Helaba **Volkswirtschaft**



November 2006

Ausblick 2007: Kapitalmärkte zwischen „Boom“ und „Bust“

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen

Herausgeber:

Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale
Vorstandsstab & Konzernstrategie
Volkswirtschaft, Redaktion Chefvolkswirt Dr. Gertrud R. Traud
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



Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt
Helaba

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

sowohl in der Musik als auch auf den Kapitalmärkten dominiert seit vielen Jahren die Mehrstimmigkeit. In der Musik entwickelte sich die Mehrstimmigkeit bereits in der Zeit zwischen 900 und 1200 und hat durch das Aufspüren harmonischer Gesetze die Weichen für die Entwicklung der abendländischen Musik gestellt. Mehrstimmigkeit auf den Kapitalmärkten ist deutlich jünger. Sie drückt sich in Aspekten der Portfolio-Optimierung aus und betont insbesondere die Notwendigkeit der Diversifikation.

Im fast abgelaufenen Jahr spielte die Mehrstimmigkeit eine große Rolle. Im Umfeld einer weiter dynamisch wachsenden Weltwirtschaft brachten die haussierenden Aktien- und Rohstoffmärkte harmonische Wohlklänge. Lediglich die schwachen Rentenmärkte warteten temporär mit Disharmonien auf. Das Gesamtkonzert 2006 klang jedoch für die meisten Zuhörer außerordentlich harmonisch, auch wenn im Laufe des Jahres nicht alle Überleitungen wirklich gelungen waren und den ein oder anderen Zuhörer im Sommer erschreckte. Der schnelle erste Satz enthielt einen kontrastierenden Teil, als die Aktienmärkte im Mai plötzlich abstürzten und die Zinsen erst einmal weiter anstiegen.

Im Sommer beherrschte das Inflationsthema den zweiten langsameren Satz. Zur Entspannung trugen anschließend steigende Aktien- und Rentenkurse bei. Die Überleitung zum 3. Thema - Jahresendrallye der Aktienkurse bei relativ stabilen Rentenkursen - bildet derzeit die harmonische Schlussgruppe.

Das Konzert 2007 beginnt bald und die Nachfrage nach Programmen ist hoch. Welches Stück wird im nächsten Jahr gespielt, und wer wird der Dirigent sein? Ich freue mich, Ihnen mitteilen zu können, dass auch 2007 wieder ein klassisches Konzert gespielt werden wird, und der Dirigent wird die US-„Noten“-bank sein.

Wie in der Musik bedeutet auf den Kapitalmärkten 2007 klassisch „vollendet“, d.h. das Stück hebt sich nicht nur durch ein hervorstechendes Merkmal ab, sondern durch die Fülle seiner Aspekte, durch den Reichtum seiner Struktur und durch die ausbalancierte Gesamtheit und harmonische Stimmigkeit aller ihrer Elemente und Teile. In der klassischen Instrumentalmusik spielt das charakteristisch hervortretende Motiv eine grundlegende Rolle. Bezogen auf die Kapitalmärkte wird sich das Motiv im Spannungsfeld zwischen leicht abflachender Konjunktur und fortbestehenden Inflationsrisiken zeigen. Dieses Motiv wird das Jahr 2007 bestimmen.

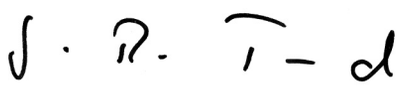
Der Dirigent Ben Bernanke wird mit seiner Zinspolitik das Motiv in seiner angelegten Ambivalenz durch die gesamte Sonate 2007 leiten. Zu Beginn des Jahres wird er den Taktstock Zinsen ganz ruhig führen, um das erste Thema - konjunkturelle Entwicklung - sich entfalten zu lassen. In dieser Phase wird der Aktienmarkt Rückenwind erhalten und sich weiter aufwärts bewegen.

Derzeit kommen noch Disharmonien vom US-Immobilienmarkt. Damit diese das Gesamtwerk nicht stören, wird die US-Notenbank das Tempo der Geldpolitik erst einmal unverändert lassen. Sobald sich jedoch heraus kristallisiert, dass die US-Konjunktur derzeit vor keiner signifikanten Abschwächung, steht, wird sie den Taktstock stärker schwingen. Bereits die Andeutung einer Tempoerhöhung wird den Rentenmarkt belasten. Die Erhöhung des Tempos ergibt sich nicht nur aus der Konjunkturentwicklung, sondern auch aus dem verstärkten Durchklingen der Inflationstöne. Mit dieser Überleitung wird das zweite Thema der Inflationsbekämpfung herausgearbeitet.

Gemäß der klassischen Vorgabe wird die neue Tonart durch eine Zäsur und ein eigenes, neues Motiv abgehoben – den Zinsschritt. Mit einer Anhebung der Leitzinsen bis in den leicht restriktiven Bereich wird die Dynamik im zweiten Teil entsprechend nachlassen und die Reprise für den Rentenmarkt einläuten. Der Aktienmarkt wird dann in den Hintergrund treten und leicht disharmonische Töne von sich geben.

Ich hoffe, dass mit dieser Programmvorschau Ihr Interesse für das Konzert 2007 geweckt werden konnte. Ein erfreuliches und erfolgreiches Jahr 2007 wünscht

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud

Inhalt

		Seite
Editorial		**3**
Zusammenfassung		**6**
1	**Rückblick 2006 mit Kassensturz**	**7**
2	**Was denkt der Markt über 2007?**	**8**
2.1	Blick in die Glaskugel	8
2.2	Weltwirtschaftliche Abschwächung – doch wie stark?	8
2.3	Rätsel Geldpolitik	8
3	**Die Prognosen der Helaba Volkswirtschaft für 2007**	**9**
3.1	Hauptszenario “Stagflation Light” (70% Eintrittswahrscheinlichkeit)	9
3.2	Kapitalmarktprognosen in Zahlen	10
3.3	Alternativszenario „Boom“ (15 % Eintrittswahrscheinlichkeit)	10
3.4	Alternativszenario „Bust“ (15 % Eintrittswahrscheinlichkeit)	11
4	**Wieso, weshalb, warum?**	**12**
4.1	US-Immobilenpreise nicht im freien Fall	12
4.2	Wirtschaft verkraftet Schwäche auf dem US-Immobilienmarkt	13
4.3	US-Inflation festigt sich außerhalb der Komfortzone	15
4.4	Ansteigende Inflation erfordert weitere Zinsanhebung der Fed	16
4.5	Deutsches Wachstum stabilisiert sich über Potenzial	17
4.6	EZB setzt Zinserhöhungszyklus fort	19
5	**Tabellarische Prognoseübersicht**	**20**
5.1	Ausblick Deutschland im Detail	20
5.2	Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen	21

Redaktionsschluss: 21.11.2006

Zusammenfassung

Autoren:
Dr. Gertrud R. Traud
Claudia Windt

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

Nach einem äußerst dynamischen Start hat sich das Wachstum in den **USA** seit dem zweiten Quartal dieses Jahres verlangsamt. Die teilweise im Markt vorhandenen Befürchtungen einer Rezession sind jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt unangebracht. Die aktuelle Entwicklung ist lediglich die Anpassung der Unternehmen und Haushalte an den erfolgten Zinserhöhungszyklus der Fed sowie den sektoralen Schock am Immobilienmarkt. Der robuste Unternehmenssektor bildet die Basis für einen stabilen Arbeitsmarkt und befördert somit die Konsumnachfrage.

Das konjunkturelle Muster in **Deutschland** wird maßgeblich durch die Mehrwertsteuererhöhung geprägt: In diesem Jahr bringen Vorzieheffekte in Kombination mit einem sich bessernden Arbeitsmarkt deutliche Impulse, so dass ein Wachstum von 2,7 % erwartet werden kann. 2007 wird die Erhöhung der Mehrwertsteuer das Wachstum auf 1,6 % dämpfen. Ein Einbruch unter Potenzial ist nicht zu erwarten. Einerseits führt die mit der höheren Investitionstätigkeit verbundene Besserung am Arbeitsmarkt zu einer anhaltenden Expansion der Binnennachfrage. Andererseits kann weiterhin mit positiven Impulsen von der Weltwirtschaft gerechnet werden.

Derzeit sind die Konjunkturindikatoren für die USA noch ambivalent. Deshalb rechnet auch die Mehrheit der Marktteilnehmer mit einer harten Landung, was sich gegenwärtig in einem Rückgang der Kapitalmarktzinsen widerspiegelt. Diese Zinsdelle wird sukzessive auslaufen, da sich einerseits das US-Wachstum auf Sicht von sechs Monaten nicht ausreichend abschwächen wird, um den vorhandenen Inflationsdruck zu dämpfen. Andererseits zeigen sich die europäischen Wachstumskräfte robust genug, um hinreichend Schwung ins kommende Jahr zu retten. In unserem Hauptszenario „**Stagflation Light**“ gehen wir davon aus, dass die damit einhergehende Zinsphantasie für die Geldpolitik der Fed und der EZB sich in den kommenden Monaten ebenso als Belastungsfaktor für die **Rentenmärkte** erweisen wird. Darüber hinaus bleiben die Inflationsrisiken präsent. Sowohl die US-Notenbank als auch die EZB werden ihren Zinserhöhungszyklus fortsetzen, auch wenn die Fed derzeit eine Pause im Anhebungszyklus einlegt. Bis zum Spätsommer nächsten Jahres erwarten wir einen Leitzins von 5,75 % in den USA und 4 % in Euroland. Die Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen werden im Zuge dessen mit ansteigen und in den USA bis auf 5,8 % und in Euroland bis auf etwa 4,5 % klettern, um dann wieder etwas nachzugeben.

Die Zinsdifferenz am kurzen und langen Ende wird den **US-Dollar** im kommenden Jahr begünstigen; bis zum Herbst ist ein Anstieg auf 1,15 Dollar je Euro wahrscheinlich.

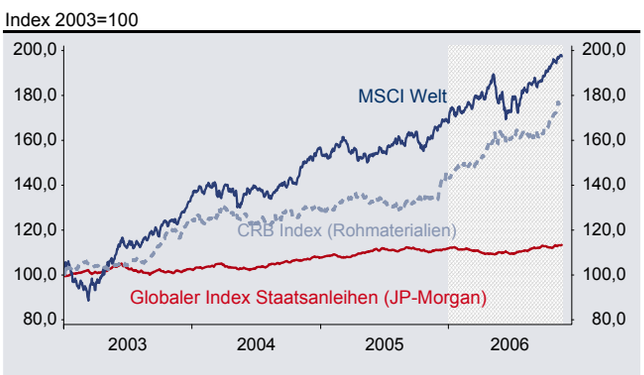
Der **Aktienmarkt** befindet sich derzeit in einer fundamental guten Verfassung. Solange von Seiten der US-Notenbank noch keine Signale einer Wiederaufnahme des Zinserhöhungszyklus ausgehen, ist mit einer Fortsetzung der Aufwärtsentwicklung zu rechnen. Da wir den nächsten Zinsschritt der Fed im zweiten Quartal erwarten, wird der Aktienmarkt voraussichtlich im ersten Quartal seinen Höhepunkt herausbilden.

Szenario	Wahrscheinlichkeit	BIP	Preise	Euro	Rentenmarkt	Aktienmarkt
Stagflation Light	70%	→	↗	↘	↘	↑↘

1 Rückblick 2006 mit Kassensturz

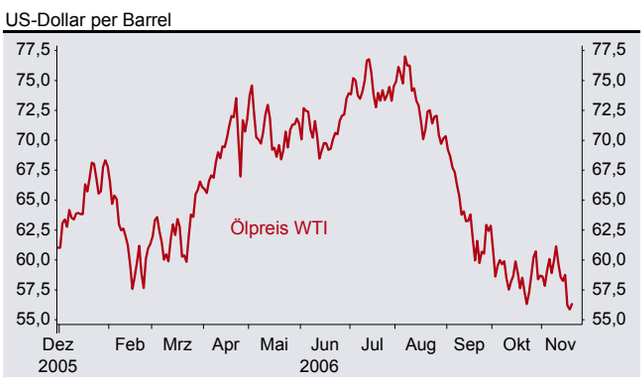
Das Jahr 2006 war in der Summe für den aktien- und rohstofforientierten Anleger ein Erfolgsjahr, während sich der Rentenmarkt nur schwach präsentierte. Diese Divergenz zeigte sich besonders ausgeprägt im ersten Halbjahr, als die Aktienkurse weltweit ihren im Frühjahr 2003 begonnenen Aufwärtstrend fortsetzten, und die Rentenmärkte im Zuge positiver Konjunkturnachrichten schwach tendierten. Die Hausse der Aktienmärkte wurde im Sommer nur kurzfristig unterbrochen, als die Märkte durch die Angst vor einem deutlichen Abschwung der US-Wirtschaft bei anhaltender Inflation sowie durch die Verunsicherung über die Stabilität vieler Schwellenländer belastet wurden.

Aktien- und Rohstoffmärkte seit 2003 auf der Überholspur



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Ölpreis im Auf und Ab des Jahres 2006



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Im Jahresverlauf kletterte der Ölpreis zunächst von etwa 60 US-$ per Barrel bis auf knapp 80 $/B. Die Trendwende setzte im Spätsommer ein und führte den Ölpreis zurück bis auf aktuell knapp 60 $/B. Mit der Korrektur der Rohölpreise ebbten die Inflationsängste ab, und die Aktienmärkte setzten ihre Aufwärtsentwicklung bei gleichzeitiger Erholung der Rentenmärkte fort.

Was wäre gewesen, wenn ...

DAX mit fast 20 % Performance in 2006

Wenn der berühmte deutsche Durchschnittsanleger (am heimischen Markt in heimischer Währung) am Anfang dieses Jahres 1000,- Euro investiert hätte, so hätte er bei einer mit Risiko behafteten Anlage im DAX sein Vermögen bis heute um 193,- Euro steigern können. Bei einer risikoaversen Strategie am Geldmarkt wären zumindest knapp 28,- Euro möglich gewesen. Der Rentenmarkt erwies sich letztendlich als das Investment mit dem geringsten „Return“ bei vorhandenen Kursrisiken: Gemessen am REX wäre nur eine Wertsteigerung von 11,- Euro zu erwirtschaften gewesen.

Seit Jahresbeginn legte der DAX 19,3 % zu; die Durchschnittsverzinsung am Geldmarkt (EONIA) erbringt derzeit 2,75 %, während der Rentenindex REX aktuell nur ein kleines Plus von 1,1 % aufweisen kann.

2 Was denkt der Markt über 2007?

2.1 Blick in die Glaskugel

Insbesondere zum Ende eines Jahres sind die Prognostiker gefordert. Jeder möchte gerne wissen, welche Chancen und Risiken das kommende Jahr bietet. Im Mittelpunkt stehen die Fragen, wohin sich die Kapitalmärkte entwickeln werden, welche Assetklassen zu den Gewinnern und welche zu den Verlierern zählen.

Volkswirte gefordert

Neben dem Blick in die Glaskugel bietet es sich an, die Volkswirte zu befragen. Denn normalerweise werden die Aussichten für die Kapitalmärkte durch ökonomische Faktoren bestimmt. In Abhängigkeit von den Annahmen zur konjunkturellen Entwicklung ergeben sich unterschiedliche Effekte für die Finanzmärkte. Daraus sind Investmentszenarien abzuleiten, und mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit zu versehen. Auch wir haben für das Jahr 2007 Investmentszenarien entwickelt. Diese werden Ihnen in Kapital 3 vorgestellt. Zur Standortbestimmung wird kurz auf die aktuelle Meinung an den Märkten eingegangen.

2.2 Weltwirtschaftliche Abschwächung – doch wie stark?

Hohe Meinungsvielfalt über konjunkturelle Entwicklung

Die Meinung an den Märkten über die zukünftige Entwicklung ist gespalten: Die einen gehen davon aus, dass die US-Wirtschaft vor einer harten Landung steht, mit entsprechend negativen Implikationen für die Weltwirtschaft. Das Lager der Optimisten baut auf eine günstige Entwicklung der US-Konjunktur. Die US-Wirtschaft ist durch einen sektoralen Schock am Immobilienmarkt getroffen. Darüber hinaus debattieren die Marktteilnehmer über die Frage, ob der sektorale Schock auf die Gesamtwirtschaft übergreift. Auch die Erwartungen an die deutsche Konjunktur weisen eine hohe Varianz auf. Die Pessimisten rechnen mit einem Einbruch des deutschen Wirtschaftswachstums aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung. Dem halten die Optimisten entgegen, dass die deutsche Wirtschaft inzwischen hinreichend an Stärke gewonnen hat, um den fiskalischen Schock von der Mehrwertsteuererhöhung zu absorbieren.

Inflation oder keine Inflation?

Die Meinungsvielfalt erstreckt sich nicht nur über die konjunkturelle Entwicklung, sondern auch über die Inflationsaussichten. Insbesondere seit der deutlichen Korrektur des Rohölpreises gehen die einen davon aus, dass Inflation vor dem Hintergrund der Globalisierung im Jahr 2007 kein Thema darstellt. Demgegenüber sehen die anderen aufgrund der Liquiditätsschwemme der letzten Jahre sowie der enger werdenden Arbeitsmärkte einen anhaltenden Inflationsdruck.

Aktienmarkt und Rentenmarkt mit unterschiedlicher „Story“

Dieses breite Spektrum an Meinungen spiegelt sich auch an den Kapitalmärkten wider: Die Aktienmärkte spielen die sanfte Landung der US-Konjunktur, während die Rentenmärkte sich derzeit unentschlossen zeigen: Seit September 2006 bewegen sich die langfristigen Zinsen seitwärts im Auf und Ab je nach Konjunktur- und Inflationsauslegung der volkswirtschaftlichen Daten.

2.3 Rätsel Geldpolitik

Zinssenkung oder Zinserhöhung?

Ähnlich breit gefächert sind auch die Erwartungen an die Geldpolitik im kommenden Jahr. Am Bondmarkt lässt sich derzeit ablesen, dass die US-Notenbank mit mindestens einer Zinssenkung aufwarten wird. Die Volkswirte sind sich jedoch nicht so einig; sowohl Zinssenkungen als auch -erhöhungen werden prognostiziert. Die nächste Zinsanhebung der EZB wird einhellig erwartet, dann scheiden sich die Geister. Szenarien von Stillhalten mit ersten Senkungen im 2. Halbjahr 2007 bis hin zu fortgesetzten Zinserhöhungen auf in der Spitze 4,5 % stehen im Raum.

Die unterschiedlichen Meinungen über die Geldpolitik halten derzeit nicht nur die Rentenmärkte in ihrer Seitwärtsbewegung gefangen, sondern auch die Devisenmärkte, insbesondere den US-Dollar.

3 Die Prognosen der Helaba Volkswirtschaft für 2007

Drei Investmentszenarien

Wohin sich die US-Wirtschaft entwickelt und wie die Fed darauf reagiert, wird maßgeblich dafür sein, in welche Richtung sich die Märkte 2007 bewegen. In unseren Investmentszenarien tragen wir den Risikofaktoren Rechnung. Wir haben drei unterschiedliche Szenarien entwickelt, wobei wir unserem Hauptszenario „Stagflation light“ mit 70 % eine relativ hohe Eintrittswahrscheinlichkeit beimessen. In der Gleichgewichtung der beiden Alternativszenarien mit jeweils 15 % bringen wir zum Ausdruck, dass je nach Richtung und Ausmaß der US-Geldpolitik sowohl „Boom“ als auch „Bust“ nicht unwahrscheinlich sind.

Investmentszenarien 2007

Szenario	Wahrschein-lichkeit	BIP	Preise	Euro	Renten-markt	Aktien-markt
" Stagflation Light"	70%	→	↗	↘	↘	↑↘
"Boom"	15%	↑	↑	↓	→	↑
"Bust"	15%	↓	↓	↑	↑	↓

Quelle: Helaba Volkswirtschaft

3.1 Hauptszenario “Stagflation Light” (70% Eintrittswahrscheinlichkeit)

- **BIP:** Die US-Wirtschaft und der Euroraum verlieren 2007 an Wachstumsdynamik. In den USA ist dies auf die Übergangsphase von Immobilien auf Investitionen und im 2. Halbjahr durch den leicht restriktiven Kurs der US-Notbank zurückzuführen. Dennoch greift der sektorale Immobilienschock nicht auf die Gesamtwirtschaft über. Im Euroraum dämpft die restriktive Fiskalpolitik in einigen Mitgliedsländern das Wachstum. Auf Sicht von drei Monaten bergen der Kaufkraftgewinn durch den jüngsten Ölpreisrückgang sowie die boomenden Aktienmärkte insbesondere in den USA positives Überraschungspotenzial.

- **Preise**: Trotz der rückläufigen Ölpreise wird sich sowohl in den USA als auch im Euroraum der Inflationsdruck nicht abbauen. Vielmehr zeichnet sich eine Verfestigung und Beschleunigung der Kerninflationsraten aufgrund der hohen ausgelasteten Kapazitäten sowie den steigenden Lohnstückkosten ab. Zusätzlich belastet im Euroraum die deutsche Mehrwertsteuererhöhung.

- **Euro**: Der fortgesetzte Zinserhöhungszyklus der Fed wird den Greenback im kommenden Jahr begünstigen da die Märkte derzeit für 2007 noch Zinssenkungen eskomptieren. Der entscheidende Richtungsimpuls dürfte demnach von der fortgesetzten Konsumbelebung zum Jahreswechsel stammen und den US-Dollar bis Herbst 2007 in Richtung 1,15 $ je € befördern.

- **Rentenmärkte**: Die Rentenmärkte werden durch den fortgesetzten Zinserhöhungszyklus sowohl der Fed als auch der EZB und des leichten inflationären Umfeldes bis zum Spät-

sommer abwärts tendieren. Die US-Notenbank wird ihren Leitzins bis auf 5,75 % und die EZB ihren Refinanzierungssatz bis auf 4 % anheben. Die Notenbanken absorbieren weiter Liquidität, was den Rentenmarkt global unter Druck bringt. So setzt auch die Bank of Japan (BoJ) im kommenden Jahr ihren Normalisierungskurs fort.

- **Aktienmärkte:** Die Aktienmärkte profitieren zu Beginn des Jahres 2007 noch von der soliden Gewinnbasis und zeigen sich deshalb in guter fundamentaler Verfassung. Solange von Seiten der US-Notenbank noch keine eindeutigen Signale einer Wiederaufnahme des Zinserhöhungszyklus ausgehen, ist mit einer Fortsetzung der Aufwärtsentwicklung zu rechnen. Spätestens ab dem 2. Quartal wird der Aktienmarkt in den Sog der Zinsphantasie geraten. Analysen historischer Zinserhöhungszyklen der Fed zeigen, dass mit fortgesetztem restriktiven Kurs die Wahrscheinlichkeit von Kursverlusten steigt.

3.2 Kapitalmarktprognosen in Zahlen

		Prognosehorizont jeweils Ende...			
	aktueller Stand*	Q1/2007	Q2/2007	Q3/2007	Q4/2007
USA					
Federal Funds Rate	5,25%	5,25%	5,50%	5,75%	5,75%
10 Jahre Treasuries	4,60%	5,20%	5,50%	5,80%	5,40%
Euroraum					
EZB Mindestbietungssatz	3,25%	3,75%	4,00%	4,00%	4,00%
3 Monate Euribor	3,60%	3,95%	4,20%	4,10%	4,05%
10 Jahre Bundesanleihen	3,71%	4,10%	4,30%	4,50%	4,20%
10 Jahre Pfandbriefe	3,94%	4,25%	4,45%	4,65%	4,35%
US-Dollar je Euro	1,28	1,25	1,20	1,15	1,18
DAX	6472	6600	6400	6200	6000

* 21.11.2006

Quellen: Ecowin, Helaba Volkswirtschaft

3.3 Alternativszenario „Boom“ (15 % Eintrittswahrscheinlichkeit)

Unser Alternativszenario „Boom“ beschreibt im Jahr 2007 für den Anleger die Beste aller Welten, dank der Rückkehr zu einer expansiven Geldpolitik. Der sektorale Schock am US-Immobilienmarkt greift nicht auf die Gesamtwirtschaft über. Dennoch senkt die US-Notenbank ihren Leitzins, um die Vermögensrisiken ausgehend vom Immobilienmarkt zu begrenzen. Die EZB bricht ihren Normalisierungskurs bei einem Refinanzierungssatz von 3,5 % ab, um die Endnachfrage im Euroraum in Anbetracht moderater Inflationsrisiken weiter zu stimulieren. Auch die BoJ wird sich geduldiger als erwartet zeigen und den transatlantischen Vorgaben folgen. Infolgedessen ist mit einer kräftigen, liquiditätsgetriebenen globalen Wachstumsakzeleration zu rechnen.

- **BIP:** Das Wachstum in den USA und im Euroraum boomt und liegt deutlich über Potenzial. Die entscheidenden Impulse stammen von der privaten Nachfrage und den günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten. Die nächste Welle einer Vermögenspreisinflation rollt an, was dem US-Häusermarkt wieder Flügel verleiht.

- **Preise**: Die boomende globale Nachfrage wird den herrschenden Inflationsdruck weiter stimulieren. Jedoch ist zunächst mit keiner Beschleunigung der Inflationserwartungen zu rechnen. Vielmehr zeigen sich diese gut verankert in dem Glauben, dass die Globalisierung echte Preisüberwälzungsspielräume verhindert, flankiert von der soliden Reputation der großen Notenbanken.

- **Euro**: Der US-Dollar wird durch den unerwarteten Wachstumsschub in den USA beflügelt. Die haussierenden US-Kapitalmärkte erhöhen zugleich die Attraktivität von Dollaranlagen.

- **Rentenmärkte**: Die langfristigen Zinsen bewegen sich weitestgehend seitwärts. Die Liquiditätshausse und die verankerten Inflationserwartungen verhindern einen signifikanten Zinsanstieg, so dass sich in diesem Szenario Chancen am Rentenmarkt insbesondere durch taktisches Vorgehen bieten.

- **Aktienmärkte:** Die Aktienmärkte setzen ihre Hausse fort und profitieren sowohl von der zusätzlichen Liquidität als auch von der neu aufflammenden Gewinndynamik. In diesem Szenario wird der DAX die 7000er Marke knacken.

3.4 Alternativszenario „Bust“ (15 % Eintrittswahrscheinlichkeit)

Unser Alternativszenario „Bust“ beschreibt die Auswirkungen einer zu restriktiven Geldpolitik. Der sektorale Schock am US-Immobilienmarkt greift auf die Gesamtwirtschaft über. Die Korrektur der Immobilienpreise geht in den freien Fall über. Der daraus resultierende negative Vermögenseffekt zwingt die Haushalte zu einer kräftigen Erhöhung ihrer Sparquote. Die fehlende Nachfrage wird den Investitionszyklus der Unternehmen unterbrechen, was zugleich den Arbeitsmarkt und anhaltend den Konsum in Mitleidenschaft zieht. Mit dem Ausfall der US-Wirtschaft verliert die Weltwirtschaft eine ihrer Konjunkturlokomotiven.

- **BIP:** Der Nachfrageeinbruch in den USA drückt das Wirtschaftswachstum an die Nulllinie und damit deutlich unter Potenzial. Auch die Eurozone kann ihr Potenzialwachstum nicht halten, da große Teile der weltwirtschaftlichen Impulse entfallen. Die Binnennachfrage stagniert und ist nicht in der Lage, den externen Ausfall zu kompensieren.

- **Preise**: Die inflationssenkenden Wirkungen aus den rückläufigen Ölpreisen werden sich mit dem Abflauen der weltwirtschaftlichen Dynamik noch verstärken. Mit einem BIP-Wachstum an der Stagnations-Rezessionsgrenze dürfte der Inflationsdruck dies- und jenseits des Atlantiks schwinden.

- **Euro**: Der Nachfrageeinbruch in den USA bewirkt eine Flucht aus dem Dollar, wovon insbesondere der Euro profitiert.

- **Rentenmärkte**: Eine stagnierende Wirtschaft, abnehmende Inflations- und Wachstumserwartungen werden zu einem kräftigen Rückgang der Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen beitragen. Vor diesem Hintergrund ist ein Durchschreiten des letzten Zinstiefs aus dem Jahr 2005 nicht auszuschließen.

- **Aktienmärkte:** In diesem rezessiven Umfeld geraten die Unternehmensgewinne unter Druck und die Aktienmärkte legen den Rückwärtsgang ein.

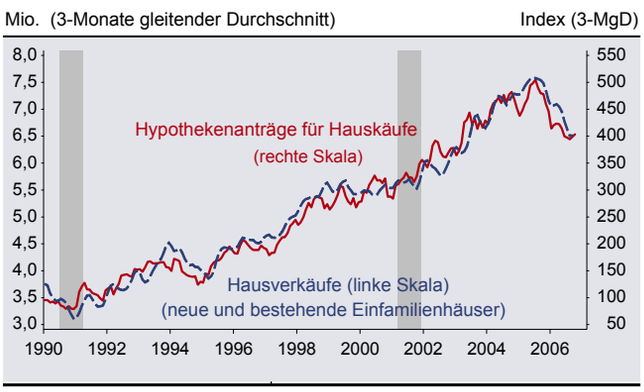
4 Wieso, weshalb, warum?

US-Wirtschaft gibt den Takt vor

Unser Hauptszenario 2007 wird im Wesentlichen durch die Entwicklung der US-Wirtschaft und der Reaktion der Fed darauf bestimmt. Seit Jahresbeginn hat sich die Wachstumsdynamik von 5,6 % (Jahresrate) auf magere 1,6 % (Jahresrate) im 3. Quartal verlangsamt. Die stärksten Bremseffekte auf das Wirtschaftswachstum gingen von der Korrektur am Immobilienmarkt aus, wobei auch die Bauinvestitionen rückläufig waren. Diese brachen im 3. Quartal um knapp 18 % (Jahresrate) ein. Dennoch zeigen die übrigen Sektoren der US-Wirtschaft weiterhin Stärke, so dass ein Übergreifen des sektoralen Schocks unwahrscheinlich ist.

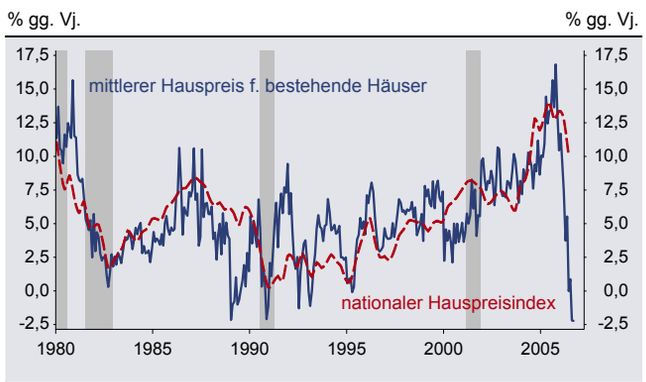
4.1 US-Immobilenpreise nicht im freien Fall

Stabilisierung der Hypothekenanträge dank rückläufiger Zinsen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Einbruch der nationalen Hauspreise nicht zu befürchten – trotz negativer Vorgaben



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Fed hat Korrektur am US-Immobilienmarkt ausgelöst

Die seit einem Jahr anhaltende Korrektur am US-Immobilienmarkt hat sich in den letzten Monaten spürbar beschleunigt und gibt schon aufgrund der jüngsten Schärfe Anlass zur Besorgnis. Auslöser für die Wende am Immobilienmarkt war der stete Zinserhöhungszyklus der Fed. Diese hat mit ihrer Verteuerung von Liquidität die übliche Kettenreaktion in Gang gesetzt: Unter dem Einfluß steigender Hypothekenzinsen brachen die Hausverkäufe (neuer und bestehender Immobilien) mit zweistelligen Raten ein. Aktuell schrumpfen allein die Neubauverkäufe um etwa 15 % gegenüber dem (Rekord-)Vorjahr. Auf die schwindende Nachfrage reagierte die Angebotsseite. Die Hausbaubeginne wurden drastisch zurückgefahren und schließlich folgten auch die Preise, um den Angebotsüberhang abzubauen.

Wie geht es aber weiter? Die Pessimisten erwarten einen freien Fall der Immobilienpreise. Doch das muss auf nationaler Ebene trotz einiger negativer Vorgaben nicht befürchtet werden. Zwar lassen sich in einigen überhitzten Regionen der USA heftige Preiskorrekturen beobachten, doch gilt das nicht für die Gesamtwirtschaft. Im 2. Quartal gab die Wachstumsrate des nationalen Hauspreisindex OFHEO von einem Spitzenwert um 15 % auf knapp 10 % nach. Eine weitere Korrektur ist in Anbetracht der immer noch sehr hohen Preissteigerungsrate zwar erkennbar, doch ist eine Abwärtsspirale, wie es beispielsweise die mittleren Hauspreise für bestehende und neue Immobilien indizieren, nicht absehbar. Diese oft herangezogenen monatlichen Preisindikatoren sind aufgrund ihrer hohen Volatilität und vor allem aufgrund der Nichtberücksichtigung von Qualität kein guter absoluter Vorlaufindikator für die nationalen Immobilienpreise. So bauschte im September 2006 ein kräftiger Anstieg der Verkäufe von günstigen Immobilien den Preisrückgang für Neubauverkäufe auf. Ohnedies ist in den USA noch nie der Fall schrumpfender Immobilienpreise auf nationaler Ebene aufgetreten.

Immobilienmarkt vor der Bodenbildung

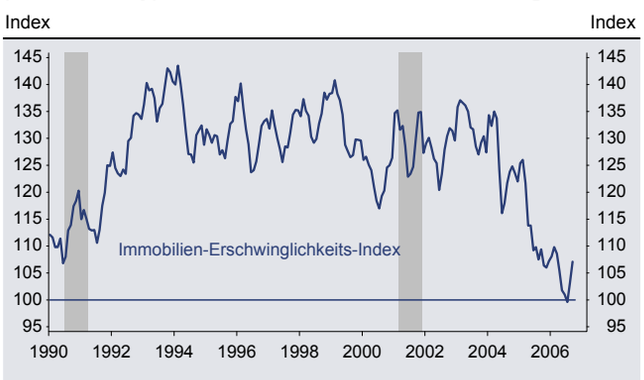
Die hohe Flexibilität der US-Wirtschaft Angebot und Nachfrage über den Preis in Einklang zu bringen, sollte dazu beitragen, dass der private Immobilienmarkt zum Jahreswechsel allmählich seinen Tiefpunkt ähnlich dem Vorbild Englands oder Australiens erreicht hat. Zu den prominentesten Vertretern dieser These zählt auch der ehemalige Chef der Fed, Alan Greeenspan. Die Preiszugeständnisse der Verkäuferseite zusammen mit den zuletzt gesunkenen Hypothekenzinsen haben die Erschwinglichkeit einer Immobilie für die privaten Haushalte wieder erhöht. Stabilität ergibt sich auch aus der günstigen demographischen Entwicklung und den zuletzt kräftig gestiegenen Mietpreisen.

4.2 Wirtschaft verkraftet Schwäche auf dem US-Immobilienmarkt

Geringer Wachstumsbeitrag der Immobilieninvestitionen, aber mit deutlicher Bremswirkung auf die Gesamtwirtschaft

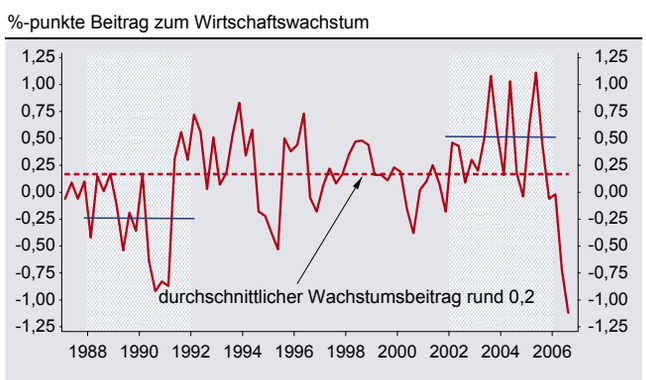
Insgesamt beläuft sich der Anteil der privaten Bauinvestitionen auf rund 6 % am Gesamtbruttoinlandsprodukt. Im 3. Quartal belastete ein negativer Wachstumsbeitrag von 1,1 Prozentpunkten das Gesamtwachstum, d.h. die US-Wirtschaft wäre statt mit 1,6 % mit 2,7 % expandiert. In Anbetracht des geringen Gewichts ist das schon erheblich. Eine weiter rückläufige Bauaktivität wird in den kommenden drei bis sechs Monaten die Wirtschaftsdynamik bremsen, schon aufgrund des immer noch sehr hohen unverkauften Immobilienbestandes. Dessen ungeachtet wird der negative Impuls mit der absehbaren Bodenbildung zunehmend geringer werden und sich auf dem Durchschnitt eines „schlechten“ Immobilienjahres bewegen: In den Jahren 1998 bis 1992 reduzierte der negative Beitrag von den Immobilieninvestitionen das Gesamtwachstum um rund ¼ Prozentpunkt p.a. In „guten“ Immobilienjahren wie 2002-2004 steuerten die Bauinvestitionen rund ½ Prozentpunkt p.a. zum Wachstum bei.

Gestiegene Haushaltseinkommen, rückläufige Immobilienpreise und Hypothekenzinsen stimulieren Nachfrage



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft; Housing Affordability Index gibt an, ob sich ein durchschnittlicher Haushalt eine Immobilie leisten kann. Ein Wert von 100 und drüber besagt, dass ein Haushalt mit einem Medianeinkommen ein Einfamilienhaus (mittleres, bestehendes) finanzieren kann. In diesen Index gehen das Haushaltseinkommen, die Hypothekenzinsen und die Hauspreise ein.

Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am Gesamtwachstum

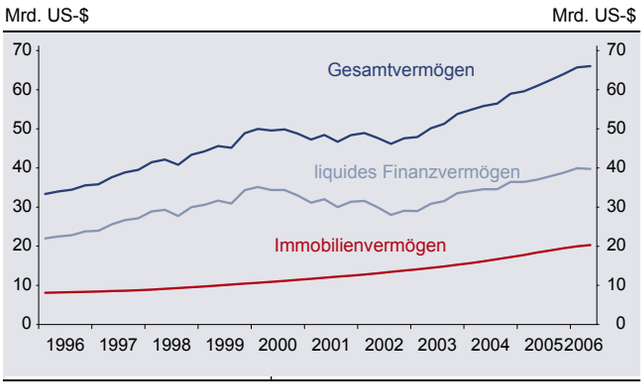


Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft; schraffierte Fläche: „schlechte“ und „gute“ Immobilienjahre in den USA

Anhebung der Sparquote aufgrund des Vermögenseffektes

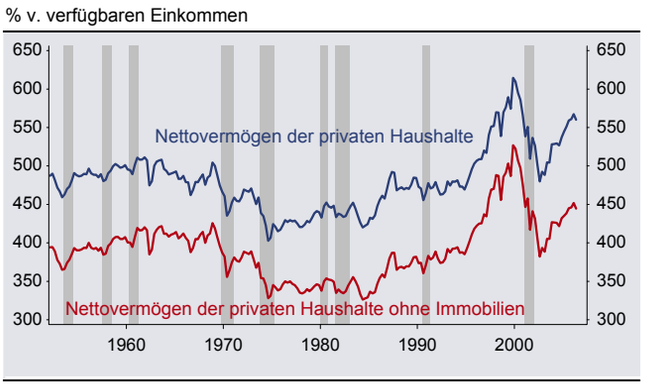
Dreh- und Angelpunkt zum Jahresausklang bleibt der US-Konsument. Wenn dieser auf „schlechte“ Immobilienjahre mit einer Erhöhung seiner Sparquote und Reduktion seiner Nachfrage reagiert, würde der sektorale Schock auf die Gesamtwirtschaft überschwappen, mit all den Implikationen, die der Rentenmarkt derzeit einpreist. Reagiert der Konsument dagegen nicht mit einer Einschränkung seiner Nachfrage, so wird sich der Gesamteffekt in vergleichbaren Dimensionen der Vergangenheit bewegen, also mit einem durchschnittlichen Bremseffekt am BIP von etwa ¼ Prozentpunkt.

Aufteilung des Vermögens der privaten Haushalte



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Vermögenszuwachs auch außerhalb des Immobiliensektors



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Solide Einkommens- und Vermögensposition der privaten Haushalte

Für einen positiven Ausgang spricht nicht nur die günstige Entwicklung am Arbeitsmarkt als Garant einer weiterhin soliden Lohnentwicklung, sondern auch die Vermögensallokation der privaten Haushalte. Die Aufteilung der US-Haushaltsvermögen auf die verschiedenen Vermögensklassen zeigt, dass der Immobilienanteil sich auf rund ein Drittel des Gesamtvermögens beläuft, während die liquiden Finanzvermögen mehr als die Hälfte ausmachen. Diese Immobilienquote hat sich im Durchschnitt in den letzten Jahren nicht wesentlich geändert, zumal bei einer Eigentumsquote von fast 70 % ein Großteil auch bei einem völligen Preisverfall noch selbst genutzt werden kann. Zugleich relativiert das Hoch am Aktienmarkt den negativen Vermögenseffekt. So legte der S&P 500 in diesem Jahr um rund 12 % zu. Zwar fällt die Aktienquote mit einem Anteil von knapp ein Viertel am Gesamtportefeuille etwas geringer aus, doch insgesamt lässt sich für die vergangenen beiden Jahre dank der hervorragenden Entwicklung der Kapitalmärkte ein signifikanter Vermögensaufbau der privaten Haushalte auch außerhalb der Immobiliensektors konstatieren.

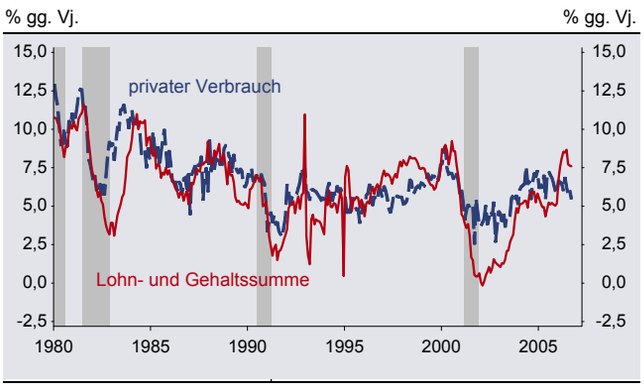
Hohe Lohndynamik

Doch weitaus bestimmender für den privaten Verbrauch – insbesondere auf kurze Sicht – ist nicht die Vermögensposition, sondern die Entwicklung der Lohneinkommen. So zeigen empirische Studien für die USA, dass die privaten Haushalte ihren Konsum nur sehr träge anpassen. Sie orientieren sich in ihren Konsumentscheidungen vielmehr an ihrem laufenden (Netto-)Einkommen. Im Durchschnitt legten die Arbeitseinkommen der privaten Haushalte in diesem Jahr trotz der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums nochmals zu. Bis zum Herbst wirkte die massive Energiepreisteuerung wie eine zusätzliche Konsumsteuer, nun mit dem Wegfall dieser Steuer ist die Gegenbewegung bereits im Gange: Im 3. Quartal beschleunigte sich der private Verbrauch auf 3,1 % (Jahresrate) nach zuvor 2,6 %. Vor dem Hintergrund der anhaltend robusten Einkommensentwicklung und des Kaufkraftgewinns durch die Energiepreise kann für das Schlussquartal dieses Jahres mit einer Akzeleration bis auf 4 % (Jahresrate) gerechnet werden.

Stabiler US-Arbeitsmarkt

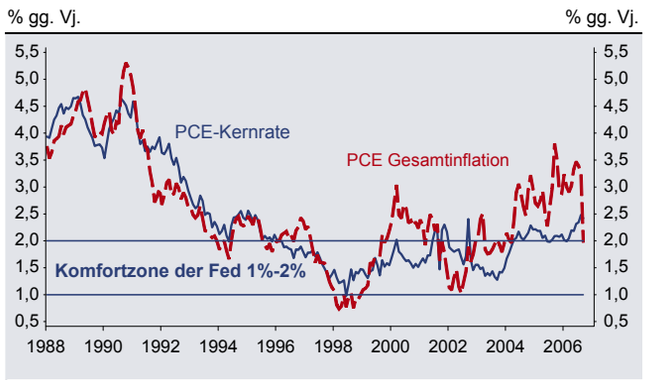
Die Wiederstandsfähigkeit der US-Wirtschaft in der gegenwärtigen Schwächephase wird vor allem am Arbeitsmarkt deutlich. Trotz eines für die USA vergleichsweise schwachen Wirtschaftswachstums von rund 2 % im letzten halben Jahr zeigte sich der Arbeitsmarkt von seiner starken Seite: Während dieser Zeit fand ein robuster Stellenaufbau von knapp 140 Tausend je Monat statt, und die Arbeitslosenquote sackte mit 4,4 % auf ein 5 ½ -Jahrestief ab. Arbeitsstunden und Löhne stiegen gleichermaßen an, was die deutliche Belebung der Arbeitseinkommen in diesem Jahr erklärt. Insbesondere von diesem geräumten Arbeitsmarkt werden im kommenden Jahr Preisrisiken ausgehen.

Lohneinkommen determinieren mittelfristig den Konsumpfad



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

PCE Kerninflation außerhalb der Komfortzone; Gesamtinflation profitiert noch von rückläufigen Energiepreisen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

4.3 US-Inflation festigt sich außerhalb der Komfortzone

„Creeping US-Inflation“

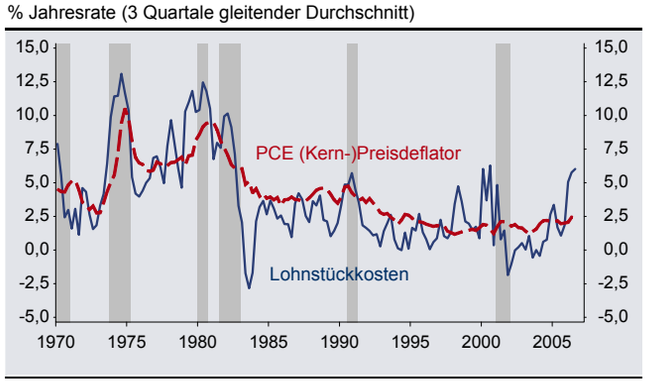
Ungeachtet der rückläufigen Ölpreise sind die Inflationsrisiken in den USA nicht gebannt. Der ehemalige Präsident der Fed Paul Volcker sprach unlängst wieder von einer „creeping inflation“ in den USA. Tatsächlich ist das Bild einer „kriechenden“ Inflation die passende Beschreibung für die Entwicklung der Konsumentenpreise in der Kernrate (ohne Lebensmittel und Energie). Mit einer Wachstumsrate von 2,4 % markiert die für die Fed maßgebliche PCE-Kerninflation mit den höchsten Stand seit Ende 2001. Sie liegt damit außerhalb der Komfortzone, die die US-Notenbank zwischen 1 % – 2 % ausmacht. Für einen nachhaltigen Rückgang der PCE-Kerninflation zurück in diese Komfortzone ist eine Verlangsamung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage eine notwendige Bedingung, da die Kapazitäten hoch ausgelastet sind. Der alleinige Rückgang der Energiepreise ist nicht ausreichend, solange vom Arbeitsmarkt, der rückläufigen Produktivität und den gestiegenen Lohnstückkosten keinerlei Entspannungssignale für die künftige Inflationsentwicklung ausgehen.

Produktivität und Lohnstückkosten nicht mehr im Gleichlauf



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Lohnstückkosten verursachen Inflationsdruck



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Szenario der US-Notenbank auf dem Prüfstand

Je länger demnach die Kerninflation außerhalb der Komfortzone der Fed verharrt und je eindeutiger die Signale einer wiedererstarkenden Binnennachfrage sind, um so eher gerät das derzeitige Szenario der US-Notenbank ins Wanken: Es geht von einer rückläufigen Inflation aufgrund der nachlassenden Wachstumskräfte aus, d.h. die Wachstumsdynamik müsste sich deutlich und nachhaltig unter Potenzial (um 3 %) festsetzen. Sollte sich die Arbeitslosenquote, wie es das Szenario der Fed derzeit noch vorsieht, auf 5,5 % erhöhen, dann hat sich auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hinreichend moderiert, um den Inflationsdruck aus der Wirtschaft zu nehmen. Eine aktuelle Arbeitslosenquote von 4,4 % ist deutlich unter der Rate, die mit Inflationsstabilität vereinbar ist (sog. NAIRU).

Der Präsident der US-Notenbank Ben Bernanke muss gegen eine stark nachlassende Arbeitsproduktivität begleitet von einer Beschleunigung der Lohnstückkosten ankämpfen. Auch dies findet im Szenario der Fed noch keine Berücksichtigung, doch wird innerhalb des Fed bereits über eine Reduktion der Trendschätzungen für die Produktivität auf unter 3 % diskutiert. So verlangsamte sich das Produktivitätswachstum im 3. Quartal auf 1,3 %, während die Wachstumsrate der Lohnstückkosten mit 5,3 % den kräftigsten Zuwachs seit 1990 verzeichnete. Freilich ist die Arbeitsproduktivität eine pro-zyklische Größe, doch auch im Trend zeigt sich bereits eine erhebliche Wachstumsverlangsamung ausgehend von durchschnittlich 3,5 % in den letzten Jahren zurück auf 2 % in diesem Jahr.

4.4 Ansteigende Inflation erfordert weitere Zinsanhebung der Fed

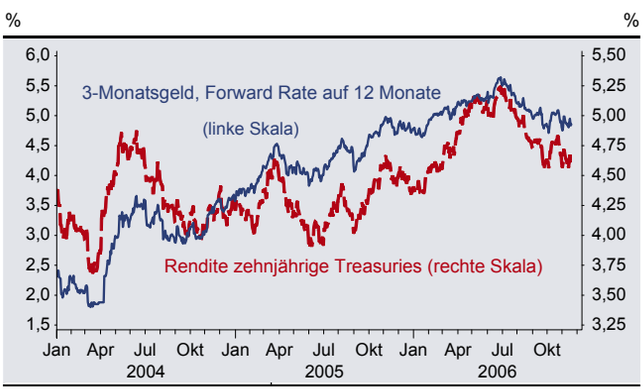
Ende der „Goldilock-Ära?“

Diese ungünstige Konstellation wird im kommenden Jahr dazu führen, dass die Kerninflation nicht ihren Weg zurück in die Komfortzone findet. Ganz im Gegenteil: Die US-Notenbank kann in einem solchen Umfeld keine Lockerung ihrer Geldpolitik betreiben, ohne einen weiteren Inflationsschub zu riskieren. Umgekehrt besteht die Gefahr, dass jede noch so kleine Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage eine weitere Beschleunigung der Inflation befördern könnte. Sollte sich die Abschwächung der Arbeitsproduktivität als nachhaltig erweisen, könnte sich die „Goldilock-Ära“ des inflationsfreien Wachstums in den USA dem Ende zuneigen. Anders als Greenspan in den 90er Jahren könnte Bernanke nicht mehr mit einer lockeren Geldpolitik auf die Effizienzgewinne einer steigenden Arbeitsproduktivität antworten. Die Fed wird künftig womöglich sehr viel mehr tun müssen, um die Inflation in Schach zu halten.

Fed entscheidet sich 2007 für die Inflationssicherung

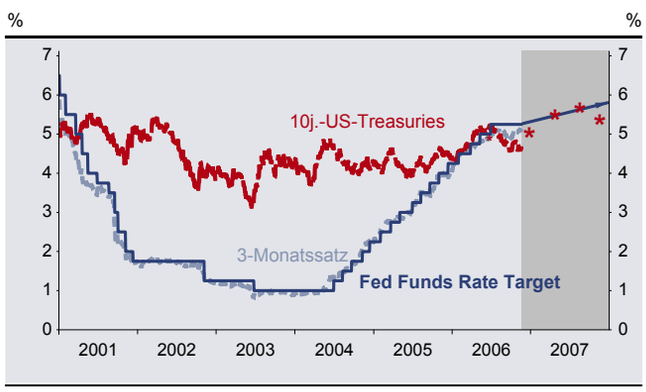
Solange sich die US-Konjunktur in einer Übergangsphase von Immobilien auf Investitionen befindet und eine signifikante Lagerkorrektur noch aussteht, wird sich die Fed in ihrer Geldpolitik geduldig zeigen und auch eine Etablierung der PCE-Kerninflation außerhalb ihrer Komfortzone tolerieren. Doch die Hürden für eine Zinssenkung der US-Notenbank sind im kommenden Jahr sehr hoch, da zumindest die aktuelle Wachstumsschwäche nicht ausreichte, um den Lohn-Inflationsdruck verringern. Insofern befindet sich die Fed 2007 in einem Dilemma: Sie muss dem Wiedererstarken der Nachfragekräfte zusammen mit einer Verfestigung der PCE-Kerninflation über 2 ½ % Rechnung tragen, selbst wenn das Wachstum im Jahresvergleich an Dynamik einbüßt. Um ihre Inflationsvorgaben einzuhalten, wird sie wohl weiter an der Zinsschraube drehen müssen. Dafür spricht auch die immer noch sehr reichliche Liquiditätsausstattung der US-Wirtschaft, die den bisherigen Normalisierungskurs der Fed teilweise konterkariert hat. Eine weitere Anhebung der Leitzinsen in den leicht restriktiven Bereich bis auf 5,75 % ist somit wahrscheinlich.

Zinssenkungsphantasie beflügelt noch den US-Rentenmarkt



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

US-Rentenmarkt 2007: Fed dirigiert die Kapitalmarktzinsen



Quellen: EcoWin, Prognose Helaba Volkswirtschaft

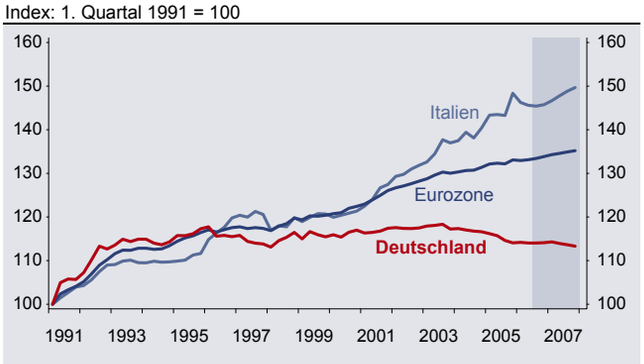
Zum Jahreswechsel sollten infolgedessen zwei Kräfte auf die Kapitalmarktzinsen einwirken: Ein erstarkendes Wirtschaftswachstum, was den Realzins beflügelt und schwindende Zinsphantasie. Dies wird u. E. ausreichen, um die 10-jährigen US-Treasuries wieder in Richtung 5 % und darüber zu befördern. Vor allem aufgrund der zunehmenden Inflationsrisiken werden die Kapitalmarktzinsen bis Herbst 2007 in Richtung 5,8 % in der Spitze zulegen. Erst im 2. Halbjahr dürfte die Wirtschaftsdynamik an Schwung verlieren, was die Zinsdynamik bremsen und schließlich wieder reduzieren wird.

4.5 Deutsches Wachstum stabilisiert sich über Potenzial

Die deutsche Wirtschaft wird 2006 arbeitstäglich bereinigt um 2,7 % wachsen und damit das höchste Wachstum seit dem Jahr 2000 aufweisen. 2007 wird die Dynamik durch die Anhebung der Mehrwertsteuer auf 1,6 % gedämpft. Damit bleibt es aber immer noch über Potenzial. Impulse gehen weiterhin von einer soliden Entwicklung der Weltwirtschaft aus. Dabei kommt der deutschen Exportwirtschaft zugute, dass die Lohnstückkosten in Deutschland sogar rückläufig waren, während sie sich in Europa tendenziell erhöht haben. Damit hat sich die Wettbewerbsposition der deutschen Exportwirtschaft kontinuierlich verbessert.

Sinkende Lohnstückkosten erhöhen deutsche Wettbewerbsfähigkeit

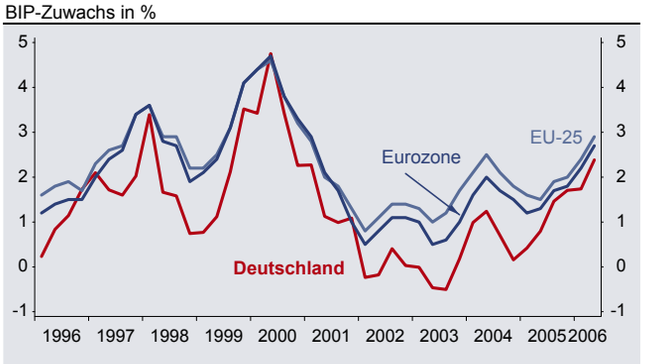
Index: 1. Quartal 1991 = 100



Quellen: Reuters EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Deutschland holt auf!

BIP-Zuwachs in %



Quellen: Reuters EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

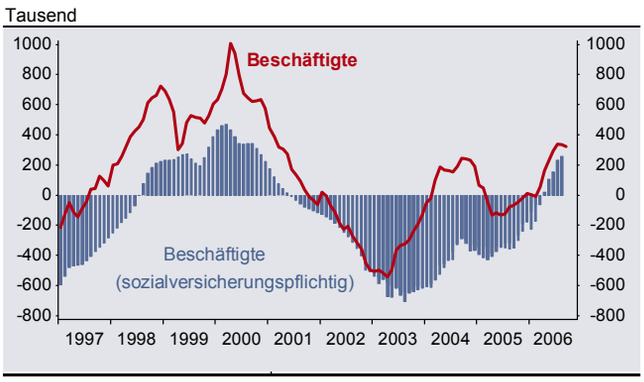
Mehrwertsteuererhöhung führt nicht zu konjunkturellem Einbruch

Auch bedingt durch die Exporterfolge ist die Investitionstätigkeit angesprungen. Neben einer lebhaften Kapitalbildung im Bereich der Ausrüstungen wirkt sich positiv aus, dass die hartnäckige seit Mitte der neunziger Jahre währende Baukrise mittlerweile ausgestanden ist. Aufgrund dieses positiven Umfeldes wird die Erhöhung der Mehrwertsteuer zum 1. Januar 2007 zwar zu einer vorübergehenden Dämpfung des Wachstums führen; ein konjunktureller Einbruch ist aber nicht zu erwarten. Für 2008 ist wieder mit einer höheren BIP-Rate in der Größenordnung von 2 % zu rechnen. Die dämpfende Wirkung der restriktiven Fiskalpolitik ist dann weitgehend ausgestanden.

Frühindikatoren signalisieren Besserung am Arbeitsmarkt

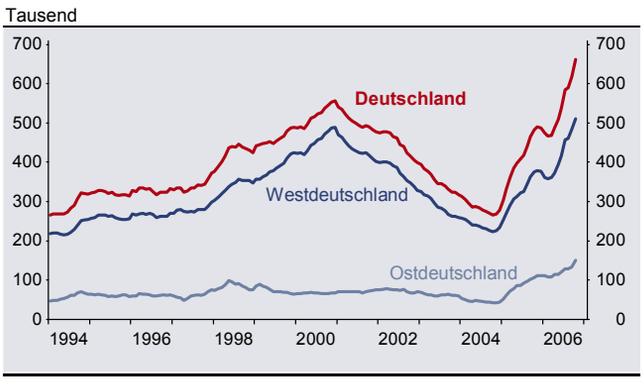
Mittlerweile ist die starke Dynamik auch am Arbeitsmarkt angekommen, was zu einer Stabilisierung des Konsums beiträgt. Seit April dieses Jahres liegt die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten wieder über dem Vorjahresniveau. Diese Kennziffer ist für den Konsum besonders bedeutend, da es sich hierbei um Arbeitsverhältnisse mit einem höheren Sicherheitsgrad handelt. Die Gesamtzahl der Beschäftigten in Deutschland steigt schon seit der Jahreswende 2005/2006.

Anstieg der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung



Quellen: Reuters EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Zunahme der offenen Stellen



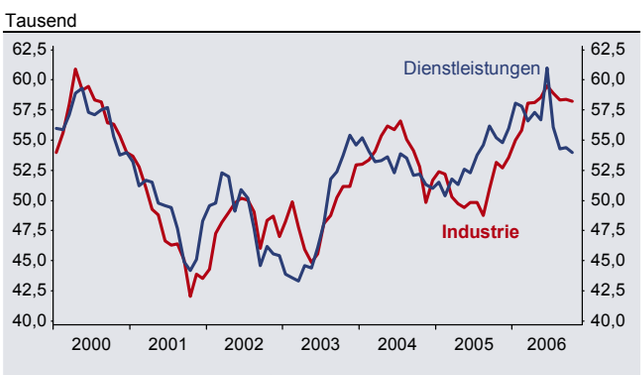
Quellen: Reuters EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Mehrwertsteuererhöhung nur mit vorübergehend negativem Effekt

Die anhaltende Besserung am Arbeitsmarkt signalisieren auch Frühindikatoren, beispielsweise der seit Anfang 2005 anhaltende Anstieg der Zahl der offenen Stellen. Sie lag im Oktober 2006 saisonbereinigt mit 662 000 um 188 000 über dem entsprechenden Wert zu Jahresbeginn. Das hohe Niveau, das in der Boomphase des Jahres 2000 erreicht worden war, ist damit bereits überschritten. Positiv ist darüber hinaus zu werten, dass nicht nur in Westdeutschland ein deutlicher Anstieg festzustellen ist. Auch im Osten des Landes ist mit saisonbereinigt mehr als 150 000 offenen Stellen im Oktober ein Rekordwert erreicht worden.

Aufschwungssignale signalisieren auch die Beschäftigungskomponenten der Einkaufsmanagerindizes sowohl in der Industrie als auch bei den Dienstleistern. Sie sind seit geraumer Zeit über der 50-Punktemarke und damit im Expansionsbereich. Allerdings konnte der hohe Wert während der Fußballweltmeisterschaft im Bereich der Dienstleistungen zuletzt nicht gehalten werden.

Einkaufsmanagerindizes auf hohem Niveau



Quellen: Reuters EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Beschäftigungsaufbau in der Industrie und im Dienstleistungsbereich



Quellen: Reuters EcoWin, Helaba Volkswirtschaft

Stärkerer Preisanstieg in 2007

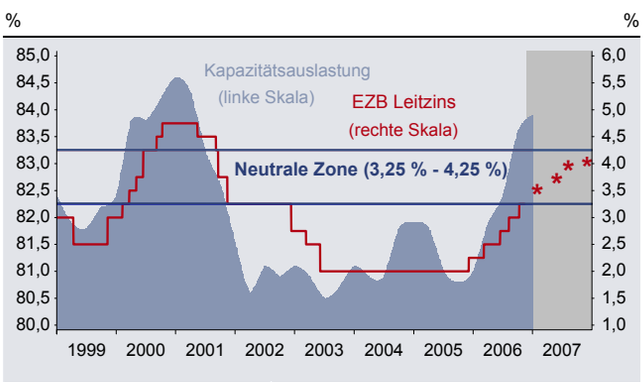
In diesem Jahr dürfte sich die durchschnittliche Preiserhöhung auf lediglich 1,7 % belaufen. 2007 muss wegen der Mehrwertsteuererhöhung und erwarteter höherer Lohnabschlüsse mit einem Zuwachs von 2,4 % in Deutschland gerechnet werden.

4.6 EZB setzt Zinserhöhungszyklus fort

EZB erhöht Leitzinsen auf 4 %

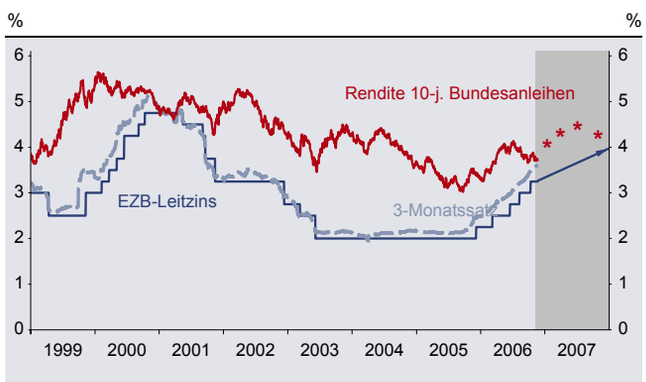
Die hohe Überschussliquidität verbunden mit einer akzelerierenden Kreditnachfrage bereitet der EZB Sorge. Dennoch hat auch die EZB in den letzten Jahren demonstriert, dass sie auf dem „Konjunkturauge“ nicht blind ist. Sie wird in ihrem Zinserhöhungszyklus sehr vorsichtig agieren. Erst wenn absehbar ist, dass die Eurozone ihr Potenzialwachstum auch im nächsten Jahr aufrecht erhalten kann und eine Rezession in den USA vermieden wird, wird die EZB ihren Zinserhöhungszyklus in 2007 über 3,5 % hinaus normalisieren. Wir erwarten im kommenden Jahr – insbesondere auch bedingt durch die restriktiven fiskalischen Effekte in Deutschland – eine Abschwächung der Konjunktur von 2,7 % auf etwa 2 % in Euroland. Damit bleibt auch in dieser Region das Wachstum leicht über Potenzial. Ebenso ist vor dem Hintergrund der ausgelasteten Kapazitäten mit einer Beschleunigung der Kerninflation - unabhängig von der Ölpreisentwicklung zu rechnen. Die EZB wird deshalb im Laufe des nächsten Jahres ihren Refinanzierungssatz bis auf 4 % anheben. Damit befindet sich ihre Geldpolitik am oberen Ende der neutralen Zone.

EZB bleibt auf Normalisierungskurs und hebt den Refinanzierungssatz 2007 bis auf 4 % an



Quellen: EcoWin, Prognose Helaba Volkswirtschaft

EU-Zinsausblick 2007: EZB setzt Normalisierungskurs fort, Bundesanleihen im Schlepptau der US-Zinsen



Quellen: EcoWin, Prognose Helaba Volkswirtschaft

10-jährige Staatsanleihen in Euroland aufwärts gerichtet

2007 überwiegt insgesamt das Risiko am Rentenmarkt und es droht das zweite Verlustjahr in Folge. Erst in der 2. Jahreshälfte 2007 dürften sich auch wieder Chancen eröffnen. Die Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen in der Eurozone werden aufgrund des internationalen Zinszusammenhangs und unter dem Einfluss der EZB-Geldpolitik aufwärts gerichtet sein. Es ist bis Mitte nächsten Jahres mit einem Anstieg der Zinsen für 10-jährige EU-Staatsanleihen bis auf 4 ½ % zu rechnen. Erst im zweiten Halbjahr ist wieder mit einer Entspannung zu rechnen. Vor dem Hintergrund des freundlicheren Inflationsbildes dürfte der Zinsanstieg in Relation zu den USA etwas moderater verlaufen. Die transatlantische Zinsschere öffnet sich zugunsten der USA.

5 Tabellarische Prognoseübersicht

5.1 Ausblick Deutschland im Detail

		2004	2005	2006p	2007p	2008p
BIP Deutschland	% gg. Vj., real	**1,2**	**0,9**	**2,5**	**1,5**	**2,2**
BIP Deutschland arbeitstäglich ber.	% gg. Vj., real	**0,8**	**1,1**	**2,7**	**1,6**	**2,0**
Konsumausgaben der priv. Haushalte*	% gg. Vj., real	0,1	0,1	1,0	0,0	1,0
Ausrüstungsinvestitionen	% gg. Vj., real	4,2	6,1	7,0	5,0	4,0
Bauinvestitionen	% gg. Vj., real	-3,8	-3,6	1,5	0,0	1,0
Exporte	% gg. Vj., real	9,6	6,9	10,0	6,0	5,0
Importe	% gg. Vj., real	6,9	6,5	10,0	5,0	4,0
Handelsbilanzsaldo	Mrd. €	156,1	160,6	158,0	162,0	170,0
Leistungsbilanzsaldo	Mrd. €	81,9	92,6	88,0	92,0	100,0
Arbeitslose	Tsd.	4 381	4 863	4 550	4 350	4 225
Arbeitslosenquote	in % d. gesamten Erwerbspersonen	10,5	11,7	10,9	10,4	10,1
Preisindex für die Lebenshaltung aller privater Haushalte	% gg. Vj.	1,6	2,0	1,7	2,4	1,5
Defizit der öffentlichen Haushalte	in % des BIP	-3,7	-3,2	-2,5	-1,7	-1,0

einschließlich Privater Organisationen ohne Erwerbscharakter

Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft

5.2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

	Bruttoinlandsprodukt real Veränderung gegenüber Vorjahr in %					Verbraucherpreise Veränderung gegenüber Vorjahr in %				
	2004	**2005**	**2006p**	**2007p**	**2008p**	**2004**	**2005**	**2006p**	**2007p**	**2008p**
Deutschland	0,8	1,1	2,7	1,6	2,0	1,6	2,0	1,7	2,4	1,5
Frankreich	2,0	1,2	2,1	1,8	1,8	2,3	1,9	1,9	1,5	1,6
Italien	0,9	0,1	1,8	1,0	1,2	2,3	2,2	2,3	2,0	2,0
Spanien	3,2	3,5	3,7	3,0	2,6	3,0	3,4	3,6	2,9	2,8
Euroland	1,7	1,5	2,7	2,0	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1
Großbritannien	3,3	1,9	2,6	2,4	2,2	1,3	2,1	2,3	2,2	2,2
Polen	5,3	3,5	5,2	4,8	4,4	3,6	2,2	1,5	2,6	2,8
Tschechien	4,2	6,1	6,2	5,0	4,0	2,6	1,6	2,6	3,3	2,2
Ungarn	5,2	4,1	3,9	2,6	3,0	4,8	3,5	3,7	5,9	4,0
Slowakei	5,4	6,1	6,2	5,4	5,8	7,5	2,8	4,5	2,9	2,6
USA	3,9	3,7	3,3	2,9	2,3	2,7	3,4	3,3	2,3	2,7
Japan	2,3	2,6	2,8	2,7	2,0	0,0	-0,3	0,4	0,8	1,0
Kanada	3,3	2,9	2,8	2,9	2,7	1,8	2,2	2,1	2,3	2,4
Australien	3,6	2,7	2,7	3,6	3,4	2,3	2,7	3,5	3,0	3,3
Neuseeland	4,2	2,1	1,8	1,8	2,0	2,3	3,1	3,4	2,7	2,7
Schweiz	2,3	1,9	3,0	2,1	1,7	0,8	1,2	1,1	1,2	1,5
Rußland	7,2	6,4	6,4	5,6	5,1	10,9	12,7	9,7	9,1	8,0
Türkei	8,9	7,4	5,3	4,4	5,5	8,6	8,2	9,8	8,8	6,0
Indien	8,5	8,5	8,0	7,2	6,8	3,8	4,2	5,8	5,0	4,5
China	10,1	10,2	10,3	9,4	8,9	3,9	1,8	1,3	1,9	2,2
Asien ohne Japan	7,1	6,6	6,8	6,4	6,0	3,9	3,7	4,0	3,7	3,5
Brasilien	4,9	2,3	3,0	3,2	3,5	6,6	6,9	4,3	4,1	4,0
Lateinamerika	5,8	4,3	4,5	3,6	3,5	6,5	6,4	5,6	5,2	5,0

BIP Deutschland arbeitstäglich bereinigt

Quelle: Helaba Volkswirtschaft ■

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