Helaba **Volkswirtschaft/Research**



Dezember 2007

Kapitalmarktausblick 2008: „Wachstums-Inflations-Rochade“

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen

Herausgeber:

Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale
Volkswirtschaft/Research
Redaktion Chefvolkswirtin/Leitung Research 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
Chefvolkswirtin/Leitung Research

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

fragen Sie sich auch manchmal, warum es so viele Volkswirte gibt, die meistens auch noch unterschiedlicher Meinung sind? Die Antwort darauf könnte aus der Schöpfungsgeschichte abgeleitet werden: Am ersten Tag schuf Gott die Sonne. Worauf der Teufel nachzog und den Sonnenbrand schuf. Am zweiten Tag schuf Gott den Wein und der Teufel schuf den Kater. Am dritten Tag schuf Gott einen Volkswirt. Was für eine Herausforderung für den Teufel! Er dachte lange nach, und schließlich schuf er einen ... zweiten Volkswirt.

Dieses Bonmot greift die Herausforderung auf, der sich alle Volkswirte stellen müssen. Die konjunkturellen Einflussfaktoren weisen häufig in unterschiedliche Richtungen. So ist es nicht wirklich überraschend, dass das Spektrum der Konjunkturszenarien meist eine große Varianz aufweist. Um Ihnen die Mühen zu ersparen, sich alle Meinungen von allen Volkswirten einzuholen, haben wir für Sie - wie auch im vergangenen Jahr - die drei wahrscheinlichsten Investmentszenarien durchgespielt.

In diesem Jahr ist die Ausgangssituation für einen Prognostiker besonders schwierig. Dadurch, dass die Subprime-Krise zu einer Vertrauenskrise führte, befinden sich die Märkte in einem gewissen Ausnahmezustand. Somit sind die Auswirkungen der Krise auf die Realwirtschaft sowohl in zeitlicher als auch materieller Hinsicht extrem schwer abzuschätzen.

Zweifelsohne ist das Risiko eines Übergreifens der Liquiditätskrise auf die Realwirtschaft nicht von der Hand zu weisen. Allerdings sind die Chancen für eine Erholung der US-Konjunktur im zweiten Halbjahr durch ein weltweit asynchrones Wachstum deutlich höher einzuschätzen. Somit gewichten wir das Hauptszenario „Wachstums-Inflations-Rochade“ mit 60 %. In der relativ hohen Gewichtung unseres Alternativszenarios „Stagnation“ mit 30 % kommt zum Ausdruck, dass die Auswirkungen der Subprime- und Liquiditätskrise auf die Realwirtschaft auch deutlich höher ausfallen könnten.

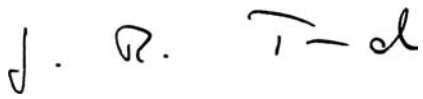
Vielleicht können Sie sich noch an unseren Jahresausblick 2007 mit dem Titel „Kapitalmärkte zwischen Boom und Bust“ erinnern. Unser damaliges Hauptszenario „Stagflation Light“ sollte verdeutlichen, dass es im Laufe dieses Jahres „etwas weniger Wachstum bei etwas mehr Inflation“ geben würde. Genau da sind wir jetzt angekommen. Auch im nächsten Jahr wird uns dieses Thema weiter begleiten. In unserem aktuellen Hauptszenario „Wachstums-Inflations-Rochade“ tauschen Wachstums- und Inflationssorgen im Laufe des nächsten Jahres ihre Positionen.

Die aktuelle Krise vermag vielleicht auch unseren Blick hinsichtlich der Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft trüben. So ist es durchaus möglich, dass es auch besser kommen kann. Diesem Szenario „Wachstum pur“ messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % bei.

Eigentlich sollte mit diesen drei Szenarien das Spektrum für 2008 weitgehend abgedeckt sein. Allerdings schenkt uns der Teufel hin und wieder noch einen weiteren Volkswirt mit mindestens einer zusätzlichen Meinung. Sollte sich in den kommenden Woche die Vertrauenskrise zuspitzen, ist nicht auszuschließen, dass die großen Notenbanken dieser Welt in einer konzertierten Aktion die Zinsen senken – so wie am 18. September 2001 als ebenfalls außergewöhnliche Rahmenbedingungen herrschten. Dieses Szenario würde jedoch nur temporär die anderen Szenarien überlagern. Für das Gesamtjahr 2008 bleiben die ursprünglich aufgeführten Varianten bestehen.

Ein erfreuliches und erfolgreiches Jahr 2008 wünscht

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/Leitung Research

Inhalt

		Seite
	Zusammenfassung	**7**
1	**Rückblick 2007 mit Kassensturz**	**8**
2	**Der Markt und das Jahr 2008**	**9**
3	**Die Helaba-Prognosen**	**10**
3.1	Hauptszenario: “Wachstums-Inflations-Rochade” (60% Eintrittswahrscheinlichkeit)	10
3.2	Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen	11
3.3	Alternativszenario „Stagnation“ (30 % Eintrittswahrscheinlichkeit)	12
3.4	Alternativszenario „Wachstum pur“ (10 % Eintrittswahrscheinlichkeit)	13
4	**Asset-Allokation 2008**	**14**
4.1	Hauptszenario „Wachstums-Inflations-Rochade“: Aktien schlagen Renten knapp	14
4.2	Alternativszenario „Stagnation“: Langlaufende Euro-Staatsanleihen attraktiv	15
5	**Wieso, weshalb, warum?**	**16**
5.1	Emerging Markets auf solidem Wachstumspfad	16
5.2	Abkopplung, aber keine Immunität	17
5.3	US-Wirtschaft schrammt an einer Rezession vorbei	18
5.4	Geldpolitik und Rentenmärkte	20
5.5	Deutschlands Binnenkonjunktur im Vormarsch	22
6	**Tabellarische Prognoseübersicht**	**26**
6.1	Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen	26
6.2	Ausblick Deutschland im Detail	27
6.3	Ausblick USA im Detail	27

Redaktionsschluss: 28. November 2007

Notizen

Zusammenfassung

Autoren:

Dr. Gertrud R. Traud
Claudia Windt

unter Mitarbeit von:
Barbara Bahadori
Ulf Krauss
Dr. Stefan Mütze
Heinrich Peters
Ulrich Rathfelder
Markus Reinwand

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

Die Rochade ist ein spezieller Zug im Schach, bei dem König und Turm gleichzeitig ihre Position verändern. In unserem Hauptszenario tauschen Wachstums- und Inflationssorgen im Verlauf des kommenden Jahres ihre Positionen.

Bis ins Frühjahr hinein wird ein schwaches **Wachstum in den USA** dafür sorgen, dass Rezessionsängste etwaige Inflationsbefürchtungen kompensieren und das Lager der Wachstumspessimisten die Oberhand hat. Während sich die **Wachstumskräfte in der Eurozone** "nur" auf Potenzial abschwächen, stehen die USA im ersten Halbjahr durch die anhaltende Krise am Immobilienmarkt, engere Finanzierungskonditionen für Konsumenten und Produzenten sowie Rekordpreise für Öl vor einer signifikanten Wachstumsschwäche. Die robuste Weltwirtschaft, eine expansive Ausrichtung der US-Fiskalpolitik im Wahljahr 2008 sowie die Lockerungsschritte der Fed werden die US-Konjunktur soweit flankieren, dass eine Rezession vermieden werden kann. Mitte 2008 dürfte die US-Wirtschaft das Schlimmste überstanden haben.

In der zweiten Jahreshälfte 2008 rücken dann die Inflationssorgen in den Vordergrund. Die anhaltend hohen Preise für Energie und Lebensmittel halten den **inflationären Druck** aufrecht. Zudem läuft der Disinflationseffekt der Globalisierung aus. So kämpfen viele aufstrebende Volkswirtschaften – allen voran China – mit steigenden Inflationsraten. Darüber hinaus droht eine Verfestigung und Beschleunigung der Kerninflationsraten aufgrund der weiterhin ausgelasteten Kapazitäten sowie steigender Lohnstückkosten.

Der **EUR-USD Wechselkurs** wird zum Jahreswechsel ein neues Allzeithoch von 1,50 ausloten. Diese Dollar-Schwäche wird sich noch bis zur Jahresmitte 2008 fortsetzen, allerdings ist keine weitere signifikante Abwertung mehr gegenüber dem Euro zu erwarten. Einerseits ist der „faire Wert“ bereits deutlich überschritten, andererseits werden 2008 andere Währungen einen größeren Anteil der Anpassungslast tragen.

Die **Rentenmärkte** preisen derzeit eine deutliche Abschwächung in den USA ein. Auch weitere Zinssenkungen der US-Notenbank sind bereits eskomptiert. Somit ist das Potenzial begrenzt. Zwar können die Renditen diesseits und jenseits des Atlantiks zum Jahreswechsel noch bis auf 3,9 % fallen, allerdings zieht die hohe Bewertung dann einen Boden ein. Mitte des nächsten Jahres werden schwindende Wachstumsbedenken sowie wieder aufkommende Inflationssorgen zu einem Anstieg der Zinsen führen: 10-jährige US-Staatsanleihen steigen bis Jahresende 2008 auf 4,8 %; 10jährige Bundesanleihen erreichen wieder die Marke von 4,5 %.

Die Kurskorrekturen eröffnen neue Chancen am **Aktienmarkt**. Bereits in der ersten Jahreshälfte sollten die Aktienmärkte die nachfolgende Überwindung der Wachstumsschwäche preisen. Für den DAX ergibt sich aus fundamentaler Sicht ein Potenzial bis auf 8.600 Punkte. In der zweiten Jahreshälfte werden Inflationssorgen die Kursentwicklung jedoch etwas bremsen.

Szenario	Wahrscheinlichkeit	BIP	Preise	Euro	Rentenmarkt	Aktienmarkt
Wachstums-Inflations-Rochade	60%	↘ ↗	↗	↘	↘	↗

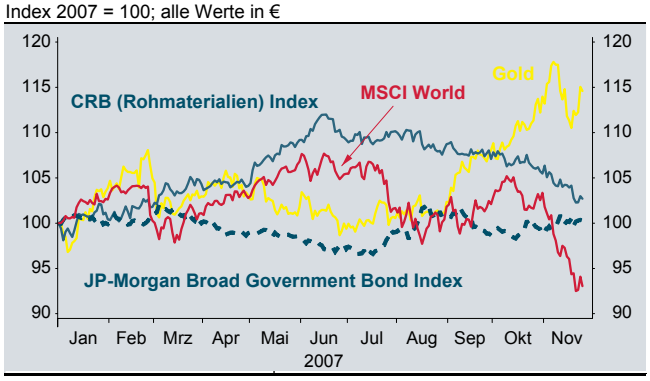
1 Rückblick 2007 mit Kassensturz

Kapitalmärkte 2007 zwischen „Boom“ und „Bust“

Im ersten Halbjahr 2007 setzten Aktien ihren 2003 begonnenen Aufwärtstrend fort und erreichten dabei wieder langjährige Höchststände. Rentenanleger hatten hingegen bis Jahresmitte nichts verdient, sie lagen in der Performance sogar leicht im negativen Terrain. Ein grundlegend verändertes Bild bot sich in der zweiten Jahreshälfte: Steigende Zahlungsausfälle bei US-Hypothekenschuldnern mit geringer Bonität (Subprime) führten zu einer Liquiditäts- und Vertrauenskrise. Aber nicht nur am Kreditmarkt (Spreads) wurden Risiken einer Neubewertung unterzogen, sondern auch die Aktienmärkte gerieten unter Druck. Staatsanleihen profitierten als "Safe Haven" von der Krise, da selbst Pfandbriefe derzeit mit spürbaren Risikoaufschlägen gehandelt werden.

Schwieriges Aktienjahr 2007 und Gold als Überflieger

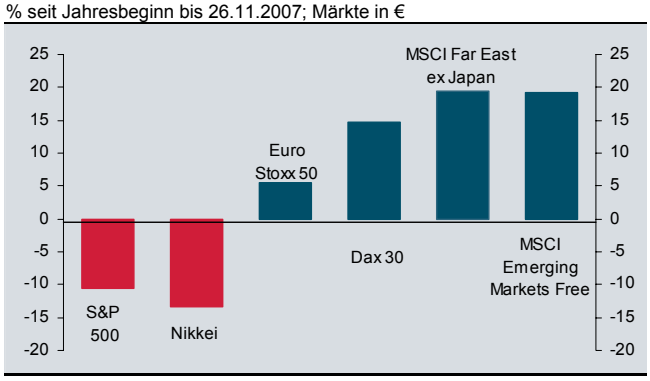
Index 2007 = 100; alle Werte in €



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Regionale Allokation entscheidet über Aktienmarktgewinn

% seit Jahresbeginn bis 26.11.2007; Märkte in €



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldmarkt im Vergleich zu Renten z.T. besser

Mit der Aufteilung eines Vermögens zwischen Aktien und Renten (bzw. Geldmarktanlagen) trifft ein Investor gewöhnlich die wichtigste strategische Anlageentscheidung. Im laufenden Jahr war dies nicht ausreichend: Bis dato (26.11.2007) lieferten sich Geldmarkt und Renten ein enges Rennen: Die Rentenperformance lag mit rund 4,0 % (REX) - bei deutlich höherer Volatilität - nur unwesentlich über einer Anlage am Geldmarkt (3,6 %). Investierte der Rentenanleger hingegen in Pfandbriefe (PEX) betrug die Performance nur 2,7 % und lag damit merklich unter einer Geldmarktanlage.

Aktienmärkte mit großer Divergenz

Ähnliches gilt für Aktien:. Eine Investition in Dividendenwerte allein war nicht der Schlüssel zum Erfolg. Vielmehr war entscheidend, in welche Aktienmärkte die Allokation erfolgte. Aus deutscher Sicht ist ein typischer Anleger in europäische Standartaktien investiert und hat eventuell einen "Home Bias" in DAX-Werten. Die Performance des Investments im EURO-STOXX50 lag bislang bei 5,6 % bzw. die des DAX bei 14,7 %. Folgte der Anleger den wohlbegründeten Regeln einer internationalen Diversifikation, erlitt er in den Kernmärkten USA und Japan Verluste in Höhe von 10,5 % (S&P500; in €) bzw. 13,4 % (Nikkei; in €). Bei einer noch konsequenteren Befolgung der Streuungsregel waren in Teilmärkten hingegen Aktienerträge von weit über 20 % möglich. Gemessen an den in einigen Portefeuilles als Beimischung vertretenen Regionen "Far East ex Japan" bzw. "Emerging Markets" lag die €-Performance der MSCI-Indices bei jeweils über 19 %.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Aktien- bzw. Rentenquote in 2007 allein kein verlässlicher Indikator für das erzielte Ergebnis darstellte. In einem ausgewogenen Portefeuille waren dennoch Aktien erneut die bessere Wahl, auch wenn der Performancevorsprung zu Renten in den letzten Tagen deutlich verfallen ist. Weitere "Gewinner" in 2007 seien nur kurz erwähnt: Einige Rohstoffe, Öl, der EURO und auch Gold war gesucht wie lange Zeit nicht mehr.

2 Der Markt und das Jahr 2008

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 entsprechenden Wahrscheinlichkeit zu versehen. Auch wir haben für das Jahr 2008 Investmentszenarien entwickelt. Diese werden Ihnen in Kapital 3 vorgestellt. Zur Standortbestimmung wird kurz auf die aktuelle Meinung an den Märkten eingegangen.

Wachstumslokomotive streikt – Umstieg auf viele kleine Omnibusse?

Stabilisator Weltwirtschaft?

Anders als im vergangenen Jahr besteht unter den Marktteilnehmern derzeit in einem Punkt weitgehend Einigkeit: Das Wachstum der Weltwirtschaft wird 2008 an Dynamik verlieren. Allerdings ist strittig, in welchem Ausmaß. Einerseits wird über die unterschiedlich verlaufenden globalen Konjunkturzyklen argumentiert, die einen hinreichenden Schutz vor einer globalen Rezession bieten könnten. Andererseits wird die Meinung vertreten, dass die wirtschaftliche Schwäche der USA den Rest der Welt in den wirtschaftlichen Abgrund stürze. Auch hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Eurozone besteht kein Konsens: Greift die Immobilienkrise auf Spanien oder Frankreich über? Kann Deutschland sein Potenzialwachstum halten und sich endlich mal wieder auf eine stärkere Binnenwirtschaft verlassen?

Neue Inflationsbewertung am Kapitalmarkt?

Derzeit sind sich die meisten Marktteilnehmer einig, dass Inflation aufgrund steigender Energie- und Lebensmittelpreise wieder ein Thema ist. Kontrovers wird hingegen diskutiert, ob die konjunkturelle Abschwächung die Inflationsrisiken wieder in den Hintergrund drängen kann, oder ob Inflation sich zu einem neuen Megatrend entwickelt. In der Folge erwachen Fragen der Verteilung des Volkseinkommens und auch die Deutsche Bundesbank sorgt sich über das Ausmaß der weiteren preislichen Entwicklung.

Geldpolitische Tauben und Falken

Unterschiedliche geldpolitische Erwartungen

Die Wachstums-Inflations-Kontroverse setzt sich in den geldpolitischen Erwartungen fort: Für die USA haben die Wachstumspessimisten die Oberhand und erwarten von der Fed weitere Leitzinssenkungen bis auf 3,75 %. Hingegen rechnet die kleine Minderheit der Inflationspessimisten für die USA mit einem unveränderten Leitzins von 4,5 %. Das Spektrum der Erwartungen an die Geldpolitik der EZB ist deutlich enger. Die Markterwartungen spiegeln eine überwiegend unveränderte Geldpolitik mit einem Refinanzierungssatz von 4 % wider. Lediglich eine Minderheit rechnet gegenwärtig mit weiteren Zinsveränderungen von plus bzw. minus 25 Basispunkten.

3 Die Helaba-Prognosen

Hauptszenario mit 60 %

Das Risiko einer US-Rezession ist nicht unwesentlich. Allerdings sind die Chancen für eine Erholung der US-Konjunktur im zweiten Halbjahr durch ein weltweit asynchrones Wachstum deutlich höher einzuschätzen. Somit gewichten wir das Hauptszenario „Wachstums-Inflations-Rochade“ mit 60 %. In der relativ hohen Gewichtung unseres Alternativszenarios „Stagnation“ mit 30 % kommt zum Ausdruck, dass die Auswirkungen der „Subprime“- und Liquiditätskrise im Bankensektor auch auf die Realwirtschaft überschwappen könnten.

Dagegen wollen wir mit einer Gewichtung von nur 10 % unseres Alternativszenarios „Wachstum pur“ hervorheben, dass wir die Wahrscheinlichkeit einer positiven Wachstumsüberraschung aus den USA für gering halten. Schließlich belastet im gegenwärtigen schwierigen Umfeld der Kreditmarktkrise zusätzlich noch der hohe Ölpreis. Allerdings sollte die hohe Widerstandsfähigkeit der USA niemals unterschätzt werden.

Investmentszenarien 2008

Szenario	Wahrschein-lichkeit	BIP	Preise	Euro	Renten-markt	Aktien-markt
"Wachstums- und Inflations-Rochade"	60%	↘↗	↗	↘	↘	↗
"Stagnation"	30%	↓	↘	↑	↑	↓
"Wachstum pur"	10%	↑	→	↓	→	↑

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

3.1 Hauptszenario: “Wachstums-Inflations-Rochade” (60% Eintrittswahrscheinlichkeit)

Inflation erobert „Wachstumsposition“

Die Rochade ist der einzig zulässige Doppelzug im Schach, bei dem unter bestimmten Voraussetzungen König und Turm gleichzeitig ihre Position verändern. Im übertragenen Sinne ist unter einer Rochade ein Ämtertausch oder allgemeiner ein Positionswechsel zu verstehen. In dem Hauptszenario tauschen Wachstums- und Inflationssorgen im Laufe des nächsten Jahres ihre Positionen: Bis ins Frühjahr hinein wird ein schwaches Wachstum in den USA dafür sorgen, dass Rezessionsängste etwaige Inflationsbefürchtungen kompensieren und das Lager der Wachstumspessimisten die Oberhand behält. Mit einer Stabilisierung und Erholung der US-Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2008 rücken dann die Inflationsrisiken wieder in den Vordergrund. Dies ist typisch für den spätzyklischen Konjunkturverlauf, indem der Inflation eine immer größere Bedeutung zukommt.

- **BIP:** Während sich die Wachstumskräfte in der Eurozone „nur“ auf Potenzial abschwächen, stehen die USA im ersten Halbjahr vor einer signifikanten Wachstumsverlangsamung. Gründe sind die anhaltende Immobilienrezession, engere Finanzierungskonditionen sowie die Rekordpreise für Öl. Diese wird nicht nur den bestehenden Rezessionsängsten neue Nahrung geben, sondern die Fed zu einer weiteren Zinssenkung von insge-

samt 50 Basispunkten (Bp) veranlassen. Eine expansive Ausrichtung der US-Fiskalpolitik im Wahljahr 2008 sowie die Lockerungsschritte der Fed werden die Konjunktur jedoch soweit flankieren, dass eine Rezession vermieden werden kann. Des weiteren unterstützt eine robuste Weltwirtschaft, die sich von den negativen Vorgaben der USA abkoppelt. Insbesondere kommen aus Asien (Olympische Sommerspiele in China) kräftige Impulse. Jedoch auch Europa hat sich mittlerweile wieder zu einem Wachstumszentrum entwickelt. Mitte 2008 dürfte die US-Volkswirtschaft das Schlimmste überstanden haben.

- **Preise**: Im ersten Halbjahr ebbt der Inflationsdruck zyklisch bedingt leicht ab, bleibt aber im Trend bestehen. Die anhaltend hohen Preise für Rohstoffe, Energie und Lebensmittel treiben diesen Prozess weiter an. Zudem läuft der Disinflationseffekt der Globalisierung aus. So kämpfen die Emerging Markets mit stark ansteigenden Inflationsraten. Allen voran China entpuppt sich mehr und mehr zu einem Inflationsexporteur. Dieser Effekt wird in den USA durch die Dollarschwäche noch verstärkt. Mitte 2008 zeichnet sich darüber hinaus eine Verfestigung und Beschleunigung der Kerninflationsraten aufgrund der ausgelasteten Kapazitäten sowie steigenden Lohnstückkosten ab. Dies gilt sowohl für die USA als auch für den Euroraum.

- **Euro**: Die temporäre Wachstumsschwäche der USA verbunden mit Zinssenkungen der US-Notenbank stellen derzeit ein erhebliches Belastungspotenzial für den US-Dollar dar. Zum Jahreswechsel 07/08 ist ein Überschreiten der Marke von 1,50 Dollar/Euro wahrscheinlich. Zwar wird sich die Dollar-Schwäche noch bis zur Mitte 2008 fortsetzen, allerdings ist keine weitere signifikante Abwertung mehr gegenüber dem Euro zu erwarten. Einerseits ist der „faire Wert“ bereits deutlich überschritten, andererseits werden 2008 andere Währungen einen größeren Anteil der Anpassungslast tragen. Für die zweite Jahreshälfte ist vor dem Hintergrund einer wieder erstarkenden US-Wirtschaft mit einer Erholung des Dollar bis auf 1,35 zu rechnen.

3.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen

	aktueller Stand*	Q1/2008	Q2/2008	Q3/2008	Q4/2008
Zinsen USA					
Federal Funds Rate	4,50%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
3-Monats-US-Libor	5,05%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%
10-jähr. Treasuries	3,97%	3,90%	4,20%	4,60%	4,80%
Zinsen Eurozone					
EZB Mindestbietungssatz	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
3-Monats-Euribor	4,71%	4,30%	4,30%	4,20%	4,20%
10-jähr. Bundesanleihen	4,04%	3,90%	4,20%	4,40%	4,50%
Währungen					
US-Dollar je Euro	1,49	1,48	1,45	1,40	1,35
Aktien					
DAX	7567	8400	8600	8300	8500

* 28.11.2007

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

- **Rentenmärkte:** Die Rentenmärkte preisen derzeit eine deutliche Abschwächung in den USA ein. Auch weitere Zinssenkungen der US-Notenbank sind bereits eskomptiert. Somit ist das Potenzial begrenzt. Zwar können die Renditen diesseits und jenseits des Atlantiks zum Jahreswechsel noch bis auf 3,9 % fallen, allerdings zieht die hohe Bewertung dann einen Boden ein. Mitte des nächsten Jahres wird die „Wachstums-Inflations-Rochade“ zu einem Anstieg der Zinsen führen: 10-jährige US-Staatsanleihen steigen bis Jahresende 2008 auf 4,8 %; 10-jährige Bundesanleihen erreichen wieder die Marke von 4,5 %.

- **Aktienmärkte**: Die Kurskorrekturen eröffnen neue Chancen am Aktienmarkt. Bereits in der ersten Jahreshälfte sollten die Aktienmärkte die nachfolgende Überwindung der Wachstumsschwäche preisen. Für den DAX ergibt sich aus fundamentaler Sicht ein Potenzial bis auf 8.600 Punkte. In der zweiten Jahreshälfte werden Inflationssorgen die Kursentwicklung jedoch etwas bremsen.

3.3 Alternativszenario „Stagnation“ (30 % Eintrittswahrscheinlichkeit)

US-Wirtschaft in der Rezession; Weltwirtschaft in der Stagnation

Das Alternativszenario „Stagnation“ beschreibt die Auswirkungen einer US-Rezession mit negativen Folgen für die Weltwirtschaft. Der sektorale Schock am US-Immobilienmarkt zusammen mit der Liquiditätsverknappung greift auf die Gesamtwirtschaft über. Die Banken schränken ihre Kreditvergabe drastisch ein. Infolgedessen fehlt Produzenten und Konsumenten der Liquiditätsspielraum für Ausgaben. Die mangelnde Nachfrage wird den Investitionszyklus der Unternehmen unterbrechen, was zugleich den Arbeitsmarkt und damit den Konsum in Mitleidenschaft zieht. Der Schock am Arbeitsmarkt zusammen mit dem negativen Vermögenseffekt am Immobilienmarkt zwingt die Haushalte zu einer kräftigen Erhöhung ihrer Sparquote. Mit dem Ausfall der US-Wirtschaft verliert die Weltwirtschaft einen wichtigen Treiber.

- **BIP:** Der Nachfrageeinbruch in den USA drückt das Wirtschaftswachstum unter die Nulllinie; Japan schlittert in eine Rezession. Das Wachstum der Weltwirtschaft kann den Nachfrageausfall der beiden größten Volkswirtschaften nicht kompensieren und kühlt sich merklich ab. Auch die Eurozone kann ihr Potenzialwachstum nicht halten, da große Teile der weltwirtschaftlichen Impulse entfallen. Dies wirkt sich negativ auf die Binnennachfrage aus: Sie stagniert und ist nicht in der Lage, den externen Ausfall zu kompensieren.

- **Preise**: Mit der Rezession reduzieren sich die Inflationssorgen. Weniger stark steigende Lohnstückkosten, rückläufige Kapazitätsauslastung sowie eine abnehmende gesamtwirtschaftliche Nachfrage dürften den Preisdruck in den Volkswirtschaften dies- und jenseits des Atlantiks reduzieren. Darüber hinaus wirkt das Platzen der US-Vermögenspreisblase am Immobilienmarkt deflationär.

- **Euro**: Der Nachfrageeinbruch in den USA bewirkt eine Flucht aus dem Dollar. Folglich dürfte sich der US-Dollar in einer breiten Abwärtsbewegung nicht nur gegenüber dem Euro, sondern auch gegenüber den asiatischen Märkte befinden. Ein Euro-Dollar-Kurs von 1,60 und mehr ist wahrscheinlich und selbst eine Währungskrise kann nicht ausgeschlossen werden. Insbesondere die Carry-Trades sowie deren Auflösung könnten zu zusätzlichen Verwerfungen führen.

- **Rentenmärkte**: Eine stagnierende Wirtschaft sowie abnehmende Inflationssorgen werden zu einem kräftigen Rückgang der Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen führen. Die Fed dürfte daraufhin die Leitzinsen bis auf 2 % senken. Ebenso wird die EZB einer weiteren Euroaufwertung mit Zinssenkungen begegnen. Der Refinanzierungssatz könnte bis

auf 2,5 % reduziert werden. Im Zuge dessen ist durchaus vorstellbar, dass die Rentenmärkte ihre Zinstiefs aus dem Jahr 2005 wieder ansteuern.

- **Aktienmärkte:** In diesem rezessiven Umfeld werden die Unternehmensgewinne spürbar nachgeben. Die Risikoaversion verstärkt sich weiter und führt zu einem Ausverkauf an den Aktienmärkten weltweit. Der DAX fällt dabei deutlich unter die 7.000-Punkte-Marke.

3.4 Alternativszenario „Wachstum pur“ (10 % Eintrittswahrscheinlichkeit)

Widerstandsfähige US-Wirtschaft überrascht Marktteilnehmer

Das US-Wachstum zeigt sich widerstandsfähiger, als derzeit von den Märkten antizipiert wird. Zudem bleibt das Wachstum der Weltwirtschaft hoch. Gleichzeitig halten Investitionen und Außenhandel die Steigerungsraten des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland als auch im Euroraum über dem Potenzialpfad. Trotz der ausgelasteten Kapazitäten, einer prosperierenden Weltwirtschaft und Druck von Seiten der Lohnstückkosten bleibt das Inflationsrisiko überschaubar. Vielmehr sorgt eine deutliche Entspannung auf Seiten der Energie- und Lebensmittelpreise für eine Entlastung. Die Fed und die EZB halten demzufolge ihre Leitzinsen im kommenden Jahr unverändert.

- **BIP:** Die entscheidenden Impulse stammen in den USA von der privaten Nachfrage. Diese Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage mündet in einer kräftigen Wachstumsakzeleration. Trotz der Krise am Kreditmarkt sowie einer Vermögenserosion über die sinkenden Immobilienpreise weist der amerikanische Konsument keine signifikanten Änderungen in seiner Konsum-Sparentscheidung auf. Eine kräftige Entspannung der Benzinpreise sorgt zudem für positive Impulse. Die Verspannungen am Geldmarkt lösen sich ebenso auf, wie der negativen Einfluss der Immobilienrezession auf die Gesamtwirtschaft schwindet. Die Eurozone und Deutschland profitieren von dem Wiedererstarken der globalen Nachfragekräfte.

- **Preise**: Der Aufschwung der globalen Nachfragekräfte wird den herrschenden Inflationsdruck weiter aufrecht erhalten. Allerdings ist eine Entlastung von Seiten der Energie- und Lebensmittelpreise zu erwarten. Dessen ungeachtet ist mit keiner Beschleunigung der Inflationserwartungen zu rechnen. Vielmehr zeigen sich diese gut verankert in dem Glauben, dass die Globalisierung weiterhin Preisüberwälzungsspielräume verhindert, flankiert von der soliden Reputation der großen Notenbanken.

- **Euro**: Der US-Dollar wird durch den unerwarteten Wachstumsschub in den USA beflügelt, während die konjunkturelle Phantasie für den Euro ausgereizt ist. Es folgen Umschichtungen aus den Euroraum in den Dollarraum, zumal die haussierenden US-Kapitalmärkte die Attraktivität von Dollaranlagen erhöhen.

- **Rentenmärkte**: Die langfristigen Zinsen bewegen sich im Einklang mit den soliden Wachstumserwartungen. Gleichzeitig verhindern die gut verankerten Inflationserwartungen einen deutlichen Anstieg der Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen. Auf Jahressicht ist mit einer Seitwärtsbewegung der Rentenmärkte zu rechnen.

- **Aktienmärkte:** Das Wachstum der Unternehmensgewinne wird sich weiterhin im zweistelligen Bereich bewegen. Der Risikoappetit der Anleger nimmt wieder spürbar zu und führt zu einer Bewertungsexpansion bei Aktien. Nach der laufenden Korrektur setzen die Aktienmärkte die Hausse fort. In diesem Szenario wird der DAX die 9.000-Punkte-Marke überschreiten.

4 Asset-Allokation 2008

4.1 Hauptszenario „Wachstums-Inflations-Rochade“: Aktien schlagen Renten knapp

Dividendentitel vornehmlich zu Lasten von Liquidität übergewichten

Im kommenden Jahr wird die US-Wirtschaft zügig ein Tief ausbilden und die Geldpolitik in den G7-Ländern per Saldo locker ausfallen. Somit bieten Aktien aus den Industrieländern – nach einem insgesamt schwierigen Jahr 2007 – nicht nur unter Bewertungsgesichtspunkten, sondern auch aus zyklischen Gründen im Vergleich zu den anderen Asset-Klassen recht interessante Chancen. Andererseits versprechen Renten in dieser Phase des Übergangs noch eine relativ ansehnliche Jahresperformance, insbesondere mit Blick auf die risikoadjustierten Ertragserwartungen. Dennoch warten Aktien mit einer attraktiveren Ertrag/Risiko-Relation für das Gesamtjahr 2008 auf, die bei allgemein wieder zunehmendem Risikoappetit auch wachsende Aufmerksamkeit erfahren dürfte. Wir empfehlen daher eine leichte Übergewichtung von Aktien im kommenden Jahr. Im Gegenzug sollten Liquidität und kurzlaufende Euro-Renten sowie in gewissem Maße auch Ultralangläufer unter Benchmark-Niveau dotiert werden.

Portfolio-Empfehlungen für das Hauptszenario* „Wachstums-Inflations-Rochade“

Portfoliostrukturen in %, nach Risikoneigung

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
Renten	1-3j.	20,5	16,9	-3,5	16,4	12,8	-3,6	12,3	8,9	-3,4
	3-5j.	14,4	13,5	-0,9	11,5	10,2	-1,3	8,6	7,1	-1,5
	5-7j.	12,0	14,1	2,1	9,6	10,7	1,1	7,2	7,4	0,2
	7-10j.	14,9	16,2	1,3	11,9	12,3	0,3	9,0	8,5	-0,4
	> 10j.	13,2	12,9	-0,3	10,6	9,8	-0,8	7,9	6,8	-1,1
Aktien	Euro Stoxx 50	20,0	22,8	2,8	17,5	16,7	-0,8	25,0	23,6	-1,4
	S&P 500	-	-	-	7,0	14,2	7,2	10,0	20,1	10,1
	Nikkei 225	-	-	-	3,5	2,6	-0,9	5,0	3,6	-1,4
	FTSE 100	-	-	-	3,5	4,7	1,2	5,0	6,7	1,7
	SMI	-	-	-	3,5	2,6	-0,9	5,0	3,7	-1,3
Liquidität	3M EUR	5,0	3,5	-1,5	5,0	3,5	-1,5	5,0	3,5	-1,5

*Eintrittswahrscheinlichkeit des Hauptszenarios 60 %
BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der BM
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wende beim US-Dollar prägt Länderallokation ...

Der US-Dollar wird sich mittelfristig vor allem angesichts einer sich abzeichnenden Rückbildung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erholen. Bereits im kommenden Jahr locken deshalb signifikante Währungsgewinne bei Dollaranlagen. In lokaler Währung sind unsere Performance-Erwartungen für Aktien zwar regional recht ausgeglichen. Für risikobewusste bzw. spekulativ eingestellte Anleger empfiehlt sich dennoch ein relativ hoher Anteil an US-Aktien im Portfolio.

Rohstoff-Diversifiziertes Portfolio für das Hauptszenario* „Wachstums-Inflations-Rochade“

Portfoliostrukturen in %

		BM	PF	Δ BM
Renten	iBoxx	40,0	39,1	-0,9
Aktien	international*	35,0	41,3	6,3
Rohstoffe	CRB	10,0	8,2	-1,8
	Gold	10,0	7,9	-2,1
Liquidität	3M EUR	5,0	3,5	-1,5

*Eintrittswahrscheinlichkeit des Hauptszenarios 60 %
BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der BM
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

... und Dotierung der Alternativen Investments Rohstoffe/Gold

Mit dem Ende der Dollarschwäche und dem Abebben der Krise im Finanzsektor werden 2008 wesentliche Preistreiber bei Energierohstoffen und vor allem bei Gold wegfallen. Bei beherrschbaren geopolitischen Risiken sollte daher eine sichtbare Preisberuhigung eintreten (Brent: 85 $/b, Gold 750 $/Feinunze). Auf Euro-Basis wird somit auch im kommenden Jahr der Ertragsbeitrag von Rohstoffen eher bescheiden ausfallen (CRB-Rohstoffindex per Nov. 2007: rd. 5 %), bei Gold sogar leicht negativ sein. Auch angesichts der hohen Schwankungsanfälligkeit sollten diese beiden Alternativen Investments im Rohstoff-Diversifizierten Portfolio mit Einjahreshorizont zu Gunsten von internationalen Aktien leicht untergewichtet werden.

4.2 Alternativszenario „Stagnation“: Langlaufende Euro-Staatsanleihen attraktiv

Negative Gewinnperspektiven und erhöhte Risikoaversion werden im Alternativszenario „Stagnation“ Aktien erheblich unter Druck setzen. Angesichts einer ausgeprägten Konjunkturschwäche ist mit deutlichen Zinssenkungen zu rechnen. Sowohl Aktien als auch Liquidität, Kurzläufer und Dollaranlagen wären rein unter Performancegesichtspunkten im Vergleich zu langlaufenden Euro-Staatsanleihen unattraktiv.

Übergewichtung von Euro-Langläufern auf Kosten von Aktien und Liquidität

Portfolio-Empfehlungen für das Alternativszenario* „Stagnation“

Portfoliostrukturen in %, nach Risikoneigung

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
Renten	1-3j.	20,5	19,4	-1,1	16,4	16,7	0,3	12,3	14,0	1,7
	3-5j.	14,4	15,4	1,0	11,5	13,2	1,7	8,6	11,1	2,5
	5-7j.	12,0	16,1	4,1	9,6	13,9	4,3	7,2	11,6	4,4
	7-10j.	14,9	18,6	3,6	11,9	16,0	4,0	9,0	13,4	4,4
	> 10j.	13,2	14,8	1,6	10,6	12,7	2,1	7,9	10,7	2,7
Aktien	Euro Stoxx 50	20,0	13,2	-6,8	17,5	12,1	-5,4	25,0	17,7	-7,3
	S&P 500	-	-	-	7,0	3,1	-3,9	10,0	4,6	-5,4
	Nikkei 225	-	-	-	3,5	3,3	-0,2	5,0	4,9	-0,1
	FTSE 100	-	-	-	3,5	1,7	-1,8	5,0	2,4	-2,6
	SMI	-	-	-	3,5	4,9	1,4	5,0	7,1	2,1
Liquidität	3M EUR	5,0	2,5	-2,5	5,0	2,5	-2,5	5,0	2,5	-2,5

*Eintrittswahrscheinlichkeit des Alternativszenarios „Stagnation“ 30 %
BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der BM
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

... sowie Rohstoffen

Unabhängig von der strukturell wachsenden realen Nachfrage wird es bei Rohstoffen auch in Zukunft zu markanten zyklischen Preisausschlägen kommen. Bei einer weltweiten Stagnation würde die zuletzt massiv ausgeweitete spekulative Nachfrage erhebliche Korrekturen der Rohstoffpreise auslösen. Rohstoffe und Gold sollten dann eindeutig unterproportional im Portfolio berücksichtigt werden.

Rohstoff-Diversifiziertes Portfolio für das Alternativszenario* „Stagnation“

Portfoliostrukturen in %

		BM	PF	Δ BM
Renten	iBoxx	40,0	52,0	12,0
Aktien	international*	35,0	29,5	-5,5
Rohstoffe	CRB	10,0	7,8	-2,2
	Gold	10,0	8,2	-1,8
Liquidität	3M EUR	5,0	2,5	-2,5

*Eintrittswahrscheinlichkeit des Alternativszenarios „Stagnation“ 30 %
BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der BM
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

5 Wieso, weshalb, warum?

5.1 Emerging Markets auf solidem Wachstumspfad

Hohe Wachstumsdynamik

Das Wachstum in den Schwellenländern ist 2007 genauso rasant wie 2006. Der konjunkturelle Höhepunkt wurde allerdings im zweiten Halbjahr 2007 überschritten. Die Dynamik wird sich 2008 und 2009 auf ein dauerhaft „gesünderes“ Tempo verlangsamen. Ohne ein schwächeres Momentum würden sich ansonsten die konjunkturellen Überhitzungsgefahren verstärken, was dann ab 2009 in einen abrupten Abschwung münden könnte.

Zudem rücken Inflationsrisiken in den Fokus der Emerging Markets, nachdem die Raten infolge deutlich höherer Agrarpreise und der überschäumenden Liquidität im Sommer 2007 in die Höhe geschnellt sind. Gleichwohl wird das gesamtwirtschaftliche Wachstum real dreimal so hoch bleiben wie in den fortgeschrittenen Ländern und damit das globale Wachstumsumfeld stabilisieren.

Wachstums-Champion China

China 2008: +10 %

China wird weiterhin der Champion bleiben. Bisher prägten die kräftige Zunahme der Investitionen und der Exporte die Dynamik. 2008 und 2009 dürften die Exporte verhaltener, die Importe dagegen weiter rasch zulegen, so dass der Wachstumsbeitrag der Außenwirtschaft gegen Null tendieren wird. Der inländische Konsum sowie die Investitionen werden dagegen kräftig zulegen. Ein knapp 10-prozentiges Jahreswachstum steht daher weiter in Aussicht.

Vermögenspreise noch gut abgesichert

Die Gefahr des Platzens einer Preisblase bei Vermögenswerten ist begrenzt. Im Unterschied zu Japan Ende der 80er Jahre hat China noch nicht das Ende des Wachstumszyklus erreicht. Die Immobilienpreise dürften durch die stetig steigende Nachfrage nach städtischem Wohnraum nach unten abgesichert sein. Die Aktien werden hauptsächlich von privaten Haushalten gehalten, die wegen der niedrigen Sparzinsen und mangels Anlagealternativen 2007 vermehrt Aktien erwarben, was die Aktienhausse auslöste. Zudem sind die Unternehmen noch vergleichsweise wenig von Aktienmarktfinanzierungen abhängig.

Die kräftig gestiegenen Vermögenswerte, nicht nur die Lohnsteigerungen beflügeln den privaten Konsum. Die Wachstumskräfte verlagern sich daher stärker auf die Inlandsnachfrage. Vice versa würden sich jedoch sinkende Aktienkurse künftig im Verbrauchsklima niederschlagen. Die im Sommer 2007 auf über 6 % gestiegene Inflationsrate wird 2008 wahrscheinlich deutlich zurückgehen, da der von den Nahrungsmittelpreisen ausgehende Preisdruck durch ein besseres Nahrungsmittelangebot nachlassen wird.

Indien auf Platz zwei der BRIC-Länder

Indien: Investitionsquote spürbar gestiegen

Die Wirtschaft Indiens ist im Unterschied zu China stärker vom Dienstleistungsbereich und weniger von der Industrie geprägt. Wegen der noch schwach entwickelten Exportbasis und der rasch zunehmenden Konsum- und Investitionsnachfrage ist daher auch die Leistungsbilanz als einzigem der BRIC-Länder defizitär. Dem raschen Wachstumsprozess mangelt es aber nicht an Kapital; die ausländischen Direktinvestitionen sind in den letzten Jahren sprunghaft gestiegen. Die Investitionsquote hat zudem mit über 30 % des BIP „asiatische“ Werte erreicht. Die Wachstumsdynamik wird bis 2009 leicht zurückgehen, zumal auch die Zentralbank zur Inflationsbekämpfung einen restriktiveren Kurs eingeschlagen hat. Indien wird jedoch mit einem zwischen 7 und 8 % liegenden Jahreswachstum vorerst unangefochten Platz 2 unter den BRIC-Ländern einnehmen.

Russland investiert und konsumiert, finanziert durch Energie

Russland: hohe Importnachfrage

Das russische Wirtschaftswachstum ist am stärksten vom privaten Verbrauch getragen. Die zweistellig expandierende Inlands- und Importnachfrage verschlechtert trotz des hohen Öl- und Gaspreisniveaus die Leistungsbilanz spürbar. Wegen des deshalb steigenden negativen Außenbeitrags wird sich das Wachstumstempo 2008 auf rd. 6 % verlangsamen. Solange die Energiepreise nicht deutlich fallen, kann sich Russland das Wirtschaftswachstum jedoch „leisten“ und aufgrund des hohen Bedarfs an Investitions- und Konsumgüter weiter große Nachfrage auf den globalen Gütermärkten entfalten. Um die Inflation zu zügeln, wird die Zentralbank jedoch das rasche Geldmengenwachstum trotz der Gefahr einer weiteren realen Rubelaufwertung eindämmen müssen.

Brasilien „erntet“ Glück nach restriktiver Geld- und Fiskalpolitik

Brasilien auf der Sonnenseite

Brasilien durchläuft auch bei einem relativ bescheidenen Wachstumstempo von etwa 4 % p.a. eine Glücksperiode. Eine diversifizierte, stärker exportorientierte Wirtschaftsstruktur und steigende Preise für Agrargüter bedingen einen Leistungsbilanzüberschuss und steigende Währungsreserven. Die Zeiten von Liquiditätskrisen sind weit entfernt. Die Früchte der restriktiven Geld- und Fiskalpolitik der vergangenen Jahre sind nun eine stabilere brasilianische Wirtschaft, die einen positiven Beitrag zur Weltkonjunktur leisten kann.

Osteuropa holt weiter auf

Osteuropa wächst doppelt so schnell wie West-EU Länder

Das BIP-Wachstum wird in Osteuropa wegen des langsameren Kreditwachstums, des Anpassens der Volkswirtschaften an höhere Energiepreise sowie der zurückhaltenden Fiskalpolitik 2008 leicht zurückgehen. Es dürfte aber mit Ausnahme von Ungarn mindestens doppelt so hoch wie in den westeuropäischen EU-Ländern bleiben. Stärkere Abwärtsrisiken bestehen in den Baltischen Staaten, wenn die derzeit konjunkturelle Überhitzung in einen stärkeren Abschwung mündet. Das Wohlstandsgefälle zu Westeuropa wird sich spürbar verringern. Das Pro-Kopf-Einkommen gemessen in Kaufkraftparitäten dürfte 2009 in Tschechien 70 % des Niveaus der alten EU-15 erreichen.

Ambitioniertes Kurs-Gewinn-Verhältnis an Asiens Börsen (ex Japan)

Während aus makroökonomischer Sicht das wirtschaftliche Umfeld der BRIC-Länder weitgehend solide ist, kann dies für die entsprechenden Aktienmärkte nicht ohne weiteres gefolgert werden. Indes ist das ungewöhnliche Gefälle der regionalen Aktienmärkte in diesem Jahr Spiegelbild der unterschiedlichen Konjunkturverläufe nicht nur in den Emerging Countries. Die Börsen Asiens „ex Japan“ haben eine ungebremste Gewinnentwicklung für die Zukunft bereits eingepreist und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind entsprechend ambitioniert. Sollten die Erwartungen auf substantielle Gewinnsteigerungen nur leicht erschüttert werden, müssten deutliche Kurskorrekturen die Folge sein. Im Gegensatz zu früheren Tagen wären solche Kursrückschläge allerdings kein Zeichen für eine langanhaltende wirtschaftliche Misere, sondern eher Folge einer kurzzeitigen Erwartungsverfehlung auf einem dennoch gesunden wirtschaftlichem Pfad.

5.2 Abkopplung, aber keine Immunität

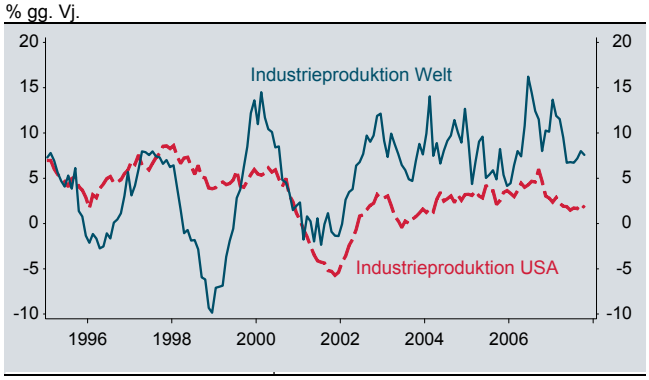
Megatrend globale Divergenzen und Abkopplung

Die Weltgewichte haben sich im vergangenen Jahrzehnt verschoben: So tragen die USA, Japan und der Euroraum nur noch etwa 56 % zum globalen Bruttoinlandsprodukt bei, während zu Beginn des Jahrtausends der Anteil bei über 65 % lag.

Der globale Konjunkturzyklus ist inzwischen weit weniger synchronisiert und hat anders als in den Dekaden zuvor eigene, sich selbst verstärkende Quellen des Wachstums geschaffen. Zu diesen

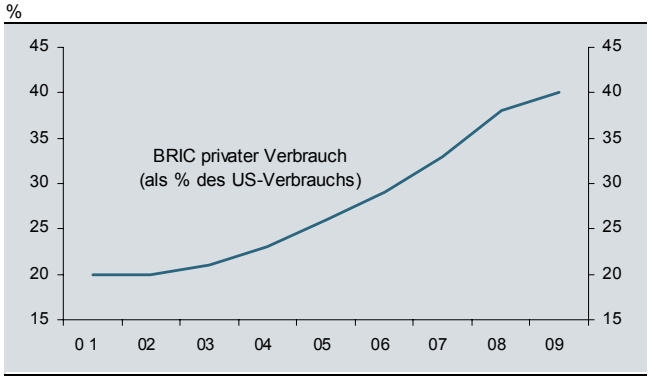
gehört der private Verbrauch, insbesondere in den BRIC-Ländern (Brasilien, Russland, Indien und China). So weiteten mit Beginn der Jahrtausendwende die „BRIC-Konsumenten“ ihre Nachfrage aus und erreichen inzwischen rund 30 % des US-Verbrauchs (Jahr 2000: 18 %).

Weltwirtschaft koppelt sich ab



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

BRIC*-Konsumenten holen auf



*BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China; Prognosen 08/09: EIU
Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Allein in Asien wachsen nach vorsichtigen Schätzungen der UN jedes Jahr etwa 50 bis 70 Millionen Menschen als kaufkräftige Mittelschicht heran. Dies dürfte die positive Entkopplung der asiatischen Wachstumsraten zumindest im kommenden Jahr unterstützen. In einer Art „Rückkopplung“ stellt dies auch sicher, dass die US-Wirtschaft über steigende Exporte aus einem verbesserten Außenbeitrag 2008 Kraft schöpfen kann. Zwar ist die Weltwirtschaft nicht immun gegenüber einer US-Rezession, doch haben sich viele Regionen inzwischen hinreichend von den USA emanzipieren können: So schwächte sich 2007 das US-Wachstum mit etwa 2 % deutlich unter Potenzial ab und gleichzeitig glänzten viele Regionen mit soliden Wachstumsraten (Euroland mit 2,6 %; Asien ex Japan mit knapp 7 %).

5.3 US-Wirtschaft schrammt an einer Rezession vorbei

US-Ausblick mit vielen Unsicherheiten versehen

Für das Jahr 2007 zeichnet sich eine Wachstumsrate des US-BIP von 2,3 % ab, nach 2,9 % in 2006. Auch 2008 wird die konjunkturelle Entwicklung mit 2,2 % das Potenzialwachstum von knapp 2 ¾ % deutlich unterschreiten, aber eine Rezession bleibt damit aus.

Konjunkturelle Bremsklötze

US-Konsument tritt auf die Bremse

Auf kurze Sicht kommt die US-Wirtschaft einer Rezession allerdings gefährlich nahe. Die Wohnungsbaurezession wird noch bis Mitte 2008 das Gesamtwachstum belasten (negativer Wachstumsbeitrag rund 1-Prozentpunkt). Zudem hat sich das Beschäftigungswachstum in den letzten Monaten etwas verlangsamt und wird aufgrund der Immobilienmarktschwäche sowie der Turbulenzen im Finanzsektor weiter an Dynamik verlieren. Dies wird sich negativ in der Einkommensentwicklung bemerkbar machen und lässt auf einen deutlichen Rückzug des US-Konsumenten in den nächsten Quartalen schließen. 2008 schwächt sich das Konsumwachstum zunächst bis auf 1 % ab und legt dann im weiteren Jahresverlauf bis auf 2 ½ % (annualisiert) zu.

Und schließlich trübt der hohe Ölpreis den Konsumhimmel. In den vergangenen Quartalen führte eine meist energiepreisbedingte Inflationsbeschleunigung stets zu einer Minderung des realen Konsums. Hinzu gesellt sich die schwelende Vertrauenskrise im Finanzsektor mit vermutlich negativen Auswirkungen auf die Kreditvergabe an Konsumenten und Produzenten.

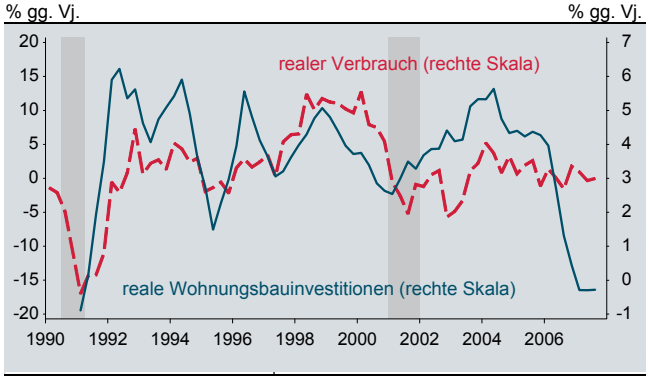
Verzögerte Schubkraft

Dennoch gibt es Zugpferde, die die US-Konjunktur wieder ins Laufen bringen. So wird die US-Fiskalpolitik im Wahljahr 2008 eher „antreiben" als bremsen und ähnlich wie die erfolgte Lockerung der Geldpolitik die volle Wirkung im zweiten Halbjahr 2008 entfalten.

Negativer Vermögenseffekt?

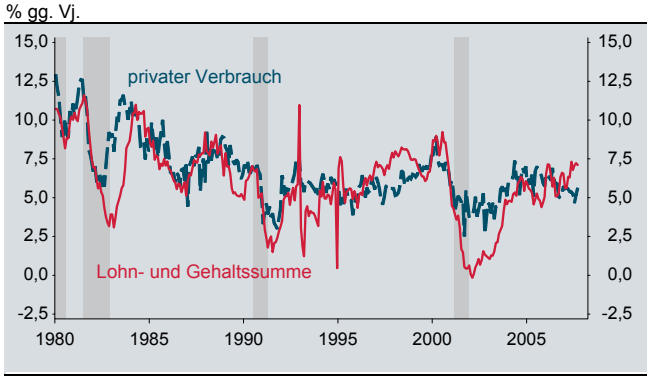
Zudem hat mancher konjunkturelle Bremsklotz bei genauer Betrachtung oft nur die Größe eines Stolpersteins: So hat sich der allseits befürchtete negative Vermögenseffekt auf den privaten Verbrauch bisher noch nicht materialisiert, zumal Änderungen von Vermögenspositionen in den seltensten Fällen eine plötzliche Verhaltensänderung im Konsum auslösen. (Der Blick in die Vergangenheit ist an diesem Punkt wenig hilfreich: Zwar mündeten Korrekturen am Immobilienmarkt stets in rückläufige Konsumausgaben und letztendlich in einer Rezession der Gesamtwirtschaft. Allerdings war im Vorfeld stets eine restriktive Geldpolitik Auslöser der jeweiligen Korrekturen am Immobilienmarkt.)

Konsum und Bauinvestitionen: Abkopplung?



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

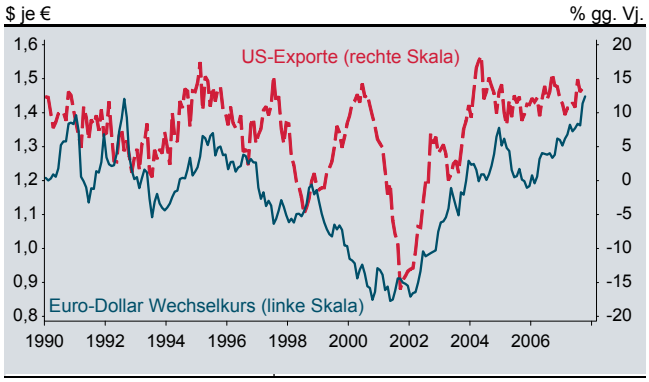
Einkommensentwicklung bestimmt Konsumpfad



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

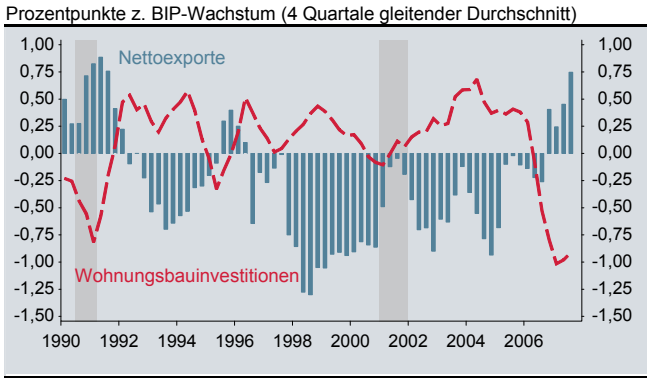
Zu den wesentlichen Bestimmungsgrößen des Verbrauchs gehören die Einkommensentwicklung sowie die reale Kaufkraft. Da der Arbeitsmarkt von der Unternehmensseite gestützt wird und damit das Beschäftigungswachstum im positiven Terrain bleibt, ist eher mit einer Schwächephase, denn mit einem Kollaps im US-Konsum zu rechnen. Die sich abzeichnende Aufwärtsbewegung der Arbeitslosenquote dürfte bei 5 % enden und somit immer noch einen engen Arbeitsmarkt signalisieren.

Dollarschwäche beflügelt US-Exporte



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Exportdynamik stützt Gesamtwirtschaft



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rückkopplung Weltwirtschaft

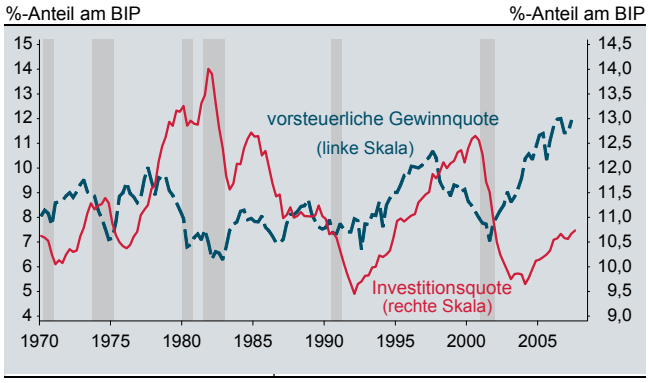
Deutliche konjunkturelle Impulse kommen durch das Zugpferd Exportwirtschaft. Dank der Dollarschwäche und der robusten Weltwirtschaft konnten die USA ihre verlorenen geglaubten Weltmarktanteile wieder zurückerobern. Im abgelaufenen Quartal trugen die Nettoexporte fast einen

vollen Prozentpunkt zum Gesamtwachstum bei. Die Ausfuhrdynamik wird auch im kommenden Jahr eine wichtige Stütze für die Gesamtwirtschaft darstellen und für eine weiterhin ausreichende Gewinnentwicklung der US-Unternehmen sorgen.

Unternehmen agieren vorsichtig

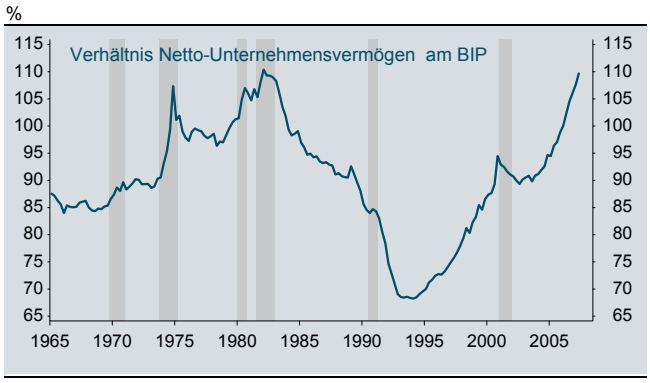
Insgesamt dominiert die Unsicherheit um den US-Konjunkturausblick gegenwärtig das Geschehen am Kapitalmarkt und wird noch eine Weile Bestand haben. In diesem Umfeld besteht eine nur sehr geringe Chance, dass die Unternehmensinvestitionen so stark akzelerieren, um den konsumbedingten Wachstumsentzug auszugleichen. Insgesamt ist eher mit einem schwächeren Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen zu rechnen.

Günstige Ausgangslage der US-Unternehmen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Steiler Anstieg der Unternehmensvermögen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unternehmensfinanzen als Rezessionsabsicherung

Ein stützendes Element sind die nach wie vor sehr soliden Unternehmensfinanzen. So befinden sich im nichtfinanziellen Sektor die nachsteuerlichen Unternehmensgewinne gemessen als Anteil am BIP auf einem 50-Jahre Hoch, ebenso wie das Verhältnis der (nicht-finanziellen) Unternehmensvermögen am BIP. Da die Unternehmen außerhalb des Finanzsektors den Großteil der volkswirtschaftlichen Investitionen stellen, bildet dies einen Rezessionsschutz in der bevorstehenden Phase der Wachstumsverlangsamung.

5.4 Geldpolitik und Rentenmärkte

US-Geldpolitik blickt auf die Konjunktur

Geldpolitik im Schatten der Subprime-Krise

Die Geldpolitik befindet sich in einem schwierigen Fahrwasser. Mit den Leitzinssenkungen um 75 Basispunkte (Bp.) hat sich die Notenbank gegen die noch weitgehend unbekannten Auswirkungen der Kreditkrise auf die Gesamtwirtschaft abgesichert. Gleichwohl bestehen die Anspannungen am Geldmarkt fort. Nach wie vor schwer abzuschätzen ist, welche Banken wie stark von der Subprime-Krise betroffen sind. Zumindest bis zur Vorlage der Jahresabschlüsse im ersten Quartal 2008 können diese Fragen weiterhin den Kapitalmarkt bewegen, mit allen negativen Implikationen für den Kreditkanal.

Derzeit richtet sich die US-Geldpolitik mehr nach den Konjunktur- und weniger nach den Inflationsrisiken. Die Kombination schwacher Wirtschaftsnachrichten und bestehender Anspannungen am Geldmarkt wird zu einer weiteren Senkung der Leitzinsen durch die Notenbank führen. Dieser letzte „Sicherheitsschritt“ in Höhe von insgesamt 50 Bp. sollte zur Jahreswende erfolgen, wenn die US-Wirtschaft auf ihren konjunkturellen Tiefpunkt zusteuert. Aufgrund der genannten Unsicherheiten um die Liquiditätskrise wird die Geldpolitik in den USA als auch im Euroraum wesentlich

datenabhängiger agieren. Im Ergebnis wird die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik deshalb weniger berechenbar sein, als in den vergangenen Jahren. Diese Unsicherheit könnte sich in der Zukunft als Belastungsfaktor für den Rentenmarkt in Form höherer Risikoprämien erweisen.

Inflationsrisiken

Trotz der strukturellen Inflationsrisiken (Energiepreisteuerung, Dollarschwäche, nachlassende Arbeitsproduktivität) wird eine schwächere gesamtwirtschaftliche Nachfrage für temporäre Entlastung sorgen. Insbesondere das für die US-Einzelhändler wichtige Weihnachtsgeschäft wird über die zu erwarteten Rabattschlachten die Inflationssorgen zunächst schwinden lassen. Dies begünstigt die Fed in ihrem Risikomanagement. Indes, wenn sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wieder belebt, ist auch mit einer Auffrischung der Inflationskräfte zu rechnen.

Rentenmarkt profitiert zunächst von den geldpolitischen Vorgaben

Auswirkungen am Rentenmarkt

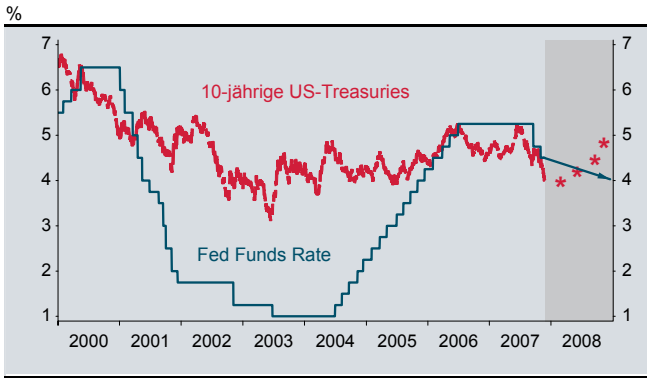
Der US-Rentenmarkt wird derzeit von der Absicherungspolitik der Fed beflügelt. Zusammen mit der sich abzeichnenden Konjunkturschwäche zur Jahreswende dürften die Zinsen für 10-jährige US-Treasuries den Tiefpunkt im ersten Quartal 2008 mit 3,9 % erreichen. Gegenwärtig werden die Inflationssorgen der Marktteilnehmer durch die Rezessionsängste überkompensiert. Dieses Bild wird sich erst Mitte 2008 umkehren. Dann sollten nicht nur schwindende Wachstumsbedenken zu einem Auftrieb der Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen beitragen, sondern auch wieder aufkommende Inflationssorgen. Bis Ende 2008 zeichnet sich somit ein Anstieg der 10-jährigen US-Treasuries in Richtung 5 % ab. Von diesen Vorgaben wird auch der europäische Rentenmarkt belastet.

Rezessionsängste vor Inflationssorgen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Rentenmarkt 2008: Wachstums-Inflations-Rochade



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

EZB in der Warteschleife – Risiken auf dem Rentenmarkt

Refinanzierungssatz bleibt auf 4 %

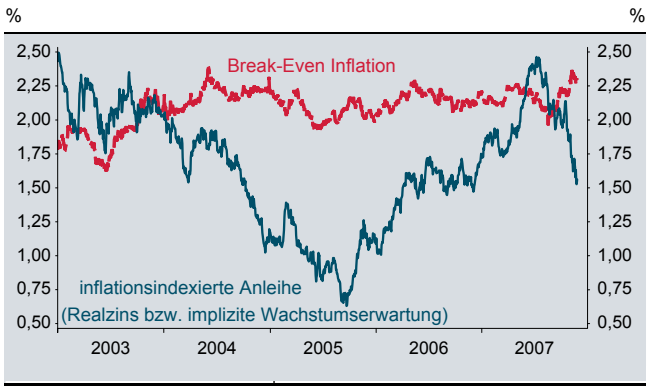
Die EZB befindet sich seit Ausbruch der Turbulenzen am Kreditmarkt in einem Dilemma. Sie verzichtete aufgrund der Verspannungen am Geldmarkt auf bereits geplante Zinsanhebungen. Derzeit hält sie ihren Leitzins konstant auf 4 % und versucht, die Wachstums- als auch Inflationsrisiken auszutarieren.

Mit gegenwärtig 2,6 % hat die Inflationsrate im Euroraum einen Stand erreicht, der auf Dauer nicht mit den Zielvorgaben der EZB vereinbar ist. Erst im Frühjahr 2008 wird die EZB ihr Inflationsziel von nahe 2 % aufgrund von Basiseffekten wieder erreichen. Doch in der Eurozone weisen die Inflationsrisiken weiter nach oben. Schließlich sind die Kapazitäten ausgelastet und von Seiten des Arbeitsmarktes drohen steigende Lohnstückkosten neben hohen Energie- und Lebensmittelpreisen. Allerdings federt die Eurostärke einen Teil der Energiepreisteuerung ab.

Die EZB wird deshalb an ihrem Status Quo auf Jahressicht festhalten. Eine weitere Zinsanhebung könnte die Wirtschaft vor dem Hintergrund der noch nicht ausgestandenen Kreditmarktkrise emp-

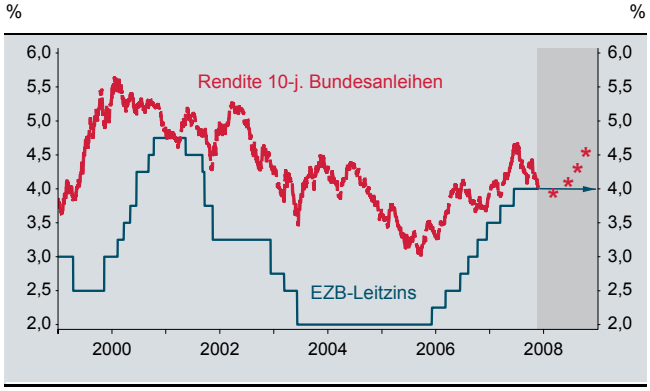
findlich treffen. Darüber hinaus dürfte eine fortgesetzte Euroaufwertung den Geldpolitikern ebenso wenig zupass kommen. So sprach sich EZB-Präsident Trichet gegen starke Währungsschwankungen auf der letzten Pressekonferenz aus: „Brutale Veränderungen bei Wechselkursen seien nicht willkommen".

Inflations- und Wachstumssorgen auch im Euroraum



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zinsentwicklung im Euroraum:
Inflationssorgen belasten 2008



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Vor dem Hintergrund der hohen Bewertungen und Inflationsrisiken winkt ein Verlustjahr am Rentenmarkt. Zwar dürften sich zu Jahresbeginn noch leichte Chancen für eine Anlage in Rentenwerten eröffnen, jedoch überwiegen die inflationären Risiken. Die Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen in der Eurozone werden aufgrund des internationalen Zinszusammenhangs und unter dem Einfluss der EZB-Geldpolitik aufwärts gerichtet sein. Da das Wachstums- als auch Inflationsmomentum in den USA Mitte 2008 ausgeprägter sein dürfte, zeichnet sich dann wieder eine transatlantische Spreadausweitung ab. Die Zinsschere öffnet sich zugunsten der USA. Ende 2008 wird die Verzinsung für 10-jährige Bundesanleihen auf 4 ½ % klettern.

5.5 Deutschlands Binnenkonjunktur im Vormarsch

BIP-Wachstum 2008 erneut über Potenzial

Die deutsche Wirtschaft wird 2007 mit arbeitstäglich bereinigt 2,7 % zum zweiten Mal in Folge über dem Potenzial von rund 1,7 % expandieren. Mittlerweile signalisieren jedoch die Frühindikatoren eine Abschwächung der Dynamik. Mit einer Rezession ist allerdings nicht zu rechnen. Hiergegen sprechen vor allem Impulse von den privaten Konsumausgaben sowie das nur leicht schwächere Wachstum der Weltwirtschaft. 2008 dürfte das BIP-Zuwachs knapp 2 % erreichen. Da das nächste Jahr gut 2,5 Arbeitstage mehr aufweist, wird das unbereinigte Wachstum voraussichtlich leicht über der 2-Prozentmarke liegen.

Privater Konsum 2008 mit mehr Dynamik

Auch 2007 war ein enttäuschendes Konsumjahr in Deutschland: Die Verbrauchsausgaben dürften sogar minimal rückläufig gewesen sein. Das Jahr 2006 hatte mit einem einprozentigem Zuwachs die Hoffnung genährt, dass die immerhin seit Mitte 2001 anhaltende Stagnation zu Ende sei. Die Mehrwertsteuererhöhung machte dem einen Strich durch die Rechnung, womit die Hoffnung auf ein gutes Konsumjahr auf 2008 verschoben ist.

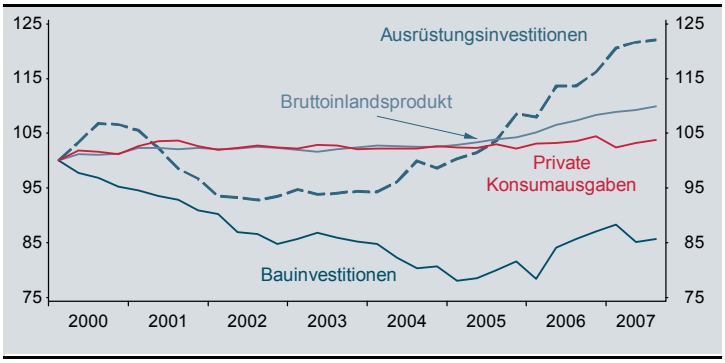
Konsumanstieg von 1,7 %

2007 war der Konsum im ersten Quartal rückläufig, da es durch die Mehrwertsteuererhöhung zu Vorzieheffekten in das Jahr 2006 gekommen war. In den Folgequartalen stiegen die Verbrauchsausgaben an, so dass für 2008 allein mit einem positiven Basiseffekt von fast 1 Prozentpunkt zu rechnen ist. Da sich der Wachstumstrend jedoch fortsetzen wird, dürfte der Konsumzuwachs 2008 schätzungsweise 1,7 % betragen.

Konsumsteigernd wirkt sich die seit Anfang 2006 deutlich zunehmende Beschäftigung, insbesondere im sozialversicherungspflichtigen Segment aus. Auch 2008 wird das Wirtschaftswachstum mit rund 2 % hoch genug ausfallen, damit neue Beschäftigungsverhältnisse entstehen. Allerdings wird das Tempo nachlassen, zumal in einigen Segmenten des Arbeitsmarktes wie bei Ingenieuren oder Facharbeitern bereits Engpässe festzustellen sind.

Konsum bislang ohne Dynamik

Index: 1. Quartal 2000 = 100

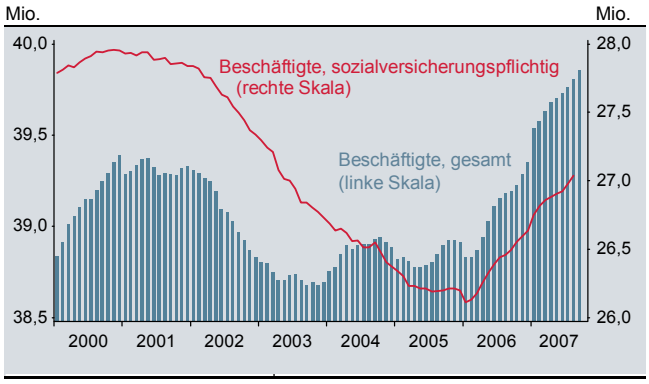


Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Tariflöhne steigen 2008 um 2,5 %

Die günstige Arbeitsmarktentwicklung hat sich bereits lohnsteigernd ausgewirkt. Tarifverhandlungen für wichtige Branchen (Chemie-, Metall- und Elektroindustrie sowie Bauwirtschaft) haben zu deutlichen Lohnerhöhungen geführt. Am aktuellen Rand steigen die monatlichen Tariflöhne in der Gesamtwirtschaft um 2,6 %, in der Industrie sogar um über 4 %. Im Jahresdurchschnitt dürften die Zuwächse allerdings mit rund 2 % in der Gesamtwirtschaft und 3 % in der Industrie niedriger ausfallen. Für 2008 wird mit einem Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Tariflöhne um 2,5 % gerechnet. Die Nettolöhne und -gehälter steigen sogar stärker an, da die Sozialversicherungsbeiträge in der Summe leicht gesenkt werden (Arbeitslosenversicherung: minus 0,9 Prozentpunkte; Rentenversicherung: plus 0,25 Prozentpunkte).

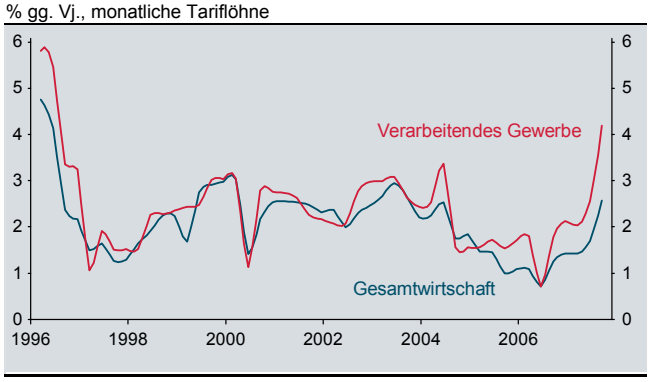
Anhaltender Beschäftigungsanstieg in Deutschland



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Tariflöhne steigen deutlich

% gg. Vj., monatliche Tariflöhne



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die verfügbaren Einkommen als wichtigste Bestimmungsgröße des Konsums werden zu gut einem Drittel aus den Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen gespeist. Auch diese Komponente dürfte 2008 weiter zulegen, wenngleich aufgrund des fortgeschrittenen Gewinnzyklus mit etwas geringerer Dynamik als in den Vorjahren.

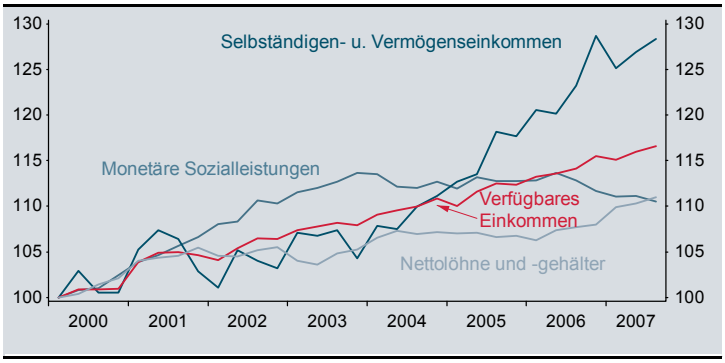
Konsum steigt 2008 mit 1,7 % stärker als 2007

Die Sozialleistungen haben einen Anteil von immerhin rund 30 % an den Einkommen. 2007 wurden die verfügbaren Einkommen durch den Rückgang der monetären Sozialleistungen gebremst; dies resultierte insbesondere aus dem starken Rückgangs der Arbeitslosigkeit. 2008 werden Sozialleistungen, wieder leicht zulegen: So dürfte sich der Anstieg der Beschäftigung etwas verlangsa-

men. Außerdem werden die gesetzlichen Altersrenten 2008 um 1 ½ % erhöht. Zudem steigen die Ausgaben für das Elterngeld sowie die BAföG-Leistungen. In der Summe dürften die verfügbaren Einkommen 2008 nominal um 3,5 % zunehmen. Bei einem Anstieg des Konsumdeflators von rund 1,8 % und einer in etwa unveränderten Sparquote ist der Zuwachs der privaten Konsumausgaben auf etwa 1,7 % zu veranschlagen.

Einkommenssteigerungen stimulieren Konsum

Komponenten der verfügbaren Einkommen, Index: Q1 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

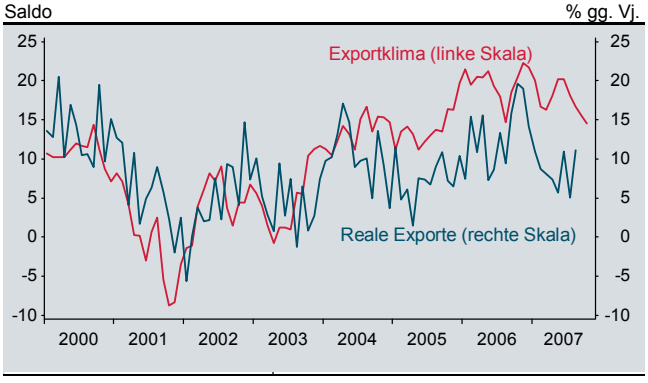
Außenhandel wächst auch 2008

Außenhandel liefert auch 2008 positiven Wachstumsbeitrag

Die deutsche Ausfuhrdynamik hat sich bereits in den vergangenen Monaten etwas abgeschwächt. So werden die Exporte in die USA in diesem Jahr rückläufig sein. Belastend wirken sich sowohl die dortige Wirtschaftsschwäche als auch der hohe Außenwert des Euro gegenüber dem US-Dollar aus. Der Effekt auf die Gesamtwirtschaft darf aber nicht überschätzt werden, da die USA nur noch einen Anteil von 8,7 % an den deutschen Exporten aufweisen.

Exportklima noch deutlich im positiven Bereich

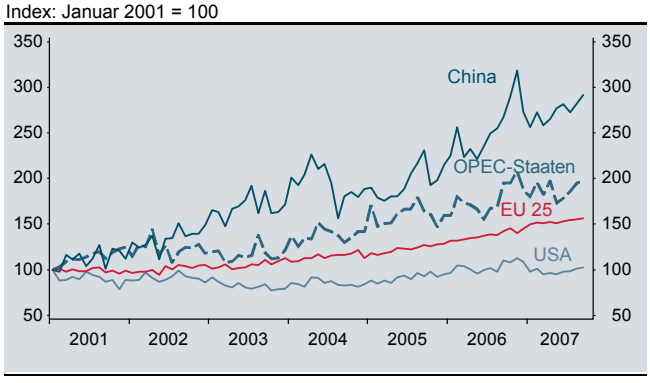
Saldo % gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Lebhafte Nachfrage nach deutschen Exportgütern aus China und den OPEC-Staaten

Index: Januar 2001 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Ausfuhren in die EU-25 mit einem Exportanteil von gut 62 % sind bis zuletzt weiter angestiegen. Zudem gehen nach wie vor Impulse von den OPEC-Staaten und Russland aus, die hohe Öl- und Gaseinnahmen auch für Käufe in Deutschland verwenden. Ebenso hält die Nachfrage aus den asiatischen Schwellenländern wie China oder Indien bis zuletzt an. Die breite Diversifizierung des deutschen Außenhandels hat bewirkt, dass das Exportklima nur moderat zurückgegangen ist.

Bei nur leicht abgeschwächter Dynamik der Weltwirtschaft dürften die deutschen Exporte 2008 um etwa 5,5 % zulegen. Bei einem Zuwachs der Importe von real 5 % liefert der Außenhandel 2008 einen geringeren positiven Wachstumsbeitrag als im Vorjahr.

Investitionen mit weniger Dynamik

Wachstumsabschwächung der Ausrüstungen – Normalisierung der Bautätigkeit

Der Zuwachs der Ausrüstungsinvestitionen wird 2008 etwas geringer ausfallen. So dürfte es wegen der Abschaffung der degressiven Abschreibung zu Jahresbeginn 2008 zu Vorzieheffekten in das Jahr 2007 gekommen sein. Da die Kapazitätsauslastung aber weiterhin deutlich über dem langjährigen Durchschnitt liegt und die Unternehmensgewinne tendenziell weiter ansteigen, dürften die Ausrüstungen 2008 um 5 % zulegen.

Bau nur mit geringen Impulsen

Von der Bautätigkeit hingegen sind nur geringe Impulse zu erwarten. 2008 dürfte der Zuwachs der Bauinvestitionen mit 1 % deutlich unter dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum bleiben. Impulse gehen weiterhin vom Gewerbebau aus und der öffentliche Bau profitiert immer noch von steigenden Steuereinnahmen. Dies erleichtert es den öffentlichen Gebietskörperschaften, dringend notwendige Investitionen vor allem im kommunalen Bereich durchzuführen. Der Wohnungsbau wird 2008 vom Rückgang der Genehmigungen in 2007 belastet. Begrenzte Impulse dürften allerdings vom Ausbau, insbesondere im Bereich der energetischen Sanierung ausgehen.

6 Tabellarische Prognoseübersicht

6.1 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

	Bruttoinlandsprodukt real Veränderung gg. Vorjahr in %				**Verbraucherpreise** Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2006	**2007p**	**2008p**	**2009p**	**2006**	**2007p**	**2008p**	**2009p**
Deutschland	3,1	2,7	1,9	2,1	1,7	2,1	1,9	1,8
Frankreich	2,2	1,9	1,9	1,8	1,9	1,5	1,8	1,5
Italien	1,9	1,8	1,3	1,5	2,2	2,0	2,1	1,8
Spanien	3,9	3,8	2,7	2,1	3,6	2,7	2,8	2,3
Euroland	2,9	2,6	1,9	1,9	2,2	2,1	2,2	2,0
Großbritannien	2,6	3,0	1,9	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0
Polen	6,2	6,5	5,2	4,4	1,3	2,3	2,9	2,9
Tschechien	6,4	5,7	4,5	4,8	2,1	2,4	3,7	2,5
Ungarn	3,9	2,1	3,0	3,7	4,0	7,8	4,2	2,7
Slow akei	8,8	8,5	6,5	5,7	4,3	1,8	2,3	2,7
USA	2,9	2,3	2,2	2,5	3,2	2,8	3,1	2,6
Japan	2,2	1,8	1,3	1,8	0,2	0,0	0,5	0,8
Kanada	2,8	2,5	2,3	2,1	2,0	2,3	2,3	2,1
Schw eiz	3,2	2,6	2,1	1,8	1,1	0,7	1,0	1,0
Russland	6,7	7,0	6,2	5,5	9,7	9,0	8,8	7,7
Türkei	6,1	5,2	4,9	5,2	10,5	8,5	6,2	4,5
Indien	9,4	8,0	7,7	7,4	6,2	6,2	5,6	5,2
China	11,1	11,0	9,9	9,0	1,7	4,5	3,2	3,5
Asien ohne Japan	7,5	7,5	6,8	6,5	4,2	4,7	3,9	4,0
Brasilien	3,7	4,5	4,1	3,9	4,2	3,8	4,1	4,0
Lateinamerika	5,3	5,0	4,5	4,0	5,4	5,3	5,8	5,5

BIP Deutschland arbeitstäglich bereinigt

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

6.2 Ausblick Deutschland im Detail

		2005	2006	2007p	2008p	2009p
BIP Deutschland	% gg. Vj., real	**0,8**	**2,9**	**2,6**	**2,1**	**2,1**
BIP Deutschland arbeitstäglich ber.	% gg. Vj., real	**1,0**	**3,1**	**2,7**	**1,9**	**2,1**
Konsumausgaben der priv. Haushalte*	% gg. Vj., real	-0,1	1,0	-0,2	1,7	1,7
Konsumausgaben des Staates	% gg. Vj., real	0,5	0,9	2,0	1,0	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	1,0	6,1	5,2	2,9	3,4
Ausrüstungsinvestitionen	% gg. Vj., real	6,0	8,3	8,0	5,0	6,0
Bauinvestitionen	% gg. Vj., real	-3,1	4,3	3,0	1,0	1,0
Exporte	% gg. Vj., real	7,1	12,5	8,0	5,5	6,0
Importe	% gg. Vj., real	6,7	11,2	6,0	5,0	5,0
Handelsbilanzsaldo	Mrd. €	158,2	159,0	190,0	200,0	220,0
Leistungsbilanzsaldo	Mrd. €	103,1	114,1	150,0	160,0	180,0
Arbeitslose	Tsd.	4.861	4.487	3.800	3.550	3.400
Arbeitslosenquote	in % d. gesamten Erwerbspersonen	11,7	10,8	9,1	8,5	8,1
Preisindex für die Lebenshaltung aller privater Haushalte	% gg. Vj.	2,0	1,7	2,1	1,9	1,8
Defizit der öffentlichen Haushalte	in % des BIP	-3,4	-1,6	0,0	0,2	0,5

*einschließlich Privater Organisationen ohne Erwerbszweck

Quelle: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft /Research

6.3 Ausblick USA im Detail

		2006	2007s	2008 p	2009 p	2008			
						Q1p	Q2p	Q3p	Q4p
Privater Verbrauch	% gg. Vj. bzw. % saar	3,1	2,9	1,7	2,4	1,0	1,5	2,0	2,5
Ausrüstungsinvestitionen	% gg. Vj. bzw. % saar	6,6	4,5	5,3	4,7	3,5	4,5	5,0	5,5
BIP real	% gg. Vj. bzw. % saar	2,9	2,3	2,2	2,53	1,0	2,0	2,5	3,0
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	-5,9	-5,5	-5,0	-4,5				
Haushaltssaldo	% am BIP	-1,9	-1,1	-1,3	-1,5				
Arbeitslosenquote	%	4,6	4,6	4,8	4,7	4,9	4,9	4,8	4,7
Verbraucherpreise	% gg. Vj.	3,2	2,8	3,1	2,6	3,7	2,9	3,0	2,8
Kernrate	% gg. Vj.	2,5	2,3	2,4	2,5	2,3	2,4	2,4	2,5
EUR-USD	Periodenende (je EUR)	1,32	1,50	1,35	1,38	1,48	1,45	1,40	1,35
Leitzins	% Periodenende	5,25	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
10-jährige US-Treasuries	% Periodenende	4,70	4,20	4,80	4,80	3,90	4,20	4,60	4,80

Quelle: Helaba Volkswirtschaft, grau hinterlegte Fläche: s = Schätzung; p = Prognose

grau hinterlegte Fläche: s = Schätzung; p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

■

Das Research-Team der Helaba

Aufgabenbereich	Ansprechpartner	Telefon	Fax	e-Mail-Adresse
Chefvolkswirt / Leitung Research	Dr. Gertrud R. Traud	069-9132-2024	069-9132-2244	research@helaba.de
Sekretariat	Nicole Büschers	069-9132-2024	069-9132-2244	research@helaba.de
Aktienmärkte	Markus Reinwand	069-9132-4723	069-9132-2244	research@helaba.de
Technische Analyse (Aktien)	Christian Schmidt	069-9132-2388	069-9132-2244	research@helaba.de
Rentenmärkte	Claudia Windt	069-9132-2500	069-9132-2244	research@helaba.de
	Ulf Krauss	069-9132-4728	069-9132-2244	research@helaba.de
FloorResearch (Devisen und Renten)	Ralf Umlauf	069-9132-1891	069-9132-2244	research@helaba.de
	Ulrich Wortberg	069-9132-1891	069-9132-2244	research@helaba.de
Rohstoffe	N.N.	069-9132-2024	069-9132-2244	research@helaba.de
Credit Research	Thomas Hövelmann	069-9132-1891	069-9132-2244	research@helaba.de
Asset Allocation	Heinrich Peters	069-9132-4733	069-9132-2244	research@helaba.de
Deutschland/Branchen	Dr. Stefan Mütze	069-9132-3850	069-9132-2244	research@helaba.de
Eurozone	Ulrike Bischoff	069-9132-5256	069-9132-2244	research@helaba.de
	Ulf Krauss	069-9132-4728	069-9132-2244	research@helaba.de
USA	Claudia Windt	069-9132-2500	069-9132-2244	research@helaba.de
Japan	Ulrike Bischoff	069-9132-5256	069-9132-2244	research@helaba.de
Großbritannien	N.N.	069-9132-2024	069-9132-2244	research@helaba.de
Osteuropa	Marion Dezenter	069-9132-2841	069-9132-2244	research@helaba.de
Emerging Markets	Ulrich Rathfelder	069-9132-2032	069-9132-2244	research@helaba.de
Wirtschaftpolitik	Heinrich Peters	069-9132-4733	069-9132-2244	research@helaba.de
Öffentliche Haushalte	Barbara Bahadori	069-9132-2446	069-9132-2244	research@helaba.de
Regionalanalyse	Barbara Bahadori	069-9132-2446	069-9132-2244	research@helaba.de
Finanzplatz Frankfurt	Ulrike Bischoff	069-9132-52 56	069-9132-2244	research@helaba.de

Notizen

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

Niederlassungen

Dublin
PO Box 3137
5 George's Dock
IFSC
IRL-Dublin 1
Telefon +3 53 1/6 46 09 02
Telefax +3 53 1/6 46 09 99

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

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

New York
420, Fifth Avenue
USA-New York, N.Y. 10018
Telefon +1 2 12/7 03-52 00
Telefax +1 2 12/7 03-52 56

Repräsentanzen

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

Paris
40, rue La Pérouse
F-75116 Paris
Telefon +3 31/40 67-77 22
Telefax +3 31/40 67-91 53

Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

Banque LBLux S.A.
3, rue Jean Monnet
L-2180 Luxemburg
Telefon +3 52 42/4 34-1
Telefax +3 52 42/4 34-50 99

BWT
Beteiligungsgesellschaft
für den Wirtschaftsaufbau
Thüringens mbH
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/91 32-43 33
Telefax 0 69/91 32-28 50

DIV
Deutsche Immobilienfonds
GmbH
Schaumainkai 87
60596 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/6 33 05-0
Telefax 0 69/6 33 05-1 12

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

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

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

HANNOVER LEASING GmbH & Co. KG
Wolfratshauser Straße 49
82049 Pullach
Telefon 0 89/2 11 04-0
Telefax 0 89/2 11 04-2 10

Helaba Dublin
Landesbank Hessen-Thüringen
International
PO Box 3137
5 George's Dock
IFSC
IRL-Dublin 1
Telefon +3 53 1/6 46 09 00
Telefax +3 53 1/6 46 09 99

Helaba Immobilien GmbH (HIG)
Neue Mainzer Straße 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/91 32-44 69
Telefax 0 69/91 32-8 44 69

Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

Helaba International Finance plc
PO Box 3137
5 George's Dock
IFSC
IRL-Dublin 1
Telefon +3 53 1/6 46 09 01
Telefax +3 53 1/6 46 09 99

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

Helaba Northern Trust GmbH
JUNGHOF
Junghofstraße 24
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/2 99 70-0
Telefax 0 69/2 99 70-6 30

Helaba Trust
Beratungs- und
Management-Gesellschaft mbH
JUNGHOF
Junghofstraße 24
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/2 99 70-0
Telefax 0 69/2 99 70-1 94

Investitionsbank Hessen (IBH)
Schumannstraße 4-6
60325 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/13 38 50-0
Telefax 0 69/13 38 50-50

LB Immo Invest GmbH
Mönckebergstraße 11
20095 Hamburg
Telefon 0 40/33 33-44 18
Telefax 0 40/33 33-44 17

Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

LB Immobilienbewertungs-gesellschaft mbH
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/9 20 34-57 00
Telefax 0 69/9 20 34-50 58

LB(Swiss) Privatbank AG
Börsenstraße 16
CH-8022 Zürich
Telefon +41 44/2 65 44-44
Telefax +41 44/2 65 44-11

OFB Projektentwicklung GmbH
Myliusstraße 33-37
60323 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/9 17 32-01
Telefax 0 69/9 17 32-7 07

S-Beteiligungsgesellschaft Hessen-Thüringen mbH
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/97 20 87-0
Telefax 0 69/97 20 87-20

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