. Auch in Japan wird der Schuldenberg der öffentlichen Hand immer größer.

Naturkatastrophe wichtigster Faktor 2011/2012

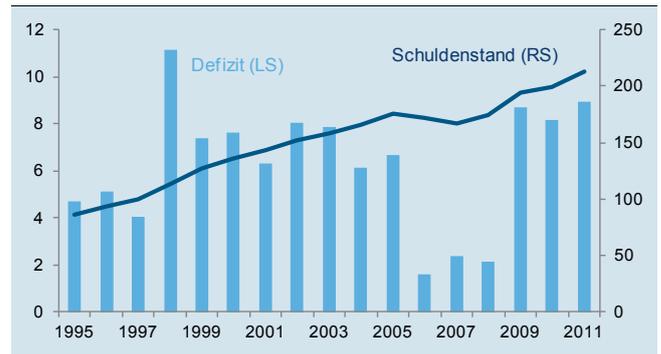
Reales BIP, % gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schulden ohne Ende

Öffentliche Hand, % des BIP



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Stabiles Preisniveau –  
abwartende Notenbank

Im Jahr 2011 litt die japanische Wirtschaft aber nicht nur an den verheerenden Auswirkungen der Naturkatastrophe, sondern auch unter der Aufwertung des Yen, die das Exportgeschäft belastet. Vor allem gegenüber dem Dollar hatte die japanische Währung seit dem Jahresbeginn zeitweise um bis zu 10 % an Wert gewonnen. Dies überzeichnet die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Japans allerdings. Handelsgewichtet hat der Yen seit Anfang 2011 um rund 6,5 % aufgewertet und unter Berücksichtigung der Inflationsdifferenzen mit den Handelspartnern noch immer rund 3,5 % zugelegt. Der starke Yen spricht gegen eine weniger expansive Politik der Bank von Japan. Dies gilt umso mehr als in Japan keine Inflationsprobleme auszumachen sind. Zwar hat sich der Preisrückgang auf der Verbraucherstufe in den vergangenen zwei Jahren abgeschwächt. Hierbei spielten jedoch höhere Rohstoffpreise und der preistreibende Effekt von temporären Engpässen nach der Naturkatastrophe eine Rolle. Preisdruck wegen starker Nachfrage ist nicht auszumachen. In den kommenden Jahren dürfte das Preisniveau in Japan weitgehend stabil sein. Dies gibt der Bank von Japan Spielraum, ihre extrem expansive Geldpolitik fortzusetzen. Eine Möglichkeit wäre, ihr Kaufprogramm für Wertpapiere, aktuell im Volumen von immerhin 10 % des Bruttoinlandsproduktes, weiter aufzustocken. Von ihrer Nullzinspolitik wird sich die Notenbank nur sehr zögernd verabschieden, Zinserhöhungen sind nicht vor 2013 zu erwarten.



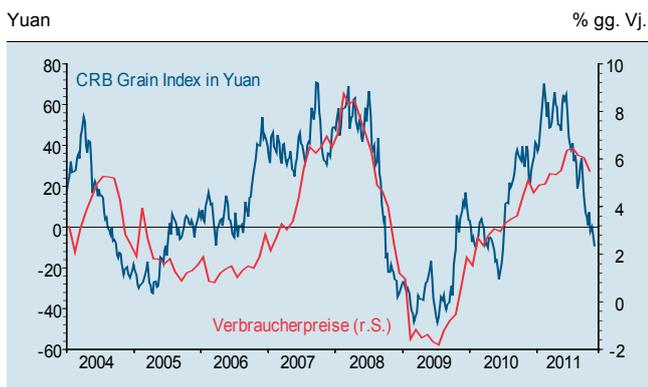
### 3.4.2 China: Inflationsrückgang und Wachstumsdelle

China war 2011 geprägt von einer sukzessiven Wachstumsverlangsamung von 9,7 % im ersten auf 9,1 % gg. Vj. im dritten Quartal. Für die Monate Oktober bis Dezember ist sogar mit einem BIP-Wachstum unter der 9 %-Marke zu rechnen. Damit zeigt der geld- und wirtschaftspolitische Kurs von Zentralbank (PBoC) und Regierung Wirkung. Im Kampf gegen eine Überhitzung der Wirtschaft und die hohe Inflation hob die PBoC den Leitzins seit Oktober 2010 insgesamt fünfmal auf 6,56 % an. Die Mindestreserveanforderungen für Banken liegen auf Rekordniveau. Auch die Kreditvergabe, besonders an kleine und mittlere Unternehmen, ist restriktiver geworden. Im ersten Halbjahr 2012 dürfte sich der abschwächende Effekt dieser Politik weiter bemerkbar machen. Wir rechnen mit einer BIP-Jahresrate von 8,4 %.

Konjunkturabkühlung und Inflationsrückgang

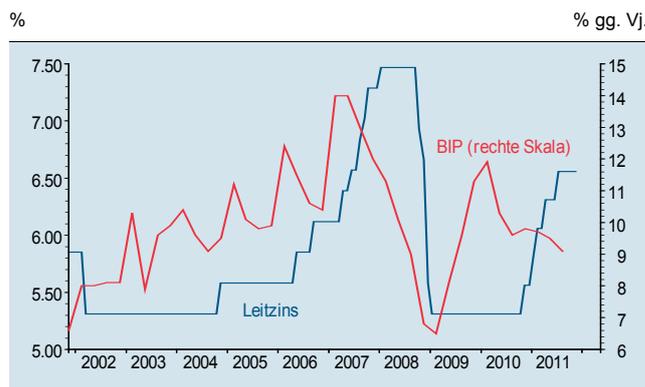
Eine kontrollierte Abkühlung ist zwar explizit im Sinne der Regierung, die einen nachhaltigeren Wachstumspfad anstrebt (Fünfjahresplan). Dieser soll vor allem auf einem gestärkten Binnenkonsum aufbauen. Allerdings wird auch die Abschwächung in weiten Teilen der Welt 2012 nicht spurlos an der chinesischen Wirtschaft vorbei gehen. Der Wachstumsbeitrag der chinesischen Außenhandelsbilanz würde dann geringer ausfallen. Tatenlos zusehen wird die politische Führungsriege einem Wirtschaftseinbruch aber kaum. Der bisherige geldpolitische Kurs sowie ein Rückgang der Nahrungsmittelpreise haben die Inflationsrate von ihrem Hoch im Juli 2011 absinken lassen. Die preisdämpfenden Effekte sollten sich auch 2012 fortsetzen – wir erwarten eine durchschnittliche Teuerungsrate von 4,0 %. Regierung und Zentralbank haben daher wieder Spielraum, um mit einer akkommodierenden Politik auf das globale Umfeld und die Wachstumsrisiken zu reagieren.

Rohstoffpreise signalisieren weiteren Inflationsrückgang



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Raum für geldpolitische Lockerung



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Politisches „fine-tuning“

Ein kräftiger Stimulus wie Ende 2008 scheint jedoch wenig wahrscheinlich. Damals unterstützte Chinas Regierung die durch die Finanzkrise geschwächte Wirtschaft mit einem fast 600 Mrd. US-Dollar schweren Konjunkturprogramm. Der daraus resultierende rapide Teuerungsanstieg war der hohe Preis für diese Liquiditätszufuhr. Dass auch im Angesicht einer wirtschaftlichen Abschwächung weiterhin die oberste Priorität der Inflationsbekämpfung betont wird, weist auf die Brisanz dieses Themas hin. Die jüngst gesunkene Teuerungsrate führt jedoch zu einer gewissen Entspannung. Daher werden Regierung und PBoC wohl das bereits von Ministerpräsident Jiabao vorgestellte „fine-tuning“ vertiefen und gezielte geld- und fiskalpolitische Lockerungsmaßnahmen durchführen (z.B. eine Senkung der Mindestreserveanforderungen für kleinere Banken oder eine Erleichterung der Kreditvergabestandards). Darüber hinaus lässt die auf dem Rückzug befindliche Inflation Raum für eine Senkung des Leitzinses in den ersten beiden Quartalen 2012. Aufgrund der zeitlichen Verzögerung, mit der diese Impulse in der Vergangenheit griffen, dürfte eine Wachstumsbelebung dann aber frühestens im zweiten Halbjahr erfolgen.

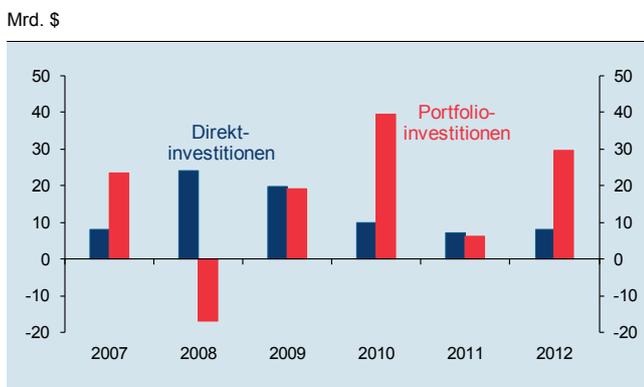


### 3.4.3 Indien: Geringe wirtschaftspolitische Spielräume

Nur leichter  
Inflationsrückgang

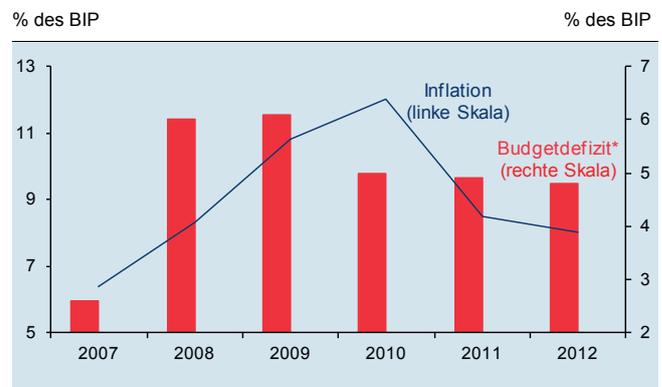
Die indische Volkswirtschaft zeichnet sich nicht nur durch ein rasches Wachstum, sondern auch durch Stabilitätsprobleme aus. Die indische Zentralbank hat daher im Unterschied zum globalen Trend bis zuletzt den Leitzins stetig erhöht – insgesamt 13 Mal seit Anfang 2010 – auf ein Niveau von 8,5 %. Auch nach diesem Schritt erreichte der Leitzins lediglich die Jahresinflationsrate. Indien wird sich im Wettstreit der internationalen Kapitalmärkte auf Dauer keine negativen realen Anlagezinsen mehr leisten können. Die ausländischen Portfolioinvestitionen sind 2011 von 40 Mrd. US-\$ (2010) auf rd. 5 Mrd. US-\$ deutlich gefallen. Die Rupie wertete daher im dritten Quartal 2011 um gut 10 % ab. Indien wird von der internationalen Konjunkturschwäche wahrscheinlich unterdurchschnittlich getroffen, so dass bei nicht steigender Risikoaversion 2012 wieder höhere Anlageinvestitionen zufließen und die Rupie sich festigen sollten. Allerdings wird hierfür der vorsichtige geldpolitische Kurs fortgesetzt werden müssen, um den starken Inflationsdruck einzugrenzen. 2012 dürfte die Inflation nur leicht auf 8 % sinken.

Schwankender Zufluss der Anlageinvestitionen



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Stabilitätspolitik angesagt



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research, \* Fiskaljahr

Schwache  
Staatsfinanzen

Bei einem voraussichtlichen Budgetdefizit von fast 5 % des BIP kann sich 2012 die Fiskalpolitik ebenso wenig expansiv verhalten. Die Regierung scheint in diesem Haushaltsfehlbetrag einen Kompromiss zu sehen zwischen dem hohen Bedarf an sozialem Ausgleich sowie an Infrastrukturinvestitionen einerseits und der notwendigen Haushaltskonsolidierung andererseits. Die für einen Emerging Market verhältnismäßig hohe Staatsverschuldung von 50 % des BIP wird allerdings nur dann zurückgehen, wenn das Wachstumstempo nicht spürbar nachlässt und die Zinskosten nicht steigen. Bereits jetzt werden 30 % der Staatseinnahmen für die Zinszahlungen verwandt. Aufkommende Zweifel an der Wirtschaftspolitik wären daher für die Staatsfinanzen gefährlich. Insofern bleiben diese ein struktureller Belastungsfaktor.

Die lebhaften Investitionen, die zunehmende Erwerbstätigenzahl und der wachsende Mittelstand werden das BIP-Wachstum auch 2012 hoch halten. Allerdings begrenzen Infrastrukturengpässe, der Mangel an gut ausgebildeten Beschäftigten und die geringe Arbeitskräftemobilität von der wenig produktiven Landwirtschaft in den Industrie- und Dienstleistungssektor das Wachstumstempo. Der negative Außenbeitrag bremst ebenso; das Leistungsbilanzdefizit ist 2011 auf fast 4 % des BIP gestiegen. Angesichts der notwendigen stabilitätsorientierten Geld- und Fiskalpolitik dürfte daher die Wirtschaft im Fiskaljahr 2012 (April-März) mit 7 % nach 7 ½ % im Vorjahr etwas schwächer expandieren. Abwärtsrisiken bestehen in Indien bei ausbleibendem Monsunregen und der Tatsache, dass noch gut die Hälfte der Bevölkerung von der Landwirtschaft lebt. Zudem ist das Land auf den weiteren Kapitalzufluss aus dem Ausland angewiesen. Hierbei liegt das Gewicht zu stark auf den volatilen Portfolioinvestitionen und zu wenig auf stabileren Direktinvestitionen – ein Indiz für eine gegenüber dem Ausland noch relativ geschlossene Volkswirtschaft.



### 3.5 Brasilien: Nach wie vor in der Gunst der Investoren

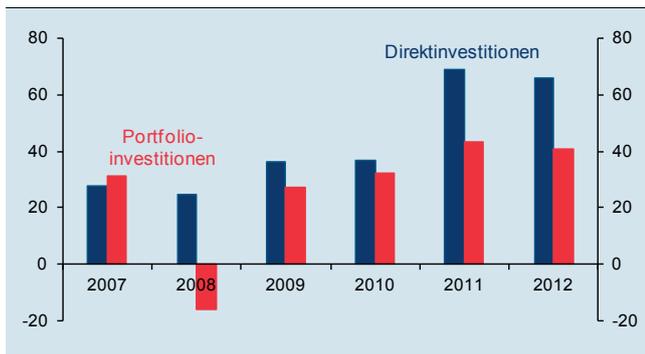
Export: Mehr Rohstoffe und weniger Industrie

Nach dem Ausnahmejahr 2010 mit einem BIP-Wachstum von 7 1/2 % hat sich die brasilianische Konjunktur 2011 normalisiert. Allerdings schwächte sich das Wachstum auf gut 3 % stärker als gewünscht ab. Einerseits sind die wirtschaftspolitischen Stimulierungen ausgelaufen, andererseits leidet die Wirtschaft unter der deutlichen Aufwertung des Real seit 2009. Steigende Löhne und Renten sowie die bis zuletzt dynamische Kreditvergabe der Banken stützen dagegen das Wachstum. Ebenso kurbeln ausländische Portfolio- und Anlageinvestitionen sowie Maßnahmen zur Verbesserung der Infrastruktur die Investitionen an. Vor allem wegen der starken Nachfrage aus China, das zum wichtigsten Handelspartner avanciert ist, wird die Exportstruktur Brasiliens rohstofflastiger. 2005 waren die Industriegüterexporte noch doppelt so hoch wie die Rohstoffexporte. Seit 2010 liegen dagegen die Rohstoffe deutlich vor den Industriegütern. Die Regierung bemüht sich, die Exportschlagkraft der Industrie mit Fördermaßnahmen (genannt „Brasil Maior – größeres Brasilien“) zu steigern. Infolge des starken Real sind aber auch protektionistische Tendenzen zum Schutz der einheimischen Wirtschaft vor Importen en vogue.

Infolge des moderaten und nur wenig steigenden Leistungsbilanzdefizits (2011 gut 2 % des BIP) bleibt die Außenwirtschaft stabil, solange die Rohstoffpreise nicht schwach tendieren. Die brasilianischen Zinsvorteile ziehen zudem Portfolioinvestitionen an; der große Binnenmarkt sowie Projekte zur Rohstoffgewinnung begünstigen Direktinvestitionen. Die Auslandsverschuldung ist kein Thema mehr. Die Währungsreserven bilden mit 340 Mrd. US-\$ ein dickes Liquiditätspolster.

#### Interesse ausländischer Investoren hält an

Mrd. \$, netto

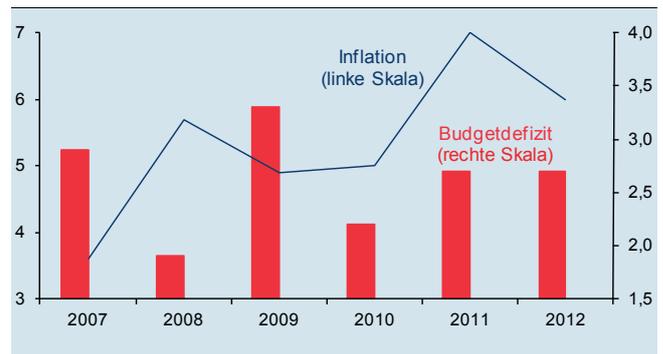


Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Inflation, nicht Staatsdefizit ist zu hoch

%

% des BIP



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldpolitik sieht Inflationsziel großzügig

Die Zentralbank zählte im Spätsommer 2011 zu den ersten in den Emerging Markets, die mit Zinssenkungen gegen die konjunkturelle Abkühlung und den starken Wechselkurs reagierte. Bei dem im November 2011 noch hohen Leitzins von 11,5 % dürfte sie die expansive Geldpolitik 2012 fortsetzen. Zwar richtet sich der geldpolitische Kurs an einem Inflationsziel von 4,5 % (+/- 2 Prozentpunkte) aus, das 2011 eindeutig nicht eingehalten wird. Die Inflation dürfte jedoch wegen des verhältnismäßig langsamen BIP-Wachstums im Jahr 2012 auf 6 % zurückgehen. Auch erhält die Zentralbank Flankenschutz von der neutralen Fiskalpolitik, die das Staatsdefizit im Zaum hält. Das heißt nicht, dass der Staat keine Haushaltsrestriktionen kennt. Der staatliche Zinsendienst etwa erreicht mehr als 5 % des BIP. Davon lassen sich die Kapitalmärkte jedoch nicht beeindrucken. Die positiven Wachstumsaussichten sowie überschaubare Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz wiegen mehr. Allerdings ist Brasilien auch kein sicherer Hafen. Die plötzliche kurzzeitige Realabwertung im September 2011 hat es wieder gezeigt: Ein internationaler Anstieg der Risikoaversion, was nicht unserem Hauptszenario entspricht, kann in Brasilien schlagartig die äußere Liquiditätslage verändern.

## 4 Prognosen im Überblick

### 4.1 Bruttoinlandsprodukt und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr in %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2010	2011p	2012p	2013p	2010	2011p	2012p	2013p
Euroland	1,8	1,6	0,7	1,3	1,6	2,6	1,9	2,1
Frankreich	1,4	1,7	1,0	1,5	1,7	2,3	2,0	2,1
Italien	1,5	0,7	0,0	0,7	1,6	2,8	2,4	2,2
Spanien	-0,1	0,7	0,7	1,0	2,0	3,0	2,0	2,2
Griechenland	-3,5	-6,0	-3,0	0,0	4,7	3,0	1,0	1,0
Irland	-1,0	0,5	1,6	2,0	-1,6	1,2	0,9	1,6
Portugal	1,4	-2,0	-3,5	-1,0	1,4	3,5	2,5	1,5
Deutschland*	3,6	3,0	1,2	1,7	1,1	2,3	1,7	1,9
Großbritannien	1,8	1,0	0,8	1,5	3,3	4,5	3,0	2,6
Schweiz	2,7	1,9	0,5	2,0	0,7	0,3	0,0	1,2
Schweden	5,6	3,9	1,0	1,3	1,3	2,7	2,2	2,0
Polen	3,9	4,0	2,7	3,0	2,6	4,1	3,0	3,0
Ungarn	1,3	1,5	0,9	1,4	4,9	3,9	4,8	3,5
Tschechien	2,7	1,8	1,2	1,7	1,5	1,9	2,8	2,2
Russland	4,0	4,0	3,5	4,0	6,9	8,8	7,0	6,0
USA	3,0	1,8	2,2	2,0	1,6	3,2	2,1	2,2
Japan	4,1	-0,3	2,2	1,0	-0,7	-0,3	0,2	0,0
Asien ohne Japan	8,3	6,5	6,0	6,5	5,1	6,0	5,0	5,0
China	10,4	9,2	8,4	8,8	3,3	5,3	4,0	4,4
Indien	8,8	7,5	7,0	7,0	12,0	8,5	8,0	7,5
Lateinamerika	5,9	4,0	3,5	4,0	5,9	7,0	6,5	6,0
Brasilien	7,5	3,2	3,3	4,0	5,0	7,0	6,0	5,5
Welt	4,8	3,5	3,3	3,6	2,9	3,9	3,1	3,1

s=Schätzung, p=Prognose; \*Deutschland: arbeitstäglich bereinigt;

Quellen: EIU, EcoWin, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.2 Leistungsbilanz- und Budgetsalden

	Leistungsbilanzsaldo				Budgetsaldo			
	in % des BIP				in % des BIP			
	2010	2011p	2012p	2013p	2010	2011p	2012p	2013p
Euroland	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-6,2	-4,1	-3,3	-3,0
Frankreich	-1,7	-2,7	-2,8	-2,2	-7,1	-5,8	-5,0	-4,5
Italien	-3,5	-3,7	-3,7	-3,5	-4,6	-4,0	-2,5	-1,5
Spanien	-4,6	-3,7	-3,1	-2,6	-9,3	-6,6	-5,5	-5,0
Griechenland	-10,4	-8,5	-6,5	-4,5	-10,5	-9,0	-7,5	-4,0
Irland	0,5	0,5	1,0	2,0	-31,3	-10,0	-8,5	-6,9
Portugal	-9,8	-8,5	-6,5	-5,0	-9,8	-6,5	-5,0	-3,5
Deutschland	5,7	5,2	5,0	5,1	-4,3	-1,3	-1,0	-0,7
Großbritannien	-2,5	-1,3	-1,0	-0,5	-10,3	-8,8	-7,8	-6,5
Schweiz	15,6	13,1	11,3	14,0	-0,1	0,3	0,2	0,5
Schweden	6,3	6,4	6,3	6,5	0,2	0,6	0,5	0,7
Polen	-4,6	-5,0	-4,5	-4,8	-7,8	-6,0	-4,5	-3,3
Ungarn	1,0	1,7	2,5	2,7	-4,2	3,5	-3,0	-3,2
Tschechien	-4,4	-3,6	-3,2	-3,5	-4,8	-4,3	-3,8	-3,7
Russland	4,8	5,0	2,5	2,7	-4,0	-0,8	-2,2	-1,7
USA	-3,2	-3,0	-2,3	-2,2	-9,0	-7,7	-5,9	-4,5
Japan	3,6	2,2	2,7	3,0	-8,1	-8,3	-6,8	-5,2
Asien ohne Japan	3,2	2,3	2,2	1,9	-2,2	-2,2	-2,1	-1,9
China	5,2	4,0	3,3	2,8	-1,6	-1,8	-3,1	-2,6
Indien	-3,0	-3,7	-3,7	-3,4	-5,0	-4,9	-4,8	-4,6
Lateinamerika	-1,1	-1,3	-2,0	-2,5				
Brasilien	-2,3	-2,2	-2,9	-3,5	-2,2	-2,7	-2,7	-2,5

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.3 Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand*	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012	Q4/2012
	Jahresultimo	Vormonat					
	(jeweils gg. Euro, %)		(jeweils gg. Euro)				
US-Dollar	-1,2	2,9	1,35	1,30	1,35	1,40	1,45
Japanischer Yen	4,2	1,5	104	102	106	112	117
Britisches Pfund	-0,7	0,7	0,86	0,85	0,87	0,88	0,88
Schweizer Franken	1,0	-0,9	1,24	1,20	1,25	1,25	1,25
	(in Landeswährung, %)		(Index)				
DAX	-19,9	-8,4	5.537	5.600	6.000	6.500	7.000
Euro Stoxx 50	-23,5	-8,8	2.137	2.100	2.300	2.450	2.600
Dow Jones	-0,7	-1,8	11.494	11.500	12.000	12.500	13.000
Nikkei 225	-18,7	-5,1	8.315	8.300	8.800	9.200	9.800
	(in Basispunkten)		(in %)				
Tagesgeldsatz Eonia	30	-20	0,53	0,80	0,80	0,80	0,80
3M Euribor	46	-12	1,47	1,10	1,10	1,10	1,10
6M Euribor	47	-9	1,70	1,30	1,30	1,30	1,30
12M Euribor	52	-9	2,03	1,70	1,70	1,70	1,70
2j. Bundesanleihen	-48	-18	0,39	0,60	0,70	0,90	1,20
5j. Bundesanleihen	-83	-23	1,01	1,00	1,20	1,40	1,70
10j. Bundesanleihen	-104	-14	1,92	1,90	2,30	2,50	2,80
2j. Swapsatz	-3	-1	1,53	1,50	1,60	1,70	1,90
5j. Swapsatz	-48	0	2,01	1,90	2,10	2,20	2,40
10j. Swapsatz	-72	1	2,60	2,50	2,80	3,00	3,20
30j. Swapsatz	-76	-7	2,74	2,80	3,20	3,40	3,60
10j. Pfandbriefe	-44	5	2,98	2,80	3,00	3,20	3,40
3M USD Libor	20	8	0,50	0,40	0,40	0,40	0,40
10j. US-Treasuries	-138	-19	1,92	2,00	2,40	2,60	2,90
	(in %)		(in \$)				
Brentöl \$/Barrel	14,4	-3,0	109	100	105	110	112
Gold \$/Unze	19,6	-0,3	1.700	1.850	1.800	1.850	1.800

\* 22.11.2011

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4 USA

		2010	2011s	2012p	2013p	2012p			
						Q1	Q2	Q3	Q4
BIP*	% gg. Vj. / Vq. JR	3,0	1,8	2,2	2,0	0,9	2,5	2,5	2,5
Konsumausgaben der priv. HH*	% gg. Vj. / Vq. JR	2,0	2,3	1,2	1,7	-0,8	1,6	2,0	2,4
Staatsausgaben*	% gg. Vj.	0,7	-1,9	0,2	0,5				
Anlageinvestitionen*	% gg. Vj.	4,4	9,0	8,5	4,4				
Ausrüstungsinvestitionen*	% gg. Vj.	14,6	10,6	8,8	4,2				
Wohnungsbauinvestitionen*	% gg. Vj.	-4,3	-1,7	6,0	7,2				
Exporte*	% gg. Vj.	11,3	7,0	6,6	6,0				
Importe*	% gg. Vj.	12,5	5,2	4,1	4,3				
Haushaltssaldo (Federal) **	% am BIP	-8,9	-8,1	-6,4	-5,0				
Arbeitslosenquote	%	9,6	9,0	8,6	8,5	8,8	8,6	8,6	8,5
Verbraucherpreisindex	% gg. Vj.	1,6	3,2	2,1	2,2	2,3	1,9	1,9	2,2
ohne Energie und Nahrungsmittel	% gg. Vj.	1,0	1,7	2,2	1,8	2,3	2,2	2,1	2,1

\* real (in chained Dollars von 2005), \*\* ohne Finanzmarktstützungspakete

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.5 Europa

### 4.5.1 Deutschland

		2010	2011p	2012p	2013p	2012p			
						Q1	Q2	Q3	Q4
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	3,7	2,9	1,0	1,6				
Bruttoinlandsprodukt arbeitstäglich bereinigt	% gg. Vj., real	3,6	3,0	1,2	1,7	0,2	0,6	0,5	0,4
Privater Konsum	% gg. Vj., real	0,6	1,0	0,7	1,0	0,1	0,3	0,3	0,2
Konsumausgaben des Staates	% gg. Vj., real	1,7	1,0	1,0	1,0				
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	5,5	5,8	2,5	3,5				
Ausrüstungsinvestitionen	% gg. Vj., real	10,5	10,0	4,0	6,0				
Bauinvestitionen	% gg. Vj., real	2,2	3,0	1,0	1,0				
Exporte	% gg. Vj., real	13,7	8,0	4,5	5,0				
Importe	% gg. Vj., real	11,7	7,5	3,5	4,0				
Handelsbilanzsaldo	Mrd. €	154,9	160	165	170				
Leistungsbilanzsaldo	Mrd. €	141,5	135	135	140				
Arbeitslose	Tsd.	3.244	2980	2850	2700				
Arbeitslosenquote	%	7,7	7,1	6,8	6,4	7,0	6,9	6,8	6,6
Inflationsrate	% gg. Vj., real	1,1	2,3	1,7	1,9	1,8	1,6	1,7	1,7
Budgetsaldo	% des BIP	-4,3	-1,3	-1,0	-0,7				

Quellen: Statistisches Bundesamt, EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.2 Frankreich

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	1,4	1,7	1,0	1,5
Privater Konsum	% gg. Vj., real	1,3	0,7	0,8	1,2
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-1,4	3,0	2,0	2,5
Exporte	% gg. Vj., real	9,3	4,5	3,5	5,5
Importe	% gg. Vj., real	8,3	5,5	4,0	5,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,7	-2,7	-2,8	-2,2
Budgetsaldo	% des BIP	-7,1	-5,8	-5,0	-4,5
Arbeitslosenquote	%	9,4	9,1	9,1	8,9
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,7	2,3	2,0	2,1

Quelle: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.3 Italien

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	1,5	0,7	0,0	0,7
Privater Konsum	% gg. Vj., real	1,0	0,7	0,0	0,5
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	2,3	1,0	1,0	2,5
Exporte	% gg. Vj., real	8,9	5,0	4,0	4,5
Importe	% gg. Vj., real	10,3	3,5	4,5	4,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-3,5	-3,7	-3,7	-3,5
Budgetsaldo	% des BIP	-4,6	-4,0	-2,5	-1,5
Arbeitslosenquote	%	8,4	8,3	8,4	8,4
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,6	2,8	2,4	2,2

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.4 Spanien

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-0,1	0,7	0,7	1,0
Privater Konsum	% gg. Vj., real	0,8	0,0	0,5	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-6,3	-4,3	0,0	1,7
Exporte	% gg. Vj., real	13,5	9,0	5,0	5,5
Importe	% gg. Vj., real	8,9	2,0	3,0	4,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-4,6	-3,7	-3,1	-2,6
Budgetsaldo	% des BIP	-9,3	-6,6	-5,5	-5,0
Arbeitslosenquote	%	20,1	21,0	20,0	19,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,0	3,0	2,0	2,2

Quelle: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.5 Griechenland

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-3,5	-6,0	-3,0	0,0
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-3,6	-7,0	-6,0	-2,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-15,0	-15,0	-5,0	2,0
Exporte	% gg. Vj., real	4,2	5,0	5,0	3,0
Importe	% gg. Vj., real	-7,2	-8,0	-5,0	0,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-10,4	-8,5	-6,5	-4,5
Budgetsaldo	% des BIP	-10,5	-9,0	-7,5	-4,0
Arbeitslosenquote	%	12,6	17,0	20,0	20,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	4,7	3,0	1,0	1,0

Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.6 Irland

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-1,0	0,5	1,6	2,0
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-0,7	-2,8	-1,0	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-24,9	-2,0	6,0	7,3
Exporte	% gg. Vj., real	6,3	5,2	5,0	6,4
Importe	% gg. Vj., real	2,7	1,1	3,3	4,6
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	0,5	0,5	1,0	2,0
Budgetsaldo	% des BIP	-31,3	-10,0	-8,5	-6,9
Arbeitslosenquote	%	13,7	14,1	13,6	13,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	-1,6	1,2	0,9	1,6

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.7 Portugal

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	1,4	-2,0	-3,5	-1,0
Privater Konsum	% gg. Vj., real	2,3	-4,0	-6,0	-2,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-4,9	-11,0	-9,0	-1,0
Exporte	% gg. Vj., real	8,8	7,0	4,0	3,0
Importe	% gg. Vj., real	5,1	-5,0	-5,0	-1,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-9,8	-8,5	-6,5	-5,0
Budgetsaldo	% des BIP	-9,8	-6,5	-5,0	-3,5
Arbeitslosenquote	%	12,0	13,0	14,0	14,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,4	3,5	2,5	1,5

Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.8 Großbritannien

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	1,8	1,0	0,8	1,5
Privater Konsum	% gg. Vj., real	1,0	-1,1	0,2	1,2
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	2,6	-0,8	2,3	4,3
Exporte	% gg. Vj., real	6,2	5,2	2,8	3,5
Importe	% gg. Vj., real	8,5	1,1	1,5	2,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-2,5	-1,3	-1,0	-0,5
Budgetsaldo	% des BIP	-10,3	-8,8	-7,8	-6,5
Arbeitslosenquote	%	7,9	8,0	8,3	8,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	3,3	4,5	3,0	2,6

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.9 Schweiz

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	2,7	1,9	0,5	2,0
Privater Konsum	% gg. Vj., real	1,7	0,9	0,6	0,8
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	6,3	3,6	0,3	2,1
Exporte	% gg. Vj., real	8,4	4,5	0,2	3,6
Importe	% gg. Vj., real	7,3	1,9	0,5	2,4
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	15,6	13,1	11,3	14,0
Budgetsaldo	% des BIP	-0,1	0,3	0,2	0,5
Arbeitslosenquote	%	3,9	3,1	3,1	3,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,7	0,3	0,0	1,2

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.10 Schweden

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	5,6	3,9	1,0	1,3
Privater Konsum	% gg. Vj., real	3,7	2,5	1,0	1,5
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	6,6	8,5	2,0	2,7
Exporte	% gg. Vj., real	11,1	7,3	2,2	4,0
Importe	% gg. Vj., real	12,7	7,0	3,0	3,7
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	6,3	6,4	6,3	6,5
Budgetsaldo	% des BIP	0,2	0,6	0,5	0,7
Arbeitslosenquote	%	8,4	7,5	7,3	7,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,3	2,7	2,2	2,0

Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.11 Polen

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	3,9	4,0	2,7	3,0
BIP pro Kopf	\$	12.283	13.916	14.239	15.076
Bevölkerung	Mio.	38,2	38,2	38,1	38,1
Arbeitslosenrate	%	12,1	12,3	11,8	11,5
Budgetsaldo	% des BIP	-7,8	-6,0	-4,5	-3,3
Inflationsrate	%	2,6	4,1	3,0	3,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-4,6	-5,0	-4,5	-4,8

Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.12 Ungarn

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	1,3	1,5	0,9	1,4
BIP pro Kopf	\$	13.040	14.320	14.980	15.240
Bevölkerung	Mio.	10,0	10,0	10,0	10,0
Arbeitslosenrate	%	11,2	11,1	10,7	10,2
Budgetsaldo	% des BIP	-4,2	3,5	-3,0	-3,2
Inflationsrate	%	4,9	3,9	4,8	3,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	1,0	1,7	2,5	2,7

Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.13 Tschechien

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	2,7	1,8	1,2	1,7
BIP pro Kopf	\$	18.286	20.495	21.371	22.029
Bevölkerung	Mio.	10,5	10,5	10,5	10,5
Arbeitslosenrate	%	9,0	8,5	7,8	7,6
Budgetsaldo	% des BIP	-4,8	-4,3	-3,8	-3,7
Inflationsrate	%	1,5	1,9	2,8	2,2
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-4,4	-3,6	-3,2	-3,5

Quellen: EU-Kommission, EIU, EU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### 4.5.14 Russland

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	4,0	4,0	3,5	4,0
BIP pro Kopf	\$	10.441	12.700	13.640	14.900
Bevölkerung	Mio.	141,7	141,5	141,2	140,8
Arbeitslosenrate	%	7,5	6,8	6,2	5,9
Budgetsaldo	% des BIP	-4,0	-0,8	-2,2	-1,7
Inflationsrate	%	6,9	8,8	7,0	6,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	4,8	5,0	2,5	2,7

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.6 Asien

### 4.6.1 Japan

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	4,1	-0,3	2,2	1,0
Privater Konsum	% gg. Vj., real	2,0	-3,0	1,0	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	2,4	0,5	6,2	3,0
Exporte	% gg. Vj., real	24,3	1,5	5,5	4,7
Importe	% gg. Vj., real	11,7	7,7	7,9	3,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	3,6	2,2	2,7	3,0
Budgetsaldo	% des BIP	-8,1	-8,3	-6,8	-5,2
Arbeitslosenquote	%	5,1	4,5	4,0	4,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,7	-0,3	0,2	0,0

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 4.6.2 China

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	10,4	9,2	8,4	8,8
BIP pro Kopf	\$	4.384	5.185	6.066	7.018
Bevölkerung	Mio.	1.341,0	1.348,0	1.354,0	1.360,0
Arbeitslosenquote	%	6,1	6,5	6,6	6,5
Budgetsaldo	% des BIP	-1,6	-1,8	-3,1	-2,6
Inflationsrate	%	3,3	5,3	4,0	4,4
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	5,2	4,0	3,3	2,8

Quellen: EIU, OECD, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 4.6.3 Indien

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt*	% gg. Vj., real	8,8	7,5	7,0	7,0
BIP pro Kopf	\$	1.453	1.660	1.830	1.960
Bevölkerung	Mio.	1.184	1.202	1.220	1.238
Arbeitslosenrate	%	10,0	9,8	9,8	9,6
Budgetsaldo*	% des BIP	-5,0	-4,9	-4,8	-4,6
Inflationsrate	%	12,0	8,5	8,0	7,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-3,0	-3,7	-3,7	-3,4

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research, \* Fiskaljahr

### 4.7 Brasilien

		2010	2011s	2012p	2013p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	7,5	3,2	3,3	4,0
BIP pro Kopf	\$	10.945	12.670	12.830	13.300
Bevölkerung	Mio.	190,8	192,8	194,7	196,5
Arbeitslosenrate	%	6,7	5,3	5,4	5,3
Budgetsaldo	% des BIP	-2,2	-2,7	-2,7	-2,5
Inflationsrate	%	5,0	7,0	6,0	5,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-2,3	-2,2	-2,9	-3,5

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Adressen der Landesbank Hessen-Thüringen

### Hauptsitze

#### Frankfurt am Main

MAIN TOWER  
Neue Mainzer Straße 52–58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/91 32-01  
Telefax 0 69/29 15 17

#### Erfurt

Bonifaciusstraße 16  
99084 Erfurt  
Telefon 03 61/2 17-71 00  
Telefax 03 61/2 17-71 01

### Bausparkasse

#### Landesbausparkasse Hessen-Thüringen

#### Offenbach am Main

Strahlenbergerstraße 14  
63067 Offenbach  
Telefon 0 69/91 32-02  
Telefax 0 69/91 32-29 90

#### Erfurt

Bonifaciusstraße 19  
99084 Erfurt  
Telefon 03 61/2 17-60 2  
Telefax 03 61/2 17-70 70

### Förderbank

#### Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen

Strahlenbergerstraße 11  
63067 Offenbach am Main  
Telefon 0 69/91 32-01  
Telefax 0 69/91 32-24 83

### Niederlassungen

#### Kassel

Ständeplatz 17  
34117 Kassel  
Telefon 05 61/7 06-60  
Telefax 05 61/7 06-8 65 72

#### Dublin

PO Box 3137  
5 George's Dock  
IFSC  
Dublin 1  
Irland  
Telefon +35 31/6 46 09 02  
Telefax +35 31/6 46 09 99

#### London

3rd Floor  
95 Queen Victoria Street  
London EC4V 4HN  
Großbritannien  
Telefon +44 20/73 34-45 00  
Telefax +44 20/74 89-03 76

#### New York

420, Fifth Avenue  
New York, N.Y. 10018  
USA  
Telefon +1 212/7 03-52 00  
Telefax +1 212/7 03-52 56

#### Paris

118, avenue des Champs Elysées  
75008 Paris  
Frankreich  
Telefon +33 1/40 67-77 22  
Telefax +33 1/40 67-91 53

### Repräsentanzen

#### Madrid

(für Spanien und Portugal)  
General Castaños, 4  
Bajo Dcha.  
28004 Madrid  
Spanien  
Telefon +34 91/39 11-0 04  
Telefax +34 91/39 11-1 32

#### Moskau

Naberezhnaya Tarasa  
Shevchenko 23 a  
Sektor B, 20th Floor  
121151 Moskau  
Russland  
Telefon +7 495/7 30-08-01  
Telefax +7 495/7 30-08-02

#### Shanghai

Unit 022, 6th Floor  
Hang Seng Bank Tower  
1000 Lujiazui Ring Road  
Shanghai, 200120  
China  
Telefon +86 21/6877 7707  
Telefax +86 21/6877 7701

### Immobilienbüros

#### Berlin

Potsdamer Platz 9  
10117 Berlin  
Telefon 0 30/2 06 18 79-50  
Telefax 0 30/2 06 18 79-69

#### München

Brienner Straße 29  
80333 München  
Telefon 0 89/5 99 88 49-11  
Telefax 0 89/5 99 88 49-10

## Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

### Frankfurter Sparkasse

Neue Mainzer Straße 47–53  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/26 41-0  
Telefax 0 69/26 41-29 00

### 1822direkt Gesellschaft der Frankfurter Sparkasse mbH

Borsigallee 19  
60388 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/9 41 70-0  
Telefax 0 69/9 41 70-71 99

### Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG

JUNGHOF  
Junghofstraße 26  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/1 56 86-0  
Telefax 0 69/1 56 86-1 40

### Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG

Börsenstrasse 16  
8022 Zürich  
Schweiz  
Telefon +41 44/2 65 44 44  
Telefax +41 44/2 65 44 11

### Helaba Invest

Kapitalanlagegesellschaft mbH  
JUNGHOF  
Junghofstraße 24  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/2 99 70-0  
Telefax 0 69/2 99 70-6 30

### GWH

Gemeinnützige  
Wohnungsgesellschaft mbH  
Hessen  
Westerbachstraße 33  
60489 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/9 75 51-0  
Telefax 0 69/9 75 51-1 50

### OFB

Projektentwicklung GmbH  
Speicherstraße 55  
60327 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/9 17 32-01  
Telefax 0 69/9 17 32-7 07

### GGM

Gesellschaft für  
Gebäude-Management mbH  
Neue Rothofstraße 12  
60313 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/77 01 97-0  
Telefax 0 69/77 01 97-77

### Helaba Dublin

Landesbank  
Hessen-Thüringen  
International  
PO Box 3137  
5 George's Dock  
IFSC  
Dublin 1  
Irland  
Telefon +35 31/6 46 09 00  
Telefax +35 31/6 46 09 99

### Helaba International Finance plc

PO Box 3137  
5 George's Dock  
IFSC  
Dublin 1  
Irland  
Telefon +35 31/6 46 09 01  
Telefax +35 31/6 46 09 99

**Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen**

MAIN TOWER  
Neue Mainzer Straße 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/91 32-20 24  
Telefax 0 69/91 32-22 44

Bonifaciusstraße 16  
99084 Erfurt  
Telefon 03 61/2 17-71 00  
Telefax 03 61/2 17-71 01

[www.helaba.de](http://www.helaba.de)