Helaba Volkswirtschaft/Research



Dezember 2010

Kapitalmarktausblick 2011:
Vielfalt in Zartbitter

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen

Herausgeber:

Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale
Volkswirtschaft/Research
Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirt/Leitung Research
Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/91 32-20 24, Telefax 0 69/91 32-22 44

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

Editorial



Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

der Blick ins kommende Jahr könnte wie eine Schachtel Pralinen sein: „Man weiß nie, was man bekommt“, wie schon Forrest Gump anmerkte. Allerdings fällt der Überraschungseffekt geringer aus, wenn man sich im Vorfeld informiert. Dabei wollen wir Sie unterstützen und haben eine Vorauswahl getroffen.

Was erwartet uns also im Jahr 2011? Können wir uns auf die süße Versuchung freuen, ist ein herbes Sortiment wahrscheinlicher oder bleibt am Ende nur die kalorienreduzierte Variante? Wie in jedem Jahr haben wir drei mögliche Szenarien für den Kapitalmarktausblick erarbeitet. Entsprechend dem diesjährigen Motto „Schokolade“ bieten wir Ihnen drei Varianten an: „Diätschokolade“, „Champagner-Trüffel“ und „Zartbitter“. Die höchste Wahrscheinlichkeit messen wir mit 65 % einer Vielfalt in **„Zartbitter“** bei.

Die Herstellung von Schokolade ist ähnlich komplex wie volkswirtschaftliche Prozesse. Der lange Weg von den fermentierten Kakaobohnen bis zu feinsten Pralinen bedarf großen handwerklichen Geschicks und anspruchsvoller technischer Prozesse. Das Geheimnis der Schokoladenherstellung liegt in der Qualität der Rohstoffe, aber auch im Conchieren. In der Conche wird die Masse solange umgewälzt, bis das gewünschte Ergebnis erreicht wird. Die Kunst dabei ist, die richtige Temperatur und Dauer zu wählen. Langjährige Erfahrung zeichnet die großen Meister aus und erklärt den Unterschied zwischen den Chocolatiers.

Wie die Schokoladenhersteller versucht jedes Land, den komplizierten Prozess des wirtschaftlichen Geschehens u.a. mittels Geld- und Fiskalpolitik optimal zu steuern: Wird nicht genug Aktivität erzeugt, bleibt die Volkswirtschaft unterkühlt und leidet an Arbeitslosigkeit und Deflation. Wird hingegen zu viel Hitze erzeugt, entstehen Blasen oder es kommt zu Inflation. Das richtige Maß zu finden, ist die hohe Kunst, in der sich die Politik und die Schokoladenhersteller seit Generationen üben.

In der Finanz- und Wirtschaftskrise haben die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger nicht nur alte Rezepte aus der Schublade geholt, sondern auch ganz neue ausprobiert. So liegen bislang keine historischen Erfahrungen dafür vor, ob das derzeit von den USA praktizierte „quantitative Easing“ letztendlich zu einer Köstlichkeit oder unverdaulich wird.

Neue Erfahrungen macht auch die Eurozone. Nachdem manche Peripherieländer sich bis an den Rand der Insolvenz verschuldet haben, wurde die „no-bail-out-Klausel“ der Maastrichter Verträge ad acta gelegt. Solidarität ersetzte die juristischen Vorgaben. Nach vorne gerichtet müssen jetzt neue Rezepte entwickelt werden, um die Währungsunion zu sichern. Auch hier weiß man noch nicht, wie viel Bitterstoffe die Mischung verträgt.

Für unser Hauptszenario „**Zartbitter“** sind die Zutaten bereits angerührt: Eine weiterhin expansive Geldpolitik in den Industrieländern, kombiniert mit einer restriktiven Fiskalpolitik. Wie viel jeweils davon verwendet wird, variiert in den einzelnen Ländern. Da zudem jedes Land seine strukturellen Besonderheiten hat, wird das Conchieren auch zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Analysen für 19 verschiedene Länder finden Sie im dritten Teil dieser Studie.

Dabei kristallisieren sich zwei Gruppen heraus: Auf der einen Seite stehen die strukturschwachen Länder, die mit den Folgen ihrer geplatzten Immobilienblasen zu kämpfen haben. Dazu gehören neben den Peripherieländern der Eurozone auch die USA. Zu der anderen Gruppe zählen Länder wie Deutschland, die aufgrund ihres hohen Industrieanteils besonders von dem starken zyklischen Aufschwung seit Frühjahr 2009 profitiert haben oder eine stabile Binnenkonjunktur aufweisen. Während für diese Gruppe eine zyklische Verlangsamung zu erwarten ist, kommt in den wirtschaftlich angeschlagenen Ländern noch der bittere Geschmack der Strukturreformen hinzu, die aber für ein nachhaltiges Wachstum notwendig sind. Kurzfristig, also im neuen Jahr, kühlt sich die Weltwirtschaft aber ab. So wird die qualitativ hochwertige Schokoladen-Variante „Zartbitter“ erzeugt.

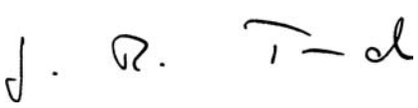
Setzt sich der Konjunkturaufschwung hingegen unvermindert fort, kommen die Kapitalmärkte in Champagnerlaune. Aktien würden dann beflügelt und im Gegensatz dazu die Rentenmärkte im süßen Brei ertränkt. Dies wäre unser Alternativszenario **„Champagner-Trüffel“**, dem wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 25 % beimessen.

Magere Zeiten stehen uns bevor, falls die Nachwirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise den Volkswirtschaften auf den Magen schlagen. Dann hilft nur noch eine Ernährungsumstellung. In unserem negativen Alternativszenario **„Diätschokolade**“ (10 %) schwächt sich die Weltwirtschaft stärker ab als erwartet. Das Umfeld verdirbt den Konsumenten, Unternehmen und Anlegern den Appetit.

Ich wünsche Ihnen ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2011

sowie genussreiche Momente mit unserer Schokoladenauswahl.

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/Leitung Research

Zusammenfassung

Autoren:
Dr. Gertrud R. Traud

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

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

In unserem **Hauptszenario „Zartbitter“** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 65 %) erwarten wir für 2011 eine volatile Seitwärtsbewegung der Kapitalmärkte. Struktur- und Konjunkturthemen wechseln sich ab und werden die Märkte entsprechend beeinflussen. Die unterschiedliche Ausgangslage in den Ländern und die **Vielfalt** der eingeschlagenen Wachstumspfade werden eine Ausdifferenzierung mit sich bringen. Sowohl die notwendigen Reformen in den strukturschwachen Ländern als auch das Auslaufen der Konjunkturprogramme sorgen für die bittere Note. Hingegen versüßt die Geldpolitik in den Industrieländern den Anpassungsprozess. Das stark durch die Schwellenländer getriebene **Wachstum der Weltwirtschaft** schwächt sich von 4,5 % auf 3,7 % im neuen Jahr ab.

Rentenmärkte: Die Renditen für US- und deutsche Staatsanleihen sollten sich 2011 auf einem niedrigen Niveau bewegen, da die Fed und EZB aufgrund moderater Inflationserwartungen an der expansiven Geldpolitik festhalten. Das erhöhte Gewicht politischer Einflussfaktoren sowie das Anschwellen internationaler Kapitalströme sprechen für einen unruhigen Renditeverlauf innerhalb des Jahres. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen in den USA dürfte 2011 zwischen 2,5 % und 3,5 % schwanken, in Deutschland zwischen 2,2 % und 3,2 %.

Euro: Euro und US-Dollar werden 2011 durch die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Probleme bewegt. Die negativen Effekte in beiden Währungsräumen werden sich in etwa ausgleichen, so dass sich keine starken Trends im Euro-Dollar-Kurs herausbilden. Zwischenzeitlich können aber die Kursausschläge ausgeprägter ausfallen. Die sehr expansive US-Geldpolitik drückt den US-Dollar. Die EZB zeigt sich zwar weniger aggressiv. Allerdings verhindert die Schuldenkrise eine starke Aufwertung des Euro. Bei einer erneuten Eskalation der Schuldenkrise könnte die Gemeinschaftswährung sogar deutlicher unter Druck geraten. Der Euro-Dollar-Kurs sollte sich 2011 im Bereich von 1,30 bis 1,45 bewegen.

Aktienmärkte: Die Kurserholung beim DAX ist im Vergleich zu früheren Zyklen inzwischen sehr ausgeprägt. Damit besteht unter zyklischen Aspekten kein nachhaltiges Aufwärtspotenzial. Zusätzlich drohen spürbare Abwärtsrevisionen bei den Schätzungen für Unternehmensgewinne. Immerhin werden für 2011 bereits neue Rekordwerte bei den Unternehmensergebnissen dies- und jenseits des Atlantiks an den Märkten gehandelt. Da die Produktivitätsreserven inzwischen weitgehend ausgeschöpft und gleichzeitig die Kosten für Energie und Rohstoffe deutlich gestiegen sind, wären dies ausgesprochen ambitionierte Ergebnisziele, die bei einer im neuen Jahr global eher nachlassenden Wachstumsdynamik kaum realisiert werden können. Aktien dürften daher eine ausgedehnte Korrekturphase durchlaufen, die u.E. zu Kursrückgängen zwischen 10 % und 15 % führen werden.

Asset Allocation: Das Wechselspiel von zyklischen und strukturellen Faktoren dürfte zu einer uneinheitlichen Entwicklung der Anlageklassen führen, so dass es vorrangiges Ziel sein sollte, den Kapitalerhalt sicherzustellen. Die Geldmarktanlage in Mischportfolios sollte dabei reichlich dotiert werden, um flexibel an den Finanzmärkten agieren zu können sowie eine Risikobegrenzung angesichts relativ hoch bewerteter Renten und Aktien zu betreiben. Bei Aktien ist im Gegenzug eine Untergewichtung empfehlenswert. Gleichzeitig ist es ratsam, Renten neutral zu gewichten und sich dabei auf mittlere Laufzeiten zu konzentrieren.

Szenario	Wahrscheinlichkeit	Wachstum	Preise	Rentenmarkt	Euro	Aktienmarkt
Zartbitter	65%	↘	→	→	→	↘

Inhalt

Seite

Editorial **3**

Zusammenfassung **5**

1 Rückblick 2010 mit Kassensturz **8**

2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen **9**

2.1 Hauptszenario: Zartbitter (65 %) 10
2.1.1 Szenario und Prognosen 10
2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen 12
2.2 Alternativszenario: Champagner-Trüffel (25 %) 13
2.3 Alternativszenario: Diätschokolade (10 %) 14

3 Länderanalysen **15**

3.1 USA: Zwischen Arbeitslosigkeit und Schuldenbergen 15
3.2 Deutschland: Nach tiefem Einbruch schnell aus der Krise 16
3.2.1 Hessen: Branchenmix stabilisiert 17
3.2.2 Thüringen: Konjunkturelle Normalisierung 18
3.3 Europa: Divergierende Entwicklung 19
3.3.1 Frankreich: Erfolgsmodell mit Kratzern 19
3.3.2 Italien: Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit bremst Aufschwung 20
3.3.3 Spanien: Reformprozess läuft 21
3.3.4 Griechenland: Mitten in der Konsolidierung 22
3.3.5 Irland: Mit dem Rücken zur Wand 23
3.3.6 Portugal: Reicht das Sparen aus? 24
3.3.7 Großbritannien: Ein Hauch von Stagflation 25
3.3.8 Schweiz: Boom wird zur soliden Expansion 26
3.3.9 Schweden: Mit Schwung aus der Krise 27
3.3.10 Polen: Wachstumsdynamik für Konsolidierung nutzen! 28
3.3.11 Ungarn will auf eigenen Füßen stehen 29
3.3.12 Tschechien: Sparkurs festigt Vertrauen der Märkte 30
3.3.13 Russland: Hoher Modernisierungsbedarf 31
3.4 Asien: Globaler Konjunkturmotor 32
3.4.1 Japan: Ohne richtigen Schwung 32
3.4.2 China: Wirtschaftspolitische Herausforderung 33
3.4.3 Indien: Dynamischer Wachstumspfad 34
3.5 Brasilien: In der Gunst der Kapitalmärkte 35

4 Prognosen im Überblick 36

4.1 Bruttoinlandsprodukt und Inflation 36

4.2 Leistungsbilanz- und Budgetsalden 37

4.3 Kapitalmarktprognosen 38

4.4 USA 39

4.5 Europa 39

4.5.1 Deutschland 39

4.5.2 Frankreich 40

4.5.3 Italien 40

4.5.4 Spanien 40

4.5.5 Griechenland 41

4.5.6 Irland 41

4.5.7 Portugal 41

4.5.8 Großbritannien 42

4.5.9 Schweiz 42

4.5.10 Schweden 42

4.5.11 Polen 43

4.5.12 Ungarn 43

4.5.13 Tschechien 43

4.5.14 Russland 44

4.6 Asien 44

4.6.1 Japan 44

4.6.2 China 44

4.6.3 Indien 45

4.7 Brasilien 45

Redaktionsschluss: 26. November 2010

1 Rückblick 2010 mit Kassensturz

Wiederkehrende Wachstumszweifel und sprunghafte Notenbanken …

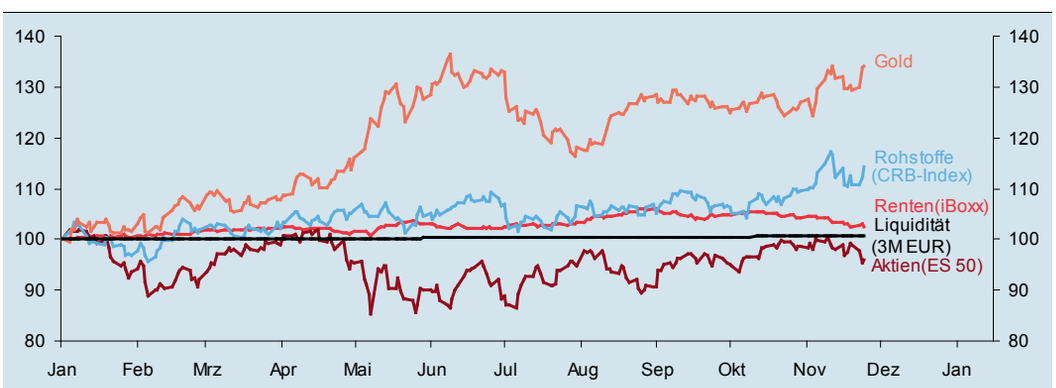
Die Sorge über die Nachhaltigkeit der 2009 in hohem Maße durch expansive Geld- und Fiskalpolitik herbeigeführten Erholung der Weltwirtschaft flammte 2010 mehrmals auf. Bereits zu Jahresbeginn wuchsen die Vorbehalte, inwieweit ein Entzug des billigen Geldes infolge des anstehenden Ausstiegs der Notenbanken aus der ultralockeren Geldpolitik den noch fragilen Aufschwung beeinträchtigen könnte. Nach einer temporären Entspannung im Frühjahr kam es im Mai zu einem spürbaren Stimmungsrückschlag. Enttäuschungen über die Regierungspolitik und die damit einhergehende Furcht vor einer Double-Dip-Rezession in den USA, die Schuldenkrise der Peripherieländer und die notwendige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in der Eurozone sowie eine vermeintlich geringere Wachstumsdynamik in Asien schürten Ängste. Der international beachtete Furchtindikator VIX, die implizite Volatilität von US-Aktien, stieg dabei schlagartig an und bildete ein sichtbares lokales Hoch aus.

… rufen Schaukelbörsen hervor

Danach ließen die Notenbanken allmählich durchblicken, dass die in der Finanzkrise 2008 geborene Niedrigzinspolitik bis auf weiteres fortgesetzt würde. Die Nervosität an den Finanzmärkten baute sich jedoch erst deutlich ab, nachdem die US-Notenbank im Spätsommer weitere quantitative Lockerungsmaßnahmen ankündigte, die Rezessionsängste in den USA schwanden und das Wachstum in China sich wieder zu beschleunigen schien. Die dabei ausgelöste Dollarabwertung und die Rally an den Rohstoffmärkten verstärkten dann jedoch die Inflationsprobleme in den Schwellenländern und riefen hier wachstumsdämpfende Maßnahmen auf den Plan. Zusammen mit einer erneuten Verschärfung der Schuldenkrise in der Eurozone durch den Sanierungsfall Irland hat dies bei weiterhin eher gemischten US-Konjunkturdaten die Risikofreude der Anleger noch vor dem Jahresende wieder gebremst.

Substanzanlagen 2010 gefragt

Indexiert 01.01.2010 = 100, in Euro



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research, Schlusskurse 24.11.2010

Durchwachsenes Anlagejahr 2010

Beim Dreigestirn Renten, Aktien und Liquidität war hinsichtlich der kumulierten Jahresperformance per 24. November 2010 währungsgesichert nur ein unterdurchschnittlicher Anlageerfolg zu erzielen (Renten: Welt +3,9 % / Eurozone +2,4 %, Aktien: Welt +6,2 % / Eurozone -4,1 %). Aufgrund besonderer Konstellationen konnten sich schwedische (lokal +16,2 % / in Euro 28,5 %), mexikanische (+15,4 % / +31,2 %) und deutsche Aktien (+14,3 %) sowie diverse kleinere asiatische Vertreter positiv abheben. Euroaktien, japanische und schweizerische Dividendenpapiere lagen im Gegensatz zu ihren angelsächsischen Pendants leicht im Minus. Schwellenländer- und US-Unternehmensanleihen erbrachten dagegen ansehnliche Renditen. Die „Krisenwährung und Inflationsversicherung“ Gold war 2010 auch auf Eurobasis eindeutiger Gewinner unter den Anlageklassen (+34,2 %). Rohstoffe insgesamt konnten dagegen trotz beeindruckender Preissprünge bei einzelnen Rohstoffen nicht gerade überzeugen. Der energielastigere SPGSCI Total Return-Index bewegte sich im Gegensatz zum CRB-Index (+6,7 % /+14,3 %) sogar nur auf der Nulllinie.

2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen

Hauptszenario: Zartbitter

In unserem **Hauptszenario „Zartbitter“** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 65 %) erwarten wir für 2011 eine volatile Seitwärtsbewegung der Kapitalmärkte. Struktur- und Konjunkturthemen wechseln sich ab und werden die Märkte entsprechend beeinflussen. Die unterschiedliche Ausgangslage in den Ländern und die **Vielfalt** der eingeschlagenen Wachstumspfade werden eine Ausdifferenzierung mit sich bringen. Sowohl die notwendigen Reformen in den strukturschwachen Ländern als auch das Auslaufen der Konjunkturprogramme sorgen für die bittere Note. Hingegen versüßt die Geldpolitik in den Industrieländern den Anpassungsprozess.

Das stark durch die Schwellenländer getriebene Wachstum der Weltwirtschaft schwächt sich von 4,5 % auf 3,7 % im neuen Jahr ab. In Brasilien und Russland ist schon eine Normalisierung der Wirtschaftsentwicklung sichtbar. Hingegen zeigen sich China und Indien aufgrund einer regen Investitions- bzw. Konsumnachfrage weiterhin äußerst dynamisch. Das Inflationsrisiko in den Schwellenländern steigt.

In den Industrieländern macht sich nicht nur die geringere globale Dynamik bemerkbar. Die zyklische Heterogenität ist hier besonders ausgeprägt. Während sich in starken Ländern wie Deutschland das Wachstumstempo an den dynamischen Schwellenländern ausrichtet, bleiben die strukturschwachen Euroländer der Peripherie abgekoppelt. Zu den Ländern mit Problemen zählen auch die USA. So ist dort ein signifikanter Abbau der Arbeitslosigkeit trotz einer extrem expansiven Geldpolitik nicht in Sicht. Die Fiskalpolitik bremst 2011 in nahezu allen Volkswirtschaften in jeweils unterschiedlichem Ausmaß. Die Geldpolitik bleibt in den großen Industrieländern expansiv.

Alternativszenario: Champagner-Trüffel

In unserem Alternativszenario **„Champagner-Trüffel“** setzt sich der Konjunkturaufschwung unvermindert fort. Die Kapitalmärkte kommen in Champagnerlaune. Dies würde Aktien beflügeln und im Gegensatz dazu die Rentenmärkte im süßen Brei ertränken. Mit der Gewichtung von 25 % bringen wir zum Ausdruck, dass das positive Überraschungsmoment wahrscheinlicher ist als das negative.

Alternativszenario: Diätschokolade

Magere Zeiten stehen uns bevor, falls die Nachwirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise den Volkswirtschaften auf den Magen schlagen. Dann hilft nur noch eine Ernährungsumstellung. In unserem negativen Alternativszenario „**Diätschokolade**“ (10 %) schwächt sich die Weltwirtschaft stärker ab als erwartet. Das Umfeld verdirbt den Konsumenten, Unternehmen und Anlegern den Appetit. Die Investoren suchen Sicherheit, wovon Bunds und der US-Dollar profitieren.

Investmentszenarien 2011: Vielfalt in Zartbitter

	Wahrschein-lichkeit	Wachstum	Inflation	Renten	Euro	Aktien
Zartbitter	65%	↘	→	→	→	↘
Champagner-Trüffel	25%	↗	↗	↓	↗	↗
Diät-schokolade	10%	↓	↘	↗	↘	↓

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

2.1 Hauptszenario: Zartbitter (65 %)

2.1.1 Szenario und Prognosen

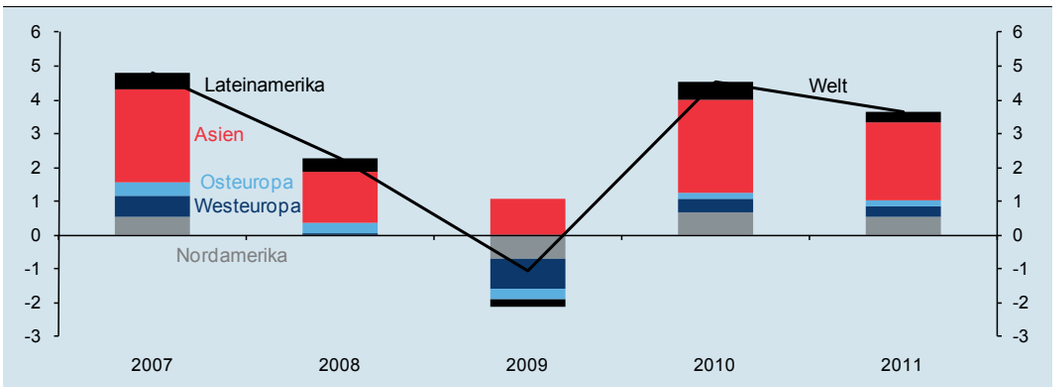
Vielfalt in den Wachstumspfaden

Für unser Hauptszenario „**Zartbitter“** sind die Zutaten bereits angerührt: Eine weiterhin expansive Geldpolitik in den Industrieländern, kombiniert mit einer restriktiven Fiskalpolitik. Wie viel jeweils davon verwendet wird, variiert in den einzelnen Ländern. Da zudem jedes Land seine strukturellen Besonderheiten hat, wird dies zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Analysen für 19 verschiedene Staaten sowie die Bundesländer Hessen und Thüringen finden Sie im dritten Teil dieser Studie.

Dabei kristallisieren sich zwei Gruppen heraus: Auf der einen Seite stehen die strukturschwachen Länder, die mit den Folgen ihrer geplatzten Immobilienblasen zu kämpfen haben. Dazu gehören neben den Peripherieländern der Eurozone auch die USA. Zu der anderen Gruppe zählen Länder wie Deutschland, die aufgrund ihres hohen Industrieanteils besonders von dem starken zyklischen Aufschwung seit Frühjahr 2009 profitiert haben oder eine stabile Binnenkonjunktur aufweisen. Während für diese Gruppe eine zyklische Verlangsamung zu erwarten ist, kommt in den wirtschaftlich angeschlagenen Ländern noch der bittere Geschmack der Strukturreformen hinzu, die aber für ein langfristig nachhaltiges Wachstum notwendig sind. Das stark durch die Schwellenländer getriebene Wachstum der Weltwirtschaft schwächt sich von 4,5 % auf 3,7 % im neuen Jahr ab.

Vielfalt in Zartbitter: Stark divergierende Wachstumsbeiträge

Beiträge zum Wachstum der Weltwirtschaft in Prozentpunkten, bzw. Gesamtwachstum Welt in %



Quellen: EcoWin, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research, 2010/2011 Helaba-Prognose

Strukturelle Heterogenität in den Industrieländern

Wirtschaftswachstum (Bruttoinlandsprodukt, BIP): Die Finanzkrise hat nicht nur die Staatsverschuldung in die Höhe getrieben, sondern auch Strukturprobleme in einzelnen Ländern offen gelegt. In der Eurozone haben es die Peripherieländer in der Vergangenheit versäumt, ihre Wettbewerbsfähigkeit durch Reformen und eine gemäßigte Lohnpolitik zu erhöhen. Aufgrund des notwendigen Sparkurses koppelten sich die PIIGS-Staaten – Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien – bereits 2010 von der Weltwirtschaft ab und fielen in eine Rezession bzw. Stagnation. Der Weg zu einem selbsttragenden Wachstum wird hier sehr beschwerlich sein.

So wird die **Eurozone** insgesamt 2011 lediglich mit 1,4 % wachsen, nach noch 1,7 % im Jahr 2010. Dagegen bleibt **Deutschland** 2011 die Konjunkturlokomotive Europas. Mit der konjunkturellen Normalisierung in den Schwellenländern wird das Wachstum in Deutschland von 3,5 % auf 2 % zurückgehen. In den **USA** hat das Platzen der Immobilienblase strukturelle Verwerfungen im Bau- und Dienstleistungssektor aufgedeckt. Die Arbeitslosigkeit geht kaum zurück. Damit fehlt eine entsprechende Einkommensdynamik. 2011 dürfte sich das BIP-Wachstum auf gut 2 % einpendeln, nach 2,7 % in 2010.

Inflation: In den Schwellenländern hat der Preisdruck bereits zugenommen. Dennoch ist der Preisanstieg 2011 in der Eurozone begrenzt. Da die PIIGS-Staaten die Lohnstückkosten in den kommenden Jahren weiter zurückführen müssen, sind die Inflationsrisiken im Euroraum gedeckelt. Mit 1,9 % bleibt die Inflation unter der Zielmarke der EZB von 2 %. In den USA steigt die die Teuerungsrate mit 1,8 % ebenfalls nur moderat.

Zentralbanken weiterhin entscheidend für Rentenmärkte

Rentenmärkte: Die großen Notenbanken – Fed und EZB – werden 2011 an der sehr expansiven Geldpolitik festhalten. Die Fed wird bis Mitte 2011 mit dem Kauf von Staatsanleihen fortfahren, um die wirtschaftliche Erholung voranzutreiben und zugleich die Deflationsrisiken zu begrenzen. Angesichts der hohen Arbeitslosigkeit ist eine Zinswende in den USA in weite Ferne gerückt. Auch der EZB sind in Anbetracht der prekären Lage in den Peripherieländern die Hände für eine Zinswende gebunden. Somit wird die Großwetterlage an den Kapitalmärkten im neuen Jahr von den Niedrigzinspolitiken der Zentralbanken beiderseits des Atlantiks bestimmt. Demnach sollten sich die Renditen in den Industrieländern weiter auf einem relativ niedrigen Niveau bewegen. Die Inflationserwartungen, die zweite wichtige Determinante für die Rentenmärkte, sind angesichts überschaubarer Wachstumsperspektiven gut verankert. Das wäre eigentlich eine gute Basis für ein ruhiges Rentenjahr. Allerdings mahnen die ausgeprägten Kursbewegungen und die schwere Berechenbarkeit des Marktes seit Ausbruch der Schuldenkrise zur Vorsicht. Das deutlich gestiegene Gewicht politischer Einflussfaktoren zusammen mit dem Anschwellen internationaler Kapitalströme sprechen eher für einen unruhigen Renditeverlauf. Bundesanleihen profitieren zwar weiterhin von ihrem Status als sicherer Hafen, auch wenn das Risiko eines Malus für Euro-Anleihen zunimmt. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen in den USA dürfte 2011 zwischen 2,5 % und 3,5 % schwanken, in Deutschland zwischen 2,2 % und 3,2 %.

Euro: Die beiden wichtigsten Währungen – Euro und US-Dollar – werden auch 2011 durch die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Probleme bewegt. Insgesamt dürften sich die negativen Effekte in beiden Währungsräumen in etwa ausgleichen, so dass sich keine starken Trends im Euro-Dollar-Kurs herausbilden. Zwischenzeitlich können aber die Kursausschläge ausgeprägter ausfallen. Die sehr expansive US-Geldpolitik drückt den US-Dollar. Diesseits des Atlantiks zeigt sich die EZB zwar weniger aggressiv. Allerdings verhindert die Schuldenkrise eine starke Aufwertung des Euro. Bei einer erneuten Eskalation der Schuldenkrise könnte die Gemeinschaftswährung sogar deutlicher unter Druck geraten. Der Euro-Dollar-Kurs sollte sich 2011 im Bereich von 1,30 bis 1,45 bewegen.

Zyklisches Kurspotenzial ausgereizt

Aktienmärkte: Der DAX bewegt sich gegenwärtig an der oberen Begrenzung des aus früheren Haussephasen abgeleiteten Erholungsbandes. Mit einem Zuwachs beim DAX von rund 85 % gegenüber dem Tiefstand vom März 2009 ist die Kurserholung sehr ausgeprägt. Damit besteht unter zyklischen Aspekten kein zusätzliches Aufwärtspotenzial, zumal auch die konjunkturellen Stimmungsindikatoren inzwischen ihren Zenit erreicht haben dürften. Mit dem Hoch bei den ifo-Geschäftserwartungen trüben sich erfahrungsgemäß die Kursperspektiven ein. Mit Ausnahme des Wiedervereinigungsbooms 1990 konnte der DAX während dieser Phase des Konjunkturzyklus keine nennenswerten Zuwächse mehr verbuchen. Mit Blick auf die mittelfristigen Gewinnerwartungen baut sich zudem beachtliches Enttäuschungspotenzial auf. Immerhin werden für 2011 bereits neue Rekordwerte bei den Unternehmensergebnissen dies- und jenseits des Atlantiks von den Märkten gehandelt. Da die Produktivitätsreserven aber inzwischen weitgehend ausgeschöpft und gleichzeitig die Kosten für Energie und Rohstoffe deutlich gestiegen sind, wären diese ausgesprochen ambitionierten Ergebnisziele nur durch spürbare Umsatzsteigerungen zu erreichen. Bei einer im neuen Jahr global nachlassenden Wachstumsdynamik dürfte dies aber kaum gelingen. So drohen mittelfristig spürbare Abwärtsrevisionen bei den Schätzungen für die Unternehmensergebnisse. Aktien dürften daher eine ausgedehnte Korrekturphase durchlaufen, die u.E. zu Kursrückgängen zwischen 10 % und 15 % führen werden.

Asset Allocation: Die fundamentalen Perspektiven 2011 bieten nicht die Basis für größere Wetten an den Kapitalmärkten. Nach der Liquiditätshausse im zweiten Halbjahr 2010 ist das Chance-Risiko-Verhältnis von Risikoanlagen nicht mehr attraktiv. Aber auch die Notierungen der traditionell als sichere Häfen gehandelten Staatsanleihen höchster Bonität und Gold scheinen zunächst einmal an die Decke gestoßen zu sein. Das risikoadjustierte Ertragspotenzial ist aus heutiger Sicht in den meisten Anlageklassen eher bescheiden. Im dritten Jahr nach Ausbruch der Finanzkrise wird das Wechselspiel von zyklischen und strukturellen Faktoren eher zu einer uneinheitlichen Entwicklung der Anlageklassen im Zeitablauf führen.

Kapitalerhalt ist Trumpf

Angesichts dieser Rahmenbedingungen sollte es vorrangiges Ziel sein, möglichst den Kapitalerhalt sicherzustellen. Um dabei eine Rendite zu erzielen, die über der Inflationsrate von voraussichtlich knapp 2 % im Euroraum liegt, stellt die Haltung von Kasse auf den ersten Blick keine Lösung dar. Allerdings ermöglicht ein gutes Liquiditätspolster die in 2011 notwendige Flexibilität an den Finanzmärkten sowie eine gewisse Risikobegrenzung angesichts relativ hoch bewerteter Renten und Aktien. Entsprechend sollte die Geldmarktanlage in Mischportfolios reichlich dotiert werden. Bei Aktien ist im Gegenzug eine Untergewichtung empfehlenswert. Gleichzeitig ist es ratsam, Renten neutral zu gewichten und sich dabei auf mittlere Laufzeiten zu konzentrieren, da das Ertragspotenzial nach Risikoadjustierung begrenzt sein dürfte.

2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen

	aktueller Stand*	Q1/2011	Q2/2011	Q3/2011	Q4/2011
Zinsen USA					
Federal Funds Rate	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
3-Monats-USD-Libor	0,29%	0,30%	0,40%	0,40%	0,40%
10-jähr. Treasuries	2,88%	3,20%	3,00%	2,80%	3,30%
Zinsen Eurozone					
EZB-Mindestbietungssatz	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
3-Monats-Euribor	1,03%	1,00%	1,20%	1,30%	1,50%
10-jähr. Bundesanleihen	2,66%	2,90%	2,70%	2,50%	3,00%
Währungen					
US-Dollar je Euro	1,32	1,38	1,40	1,35	1,35
Aktien					
DAX	6.820	6.700	6.300	5.900	6.200

* 26.11.2010

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

2.2 Alternativszenario: Champagner-Trüffel (25 %)

In unserem positiven **Alternativszenario „Champagner-Trüffel“** geht die Aufholjagd der Schwellenländer weiter. Champagnerlaune macht sich breit. Die Zuversicht steigt, dass die schwere Finanz- und Wirtschaftskrise endgültig überwunden wird. Die Genesung des Bankensektors schreitet voran.

Lohnsteigerungen tragen das Wachstum

Wachstum (BIP): Das Wachstum wird durch einen dynamischen Investitionsboom – insbesondere in den strukturstarken Volkswirtschaften – getragen. Nicht nur die Beschäftigung, sondern auch die Löhne steigen kräftig an. Das gilt auch für die USA. Im Laufe des Jahres 2011 legt der private Verbrauch dort um 3 % zu und das BIP wächst ebenfalls mit 3 %. Im Euroraum zeigen die Konsolidierungsanstrengungen der Peripherieländer erste Erfolge. Da sich diese Länder über Reformen strukturell verbessern, sind keine weiteren Finanzierungshilfen nötig. In dem Ausmaß, wie die wirtschaftlichen und politischen Unsicherheiten schwinden, werden auch die strukturschwachen Volkswirtschaften beflügelt. Die Eurozone legt dann ein Wachstum von rund 2 % hin, während Deutschland mit etwa 3 % erneut outperformt.

Inflation: Die Outputlücken in den USA und im Euroraum schließen sich deutlich schneller als in unserem Hauptszenario. Die kräftige Erholung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage setzt einen Inflationsprozess in Gang. Der Preisdruck nimmt auf breiter Front zu und die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte steigen spürbar. 2011 bewegen sich die Preissteigerungsraten sowohl in den USA als auch im Euroraum um die Marke von 3 %.

Rentenmärkte: Die Fed und die EZB verabschieden sich im Jahresverlauf von den quantitativen Maßnahmen. Zudem erzwingen wachsende Inflationssorgen eine rasche Zinswende, so dass spätestens zur Jahreswende 2011/2012 die Nullzinspolitik mit ersten Zinsanhebungen beendet wird. Dies führt zu einem markanten Renditeanstieg an den internationalen Anleihemärkten. Die Rendite 10-jähriger Bunds springt über die 4 %-Marke. Es kommt zu einer Renditekonvergenz im Euroraum.

Euro: In einem robusten Wachstumsumfeld wächst die Risikobereitschaft an den Finanzmärkten weiter. Die Sorgen um die europäischen Schuldenkrise mildern sich spürbar ab. Für die Fed ist aufgrund ihrer expansiveren Maßnahmen der Weg zu einer Normalisierung weiter als für die EZB. Deshalb wird der US-Dollar stärker unter Inflationsängsten leiden. Der Euro-Dollar-Kurs könnte bis auf 1,65 ansteigen.

Aktienmärkte: Aufgrund des stärkeren Wirtschaftswachstums gelingt es den Unternehmen, Umsatz und Gewinn zu steigern. Gleichzeitig bilden sich die Risikoprämien zurück. Bei weiterhin üppig vorhandener Liquidität greift die Idee eines neuen säkularen Bullenmarktes um sich. Der DAX überschreitet binnen Jahresfrist die 8.000er Marke.

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

2.3 Alternativszenario: Diätschokolade (10 %)

Magere Zeiten

In unserem negativen Alternativszenario **„Diätschokolade**“ schwächt sich die Weltwirtschaft stärker ab als erwartet. Die Situation an den Arbeitsmärkten bleibt fragil, so dass die Einkommen der privaten Haushalte unter Druck geraten. In der Eurozone markiert die Verschuldungskrise neue Höhepunkte. Gleichzeitig kippt die Stimmung unter den Investoren, die stärkere Konsolidierungsschritte der großen Volkswirtschaften einfordern. Die Geldpolitik bleibt zwar im Krisenmodus, jedoch schwindet die Zuversicht der Konsumenten, Unternehmen und Anleger, dass die Krise bewältigt werden kann. Weitere Risiken gehen von heftigen Währungsschwankungen und protektionistischen Maßnahmen aus. Auch China kann bei spürbarer Abkühlung seines Immobilienmarktes nicht länger die Rolle als Motor der Weltwirtschaft einnehmen.

BIP: In den USA trübt sich die Situation am Arbeitsmarkt wieder ein. Dies führt zu einer Stimmungserosion, so dass die private Nachfrage wegbricht. Die USA rutschen erneut in eine Rezession. Auch im Euroraum verschlechtert sich die Stimmung der privaten Haushalte und Unternehmen so stark, dass die Solidarität innerhalb des Euroraums ins Wanken gerät. Die PIIGS-Staaten verharren auf der einen Seite angesichts ihres Sparkurses in der Rezession, auf der anderen Seite sinkt angesichts eines ungünstigeren wirtschaftlichen Umfelds die Bereitschaft der stärkeren Länder, die schwachen zu unterstützen. Das Wachstum in Deutschland dürfte bestenfalls stagnieren. Die Notenbanken versuchen mit weiteren quantitativen Maßnahmen die Volkswirtschaften zu stabilisieren. EZB und Fed dürften dann in großem Stil als Käufer von Staatsanleihen auftreten.

Inflation: Die hohe Arbeitslosigkeit und eine schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage sorgen für ein deflationäres Umfeld. Die Gesamtinflation in den USA wie auch in der Eurozone wird sich im Laufe von 2011 auf die Nulllinie zu bewegen. Darüber hinaus wird die Deflation in den Kernraten sichtbar.

Rentenmärkte: Deflationsängste drücken die Renditen in den Industrieländern auf neue historische Tiefs. Anleger flüchten in Staatsanleihen höchster Bonität trotz weltweit wachsender Staatsverschuldung. Die Zinsstrukturkurven werden merklich flacher. Die Rendite 10-jähriger Bunds sinkt nachhaltig unter die Marke von 2,0 %.

Euro: Eine eskalierende Schuldenkrise in der Eurozone setzt die Gemeinschaftswährung deutlich unter Druck. Internationale Anleger ziehen sich aus dem Euro zurück und liquidieren aufgrund der weltweit unsicheren Situation auch Investitionen in Schwellenländern. Mangels entsprechender Alternative profitiert der US-Dollar von seinem Status als „Safe Haven“. Zusätzliche Kaufprogramme der US-Notenbank begrenzen in einem solchen Umfeld höchstens die Aufwertung des Greenback. Der Euro-Dollar-Kurs fällt auf neue Tiefstände von 1,10.

Aktienmärkte: Deutlich nachlassende Umsätze und steigender Margendruck führen zu einem sichtbaren Rückgang der Unternehmensgewinne. Gleichzeitig nimmt die Risikoaversion spürbar zu, so dass mit einer Bewertungskontraktion zu rechnen ist. An den Aktienmärkten kommt es zu einem kräftigen Kursrückgang, der den DAX deutlich unter die Marke von 5.000 Indexpunkten zurückwirft.

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



3 Länderanalysen

3.1 USA: Zwischen Arbeitslosigkeit und Schuldenbergen

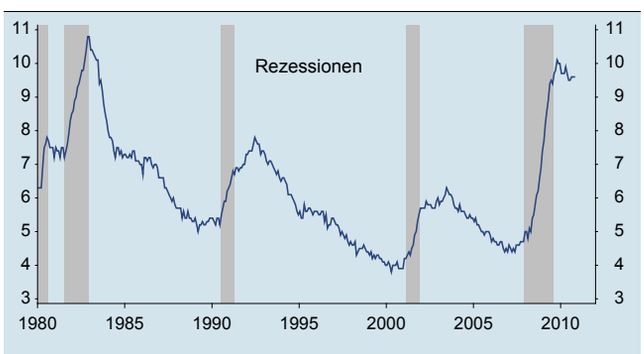
Das Jahr 2010 stand in den Vereinigten Staaten im Zeichen einer Wachstumsdelle, die Sorgen um einen Rückfall in die Rezession genährt hat. Die Anfang des Jahres noch vielversprechende Erholung am Arbeitsmarkt geriet im Frühjahr ins Stottern. Ein erneuter konjunktureller Einbruch blieb aber aus. Nun neigt sich das Jahr dem Ende zu und die Gefahr eines Double Dip ist spürbar gesunken. Frühindikatoren und Arbeitsmarkt scheinen sich zumindest zu fangen.

Arbeitsmarkt im Fokus

Insgesamt hat 2010 jedoch eher enttäuscht – seit dem Frühjahr legt die US-Wirtschaft nur noch etwa im Rahmen ihres Produktionspotenzials zu. Die Arbeitslosigkeit verharrt bei 9½ % – einem für die USA sehr hohen Niveau. Dies ist nicht nur ein soziales und politisches, sondern auch ein ökonomisches Problem. Die hohe Arbeitslosigkeit kann sowohl Symptom wie Ursache einer steigenden strukturellen Arbeitslosigkeit sein. Einerseits haben viele Amerikaner ihren Arbeitsplatz in Sektoren (Bau, Finanzbranche) verloren, wo auf absehbare Zeit nicht nennenswert Beschäftigung aufgebaut werden dürfte. Falsche oder fehlende Qualifikationen für Wachstumsbranchen verhindern eine Wiedereingliederung in den Arbeitsmarkt. Andererseits entwertet eine längere Periode der Arbeitslosigkeit bestehendes Humankapital. Mit diesen Problemen wird die USA längere Zeit zu kämpfen haben. Selbst Ende 2011 dürfte die Arbeitslosigkeit noch über 9 % liegen.

Hohe Arbeitslosigkeit – und keine schnelle Lösung in Sicht

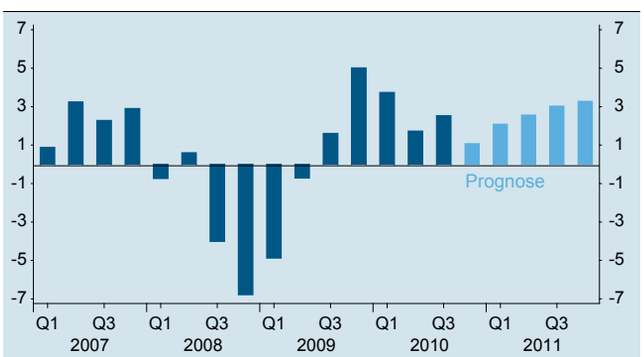
Arbeitslosenquote, % der Erwerbsfähigen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Expansion stabilisiert sich 2011

Reales BIP, Veränderung gegenüber Vorquartal in %, Jahresrate



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hinzu kommt, dass der Bundesstaat, der in der Krise in die Bresche sprang, als die private Nachfrage einbrach, zunehmend zu einer konjunkturellen Bremse wird. Im neuen Jahr dürften merkliche Sparanstrengungen zwar ausbleiben. Angesichts der sehr hohen Defizite und des massiv steigenden Schuldenstandes ist aber kaum Spielraum für zusätzliche Impulse von dieser Seite. So belastet das Auslaufen des Stimuluspakets von 2009 im Jahr 2011 die Konjunktur. Die Einzelstaaten und Kommunen dürften zwar von einer zyklischen Verbesserung ihrer Einnahmen profitieren. Ob dies ausreichen wird, damit sie die Sparpolitik der vergangenen Jahre beenden, ist aber offen.

Wachstum 2011: Verhalten, aber nachhaltig

Allerdings sollte sich die private Nachfrage allmählich stabilisieren, nicht zuletzt wegen des leichten Beschäftigungsaufbaus und seiner positiven Effekte auf die Haushaltseinkommen. Im Jahresdurchschnitt 2011 dürfte die US-Wirtschaft um gut 2 % wachsen (2010: 2,7 %), wobei auf die Wachstumsdelle Ende 2010 eine graduelle Erholung im Jahresverlauf folgt.

Die Notenbank wird ihr Kaufprogramm für Staatsanleihen vor diesem Hintergrund Mitte 2011 voraussichtlich nicht verlängern. Eine wieder etwas höhere Teuerung und eine robustere Konjunktur werden es der Fed erlauben, von zusätzlichem Stimulus Abstand zu nehmen. Die nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit wird sie aber davon abhalten, vor 2012 die Nullzinspolitik zu beenden.



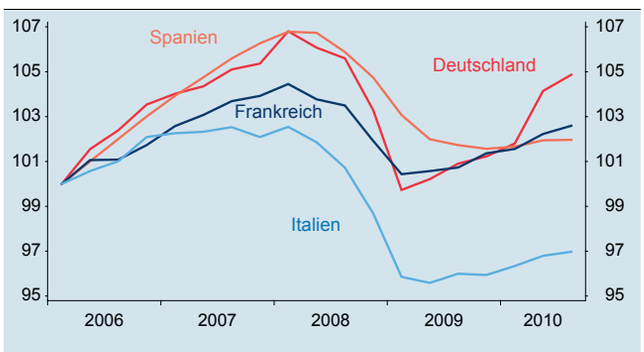
3.2 Deutschland: Nach tiefem Einbruch schnell aus der Krise

Hoher Industrieanteil in Deutschland als Vorteil

Mit einem Anstieg des BIP von 3,5 % hat Deutschland im Jahr 2010 mit stärkerer Dynamik als alle anderen großen Flächenstaaten in der Eurozone aus der Krise herausgefunden. Zwar war 2009 auch ein deutlicher Einbruch der Wirtschaftsleistung von 4,7 % zu verkraften, doch die wettbewerbsstarke deutsche Industrie profitiert zurzeit überdurchschnittlich vom Aufschwung in den Schwellenländern. Mittlerweile gehen allein rund 11 % der hiesigen Exporte in die dynamischen BRIC-Staaten. Die Industrieproduktion wird 2010 um rund 9 % zunehmen. Aufgrund des hohen Industrieanteils in Deutschland von mehr als 20 % an der Wertschöpfung stimuliert dies das gesamtwirtschaftliche Wachstum. 2011 setzt sich der Aufschwung mit vermindertem Tempo von 2 % fort.

Deutschland kommt am Besten aus der Krise

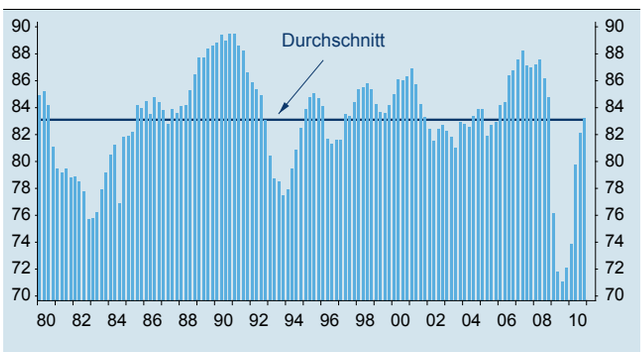
Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorjahr in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kapazitätsauslastung steigt so schnell an wie noch nie!

in % der Vollauslastung



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das exportinduzierte Wachstum hat mittlerweile zu ersten Impulsen bei der Binnennachfrage geführt. So sind die Investitionen angesprungen. Die steigende Industrienachfrage hat die Kapazitätsauslastung in atemberaubender Geschwindigkeit wieder in die Nähe der Normalauslastung katapultiert. Zudem verdienen die Unternehmen deutlich mehr. Beides sind Voraussetzungen für eine höhere Kapitalbildung. Neben Rationalisierungen werden Erweiterungen und technologisch bedingte Kapitalaufstockungen wieder an Bedeutung gewinnen. Auch die Bautätigkeit trägt derzeit zum Investitionsaufschwung bei: Der öffentliche Bau ist noch Nutznießer der Konjunkturprogramme, bevor allerdings 2011 Sparmaßnahmen zu einer Gegenbewegung führen. Der Wohnungsbau hat aus dem Tief herausgefunden: Energetische Sanierungen und ein lebhafterer Neubau sorgen für Wachstum. Der Wirtschaftsbau konnte früh vom Investitionsschub der deutschen Wirtschaft profitieren. Nach dem deutlichen Rückgang 2009 wird der gewerbliche Bau bereits 2010 leicht expandieren und im Folgejahr mit der Investitionstätigkeit weiter zulegen.

Konsum wird mehr zum Wachstum beitragen

Der Konsum hat seine Schwächephase überwunden. Neben der steigenden Beschäftigung und dem drastischen Rückgang der Kurzarbeit führen niedrige Preissteigerungen bei moderaten Lohnerhöhungen zu höheren verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. Die Sparquote bleibt weitgehend unverändert und dämpft damit nicht zusätzlich. Im Gegensatz zu vielen anderen europäischen Ländern ist die Staatsverschuldung in Deutschland verhältnismäßig niedrig, so dass auch das Konsolidierungspaket mit 80 Mrd. € oder gut 3 % des BIP über vier Jahre ab 2011 eher bescheiden ausfällt. Eine stärkere Konsumbremsung ist hierdurch nicht zu erwarten, auch weil ein nicht unerheblicher Teil der Sparmaßnahmen von den Unternehmen zu tragen ist. Da der deutsche Konsum bis ins erste Quartal rückläufig war, musste 2010 erst der Rückstand aufgeholt werden. Nach einem nur geringen Zuwachs von 0,4 % im Jahr 2010 werden die Verbraucher 2011 stärker zum Wachstum beitragen. Die Konsumausgaben sollten dann um 1,3 % zulegen.



3.2.1 Hessen: Branchenmix stabilisiert

Der in Hessen besonders gewichtige Dienstleistungssektor dürfte 2011 die weltwirtschaftliche Abschwächung vor Ort abfedern, so dass hier zumindest mit einem durchschnittlichen Wachstum von 2 % zu rechnen ist. Ausschlaggebend für die konjunkturelle Entwicklung des Bundeslandes ist nämlich der einzigartige Branchenmix, der von der südhessischen Region geprägt wird: Kein anderer Regierungsbezirk Deutschlands kann ein bedeutendes Finanzzentrum, einen internationalen Flughafen und einen namhaften Messestandort gleichzeitig vorweisen. Schon in der Wirtschaftskrise 2008/2009 stabilisierten die Dienstleister in Hessen, als die tiefsten Einbrüche in der Industrie erfolgten. Dies zeigte sich auch an der hessischen Schrumpfungsrate 2009, die mit 4,3 % deutlich geringer ausfiel als der gesamtdeutsche Rückgang (Berechnungsstand der Bundesländer März 2010).

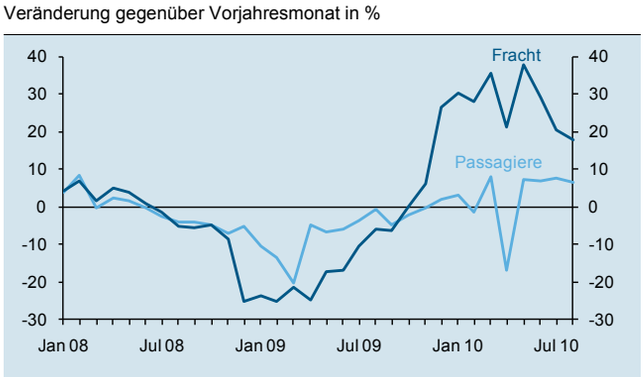
Industrie und Logistik 2010 mit hohen Zuwächsen

Im derzeitigen Aufschwung bleibt die Industrie – wie zuvor im Abschwung – zunächst die treibende Kraft. Die Auftragseingänge zeigen einen kräftigen Wachstumsschub für Hessen an. Auch der Luftverkehr hat wieder Aufwind, wovon besonders der Frachttransport profitiert. Die in den ersten acht Monaten beförderte Menge stieg am Frankfurter Flughafen um 28 % (Deutschland: 25 %). Die Passagierzahlen erholten sich um 3 %, nachdem sie im Jahr zuvor um 5 % zurückgegangen waren. Mittel- bis langfristig wird der Neubau der zusätzlichen Landebahn (geplante Fertigstellung Oktober 2011) und eines dritten Terminals die Kapazitäten des Frankfurter Flughafens enorm erweitern. Das Bankgewerbe als ebenfalls wichtige Branche für Hessen beginnt sich zu stabilisieren. Dies wird sich zunächst mehr in der Geschäftsentwicklung der Kreditinstitute zeigen. Positive Beschäftigungseffekte sind hiervon vorerst noch nicht zu erwarten.

Da in Hessen die Industrie einen unterdurchschnittlichen Anteil hat, dürfte die Wachstumsrate 2010 etwas unter dem gesamtdeutschen Zuwachs bei 3,2 % liegen, darauf deuten die Daten für das erste Halbjahr 2010 hin, in dem Deutschland mit 3,1 % und Hessen mit 2,7 % gewachsen waren.

Luftverkehr am Frankfurter Flughafen im Aufwind

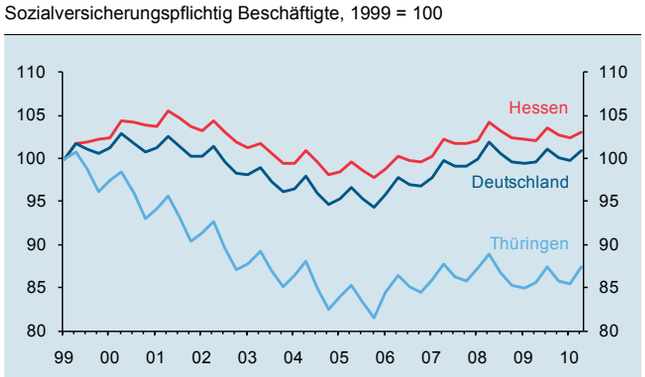
Veränderung gegenüber Vorjahresmonat in %



Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Beschäftigung: Höchststände in Sichtweite

Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte, 1999 = 100



Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Beschäftigung steigt schon wieder

In der zurückliegenden Wirtschaftskrise ist es nicht zu einem merklichen Rückgang der Beschäftigtenzahl gekommen. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten lag zum Höhepunkt der Krise am Arbeitsmarkt (Oktober 2009) nur 0,8 % unter dem Vorjahresstand. In früheren Rezessionsphasen erreichten die Beschäftigungsrückgänge deutlich über 2 %. Inzwischen sorgt der kräftige Aufschwung für eine deutlich steigende Arbeitskräftenachfrage. Nach dem letzten verfügbaren Stand zählte Hessen Ende August 2010 mit fast 2.213.000 sozialversicherungspflichtig Beschäftigten 1,5 % mehr als im Vorjahr. Mit diesem Zuwachs liegt Hessen im Bundesdurchschnitt. Auch die Arbeitslosigkeit ist spürbar zurückgegangen. Im Oktober 2010 war die hessische Arbeitslosenquote mit 5,9 % wieder deutlich unter dem Vorjahreswert von 6,4 %. Dieser Trend wird sich 2011 fortsetzen, da sich neben der soliden Konjunktur hier schon die demografische Entwicklung bemerkbar macht.



3.2.2 Thüringen: Konjunkturelle Normalisierung

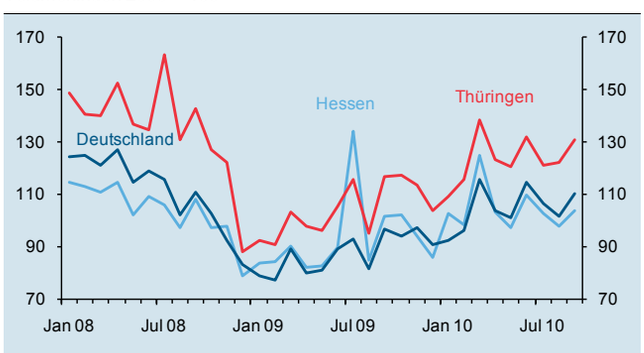
Auftragseingänge in der Industrie gut erholt

Die Auftragseingänge befinden sich in Thüringen wie in Deutschland insgesamt noch nicht auf dem Vorkrisenniveau. Mit Zuwächsen von 22 % bzw. 23 % in den ersten drei Quartalen 2010 dürfte jedoch ein gut gefülltes Auftragspolster entstanden sein, das bis Anfang 2011 eine solide Produktionsgrundlage darstellt. Mit der konjunkturellen Normalisierung, die einem so rasanten Anstieg üblicherweise folgt, wird 2011 in Thüringen das BIP-Wachstum auf rund 2 % zurückgehen und damit einen ähnlichen Verlauf wie Deutschland insgesamt haben. Im ersten Halbjahr 2010 führte nämlich der starke konjunkturelle Impuls in Thüringen mit einem Plus von 3,4 % zu einer spürbaren Beschleunigung des Wachstums. Taktgeber war – wie in der Rezession – die Industrie, deren Umsatzentwicklung in Thüringen mit einem Zuwachs von 14,3 % in den ersten neun Monaten höher war als in Deutschland insgesamt (13,4 %). Gesamtwirtschaftlich kann Thüringen 2010 aufgrund der dynamischen Entwicklung der Industrie ein leicht überdurchschnittliches Wachstum von 3,8 % erreichen.

Die Wirtschaftskrise 2009 hatte Thüringen mit einem Minus des BIP von 4,3 % abgeschlossen. Damit lag das Bundesland schlechter als der Durchschnitt Ostdeutschlands (-2,9 %), da es einen höheren Industrieanteil aufweist. Im Vergleich zum gesamtdeutschen Rückgang (Berechnungsstand der Bundesländer: März 2010) war die Schrumpfung des Thüringer BIP aufgrund der geringeren Exportabhängigkeit der Industrie und der Dienstleister aber weniger ausgeprägt.

Gute Erholung der Auftragseingänge

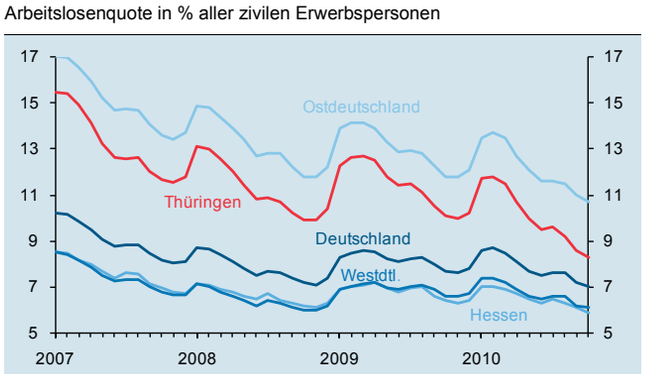
Volumenindex 2005 = 100



Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Arbeitslosigkeit im Sinkflug

Arbeitslosenquote in % aller zivilen Erwerbspersonen

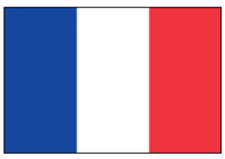


Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research

Im Zuge des Aufschwungs verringerte sich die Arbeitslosenquote in den neuen Bundesländern stärker als in den alten. Dies gilt für Thüringen in besonderem Maße. So sank die Arbeitslosenquote innerhalb eines Jahres um fast zwei Prozentpunkte auf 8,3 % (Oktober 2010). Damit lag der Wert zwar weiterhin über dem Bundesdurchschnitt, doch ist er deutlich niedriger als in den anderen ostdeutschen Bundesländern und etwa gleich hoch wie in Nordrhein-Westfalen. Die Beschäftigung erholte sich in Thüringen spürbar und die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten stieg im August 2010 um 2,3 % gegenüber dem Vorjahr an; ein Zuwachs, der über dem Bundesdurchschnitt von 1,6 % lag.

Thüringens BIP pro Kopf: 92 % des EU-Durchschnitts

Im Jubiläumsjahr 2010 kann Thüringen zwanzig Jahre nach der Wiedervereinigung auf viele wirtschaftliche Erfolge zurückblicken. Allerdings muss bei der Beurteilung berücksichtigt werden, dass Thüringen nach der Wiedervereinigung – wie alle neuen Bundesländer – mit einer sehr geringen Wirtschaftsleistung startete. Inzwischen hat sich das BIP pro Einwohner, gemessen am deutschen Durchschnitt, mehr als verdoppelt und erreicht fast 75 % des gesamtdeutschen Werts. Da Deutschland zu den wirtschaftsstärksten Ländern Europas zählt, ist dieser Vergleich eigentlich nicht angemessen. Denn Thüringens BIP pro Kopf hat inzwischen 92 % des EU-Durchschnitts erreicht, was – verglichen mit anderen Nachfolgestaaten des ehemaligen Ostblocks wie Polen (34 %) und Tschechien (56 %) – ein hervorragender Wert ist.



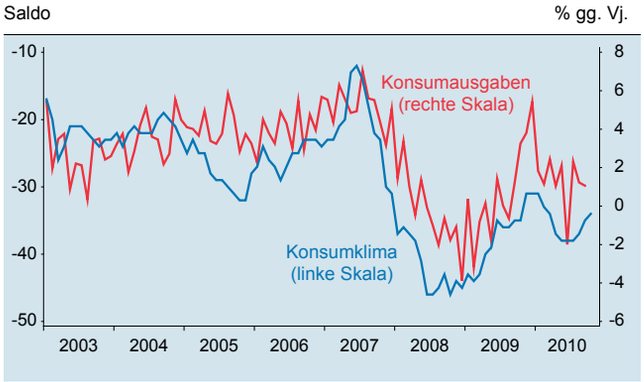
3.3 Europa: Divergierende Entwicklung

3.3.1 Frankreich: Erfolgsmodell mit Kratzern

Frankreich mit geringen Konjunkturschwankungen

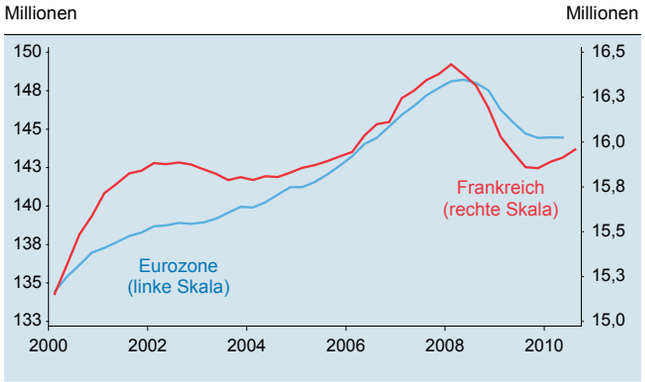
Im Gegensatz zu Deutschland war Frankreichs Wirtschaftseinbruch 2009 mit „nur“ 2,5 % deutlich weniger stark ausgeprägt. Eine wesentliche Ursache hierfür ist die größere Bedeutung des privaten Konsums und vor allem des Staatskonsums in Frankreich. Stabilisierend wirkt sich zudem der kontinuierliche Bevölkerungszuwachs aus. Allerdings ist die wirtschaftliche Gegenbewegung auch deutlich schwächer ausgefallen als hierzulande. So hat das BIP 2010 nur um schätzungsweise 1,6 % zugelegt.

Konsumklima noch gedämpft



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Französische Beschäftigung steigt wieder



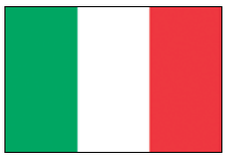
Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das Konsumklima ist noch weit von den optimistischen Einschätzungen vor der Krise entfernt. Dies dürfte u.a. damit zusammenhängen, dass auch in Frankreich nun strukturelle Reformen angegangen werden. Die umstrittene Rentenreform wurde mittlerweile verabschiedet. Zudem sind die Lohnstückkosten im internationalen Vergleich zu stark angestiegen, was entsprechende moderatere Lohnabschlüsse erfordert. Seit 2009 fallen die Tariflohnerhöhungen zwar deutlich niedriger aus. Trotzdem expandiert der Konsum 2010 mit 1,6 % wie die Gesamtwirtschaft. Positive Impulse gehen von der Beschäftigung aus, die bereits im vierten Quartal 2009 ihren Tiefstand erreicht hatte. Seitdem geht es wieder aufwärts und die Arbeitslosenquote sinkt leicht. 2011 dürfte sich das moderate Konsumwachstum fortsetzen. Die positiven Impulse vom Staatskonsum haben dagegen bereits 2010 nachgelassen. In Frankreich erreicht dieses Aggregat immerhin einen Anteil von knapp einem Viertel am BIP, während es sich hierzulande auf weniger als ein Fünftel beläuft. Aufgrund des hohen Staatsdefizits von fast 8 % muss Frankreich in diesem Bereich 2011 nochmals kürzer treten.

Investitionstätigkeit schwach

Die Investitionstätigkeit ist in den letzten Jahren im europäischen Vergleich zurückgefallen (vgl. linke Grafik S. 20). Bereits vom weltwirtschaftlichen Aufschwung vor der Krise konnte das Land nur unterdurchschnittlich profitieren und nach der Krise war ein erster zögerlicher Zuwachs der Anlagen erst im zweiten Quartal 2010 zu konstatieren. Die schwache Entwicklung resultiert zum einen aus der rückläufigen Bautätigkeit. Zum anderen dürfte Frankreich aufgrund der gestiegenen Lohnstückkosten an Attraktivität für Investoren verloren haben.

2011 wird das französische BIP mit voraussichtlich 1,7 % kaum stärker zunehmen als 2010. Konsum und Investitionen wachsen zögerlich und von der Dynamik der Schwellenländer profitiert die französische Exportwirtschaft nur unterdurchschnittlich. 2011 beginnt zudem das Konsolidierungsprogramm, das sich aus dem Auslaufen von Konjunkturstimuli und wenig ambitionierten Einsparungen zusammensetzt.



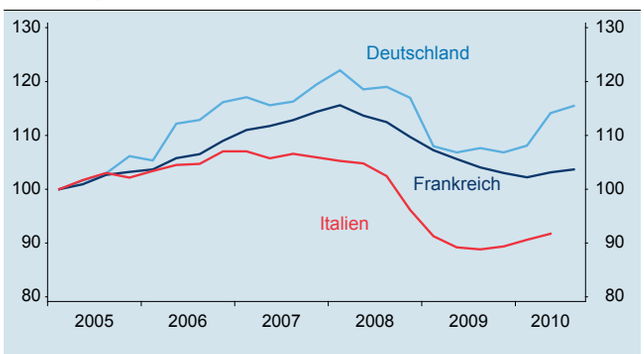
3.3.2 Italien: Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit bremst Aufschwung

Strukturreformen müssen in Angriff genommen werden

Nach dem drastischen BIP-Einbruch von über 5 % im Jahr 2009 kommt Italiens Wirtschaft nur sehr zögerlich aus der Krise. Dies dürfte eine Folge der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit des Landes sein. So ist Italiens Produktivität in den vergangenen Jahren im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern gesunken (vgl. linke Grafik S. 21). Die Folge ist, dass die Lohnstückkosten seit 2005 um fast 15 % gestiegen sind, während Deutschland in diesem Zeitraum nur einen Anstieg von etwa 3 % aufweist. Seit dem Jahr 2000 beläuft sich der Kostenschub des Mittelmeerlandes sogar auf 30 %. Die Produktivitätsschwäche offenbart Defizite beim Innovationsprozess. Bei wichtigen Indikatoren, wie den F&E-Ausgaben bezogen auf das BIP oder bei den Patenten, besetzt Italien regelmäßig hintere Plätze. Dies lässt sich nur durch Strukturreformen ändern: Der Abbau von Bürokratie und Regulierung sowie Effizienzsteigerungen und mehr Wettbewerb im öffentlichen Sektor sind dabei unabdingbar. Um die Innovationsfähigkeit des Landes zu verbessern, sind verstärkte Anstrengungen im Forschungs- und Bildungsbereich nötig. Nicht zuletzt muss sich die Lohnpolitik stärker an der Produktivitätsentwicklung orientieren.

Schwache Investitionstätigkeit in Italien

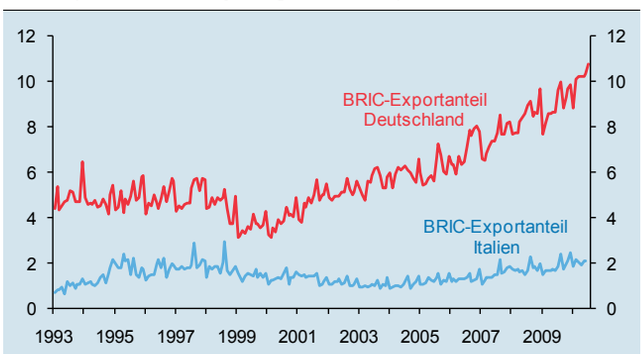
Reale Anlageinvestitionen, Index: Q1 2005 = 100



Quellen: OECD, Helaba Volkswirtschaft/Research

Italien exportiert nur wenig in BRIC-Länder

BRIC-Exporte in % an den jeweiligen Gesamtexporten



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit spiegelt sich im besonderen Maße im Außenhandel wider. Italien exportiert nur 2 % seiner Waren in die dynamisch wachsenden BRIC-Staaten, in Deutschland sind dies mittlerweile 11 %. Ein Grund hierfür dürfte sein, dass die in den Schwellenländern benötigten Investitionsgüter mit Ausnahme von Maschinen aus italienischer Produktion kaum angeboten werden. Das Land ist traditionell stark auf Konsumgüter spezialisiert. So erreicht beispielsweise der Wirtschaftsbereich Textilien, Bekleidung und Leder einen Anteil von fast 12 % an der gesamten industriellen Wertschöpfung. Hinzu kommen die Nahrungsmittelindustrie mit einem gleich hohen Wertschöpfungsanteil sowie weitere kleine Konsumgüterbranchen. Diese Wirtschaftszweige leiden unter steigenden Lohnkosten. Zudem ist hier eine Verlagerung ins kostengünstige Ausland vielfach leichter möglich als bei technisch anspruchsvollen Investitionsgütern. Dies entzieht Italien einen Teil seiner Wertschöpfung und gefährdet zunehmend die bislang erfolgreichen lokalen Netzwerke von zumeist kleinen und mittleren Unternehmen. Im Ergebnis weist das Land ein zunehmendes Handelsbilanzdefizit auf.

Aufwärtstrend setzt sich nur zögerlich durch

Italien wird 2010 und 2011 mit 1 % bzw. 1,3 % nur schwach wachsen. Belastend wirken sich das schärfere Vorgehen gegen Steuerhinterziehung und Ausgabenkürzungen in den öffentlichen Haushalten aus. Diese Maßnahmen belaufen sich 2011 und 2012 auf 25 Mrd. € bzw. 1,6 % des BIP. Unterdurchschnittlich wird sich weiterhin der Konsum entwickeln, der bislang von der ungünstigen Arbeitsmarktentwicklung behindert wurde. Mittlerweile sinkt die Arbeitslosenquote und die Beschäftigung steigt. Allerdings hat sich dies noch nicht in einem deutlich verbesserten Konsumklima niedergeschlagen. Vom Außenhandel sind 2011 nur geringe Impulse zu erwarten. Die Investitionen werden von einer rückläufigen Bautätigkeit gebremst.



3.3.3 Spanien: Reformprozess läuft

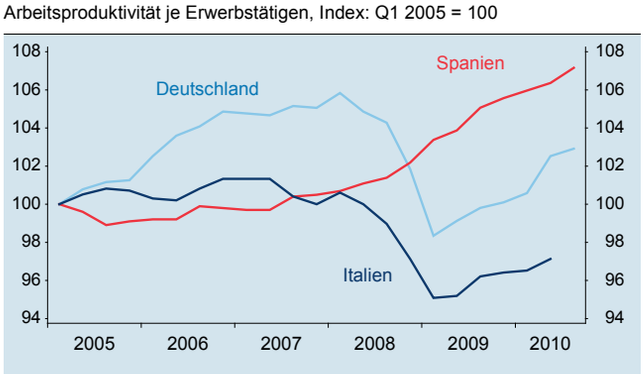
Bei Strukturanpassungen gut vorangekommen

Für Spanien war die jüngste Krise nicht nur konjunktureller Natur. Das Land hatte zuvor sein hohes Wachstum von jährlich rund 4 % auch aufgrund einer boomenden Bau- und Immobilienwirtschaft erzielt. Mit der Rezession offenbarten sich Überkapazitäten, die in den nächsten Jahren weiter abgebaut werden müssen. So beruhten in der Spitze 2006 knapp 18 % des Bruttoinlandsprodukts auf Bauaktivitäten. Allein der Wohnungsbau stand für einen Anteil von gut 9 %. 2009 lag der Anteil der gesamten Bautätigkeit noch bei 14,3 %. 2010 sollte die Marke von 13 % unterschritten werden. Legt man – ähnlich wie in Deutschland nach der Baukrise – einen Anteil von 10 % als Zielmarke fest, dann dürfte die Anpassung in etwa zwei Jahren abgeschlossen sein.

Die Krise offenbarte auch die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der spanischen Wirtschaft. Die Lohnstückkosten liegen heute 30 % über dem Niveau des Jahres 2000. Die Löhne waren in den vergangenen Jahren im Verhältnis zur Produktivität zu stark angestiegen. Bei wichtigen Innovationsindikatoren, wie den F&E-Ausgaben bezogen auf das BIP oder den Patenten, liegt das Land – ähnlich wie Italien – deutlich unter dem OECD-Durchschnitt. Allerdings sind auch in diesem Bereich erste Verbesserungen festzustellen: Die Produktivitätsentwicklung in Spanien war seit Anfang 2005 deutlich günstiger als beispielsweise in Deutschland oder gar in Italien. Durch die dramatische Verschlechterung am Arbeitsmarkt sind zudem die Tariflohnerhöhungen deutlich niedriger ausgefallen. Zusätzlich hat die spanische Regierung mit ihren Reformen den bislang sehr rigiden Arbeitsmarkt flexibler gemacht. So wurden Kündigungen erleichtert und die Höhe von Abfindungen abgesenkt. Auch dies verbessert die Wettbewerbsfähigkeit.

Spanien steigert seine Produktivität

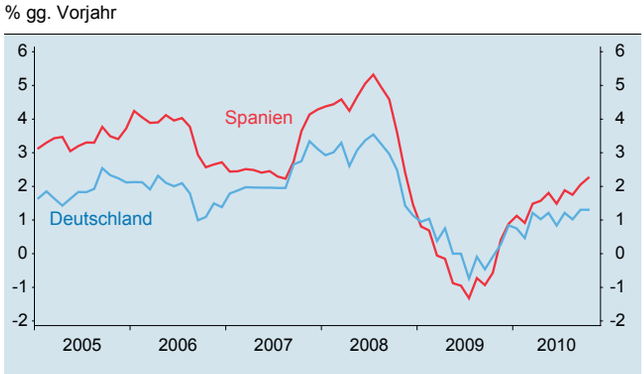
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen, Index: Q1 2005 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mehrwertsteuererhöhung treibt Verbraucherpreise

% gg. Vorjahr



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nur zögerlicher Aufwärtstrend

Spanien ist also auf gutem Weg. Konjunkturell werden sich die Anpassungen allerdings nicht kurzfristig positiv auswirken. So führte die ab Juli um zwei Prozentpunkte auf 18 % erhöhte Mehrwertsteuer zu einer deutlichen Dämpfung des Konsums im dritten Quartal 2010. Im Vorfeld war es zu Vorzieheffekten gekommen. Belastend wirkt zudem das Konsolidierungsprogramm, das zu Lohnkürzungen bei Beamten und Stellenstreichungen führt. Zudem werden ab 2011 Familienleistungen gekürzt und die Renten nicht erhöht. Auch am Arbeitsmarkt ist noch keine durchgreifende Besserung festzustellen. Die Arbeitslosenquote liegt bei knapp 20 %. Immerhin hat die Beschäftigung zuletzt wieder leicht zugenommen. 2011 dürfte sich der spanische Arbeitsmarkt nur sehr zögerlich erholen. Damit kann für 2011 erneut nur mit einem mageren Konsumplus 0,7 % gerechnet werden. Einen negativen Wachstumsbeitrag liefern 2010 die Investitionen. Einer stark schrumpfenden Bautätigkeit steht eine nur moderate Erhöhung der Ausrüstungsinvestitionen gegenüber. 2011 wird sich der Rückgang der Anlageinvestitionen deutlich verringern. Positive Impulse gehen vom Außenhandel aus. Damit wird das gesamtwirtschaftliche Wachstum nach der Stagnation in 2010 im neuen Jahr magere 0,7 % betragen.



3.3.4 Griechenland: Mitten in der Konsolidierung

Mutiger Beginn der Sparpolitik

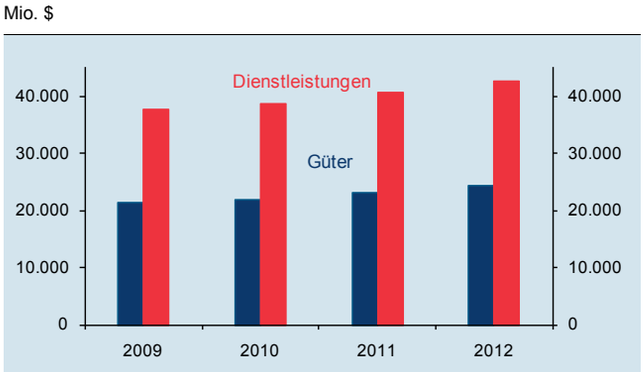
Die griechische Regierung hat im Mai 2010 ein dreijähriges Stützungspaket des IWF und der EU über insgesamt 110 Mrd. € erhalten, aus dem vierteljährlich ausgezahlt wird. Zudem stützt die EZB die Kapitalmärkte mit Käufen griechischer Anleihen und die griechischen Banken mit Repo-Geschäften. All diese Hilfen sind mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden, deren Einhaltung regelmäßig in einem Fortschrittsbericht des IWF überprüft wird. Bis zum Herbst 2010 waren die Voten des IWF durchweg positiv. Mit der Erhöhung der Mehrwertsteuer von 19 % auf 23 % und anderer Verbrauchsteuern, der Kürzung der staatlichen Gehälter und weiterer Staatsausgaben sowie der Verbesserung der Steuerverwaltung wird das Haushaltsdefizit 2010 voraussichtlich um mehr als fünf Prozentpunkte auf 9 ½ % zurückgehen. Auch mit weitreichenden Strukturreformen im Rentensystem und am Arbeitsmarkt sind bemerkenswert couragierte Schritte zur Steigerung der griechischen Wettbewerbsfähigkeit eingeleitet worden.

Sparen ohne Angebotsverbesserungen wäre nicht von Erfolg gekrönt

Der Primärsaldo des Staatshaushalts (vor Zinszahlungen) dürfte noch bis 2012 negativ bleiben und die Staatsverschuldung auf bedenklich hohe 150 % des BIP steigen. Erst 2014 wird das Staatsdefizit dann nach dem Konsolidierungsfahrplan unter die kritische Schwelle von 3 % des BIP fallen und auch die relative Staatsverschuldung zurückgehen. Das Sparprogramm wird allerdings auf Dauer nur erfolgreich sein, wenn sich gleichzeitig die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft erhöht und Wachstum mit Angebotsverbesserungen generiert wird. Die Zugangsbeschränkungen in Branchen wie Straßengüterverkehr und Handel sowie Wachstumshemmnisse etwa im Tourismus werden schrittweise beseitigt. Diese Maßnahmen werden sich jedoch nur allmählich positiv auswirken können. Die strukturell schwachen Güterexporte und die wesentlich bedeutenderen Dienstleistungsexporte (Tourismus, Schifffahrt) werden bis 2012 voraussichtlich noch nicht stark zulegen. Der verhältnismäßig langsame Rückgang des Leistungsbilanzdefizits auf 9 % des BIP sowie der Anstieg der Inflationsrate auf über 5 % im Herbst 2010 (Mehrwertsteuereffekt) trotz einer tiefen Rezession zeigen, wie nötig Strukturreformen sind.

Exportstruktur: Dienstleistungen dominieren

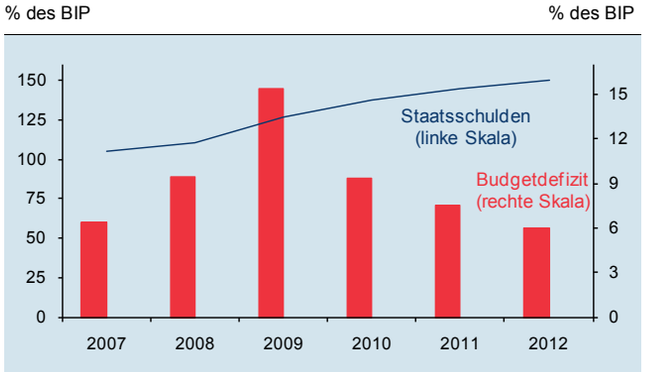
Mio. $



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fiskalische Herausforderungen

% des BIP % des BIP



Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das BIP wird 2011 wahrscheinlich nochmals deutlich um mehr als 3 % fallen. Ohne den positiven Außenbeitrag wäre der Rückgang sogar doppelt so stark. Trotzdem wird das Leistungsbilanzdefizit mit gut 6 % des BIP wahrscheinlich weiter beachtlich bleiben. 2012 könnten sich dann die ersten Früchte der Sparmaßnahmen und Reformen mit einem geringen BIP-Wachstum zeigen. Die Zahlungsfähigkeit Griechenlands erscheint vorerst nicht gefährdet. Spannend wird es allerdings Ende 2012, wenn sich das Auslaufen des Stützungspakets abzeichnet. Wird Griechenland in der wirtschaftlichen Konsolidierung dann schon ausreichend voran gekommen sein, um sich den hohen Refinanzierungsbedarf auf dem Finanzmarkt zu sichern?



3.3.5 Irland: Mit dem Rücken zur Wand

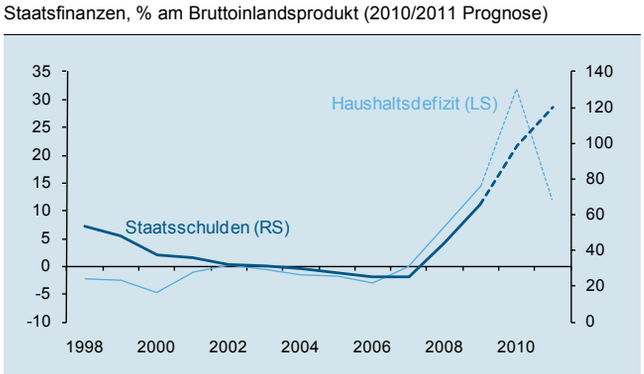
Stützung des Bankensystems teurer als gedacht

Im Herbst 2010 steht Irland im Mittelpunkt der europäischen Schuldenkrise. Im Vorfeld hatten die Zweifel zugenommen, ob das Land seine Probleme aus eigener Kraft in den Griff bekommt. Die zusätzlichen Kosten der Bankenrettung wurden in vollem Umfang im Haushalt 2010 verbucht. Dies treibt das Defizit auf astronomische 32 % des BIP. Im neuen Jahr ist zwar mit einem Rückgang auf rund 12 % zu rechnen, aber das instabile Bankensystem könnte zusätzliche Stützungen erfordern. Ende 2011 wird die irische Regierung selbst in einem günstigen Szenario mit rund 120 % des BIP in der Kreide stehen. Hinzu kommen noch Problemkredite, die der Staat den Banken abgekauft hat, und die ebenfalls die Steuerzahler belasten, wenn sie ausfallen sollten.

Die Krise verschärfte sich aber erst, als die Zinsen für Staatsanleihen Irlands und anderer Peripherieländer deutlich stiegen – punktgenau nach dem Gipfel von Deauville, auf dem die Regierungen von Frankreich und Deutschland ihre Absicht bekräftigten, in Zukunft die Halter von Staatsanleihen im Rahmen eines geordneten Insolvenzverfahrens für Staaten an den Lasten zu beteiligen. Diese Diskussion und die resultierende Unsicherheit warfen, mehr als schlechte Meldungen aus dem irischen Bankensystem oder die politische Unsicherheit vor den Haushaltsberatungen im Dezember, die ganze Eurozone wieder zurück in die Krise – zumindest aus Sicht mancher Regierungen. Mit dem Hilfspaket übernehmen die Steuerzahler der beteiligten Staaten nun effektiv Ausfallrisiken, die vorher in erster Linie von ihren Banken getragen wurden.

Öffentliche Finanzen unter massivem Druck

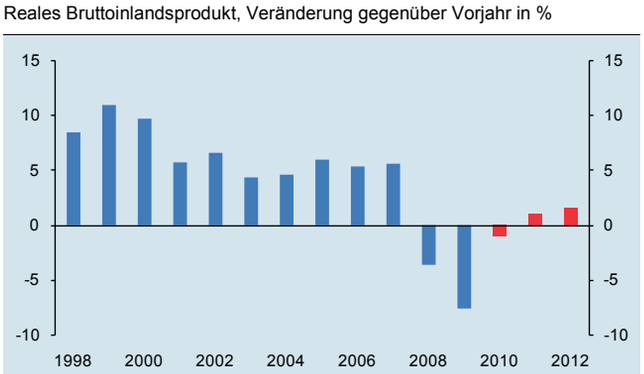
Staatsfinanzen, % am Bruttoinlandsprodukt (2010/2011 Prognose)



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ein langer Weg aus der Rezession

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Irland hat sich bis zuletzt gesträubt, den Hilfsfonds der EU in Anspruch zu nehmen. Dabei geht es nicht nur um nationales Prestige, sondern um handfeste wirtschaftliche Interessen. Ein Eckpunkt der irischen Wirtschaftspolitik bleibt auch in der Krise die sehr niedrige Unternehmensteuer, die Investitionen auf der Insel für ausländische Unternehmen attraktiv macht. Die Regierung in Dublin fürchtet wohl zu Recht, dass höhere Steuersätze zu den „strengen Bedingungen“ gehören könnten, von denen die anderen EU-Staaten die finanzielle Hilfe abhängig machen.

2011 wieder Wachstum

Wenn das irische Finanzministerium an den Kapitalmarkt zurückkehrt, was schon 2011 der Fall sein könnte, sollten die mittelfristigen Wachstumsperspektiven und die entschlossene Haushaltspolitik wieder in den Vordergrund rücken. Strukturell ist die irische Wirtschaft besser aufgestellt als manche Staaten in der mediterranen Peripherie der EU. Irland zeichnet sich durch eine vergleichsweise junge, gut ausgebildete Bevölkerung, eine stärkere Orientierung auf die Weltmärkte und eine größere Flexibilität der Wirtschaft aus – wie sie im Rückgang der Lohnstückkosten in den vergangenen zwei Jahren zum Ausdruck kommt. Mit Hilfe seiner Exportwirtschaft dürfte Irland 2011 wieder auf einen flachen Wachstumstrend zurückkehren – wir rechnen mit einem Wachstum von etwa 1 %.



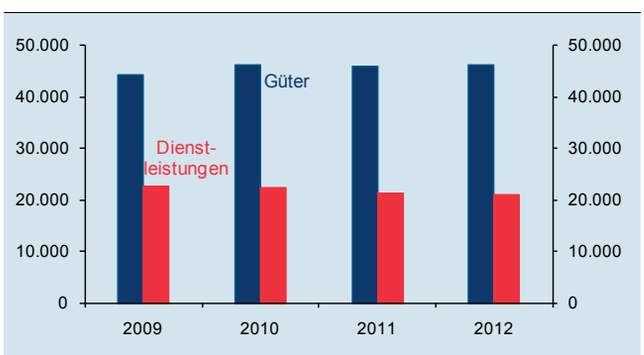
3.3.6 Portugal: Reicht das Sparen aus?

Haushaltskonsolidierung prägt 2011

Portugal zählt aufgrund des hohen Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizits sowie der strukturell bedingten Wachstumsschwäche zu den Euro-Krisenländern. Mutige Konsolidierungsschritte sowie Strukturreformen sind 2011 erforderlich, um den Spreadanstieg für Staatsanleihen (4 Prozentpunkte bei 10-jährigen gegenüber Bundesanleihen im November 2010) zu stoppen und die Regierung davor zu bewahren, den Euro-Rettungsschirm in Anspruch nehmen zu müssen. Nachdem das Haushaltsdefizit 2010 nur rechnerisch, aber nicht real gefallen ist, indem das Vermögen von Staatsunternehmen der Regierung übertragen und als Haushaltseinnahmen verbucht wurde, stehen 2011 nun echte Einsparungen und Einnahmesteigerungen an. Die Gehälter im öffentlichen Dienst sollen um 5 % gesenkt, die Pensionen eingefroren, staatliche Investitionen sowie Sozialleistungen gekürzt und der Mehrwertsteuersatz von 21 % auf 23 % angehoben werden. Zwar sind einige Indikatoren wie die relative Staatsverschuldung und die Entwicklung des BIP günstiger als in Griechenland, die außenwirtschaftlichen und die fiskalischen Schwächen sind aber fast genauso herausfordernd. Das Schicksal der sozialistischen Minderheitsregierung hängt zudem von der Tolerierung durch die sozialdemokratische Oppositionspartei ab. Daher sind jederzeit Neuwahlen möglich, sobald dies entweder Regierung oder Opposition für opportun erachten.

Exportstruktur: Güter dominieren

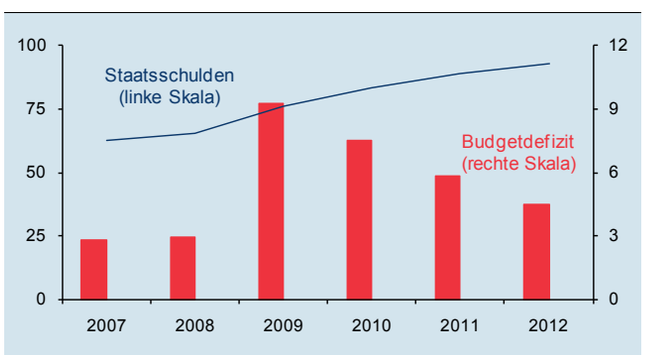
Mio. $



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fiskalische Herausforderungen

% des BIP % des BIP



Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Europameister bei kleinen Unternehmen

Die fiskalischen Einschnitte, zurückgehende Lohneinkommen sowie die hohe Verschuldung der Konsumenten bedingen 2011 einen spürbaren Rückgang der inländischen Nachfrage. Der deshalb positive Außenbeitrag dürfte den BIP-Rückgang allerdings auf 1 % begrenzen. Als Mitglied der Eurozone bleibt Portugal kurzfristig nur eine innere Abwertung über niedrigere Löhne, um die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern. Strukturreformen, um den Arbeitsmarkt flexibler zu machen, die Qualität der Schul- und Hochschulausbildung zu erhöhen oder die Effizienz der Verwaltung und des Rechtssystems zu verbessern, werden sich erst nach einigen Jahren positiv auswirken. Im Unterschied zu Griechenland prägen die Güterausfuhren wesentlich stärker die Leistungsbilanzeinnahmen. Als kleines Land fehlt Portugal aber ein industrieller Nukleus. Die Textil-, Leder- und Schuhindustrie etwa, in der noch fast 30 % der industriell Beschäftigten arbeiten, durchläuft eine Durststrecke zu qualitativ höherwertigen Produkten, um international überlebensfähig zu bleiben. Über alle Branchen hinweg arbeiten mehr als vier Fünftel der Beschäftigten in kleinen und mittelständischen Unternehmen; allein 40 % in Unternehmen mit weniger als 10 Beschäftigten. Ihnen mangelt es an Größe und finanziellem Rückhalt, um im Export erfolgreich zu sein.

Hoffnung macht, dass die Stabilitätsprobleme an die 90er Jahre erinnern. Damals ermöglichten stabile Lohnstückkosten, fallende Haushaltsdefizite sowie strukturelle Reformen, dass Portugal sich für den Euro qualifizierte. Dieses Erfolgserlebnis sollte das Land heute ermutigen. Die Sparpolitik allein wird allerdings nicht ausreichen. Die außenwirtschaftliche Balance wird nur über eine steigende Produktivität der Unternehmen zu erreichen sein.



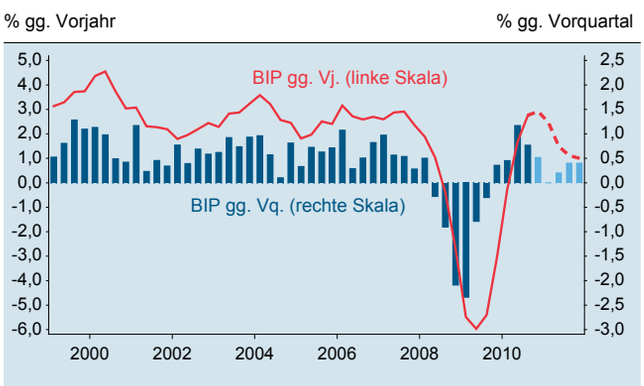
3.3.7 Großbritannien: Ein Hauch von Stagflation

Wachstumshemmnisse für 2011

Die Nachwehen der großen Krise halten Großbritannien weiter im Bann. Zwar hat die britische Wirtschaft 2010 wieder Tritt gefasst und insbesondere im Sommerhalbjahr mit einer annualisierten Wachstumsrate von 4 % deutlich an Fahrt aufgenommen. Für Euphorie besteht jedoch wenig Anlass. Schließlich muss Großbritannien mit einigen strukturellen Problemen kämpfen, die die Konjunktur auch im neuen Jahr belasten. Die hohe Verschuldung der privaten Haushalte dämpft den Konsumzuwachs. Der Erholung am Häusermarkt ist schon wieder abgeebbt, 2011 drohen sogar leichte Preisrückgänge. Die Lage der britischen Banken hat sich allmählich verbessert, dennoch ist die Bereitschaft zur Kreditvergabe noch eingeschränkt. 2011 wird das staatliche Sparprogramm die maßgebliche Wachstumsbremse sein. Für das kommende Fiskaljahr avisiert die Regierung eine Defizitreduktion von über zwei Prozentpunkten auf 7,6 %, gemessen am BIP. Im ersten Halbjahr 2011 wird das Wirtschaftswachstum deswegen stark nachlassen.

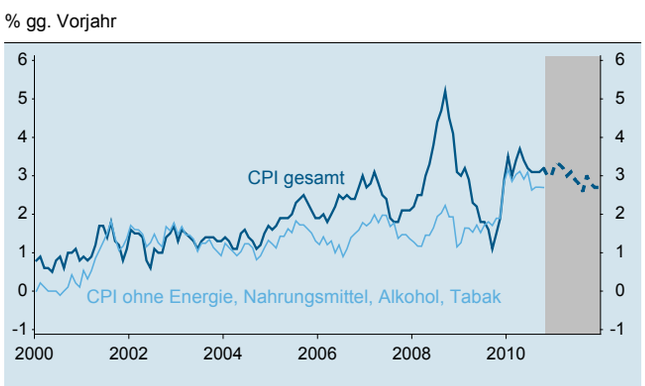
Der Rückgang der staatlichen Nachfrage wird teilweise vom privaten Sektor kompensiert werden. Der Unternehmenssektor verfügt über merkliches Potenzial für Ausgabenerhöhungen, das verfügbare Einkommen der Unternehmen stieg zuletzt kräftig. Da zudem an den Märkten die Finanzierungsbedingungen günstig bleiben, dürften die Investitionen das Wachstum 2011 tragen. Der Außenhandel setzt vermutlich auch positive Impulse. Der private Konsum dagegen wird nur gedämpft zulegen können. Zwar verbessern sich die Beschäftigung und damit die Einkommen sukzessive. Jedoch werden die Mehrwertsteueranhebung sowie Transferkürzungen das reale verfügbare Einkommen belasten. Zudem werden die privaten Haushalte weiter ihre Verschuldung abbauen. Das BIP dürfte deshalb im neuen Jahr mit 1,5 % etwas langsamer als 2010 zulegen.

Sparpolitik dämpft Wachstum 2011



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hohe Inflation setzt Bank of England unter Zugzwang



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kurswechsel der Bank of England begünstigt Pfund

Die Bank of England (BoE) steht vor einem Dilemma: Angesichts der verhaltenen Wachstumsperspektiven wäre einerseits eine zusätzliche geldpolitische Unterstützung angebracht. Andererseits liegt die Inflation 2010 bereits mit gut 3 % deutlich über der Zielmarke von 2 % und wird wahrscheinlich auch 2011 nicht spürbar niedriger ausfallen. Gesamtwirtschaftliche Überkapazitäten bestehen – die moderate Lohnentwicklung stützt diese These. Allerdings könnten die Überkapazitäten geringer sein als allgemein angenommen und damit auch der von der BoE erwartete Rückgang der Teuerung insbesondere für 2012 in Frage gestellt werden. Weiter steigende Inflationserwartungen werden vermutlich im Verlauf von 2011 die britische Notenbank unter Zugzwang setzen. Erste Zinserhöhungen der BoE erscheinen bis Ende 2011 möglich. Die Zinsdifferenzen am Kapitalmarkt werden sich zu Gunsten des Pfund Sterling bewegen. Während bis ins Frühjahr Wachstumssorgen die britische Währung belasten dürften, dreht sich das Bild im Jahresverlauf. Der Euro-Pfund-Kurs wird dann auf 0,80 zurückgehen, der Pfund-Dollar-Kurs dürfte auf 1,70 ansteigen.

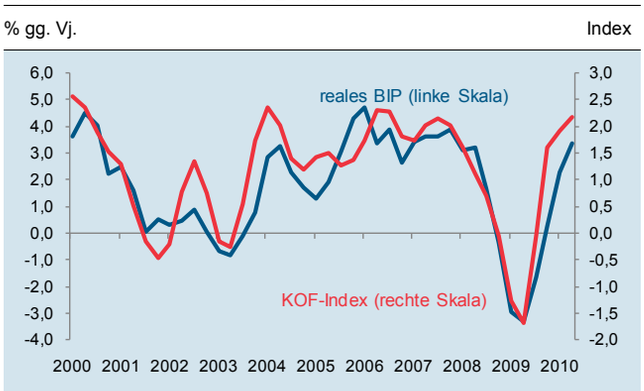
3.3.8 Schweiz: Boom wird zur soliden Expansion

Die Schweiz profitiert vom globalen Aufschwung, nicht zuletzt von der sehr positiven Entwicklung in Deutschland. Vor allem im ersten Halbjahr 2010 wuchs die Schweizer Wirtschaft deutlich stärker als ihr Potenzial, wobei die Binnennachfrage nur verhalten zulegte. Es war primär der Exportboom, der der Schweiz aus der Rezession von 2009 heraus half. Für das Jahr 2010 schätzen wir das Plus bei den realen Exporten auf rund 10 %. Dies ist in der Schweiz von überragender Bedeutung, denn die Ausfuhren haben einen Anteil von 55 % am nominalen BIP, verglichen mit 57 % für den privaten Konsum.

Weniger Impulse von den Exporten

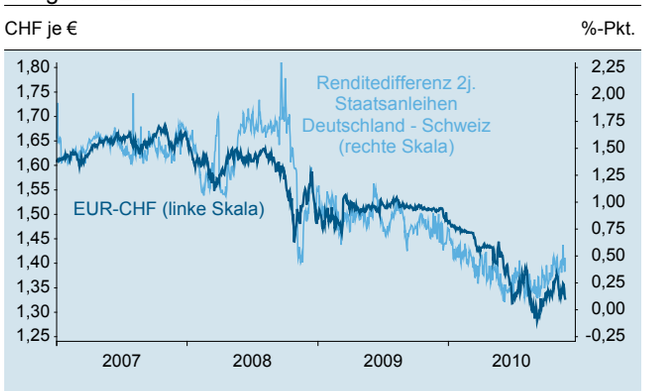
Wenn nun die Eurozone und die deutsche Wirtschaft 2011 konjunkturell in ruhigeres Fahrwasser kommen, wird auch die Dynamik in der Schweiz nachlassen. Zunächst hat der Index der Frühindikatoren der KOF parallel zum deutschen ifo-Index einen furiosen Anstieg verzeichnet – in der Schweiz folgten Rezession und Aufschwung dem traditionellen V-Muster. Allerdings erreichte der KOF-Index bereits zur Jahresmitte seinen Höhepunkt und bewegt sich seitdem auf hohem Niveau seitwärts. Dies spricht für ein weiter solides aber etwas geringeres Wachstum in der Schweiz. Im Jahresverlauf 2011 sollten die Wachstumsraten also abnehmen, aber auf für Schweizer Verhältnisse mindestens durchschnittlichem Niveau bleiben. Nach einem Anstieg um fast 3 % im Jahr 2010 dürfte das reale BIP 2011 um 2 % expandieren.

Frühindikatoren noch auf Boom-Niveau



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Steigende Zinsdifferenzen belasten Schweizer Franken



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die disinflationäre Entwicklung der vergangenen Monate wird im Frühjahr 2011 voraussichtlich auslaufen. Zu diesem Zeitpunkt wird die Vorjahresrate des Verbraucherpreisindex wohl die Nulllinie tangieren. Eine merklich negative Teuerung oder gar eine echte Deflation erwarten wir nicht. Die zuletzt kräftig gestiegenen Rohstoffpreise wurden zwar vom starken Franken teilweise abgefedert. Aber die kräftige Konjunktur wird den Preiserhöhungsspielraum der Unternehmen graduell wieder erhöhen. Im Jahresdurchschnitt rechnen wir für 2011 mit einer Teuerungsrate von 0,9 %, nach 0,7 % in 2010.

Euro-Franken mit leichtem Erholungspotenzial

Angesichts dieser Inflationsentwicklung kann die Schweizerische Nationalbank (SNB) – trotz des soliden Wirtschaftswachstums – ihre Nullzinspolitik zunächst noch fortführen. Eine Zinsanhebung deutlich im Vorfeld der EZB würde auch die Wechselkurspolitik der SNB konterkarieren, die im ersten Halbjahr 2010 noch massiv gegen eine stärkere Aufwertung des Frankens intervenierte. Im Jahresverlauf 2011 wird der Aufwertungsdruck auf die vergleichsweise teure Schweizer Währung nachlassen, wenn an den Kapitalmärkten die Renditen steigen. In einem solchen Umfeld leidet die klassische Niedrigzinswährung Franken zumeist. Der Euro-Franken-Kurs dürfte sich dann auf 1,40 erhöhen. Der Anstieg dieses Wechselkurses bleibt aber vermutlich begrenzt, da die SNB gegen Ende 2011 – möglicherweise vor der EZB – eine Zinswende einleitet. Sorgen um die europäische Schuldenkrise sollten dem Franken nur temporär Schwung geben.



3.3.9 Schweden: Mit Schwung aus der Krise

Das erste Halbjahr 2010 brachte für Schweden einen deutlichen Wachstumsschwung. Für das Gesamtjahr 2010 ist ein BIP-Zuwachs von knapp 4 % zu erwarten, für 2011 zeichnet sich eine Beruhigung des Wachstums auf 2,5 % ab. Damit würde Schweden die beiden Rezessionsjahre 2008 und 2009 weitgehend wieder wett machen. Ein wichtiger Vorteil des Landes ist die auch nach der Krise noch recht komfortable Situation der öffentlichen Haushalte: Mit einem Budgetdefizit von voraussichtlich unter 2 % des BIP bleibt die Neuverschuldung 2010 erheblich unter dem EU-Durchschnitt (-6,8 %), wenn auch noch weit entfernt vom Ziel, mittelfristig einen Haushaltsüberschuss von 2 % zu erwirtschaften. Dies vor Augen wirkt die Fiskalpolitik im neuen Jahr bestenfalls neutral.

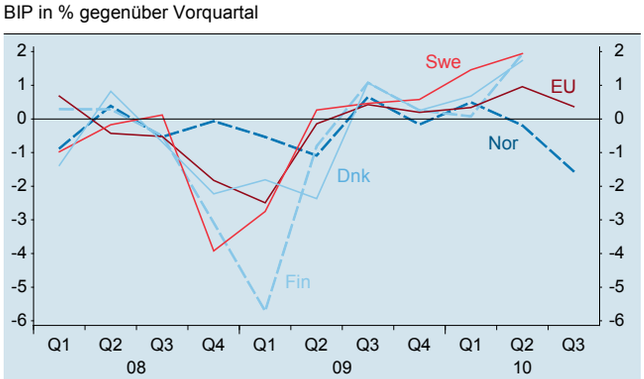
Jugendarbeitslosigkeit über EU-Durchschnitt

Ein Schwerpunkt der Regierungsarbeit wird sein, die Zahl der Beschäftigten weiter zu erhöhen. Von Bedeutung ist hier insbesondere die Bekämpfung der hohen Jugendarbeitslosigkeit, die den Einstieg in eine „normale“ Erwerbsbiographie erschwert. Die Arbeitslosenquote ist in Schweden insgesamt zwar etwas niedriger als im EU-Durchschnitt (im Oktober harmonisiert rund 8 % gegenüber 9,6 %), liegt aber bei Jugendlichen mit zuletzt 24 % deutlich oberhalb des EU-Durchschnitts von 20 % (Spitzenreiter ist hier Spanien mit 42 %).

Kein unmittelbarer Handlungsdruck besteht bei der Inflation, die im Jahresdurchschnitt 2010 rund 1 % erreichen dürfte, bevor sie 2011 auf rund 2 % steigt. Damit wird sie voraussichtlich innerhalb des um das Inflationsziel von 2 % gelegten Toleranz-Bandes bleiben. Dennoch startete Schweden im Juli 2010 den Zinserhöhungszyklus und erhöhte insgesamt dreimal den Leitzins, um einem mittelfristig stärkeren Inflationsdruck vorzubeugen. Da die Anhebungen von äußerst niedrigem Niveau starteten (0,25 %), liegt der schwedische Leitzins aber erst auf dem Niveau der Eurozone (1 %). In den nächsten Monaten wird die Riksbank den Leitzins weiterhin mit Augenmaß anheben.

Dynamik nimmt in Schweden weiter zu

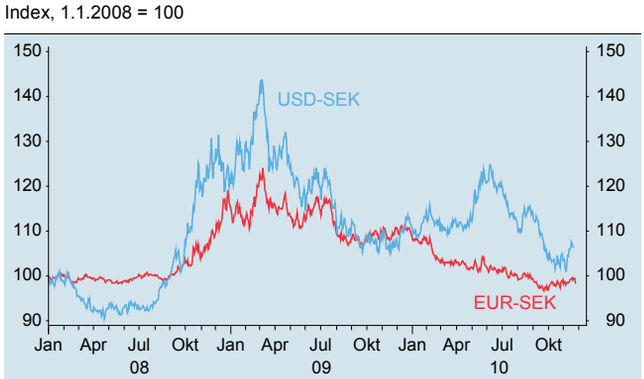
BIP in % gegenüber Vorquartal



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schwedische Krone zum Euro wieder auf Vorkrisenniveau

Index, 1.1.2008 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bevölkerung bleibt Euro-skeptisch

Die Schwedische Krone hat gegenüber dem Euro mittlerweile das Niveau vor der Krise leicht unterschritten. Der Gemeinschaftswährung beizutreten, ist für Schweden derzeit kein Thema. Zwar sind die Nachbarländer enger an den Euro gebunden (Finnland ist Mitglied der Eurozone, Dänemark nimmt mit fixiertem Leitkurs am Europäischen Wechselkursmechanismus II teil), die Schweden jedoch hatten bereits in einem Referendum 2003 einen Beitritt abgelehnt. Aktuelle Befragungen zeigen nach wie vor eine insgesamt negative Haltung der Bevölkerung zur Euro-Einführung. Zwar war die Zustimmung während der Krise gestiegen. Im Mai 2010 lag die Ablehnung jedoch bei 60 %, so dass dies für die im Oktober neu angetretene Minderheitsregierung unter Führung von Ministerpräsident Reinfeldt kein Thema werden dürfte.



3.3.10 Polen: Wachstumsdynamik für Konsolidierung nutzen!

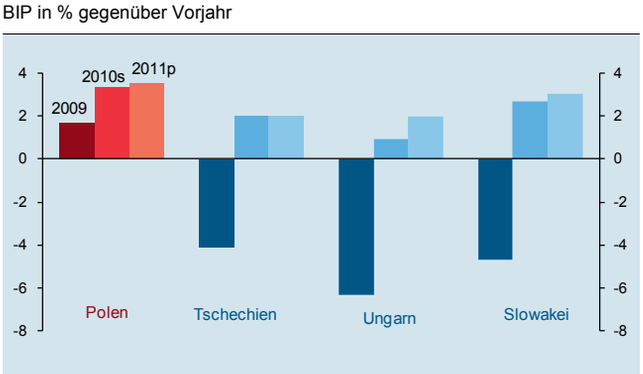
Während der Finanzkrise war Polen als einziges Land in Europa ohne Rezession geblieben und hat 2010 deutlich an Schwung zugelegt. 2011 wird das BIP-Wachstum mit preisbereinigt 3,5 % voraussichtlich nochmals geringfügig höher liegen, begünstigt durch den Lagerzyklus und stärkere Anlageinvestitionen. Damit zählt Polen weiterhin zu den dynamischsten Ländern in Europa. Neben Impulsen aus der Vorbereitung der Fußball-EM 2012 erhält die Wirtschaft auch Unterstützung von der EU-Kohäsionspolitik: Zwischen 2007 und 2013 sind aus den verschiedenen Fonds rund 67 Mrd. Euro für Polen vorgesehen.

Defizit über 7 % des BIP

Dass die einzelnen Projekte vom polnischen Staat mitfinanziert werden müssen, ist insofern problematisch, als Polen die konjunkturelle Stabilität nicht zur Konsolidierung genutzt hat: 2009 schnellte das öffentliche Defizit von 3,4 % auf gut 7 % des BIP. 2011 dürfte es nur etwas niedriger liegen. Voraussichtlich im Herbst 2011 werden Parlamentswahlen stattfinden, so dass im Vorfeld nicht mit einschneidenden Maßnahmen zu rechnen ist. Die derzeitigen Konsolidierungspläne sind eher halbherzig und fußen hauptsächlich auf Einmaleffekten (z.B. vorübergehende Anhebung der Mehrwertsteuer) und optimistischen Wachstumsannahmen. Spätestens nach den Wahlen sollte Polen aber auf einen entschlosseneren Konsolidierungskurs einschwenken. Denn im Rahmen des EU-Verfahrens wegen des übermäßigen Defizits hat Polen nur bis 2012 Zeit, sein Defizit wieder auf ein Maastricht-konformes Niveau zu reduzieren, was von heute aus gesehen nicht realistisch erscheint. Mit Antritt der EU-Ratspräsidentschaft Mitte 2011 wird das Land im Hinblick auf die Einhaltung von EU-Regeln aber besonders im Fokus stehen.

Polen weist beste Wachstumsbilanz auf

BIP in % gegenüber Vorjahr

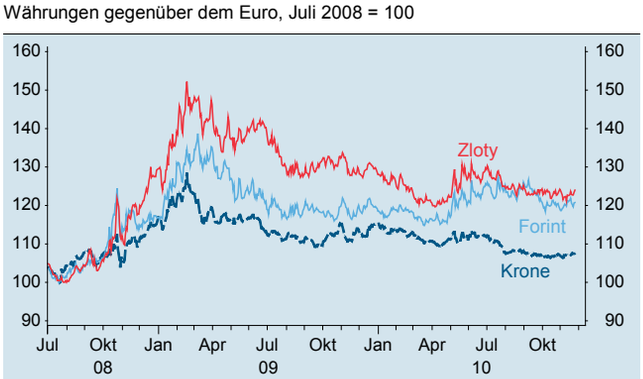


s = Schätzung, p = Prognose

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Devisen: Vorkrisenniveaus meist noch in weiter Ferne

Währungen gegenüber dem Euro, Juli 2008 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Märkte noch vorsichtig

Die krisenbedingte Volatilität an den Kapitalmärkten der Region war in Polen weniger stark spürbar, allerdings verharren die Spreads zur Eurozone knapp oberhalb von 300 Basispunkten und drücken so die noch immer vorsichtige Haltung der Anleger aus. Die Entwicklung des polnischen Zloty, der im Vergleich zu seinem höchsten Stand im Sommer 2008 aktuell noch deutlich schwächer tendiert, bestätigt dieses Bild. So dürfte die erneute Vereinbarung einer Flexible Credit Line (FCL) mit dem IWF ab Juli 2010 als Fortsetzung einer vertrauensbildenden Maßnahme zu sehen sein. Denn die FCL ist – anders als ein Stand-by-Abkommen – nur Ländern zugänglich, deren wirtschaftliche Situation der IWF als grundsätzlich solide einschätzt. Die Euro-Einführung – ursprünglich für 2012 anvisiert – ist für Polen durch die Turbulenzen innerhalb der Eurozone in den Hintergrund gerückt. Auch die Lage der öffentlichen Haushalte steht dem entgegen. Außerdem muss Polen vor einer Euro-Einführung zunächst dem Europäischen Wechselkurssystem II beitreten und den dort fixierten Leitkurs mindestens zwei Jahre lang spannungsfrei einhalten. Als möglichen Beitrittstermin nennt die Regierung nun 2015, was einen äußerst knappen Zeitplan mit sich bringen würde.



3.3.11 Ungarn will auf eigenen Füßen stehen

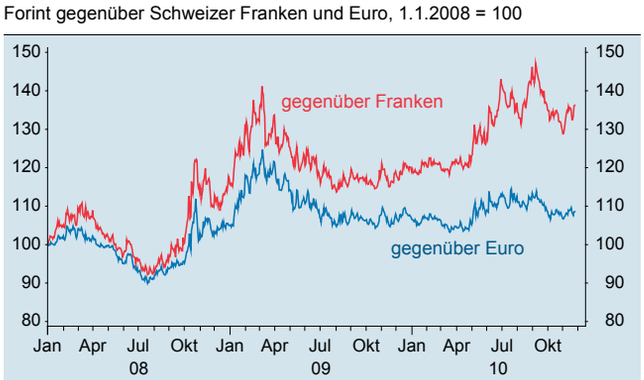
Ungarn dürfte nach der starken Rezession (-6,3 % 2009) 2010 wieder ein leichtes Wachstum von rund 1 % erreichen und 2011 etwas an Dynamik gewinnen. Vor der Finanzkrise gehörten der defizitäre Staatshaushalt und das Leistungsbilanzdefizit zu den charakteristischen Problemen des Landes. Die Leistungsbilanz wird wegen der stark zurückgegangenen Importe 2010 nur ein leichtes Minus aufweisen, das sich 2011 allerdings wieder ausweiten dürfte. Geblieben sind die Probleme im Staatshaushalt: Das Defizit wird 2010 rund 4 %, der Schuldenstand rund 80 % des BIP erreichen. 2011 ist nur mit geringen Fortschritten zu rechnen. Auch die anderen für die Euro-Einführung notwendigen Kriterien (Inflation, langfristige Zinsen und Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus) werden nicht erfüllt. Die Euro-Mitgliedschaft ist daher vorerst nicht zu erwarten. Ab Januar 2011 übernimmt Ungarn für sechs Monate die EU-Ratspräsidentschaft.

Ungarn ohne neues Hilfsabkommen

Das Stand-by-Abkommen mit dem IWF, ein Stabilitätsanker während der zurückliegenden Finanzkrise, ist im Oktober 2010 ausgelaufen. Streitigkeiten über die Auflagen und eine nebulöse Kommunikationspolitik hinsichtlich des Zustands der Staatsfinanzen haben die Märkte zeitweise verunsichert. Die Regierung hat sich zwar zur Einhaltung der Defizitziele von 3,8 % des BIP 2010 und 3 % für 2011 bekannt. Jedoch werden die bisherigen Maßnahmen von EU und IWF z.T. kritisch gesehen. Denn eine wichtige Säule der Konsolidierung sind umstrittene Steuer- und Abgabenerhöhungen, die nur temporär bis 2012 gelten, darunter eine Sonderabgabe für Banken und Versicherungen. Außerdem sind Eingriffe in das Rentensystem geplant, deren Verfassungskonformität unklar ist. Die Einführung eines Flat Tax-Systems bei der Einkommen- und Körperschaftsteuer soll ab 2011 Konjunkturimpulse setzen, die aber auch zu Einnahmeausfällen führen werden.

Auslandskredite teurer durch schwächeren Forint

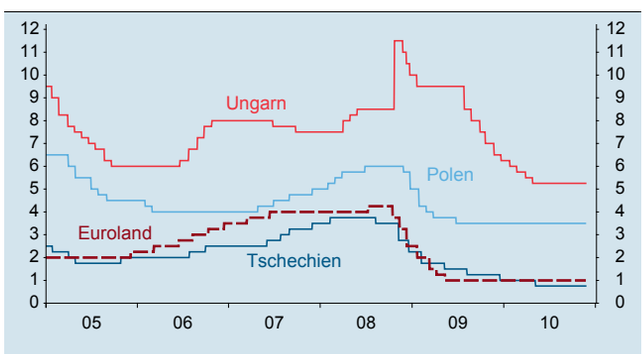
Forint gegenüber Schweizer Franken und Euro, 1.1.2008 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ungarische Leitzinsen regional am höchsten

Leitzinsen in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

An der Bewertung des Forint und der Staatsanleihen lässt sich eine Verunsicherung der Märkte ablesen. Gemessen an deutschen Staatsanleihen zahlt Ungarn bei der Aufnahme von Schulden im Vergleich mit Polen, Tschechien und der Slowakei die höchsten Aufschläge. Es bleibt zu hoffen, dass die Regierung ihre Zwei-Drittel-Mehrheit für eine nachhaltige Wirtschaftspolitik nutzt, um so das Vertrauen der internationalen Investoren zu stärken. Auf dem Programm stehen neben der Haushaltskonsolidierung Reformen im Bildungs- und Gesundheitswesen sowie bei den Sozialversicherungen, die Schaffung von Arbeitsplätzen und die Stärkung der Wirtschaftsdynamik.

Volatilität bleibt vorerst erhalten

Schwierig gestaltet sich für die Zentralbank die Geldpolitik: Eine Zinssenkung könnte zwar der Konjunktur nützen, jedoch stieg die Inflation zuletzt wieder über 4 %. Gleichzeitig bestünde die Gefahr, durch diese Maßnahme die Währung zu schwächen. Dies würde die privaten Haushalte belasten, die stark in Fremdwährung, v.a. in Schweizer Franken und Euro, verschuldet sind. Ungarn wird auch im neuen Jahr von den Anlegern weiterhin genau beobachtet werden, die Volatilität an den Märkten wird hier ausgeprägter bleiben als in den Nachbarländern.



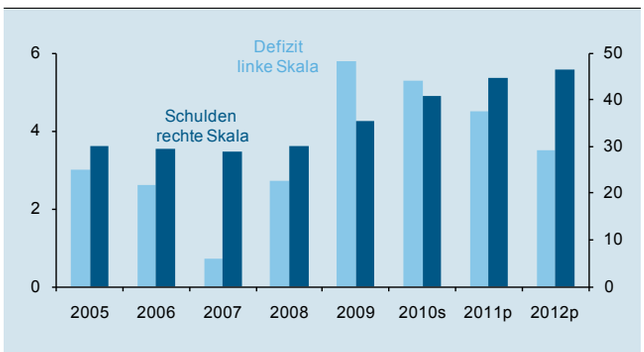
3.3.12 Tschechien: Sparkurs festigt Vertrauen der Märkte

BIP-Wachstum rund 2 % in 2010 und 2011

Die Koalitionsregierung von Ministerpräsident Petr Necas, die 2010 von den Wählern mit einer soliden Mehrheit ausgestattet wurde, hat sich für ihre Amtszeit fünf Prioritäten gesetzt: Reformen im Renten- und im Gesundheitssystem sowie im Hochschulwesen, ein bis 2016 ausgeglichener Staatshaushalt und der Kampf gegen die Korruption. Der Vorrang der Haushaltskonsolidierung vor der Konjunkturstimulierung stößt bei der Bevölkerung allerdings auf wenig Gegenliebe, wie sich bei den Kommunal- und Regionalwahlen im Oktober 2010 zeigte, als die Regierung die Mehrheit im Senat verlor. Der Verlust der Senatsmehrheit könnte es der Regierung erschweren, ihren eingeschlagenen Kurs beizubehalten, wenngleich eine definitive Blockierung von Gesetzesvorhaben nicht möglich ist. Nach dem Wirtschaftseinbruch 2009 mit einem Rückgang des Wachstums um rund 4 % ist der Aufschwung noch verhalten: Das BIP wird 2010 und 2011 voraussichtlich um je rund zwei Prozent wachsen. Die Arbeitslosenquote ist zwar in den letzten Monaten zurückgegangen, wird jedoch 2010 im Jahresdurchschnitt knapp 9 % erreichen, bevor sie sich 2011 wieder der 8 %-Marke nähert.

Regierung auf Sparkurs

Defizit und Schuldenstand in % des BIP

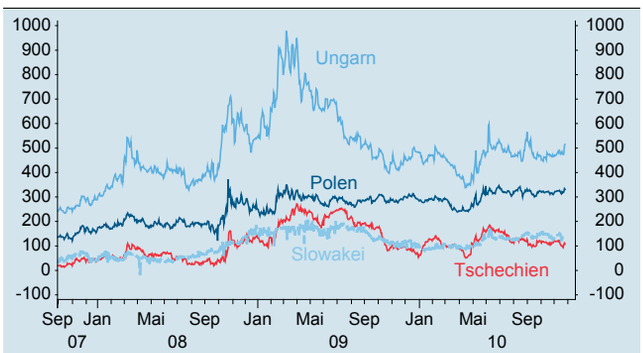


s = Schätzung, p = Prognose

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Märkte im Hinblick auf Tschechien relativ gelassen

10-jährige Staatsanleihen, Spreads zu deutschen Staatsanleihen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Währung und Staatsanleihen weitgehend stabil

Aus der Perspektive der internationalen Investoren geht das Land allerdings den richtigen Weg, indem es durch konsequente Stabilitätsorientierung Vertrauen schafft. Dies zeigt sich etwa bei der Währung, die innerhalb der Region den am wenigsten volatilen Verlauf aufweist. Bleibt die Koalition im Gegensatz zu einigen Vorgängerregierungen bestehen und hält sie ihren stabilitätsorientierten Kurs durch, dürfte dies die tschechische Krone 2011 noch etwas stärken. Auch die langfristigen Staatsanleihen spiegeln dieses Vertrauen wider: Gegenüber der europäischen Benchmark zahlt Tschechien mit derzeit rund 100 Basispunkten die niedrigsten Risikoaufschläge in der Region, geringfügig weniger als das Euroland-Mitglied Slowakei. Dies reduziert den Anreiz, schnell der Währungsunion beizutreten. Vorerst dürfte Tschechien dem Erhalt seiner Handlungsoptionen in der Geld- und Währungspolitik den Vorrang geben. Zudem wird das Defizit der öffentlichen Haushalte auch 2011 noch deutlich von den Maastricht-Vorgaben entfernt sein. Ein konkreter Termin für die Einführung der Gemeinschaftswährung wird daher nicht propagiert. Der während der Krise etablierte Rat parteiloser Wirtschaftsexperten (NERV), der Premierminister Necas berät, dürfte auch in Fragen des Euro-Beitritts eine gewichtige Stimme haben.

Die Notenbank hält seit der letzten Zinssenkung im Mai 2010 den Leitzins stabil bei 0,75 %. Da sich die Inflation mit rund 2 % derzeit in der Mitte des im Januar 2010 festgelegten Toleranzbandes bewegt und mit den Prognosen der Nationalbank (CNB) übereinstimmt, besteht kein akuter Bedarf für eine Zinsanhebung. Preistreibende Steuererhöhungen sind derzeit nicht geplant. Voraussichtlich dürfte die CNB aber im Verlauf des neuen Jahres vorsichtige Schritte zur Anhebung des Leitzinses unternehmen.



3.3.13 Russland: Hoher Modernisierungsbedarf

Die guten alten Zeiten kommen nicht wieder

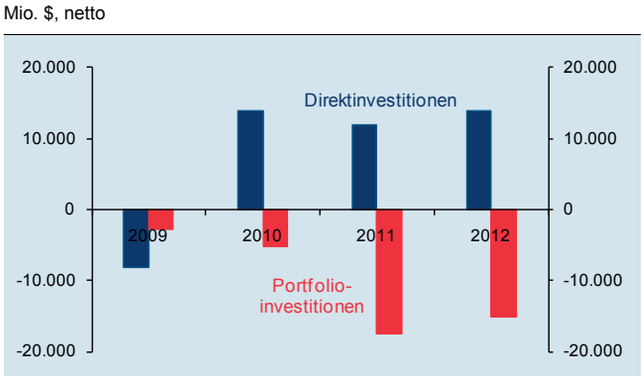
Die russische Wirtschaft hat 2010 mit einem BIP-Wachstum von knapp 4 % die Hälfte des Rückgangs in 2009 wieder wettgemacht. Die besonders günstigen Bedingungen vor der globalen Wirtschaftskrise wie rasch steigende Ölpreise, der starke Zufluss von Auslandskapital, schneller als die Produktivität zunehmende Löhne sowie beachtliche Haushaltsüberschüsse sind allerdings dauerhaft vorüber. Aus Stabilitätsgründen werden sich die Lohnsteigerungen an der Produktivität und die Sozialleistungen an den Budgetrestriktionen ausrichten müssen. Der hohen ausländischen Kreditaufnahme der privaten Unternehmen sollte mit einem leistungsfähigeren Finanzsektor begegnet werden, um die Wirtschaft unabhängiger gegenüber den Bedingungen auf den internationalen Kapitalmärkten zu machen. Nachdem der Staat in den letzten Jahren seinen Einfluss nicht nur in der Öl- und Gasindustrie vergrößert hat, lautet die Devise nun, die Effizienz der Wirtschaft über Teilprivatisierungen mit Anteilsverkäufen auch an ausländische Interessenten zu erhöhen. Das Interesse ausländischer Investoren könnte hierbei zweifelsohne gesteigert werden, wenn nach langjährigen Verhandlungen Russland endlich der WTO beitreten würde. Denn die geringe Rechtssicherheit ist nach wie vor ein Manko bei den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

Moderates Wachstum

Der Wirtschaftsaufschwung 2010 wurde mit staatlichen Stimulierungen, sinkenden Zinsen und steigenden Ausfuhren in Gang gesetzt. Da im Gegensatz zu den Unternehmen die Privathaushalte wenig verschuldet sind, konnten sie bereits 2010 bei wieder steigenden Einkommen mehr konsumieren. 2011 dürften sich auch die Investitionen beleben, getragen von dem hohen Modernisierungsbedarf der Wirtschaft. Allerdings wird der Leistungsbilanzüberschuss wegen der Diskrepanz zwischen starkem Import- und nur verhaltenem Exportwachstum 2011 und 2012 wahrscheinlich zurückgehen. Der Energiesektor wird seine Ausbringung nur noch langsam erhöhen können. Die bestehenden Ölfelder sind teilweise erschöpft, die Förderung wird allgemein schwieriger. Wegen der Dominanz des Energiesektors wird sich das Wirtschaftswachstum bis 2012 trotz der voraussichtlich stabilen Energiepreise bei – für ein aufstrebendes Land – moderaten 4 % einpendeln.

Positive Direkt- und negative Portfolioinvestitionen

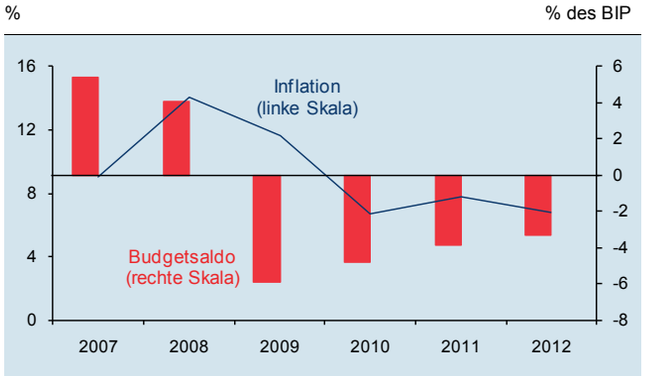
Mio. $, netto



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

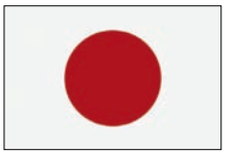
Inflation und Staatsdefizit sind hartnäckig

% % des BIP



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

In den besten Zeiten war der Staatshaushalt bereits bei Ölpreisen unter 20 $ je Fass ausgeglichen, jetzt sind dafür über 100 $ erforderlich. Der in guten Zeiten gebildete staatliche Reservefonds wird voraussichtlich 2011 aufgebraucht sein. Bis zu den Parlamentswahlen Ende 2011 und den Präsidentschaftswahlen Anfang 2012 dürfte das Budgetdefizit nur langsam zurückgehen. Die Zentralbank möchte sowohl die relativ hohe Inflation als auch den Wechselkurs stabilisieren. Der Rubelkurs schwankt je nach Ölpreis stark, was die Zentralbank mit Interventionen zu glätten versucht. Die Zentralbank verfügt daher über die weltweit drittgrößten Währungsreserven (August 2010: 447 Mrd. $), die aber in Abwertungsphasen rapide schwinden können (von Mitte 2008 bis Anfang 2009 um über 200 Mrd. $. Da netto betrachtet Portfolioinvestitionen vorerst wahrscheinlich abfließen werden, dürfte der Rubelkurs 2011 wenig Aufwertungspotenzial haben.



3.4 Asien: Globaler Konjunkturmotor

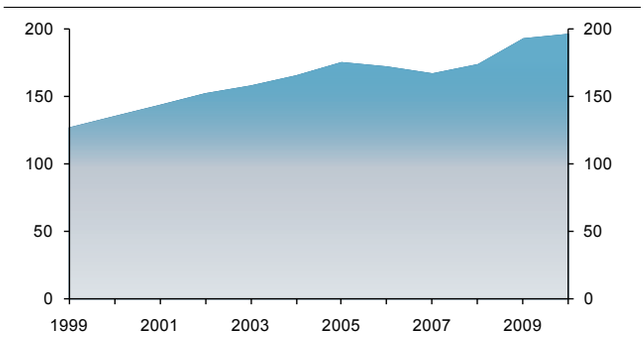
3.4.1 Japan: Ohne richtigen Schwung

Rückkehr zu moderatem Wachstumspfad

Trotz der 2010 hohen Wachstumsrate von voraussichtlich 3,5 % sollte keine Euphorie hinsichtlich der weiteren Entwicklung der japanischen Volkswirtschaft aufkommen. Schließlich ist die deutliche Expansion im abgelaufenen Jahr auch als Gegenbewegung auf die vorangegangene scharfe Rezession zu sehen und durch einen signifikanten statistischen Überhang mit bedingt. Nach einem schwachen Schlussquartal 2010, das mit wegfallenden staatlichen Stimuli als Gegenbewegung auf das gute Vorquartal zu erwarten ist (Vorzieheffekte z.B. bei umweltfreundlichen Autos), dürfte die gesamtwirtschaftliche Dynamik in Japan moderat ausfallen. Vom weiterhin ansehnlichen, wenn auch nachlassenden Wachstumstempo in China bzw. Asien wird das exportabhängige Japan aufgrund der Yen-Stärke nur begrenzt profitieren können. Dies trübt die Aussichten der Unternehmer, die nur mit wenig Nachfrage ihrer Landsleute zu rechnen haben. Selbst mit weiterer staatlicher Unterstützung sollte sich die Binnennachfrage in der drittgrößten Volkswirtschaft 2011 nur verhalten entwickeln. So dürfte die BIP-Wachstumsrate nach ihren zyklischen Ausschlägen wieder auf einen moderaten Pfad von real gut 1 % einschwenken. Nominal betrachtet ist das Niveau weiterhin niedrig, bewegt es sich doch auf dem Stand von Anfang der 90er Jahre.

Exorbitante Staatsverschuldung verlangt Umdenken

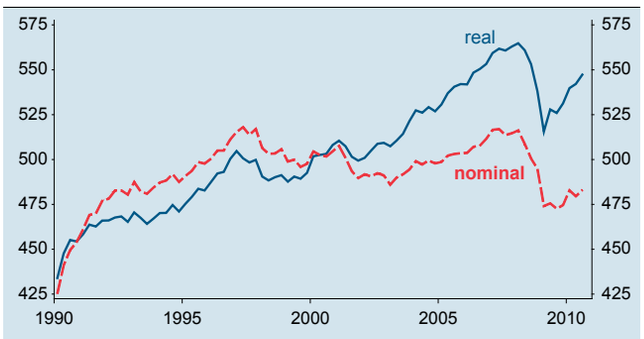
Staatsverschuldung in % des BIP



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nominales BIP immer noch auf niedrigem Niveau

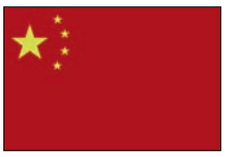
Billionen Yen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Staatsschuld übersteigt bald 200 % des BIP

Gesamtwirtschaftliche Belastungsfaktoren sind neben der Überalterung der japanischen Gesellschaft insbesondere die enorme Staatsverschuldung und die immer noch nicht überwundene Deflation: Die ohnehin angespannte öffentliche Finanzlage wird sich weiter verschlechtern, nicht zuletzt bei zusätzlichen Konjunkturmaßnahmen. Mit einem Schuldenstand, der bald die Marke von 200 % in Relation zum BIP erreichen wird, ist Japan das mit Abstand am höchsten verschuldete Industrieland. Dies ist aufgrund der weitgehend inländischen Finanzierung des staatlichen Schuldenbergs zwar noch kein akutes Problem. Aber auf Dauer kann sich Japan mit seiner schnell alternden Bevölkerung und deutlich gesunkenen Sparquote diese exorbitante öffentliche Verschuldung nicht mehr leisten und muss konsequente Konsolidierungsschritte einleiten. Angesichts der bevorstehenden Wachstumsverlangsamung dürfte der Premierminister sein Vorhaben zu Sparen 2011 allerdings nur ansatzweise durchsetzen können. So bleibt der Druck auf die Bank of Japan hoch, an ihrer sehr expansiven Ausrichtung festzuhalten, was im neuen Jahr tendenziell den Yen unter Druck setzen wird. Schließlich steckt die japanische Volkswirtschaft weiterhin im Deflationstal, und der anhaltend, wenngleich milde Preisverfall bremst die Inlandsnachfrage. Global höhere Öl- und Energiepreise wurden von der Yen-Stärke konterkariert, auch die jüngste Tabaksteueranhebung beeinflusst die Preisentwicklung nicht nachhaltig. Zwar sind im späteren Verlauf des Jahres 2011 leicht positive Veränderungsraten der Konsumentenpreise möglich. Jedoch wird noch einige Zeit vergehen, bis sich Japan richtig aus der Deflation wird befreien können.

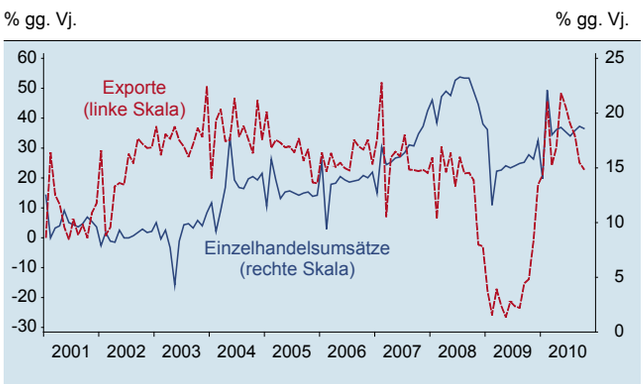


3.4.2 China: Wirtschaftspolitische Herausforderung

Eindämmung von Überhitzungsrisiken

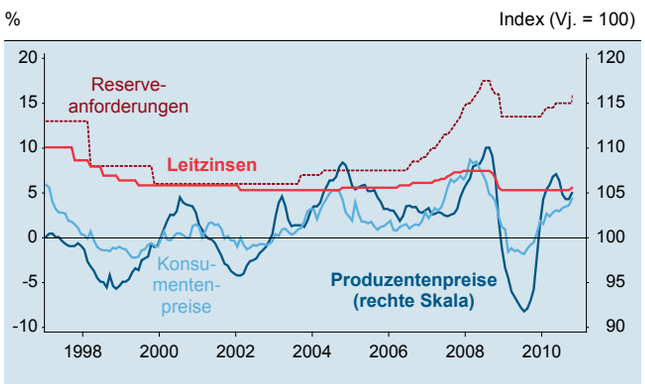
China als nun zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt lässt für das neue Jahr weiterhin ein dynamisches Wachstum von rund 9 % erwarten. Diese leichte Verlangsamung auf hohem Niveau ergibt sich nicht nur aus den gemischten Exportperspektiven, sondern auch durch die straffere Wirtschaftspolitik inklusive auslaufender Stimuli. Zur Eindämmung von Überhitzungsrisiken dürfte die Zentralbank erst einmal an ihrem Spektrum von Maßnahmen festhalten. Hierbei spielt die Rückführung der immer noch deutlichen Kreditexpansion durch Einflussnahme auf den Bankensektor eine wichtige Rolle. Ebenso bilden die Bemühungen zur Abkühlung des in manchen Regionen überhitzten Immobilienmarktes, der ein signifikantes Risiko für China sowie die Weltwirtschaft darstellt, eine zentrale Komponente der Wirtschaftspolitik. Auch die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung wird weiter aufmerksam verfolgt, wenngleich die für 2011 erwartete Teuerungsrate von rund 3 ½ % dem schwungvollen Wachstumstempo angemessen ist und der intensive Wettbewerb die Preisüberwälzungsspielräume der Produzenten begrenzt. Jedoch bereitet die deutliche Verteuerung von Lebensmitteln so ernsthafte Sorgen, dass Peking nun Schritte dagegen unternimmt. Zudem könnte von den anziehenden Löhnen, die nur tendenziell von Bestrebungen zur Produktionsverlagerung aus der boomenden Küstenregion ins Hinterland gemildert werden, und der reichlich vorhandenen Liquidität Aufwärtsdruck auf die Inflation entstehen. Die kontrollierte Aufwertung des Yuan vermag die Teuerung nur etwas zu dämpfen, vielmehr dient dies primär der schrittweisen Internationalisierung der chinesischen Währung.

Konsum weiter lebhaft, Exportaussichten gemischt



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflationäre Aufwärtsrisiken unter genauer Beobachtung



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Prozess der Restrukturierung angestoßen

Über das aktuelle „fine-tuning“ der Wirtschaftspolitik hinaus sieht sich Peking mit grundsätzlichen Herausforderungen konfrontiert, die sich auch im neuen Fünfjahresplan (2011-2015) niederschlagen dürften, dessen Details im März 2011 bekanntgegeben werden. Wie wichtig ein breiteres Fundament für die chinesische Volkswirtschaft ist, hat die Krise gezeigt. Nur dank des umfangreichen Stimulierungspakets konnten die weg brechenden Ausfuhren durch eine lebhaftere Inlandsnachfrage zumindest teilweise aufgefangen und eine deutliche Wachstumsverlangsamung vermieden werden. Die gesamtwirtschaftliche Restrukturierung mit Fokus auf der Stärkung des privaten Konsums ist allerdings ein langwieriger Prozess, der nun mittels erhöhter Ausbildungs- und Sozialausgaben auf den Weg gebracht werden soll. Auch dringend anzugehen ist die spürbare Ungleichverteilung in der Bevölkerung Chinas, ein erhebliches Manko gerade in einer so schnell wachsenden Volkswirtschaft. Ansatzpunkt hierbei ist die Verbesserung der Lebensbedingungen z.B. durch Lohnsteigerungen. Dies wurde nicht zuletzt durch die Streiks im Sommer 2010 befördert, die zur Anhebung des Mindestlohns in zahlreichen Provinzen führten. Auch werden höhere staatliche Unterstützungszahlungen gerade für ärmere Haushalte erwogen, die überproportional unter der Teuerung bei Nahrungsmitteln leiden. Gleichwohl wird es dauern, bis sich das Einkommen pro Kopf und die Verteilung innerhalb der Volkswirtschaft nennenswert verbessern.



3.4.3 Indien: Dynamischer Wachstumspfad

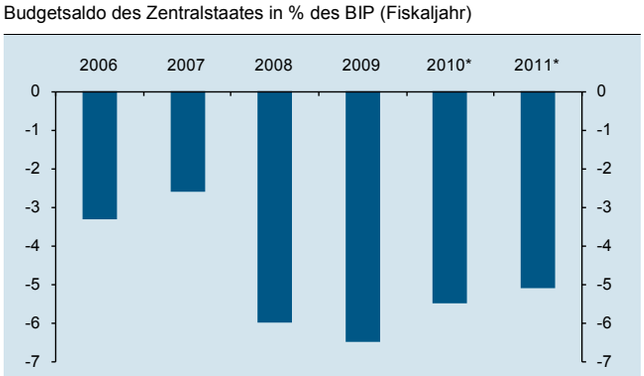
Deutliche Expansion dank Inlandsnachfrage

Dank der lebhaften Inlandsnachfrage befindet sich die indische Volkswirtschaft auf einem ansehnlichen Wachstumspfad. Impulse geben v.a. die Investitionen, getrieben z.B. durch Großprojekte im Infrastrukturbereich. Die Konsumbereitschaft der privaten Haushalte in den Städten wird von höheren verfügbaren Einkommen angeregt, in den ländlichen Regionen stärken die diesjährig gute Ernte sowie staatliche Beschäftigungsgarantien die Nachfrage. So ist nach einem BIP-Anstieg von 8,8 % im Fiskaljahr 2010/11 nur eine leichte Verlangsamung auf 8,5 % zu erwarten, die auf die sukzessive auslaufenden wirtschaftspolitischen Stimuli zurückzuführen ist.

Angesichts der weiterhin hohen, wenn auch abnehmenden Teuerungsraten (Prognose 2011: 6 ½ %, nach fast 12 % im Vorjahr) dürfte die Zentralbank erst einmal an ihrem Anfang 2010 eingeschlagenen Straffungskurs festhalten. Denn nach wie vor besteht das Risiko einer Inflationsspirale. Zweitrundeneffekte haben sich über steigende Löhne in den Preisen für Industrie- und Vermögensgüter niederzuschlagen begonnen. In mancher Branche nähert sich die Kapazitätsauslastung ihrem Vorkrisenniveau. Auch wenn die Notenbank den Inflationsrisiken entschieden entgegentritt, so behält sie doch die Konsequenzen ihrer Zinsanhebungen für Portfolioinvestitionen und Staatsverschuldung im Blick. Die durch ausländische Kapitalzuflüsse bedingte Aufwertung der Rupie gilt es unter Wettbewerbsgesichtspunkten im Auge zu behalten. Sollte der Inflationsdruck allerdings nicht nachhaltig sinken, könnte der Liquiditätsstrom nachlassen oder gar versiegen – ein Risikofaktor für das vom Auslandskapital erheblich profitierende Indien.

Konsolidierung des Staatshaushalts auf gutem Wege

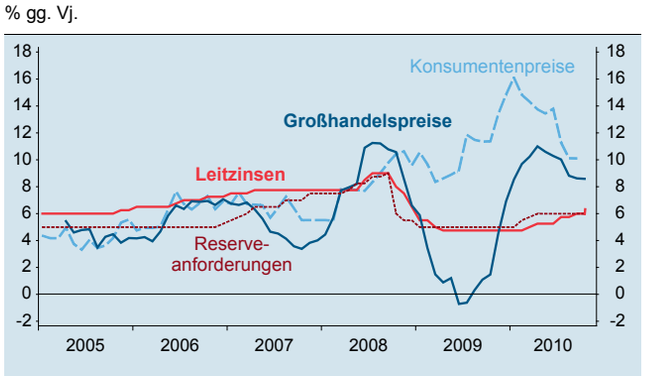
Budgetsaldo des Zentralstaates in % des BIP (Fiskaljahr)



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research; * Prognose

Zentralbank bekämpft Teuerungsrisiken

% gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Infrastrukturinvestitionen verbessern Perspektiven

Die indische Regierung unternimmt ernsthafte Konsolidierungsanstrengungen und hat sich erstmalig offizielle Zielwerte für das Budgetdefizit gesetzt. Die für das Fiskaljahr 2010/11 angestrebten 5,5 % in Relation zum BIP erscheinen nicht nur angesichts der konjunkturellen Dynamik realistisch, sondern auch aufgrund höherer Einnahmen durch Teilprivatisierungen von Staatsunternehmen und Subventionskürzungen im Energiebereich. Weiterhin ist die Regierung aber darauf bedacht, die Strukturprobleme anzugehen, insbesondere die arme Landbevölkerung zu unterstützen und wachstumshemmende Infrastrukturengpässe zu beseitigen. So sind umfangreiche Ausgaben für Gesundheit, Bildung sowie die ländliche Infrastruktur geplant. Zur Finanzierung zahlreicher Infrastrukturprojekte setzt Indien zunehmend auf PPP (Public Private Partnership), wobei auch Privatinvestitionen aus dem Ausland erwünscht sind. Dahinter steht das ambitionierte Ziel zweistelliger Wachstumsraten für die indische Volkswirtschaft. Absehbar ist zumindest, dass Indien voraussichtlich 2012 hinsichtlich des Expansionstempos mit China gleichziehen kann und dann zur am schnellsten wachsenden großen Volkswirtschaft wird. Gleichwohl sollte nicht vergessen werden, dass Indien trotz seines Wachstumserfolgs einen noch stärkeren Aufholbedarf in puncto Pro-Kopf-Einkommen aufweist als China.



3.5 Brasilien: In der Gunst der Kapitalmärkte

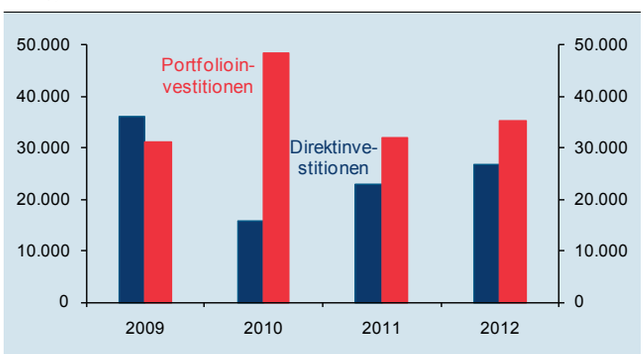
Lebhafte inländische Nachfrage

Brasilien hat 2010 mit preisbereinigt rund 7 % das höchste Wachstum seit 1986 erzielt. Allerdings beruht diese hohe Zahl auch auf einem statistischen Überhangeffekt. Die Wachstumsgeschwindigkeit wird sich daher 2011 auf rund 4 % normalisieren. Wachstumsbremsend wirken die hohe Staatsverschuldung, die für ein Schwellenland niedrige Investitionsquote und das zunehmende Leistungsbilanzdefizit. Steigende Reallöhne und Renten sowie die sich beschleunigende Kreditvergabe der Banken geben dagegen Wachstumsimpulse. Ebenso kurbeln ausländische Portfolio- und Anlageinvestitionen sowie Maßnahmen zur Verbesserung der Infrastruktur die Investitionen an. Obwohl die Exportstruktur Brasiliens breit diversifiziert ist und die (Rohstoff-)Ausfuhren nach China in den letzten Jahren kräftig gestiegen sind, ist die Bedeutung der Außenwirtschaft in Brasilien unter den BRIC-Staaten am geringsten. Der Anteil der Exporte am BIP ist in den letzten Jahren sogar auf 11 % zurückgegangen. Die Wirtschaft wird sich daher stärker öffnen müssen. Denn nur so lässt sich der brasilianische Traum von einer starken und wohlhabenden Wirtschaftsnation verwirklichen. Dem stehen noch protektionistische Tendenzen in der Wirtschaftspolitik zur Bevorzugung brasilianischer Produkte im Wege.

Das 2011 auf 4 % des BIP steigende Leistungsbilanzdefizit dürfte sich mühelos finanzieren lassen. Zum einen belastet die Auslandsverschuldung wenig, zum anderen ziehen die brasilianischen Zinsvorteile Portfolioinvestitionen an, und die Größe des wachsenden Binnenmarktes begünstigt Direktinvestitionen. Darüber hinaus liegen die bis zuletzt gestiegenen Währungsreserven mit 260 Mrd. US-$ auf hohem Niveau.

Interesse ausländischer Investoren hält an

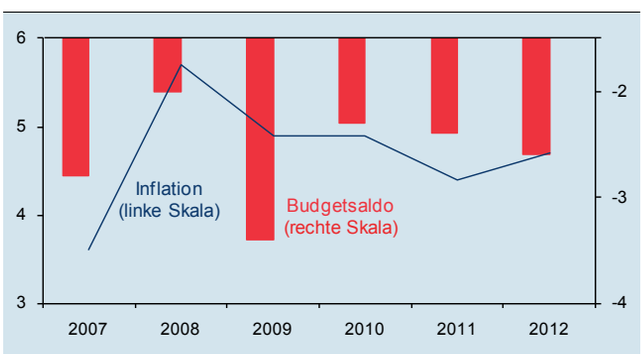
Mio. $, netto



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflations- und Budgetziel werden (fast) eingehalten

% % des BIP



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldpolitik orientiert sich an Inflationsziel

Die Zentralbank hob im Frühjahr 2010 wegen Überhitzungsgefahren und steigender Inflation die Zinsen um 200 Basispunkte auf 10,75 % an, hat aber seither keine weiteren Zinsschritte unternommen. Der geldpolitische Kurs richtet sich an einem Inflationsziel von 4,5 % (+/- 2 Prozentpunkte) aus, was traditionell hohe Realzinsen von mehr als 5 % bedeutet. Um der bereits seit Anfang 2009 anhaltenden Aufwertung des Real zu begegnen, wurde im Oktober 2010 die Transaktionsteuer für ausländisches Portfoliokapital von 2 % auf 6 % angehoben. Es wird vor allem an der im Januar 2011 antretenden neuen Staatspräsidentin Dilma Rousseff liegen, den Staatshaushalt zu straffen, damit die Zentralbank aus Stabilitätsgründen die Zinsen nicht weiter erhöhen muss. Das Staatsdefizit hat sich 2010 nur buchtechnisch und nicht real vermindert, indem die Erlöse aus der Kapitalerhöhung des Erdölkonzerns Petrobras (insgesamt 70 Mrd. US-$) teilweise als Staatseinnahmen eingestellt wurden. Der Staat muss zudem bereits 20 % seiner Einnahmen für den Schuldendienst aufbringen. Dagegen dürfte die Geldpolitik 2011 durch das langsamere Wachstum und den wahrscheinlich weiter festen Real entlastet werden. Allerdings sind bei geringerer internationaler Risikobereitschaft oder schwächeren Rohstoffpreisen plötzliche Abwertungen des Real nicht auszuschließen.

4 Prognosen im Überblick

4.1 Bruttoinlandsprodukt und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr in %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2009	2010s	2011p	2012p	2009	2010s	2011p	2012p
Euroland	-4,0	1,7	1,4	1,7	0,3	1,6	1,9	2,0
Frankreich	-2,5	1,6	1,7	1,8	0,1	1,7	1,8	2,0
Italien	-5,1	1,0	1,3	1,6	0,8	1,7	2,2	2,0
Spanien	-3,7	-0,2	0,7	1,3	-0,2	1,7	2,1	1,9
Griechenland	-2,0	-4,7	-3,5	0,5	1,3	4,5	1,5	0,0
Irland	-7,6	-1,0	1,0	1,6	-1,7	-1,6	0,4	1,5
Portugal	-2,6	0,8	-1,0	0,0	-0,9	1,1	1,0	0,5
Deutschland*	-4,7	3,5	2,0	2,0	0,4	1,1	1,7	2,0
Großbritannien	-5,0	1,8	1,5	2,0	2,2	3,2	2,9	2,5
Schweiz	-1,9	2,9	2,0	1,9	-0,5	0,7	0,9	1,6
Schweden	-5,1	4,0	2,0	2,2	-0,3	1,1	1,8	2,5
Polen	1,7	3,3	3,5	3,3	3,5	2,5	3,0	2,8
Ungarn	-6,3	0,9	2,0	3,3	4,2	4,8	3,5	2,5
Tschechien	-4,1	2,0	2,0	3,0	1,0	1,4	2,0	2,0
Russland	-7,9	3,8	4,0	4,5	11,7	6,7	7,8	6,8
USA	-2,6	2,7	2,2	3,0	-0,3	1,6	1,8	2,5
Japan	-5,2	3,5	1,2	1,1	-1,4	-0,8	0,0	0,8
Asien ohne Japan	4,9	8,1	6,8	6,9	2,8	5,0	4,5	4,0
China	9,1	10,2	9,1	8,7	-0,7	3,3	3,6	3,5
Indien	7,7	8,8	8,5	8,8	10,9	11,8	6,5	5,3
Lateinamerika	-2,1	5,4	3,5	4,0	5,8	6,0	6,5	6,5
Brasilien	-0,2	7,0	4,0	4,5	4,9	4,9	4,4	4,7
Welt	-1,0	4,5	3,7	4,1	1,6	2,9	3,0	3,1

s=Schätzung, p=Prognose; *Deutschland: arbeitstäglich bereinigt;
Quellen: EIU, EcoWin, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.2 Leistungsbilanz- und Budgetsalden

	Leistungsbilanzsaldo in % des BIP				Budgetsaldo in % des BIP			
	2009	2010s	2011p	2012p	2009	2010s	2011p	2012p
Euroland	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-6,3	-6,3	-5,2	-4,5
Frankreich	-1,9	-1,8	-1,6	-1,5	-7,5	-7,8	-6,0	-5,0
Italien	-3,2	-3,5	-3,3	-3,2	-5,3	-5,0	-4,4	-5,0
Spanien	-5,5	-4,7	-4,3	-4,0	-11,1	-9,5	-7,0	-5,0
Griechenland	-11,2	-9,0	-6,3	-5,6	-15,4	-9,3	-7,5	-6,0
Irland	-2,9	-2,8	-1,5	-1,0	-14,4	-32,0	-12,0	-6,0
Portugal	-10,3	-8,7	-7,0	-6,0	-9,3	-7,5	-5,5	-4,5
Deutschland	5,0	5,4	5,8	5,9	-3,0	-3,8	-2,9	-2,2
Großbritannien	-1,3	-2,0	-1,2	-0,8	-11,4	-10,0	-8,5	-7,0
Schweiz	11,9	12,6	11,1	10,0	0,5	-0,6	-0,4	0,0
Schweden	7,4	6,4	5,5	5,5	-1,1	-1,5	-1,0	-0,5
Polen	-2,2	-2,6	-3,3	-3,0	-7,2	-7,5	-6,8	-4,5
Ungarn	0,3	-0,5	-2,0	-2,3	-4,4	-4,0	-3,3	-3,5
Tschechien	-1,1	-3,5	-3,7	-4,0	-5,8	-5,3	-4,5	-3,7
Russland	4,0	4,2	3,0	2,5	-5,9	-4,8	-3,9	-3,3
USA	-2,7	-3,3	-3,5	-3,6	-9,1	-9,1	-8,3	-7,0
Japan	2,8	3,3	3,2	2,9	-7,2	-7,5	-6,9	-6,1
Asien ohne Japan	4,0	3,2	2,7	2,1	-3,1	-2,7	-2,3	-2,0
China	6,1	5,6	4,6	3,9	-2,2	-2,2	-1,7	-1,5
Indien	-2,1	-2,0	-2,2	-2,0	-6,5	-5,5	-5,1	-5,0
Lateinamerika	-0,3	-1,2	-2,0	-2,5				
Brasilien	-1,5	-2,7	-3,4	-4,0	-3,4	-2,3	-2,4	-2,6

s=Schätzung, p=Prognose

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

4.3 Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit Jahresultimo	aktueller Stand*	Helaba Prognosen Q1/2011	Q2/2011	Q3/2011	Q4/2011
	(jeweils gg. Euro, %)	(jeweils gg. Euro)				
US-Dollar	7,1	1,34	1,38	1,40	1,35	1,35
Japanischer Yen	19,4	112	116	123	122	122
Britisches Pfund	4,7	0,85	0,88	0,87	0,82	0,80
Schweizer Franken	10,8	1,34	1,38	1,40	1,38	1,38
	(in Landeswährung, %)	(Index)				
DAX	15,5	6.880	6.700	6.300	5.900	6.200
Euro Stoxx 50	-6,7	2.765	2.700	2.550	2.400	2.500
Dow Jones	7,3	11.187	11.000	10.500	10.000	10.200
Nikkei 225	-4,4	10.080	9.800	9.300	8.700	9.000
	(in Basispunkten)	(in %)				
Tagesgeldsatz Eonia	21	0,46	0,70	0,90	1,00	1,20
3M Euribor	33	1,03	1,00	1,20	1,30	1,50
6M Euribor	27	1,26	1,20	1,40	1,60	1,70
12M Euribor	29	1,53	1,50	1,70	1,90	2,00
2j. Bundesanleihen	-37	0,96	1,10	1,20	1,30	1,50
5j. Bundesanleihen	-65	1,78	2,00	2,00	2,00	2,20
10j. Bundesanleihen	-68	2,71	2,90	2,70	2,50	3,00
2j. Swapsatz	-26	1,62	1,70	1,80	1,80	2,00
5j. Swapsatz	-47	2,34	2,50	2,40	2,40	2,70
10j. Swapsatz	-50	3,08	3,30	3,00	2,80	3,40
30j. Swapsatz	-66	3,28	3,60	3,30	3,10	3,80
10j. Pfandbriefe	-57	3,16	3,30	3,10	2,90	3,40
3M USD Libor	4	0,29	0,30	0,40	0,40	0,40
10j. US-Treasuries	-93	2,91	3,20	3,00	2,80	3,30
	(in %)	(in $)				
Brentöl $/bbl	10,6	85	78	80	82	84
Gold $/oz	25,4	1.375	1.320	1.350	1.380	1.400

* 25.11.2010

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4 USA

		2009	2010s	2011p	2012p	2011p Q1	Q2	Q3	Q4
BIP*	% gg. Vj. / Vq. JR	-2,6	2,7	2,2	3,0	2,1	2,5	3,0	3,3
Konsumausgaben der priv. HH*	% gg. Vj. / Vq JR	-1,2	1,7	2,3	2,7	2,0	2,0	2,6	3,0
Staatsausgaben*	% gg. Vj.	1,6	1,1	1,1	1,3				
Anlageinvestitionen*	% gg. Vj.	-17,1	5,7	8,3	9,8				
Ausrüstungsinvestitionen*	% gg. Vj.	-15,3	15,5	11,2	11,2				
Wohnungsbauinvestitionen*	% gg. Vj.	-22,9	-2,9	2,3	7,9				
Exporte*	% gg. Vj.	-9,5	11,6	6,2	6,3				
Importe*	% gg. Vj.	-13,8	13,9	8,1	7,5				
Haushaltssaldo (Federal) **	% am BIP	-9,0	-9,0	-8,4	-7,1				
Arbeitslosenquote	%	9,3	9,6	9,4	8,7	9,6	9,6	9,4	9,2
Verbraucherpreisindex	% gg. Vj.	-0,3	1,6	1,8	2,5	1,2	1,8	2,1	2,2
ohne Energie und Nahrungsmittel	% gg. Vj.	1,7	1,0	1,4	2,3	1,0	1,2	1,4	1,8

s=Schätzung, p=Prognose, * real (in chained Dollars von 2005), ** ohne Finanzmarktstützungspakete
Quellen: EcoWin, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5 Europa

4.5.1 Deutschland

		2009	2010s	2011p	2012p	2011p Q1	Q2	Q3	Q4
Bruttoinlandsprodukt	% gg. d. VJ, real	-4,7	3,6	1,9	2,1				
Bruttoinlandsprodukt arbeitstäglich bereinigt	% gg. d. VJ, real	-4,7	3,5	2,0	2,0	0,2	0,3	0,4	0,5
Konsumausgaben der privaten Haushalte*	% gg. d. VJ, real	-0,2	0,4	1,3	1,0	0,3	0,3	0,2	0,3
Konsumausgaben des Staates	% gg. d. VJ, real	2,9	2,3	1,3	1,0				
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. d. VJ, real	-10,1	5,0	2,5	2,5				
Ausrüstungsinvestitionen	% gg. d. VJ, real	-22,6	8,0	4,0	4,0				
Bauinvestitionen	% gg. d. VJ, real	-1,5	3,0	1,0	1,0				
Exporte	% gg. d. VJ, real	-14,3	14,5	6,5	4,0				
Importe	% gg. d. VJ, real	-9,4	14,0	6,0	3,0				
Handelsbilanzsaldo	Mrd. €	138,7	158	175	185				
Leistungsbilanzsaldo	Mrd. €	119,9	135	150	160				
Arbeitslose	Tsd.	3.423	3.250	3.000	2.850				
Arbeitslosenquote	in % d. gesamten Erw erbspersonen	8,2	7,7	7,2	6,8	7,4	7,3	7,1	7,1
Preisindex für die Lebenshaltung	% gg. d. Vj	0,4	1,1	1,7	2,0	1,6	1,7	1,7	1,8
Defizit/Überschuss der öffentl. Haushalte	in % des BIP	-3,0	-3,8	-2,9	-2,2				

*einschl. priv. Organisationen ohne Erw erbszw eck
Quellen: Statistisches Bundesamt, EcoWin, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.2 Frankreich

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-2,5	1,6	1,7	1,8
Privater Konsum	% gg. Vj., real	0,6	1,6	1,5	1,7
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-7,0	0,0	2,4	2,5
Exporte	% gg. Vj., real	-12,2	10,0	5,5	5,0
Importe	% gg. Vj., real	-10,6	8,8	6,0	4,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,9	-1,8	-1,6	-1,5
Budgetsaldo	% des BIP	-7,5	-7,8	-6,0	-5,0
Arbeitslosenquote	%	9,1	9,2	8,8	8,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,1	1,7	1,8	2,0

Quellen: EcoWin, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.3 Italien

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-5,1	1,0	1,3	1,6
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-1,8	0,7	1,0	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-12,2	3,0	3,0	4,0
Exporte	% gg. Vj., real	-19,1	7,5	5,0	5,0
Importe	% gg. Vj., real	-14,6	7,0	4,5	4,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-3,2	-3,5	-3,3	-3,2
Budgetsaldo	% des BIP	-5,3	-5,0	-4,4	-3,5
Arbeitslosenquote	%	7,8	8,3	8,0	7,7
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,8	1,7	2,2	2,0

Quellen: EcoWin, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.4 Spanien

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-3,7	-0,2	0,7	1,3
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-4,2	1,2	0,7	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-16,0	-7,5	-1,0	4,0
Exporte	% gg. Vj., real	-11,6	9,0	3,0	4,5
Importe	% gg. Vj., real	-17,8	5,0	1,0	3,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-5,5	-4,7	-4,3	-4,0
Budgetsaldo	% des BIP	-11,1	-9,5	-7,0	-5,0
Arbeitslosenquote	%	18,0	19,9	19,0	17,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,2	1,7	2,1	1,9

Quellen: EcoWin, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.5 Griechenland

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-2,0	-4,7	-3,5	0,5
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-1,8	-4,0	-4,0	0,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-13,9	-16,0	-8,0	0,5
Exporte	% gg. Vj., real	-18,1	3,0	5,0	5,0
Importe	% gg. Vj., real	-14,1	-8,5	-6,0	0,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-11,2	-9,0	-6,3	-5,6
Budgetsaldo	% des BIP	-15,4	-9,3	-7,5	-6,0
Arbeitslosenquote	%	9,4	12,0	14,5	14,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,3	4,5	1,5	0,0

Quellen: EIU, IWF, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.6 Irland

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-7,6	-1,0	1,0	1,6
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-7,0	-1,3	-0,6	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-30,9	-17,7	6,1	6,0
Exporte	% gg. Vj., real	-4,2	8,4	4,2	5,4
Importe	% gg. Vj., real	-9,8	6,1	2,7	3,7
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-2,9	-2,8	-1,5	-1,0
Budgetsaldo	% des BIP	-14,4	-32,0	-12,0	-6,0
Arbeitslosenquote	%	11,8	13,3	12,3	10,6
Inflationsrate	% gg. Vj.	-1,7	-1,6	0,4	1,5

Quellen: EcoWin, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.7 Portugal

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-2,6	0,8	-1,0	0,0
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-1,0	1,5	-1,0	0,0
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-11,9	-3,3	-0,5	0,5
Exporte	% gg. Vj., real	-11,8	6,5	2,0	2,0
Importe	% gg. Vj., real	-10,9	4,3	-1,0	0,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-10,3	-8,7	-7,0	-6,0
Budgetsaldo	% des BIP	-9,3	-7,5	-5,5	-4,5
Arbeitslosenquote	%	9,5	10,8	11,5	11,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,9	1,1	1,0	0,5

Quellen: EIU, Eurostat, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.8 Großbritannien

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-5,0	1,8	1,5	2,0
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-3,4	1,2	1,0	1,5
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-15,1	2,2	4,3	4,0
Exporte	% gg. Vj., real	-11,1	5,1	4,0	4,0
Importe	% gg. Vj., real	-12,3	7,7	1,6	2,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,3	-2,0	-1,2	-0,8
Budgetsaldo	% des BIP	-11,4	-10,0	-8,5	-7,0
Arbeitslosenquote	%	7,6	7,8	7,6	7,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,2	3,2	2,9	2,5

Quellen: EcoWIn, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.9 Schweiz

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-1,9	2,9	2,0	1,9
Privater Konsum	% gg. Vj., real	1,0	1,6	1,2	1,9
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-6,1	2,1	1,7	2,5
Exporte	% gg. Vj., real	-8,7	10,7	3,7	3,5
Importe	% gg. Vj., real	-5,4	8,0	3,4	3,9
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	11,9	12,6	11,1	10,0
Budgetsaldo	% des BIP	0,5	-0,6	-0,4	0,0
Arbeitslosenquote	%	3,7	3,8	3,2	3,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,5	0,7	0,9	1,6

Quellen: EcoWin, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.10 Schweden

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-5,1	4,0	2,0	2,2
Privater Konsum	% gg. Vj., real	-0,8	3,2	1,8	1,8
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-15,9	4,8	4,0	4,2
Exporte	% gg. Vj., real	-12,3	10,6	4,4	4,0
Importe	% gg. Vj., real	-12,9	13,0	4,6	3,3
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	7,4	6,4	5,5	5,5
Budgetsaldo	% des BIP	-1,1	-1,5	-1,0	-0,5
Arbeitslosenquote	%	8,3	8,4	8,0	7,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,3	1,1	1,8	2,5

Quellen: EIU, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.11 Polen

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	1,7	3,3	3,5	3,3
BIP pro Kopf	$	11.272	12.415	12.598	13.605
Bevölkerung	Mio.	38,2	38,1	38,1	38,0
Arbeitslosenrate	%	11,0	12,0	10,5	10,0
Budgetsaldo	% des BIP	-7,2	-7,5	-6,8	-4,5
Inflationsrate	%	3,5	2,5	3,0	2,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-2,2	-2,6	-3,3	-3,0

Quellen: EIU, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.12 Ungarn

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-6,3	0,9	2,0	3,3
BIP pro Kopf	$	13.030	13.051	12.677	13.316
Bevölkerung	Mio.	9,9	9,9	9,9	9,8
Arbeitslosenrate	%	9,8	11,1	9,8	8,3
Budgetsaldo	% des BIP	-4,4	-4,0	-3,3	-3,5
Inflationsrate	%	4,2	4,8	3,5	2,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	0,3	-0,5	-2,0	-2,3

Quellen: EIU, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.13 Tschechien

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-4,1	2,0	2,0	3,0
BIP pro Kopf	$	18.657	18.196	17.647	18.039
Bevölkerung	Mio.	10,2	10,2	10,2	10,2
Arbeitslosenrate	%	8,1	8,9	8,3	7,7
Budgetsaldo	% des BIP	-5,8	-5,3	-4,5	-3,7
Inflationsrate	%	1,0	1,4	2,0	2,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,1	-3,5	-3,7	-4,0

Quellen: EIU, Helaba Volksw irtschaft/Research

4.5.14 Russland

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-7,9	3,8	4,0	4,5
BIP pro Kopf	$	8.670	11.190	12.220	13.550
Bevölkerung	Mio.	141,9	141,7	141,5	141,3
Arbeitslosenrate	%	8,4	7,9	7,5	6,8
Budgetsaldo	% des BIP	-5,9	-4,8	-3,9	-3,3
Inflationsrate	%	11,7	6,7	7,8	6,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	4,0	4,2	3,0	2,5

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.6 Asien

4.6.1 Japan

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-5,2	3,5	1,2	1,1
Privater Konsum	% gg. Vj., real	1,5	1,7	0,8	0,7
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-14,3	-0,7	0,7	1,5
Exporte	% gg. Vj., real	-24,1	25,2	5,5	4,5
Importe	% gg. Vj., real	-16,8	11,3	7,0	5,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	2,8	3,3	3,2	2,9
Budgetsaldo	% des BIP	-7,2	-7,5	-6,9	-6,1
Arbeitslosenquote	%	5,1	5,1	5,0	4,9
Inflationsrate	% gg. Vj.	-1,4	-0,8	0,0	0,8

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.6.2 China

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	9,1	10,2	9,1	8,7
BIP pro Kopf	$	3.762	4.286	5.018	5.762
Bevölkerung	Mio.	1.305	1.312	1.320	1.328
Arbeitslosenrate	%	6,3	6,1	6,5	6,4
Budgetsaldo	% des BIP	-2,2	-2,2	-1,7	-1,5
Inflationsrate	%	-0,7	3,3	3,6	3,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	6,1	5,6	4,6	3,9

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.6.3 Indien

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt*	% gg. Vj., real	7,7	8,8	8,5	8,8
BIP pro Kopf	$	1.111	1.328	1.478	1.699
Bevölkerung	Mio.	1.166	1.184	1.202	1.220
Arbeitslosenrate	%	10,7	10,8	10,5	10,5
Budgetsaldo*	% des BIP	-6,5	-5,5	-5,1	-5,0
Inflationsrate	%	10,9	11,8	6,5	5,3
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-2,1	-2,0	-2,2	-2,0

Quellen: EIU, Helaba Volksw irtschaft/Research; *Fiskaljahr

4.7 Brasilien

		2009	2010s	2011p	2012p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-0,2	7,0	4,0	4,5
BIP pro Kopf	$	8.217	10.220	10.820	11.180
Bevölkerung	Mio.	191,5	193,3	194,9	196,5
Arbeitslosenrate	%	8,1	7,0	6,7	6,7
Budgetsaldo	% des BIP	-3,4	-2,3	-2,4	-2,6
Inflationsrate	%	4,9	4,9	4,4	4,7
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,5	-2,7	-3,4	-4,0

Quellen: EIU, Helaba Volksw irtschaft/Research

Adressen der Landesbank Hessen-Thüringen

Hauptsitze

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

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

Niederlassungen

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

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

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

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

Niederlassungen

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

Repräsentanzen

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

Moskau
Naberezhnaya Tarasa
Shevchenko 23a
Sektor B, 20th Floor
121151 Moskau
Russland
Telefon +7 495 730-08-01
Telefax +7 495 730-08-02

Shanghai
Representative Office
Unit 06-022, HSBC Tower
1000 Lujiazui Ring Road
Pudong New Financial District
Shanghai 200120
China
Telefon +86 21 68 77 77 07
Telefax +86 21 68 77 77 09

Immobilienbüros

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

Immobilienbüros

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

Teilrechtsfähige Anstalt

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

Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

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

1822direkt Gesellschaft der Frankfurter Sparkasse mbH
Borsigallee 19
60388 Frankfurt am Main
info@1822direkt.com
Telefon 0 69/9 41 70-0
Telefax 0 69/9 41 70-71 99

Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG
Börsenstraße 16
8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 44/2 65 44-44
Telefax +41 44/2 65 44-11

Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG
JUNGHOF
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/1 56 86-0
Telefax 0 69/1 56 86-1 40

Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

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

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

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

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

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

GIB
Gesellschaft für
Immobilienbewertung mbH
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/8 29 03-57 00
Telefax 0 69/8 29 03-50 58

Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

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

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

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen

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

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

www.helaba.de