



Dezember 2009

Kapitalmarktausblick 2010:
Gala mit Alltagshelden

Herausgeber:

Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale
Volkswirtschaft/Research

Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos

Produktionsassistenz: Tina Eidam

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,

was für eine bewegte Zeit liegt hinter uns! Es begann als *Drama* und scheint nun doch ein gutes Ende zu nehmen. Um es in der Filmsprache auszudrücken: Ganz großes Kino. Denn die Drehbuchautoren haben es geschafft, gleich mehrere Filmkategorien unterzubringen.

Im Umfeld der Lehman-Pleite im Herbst 2008 konnte man dann kaum noch von *Drama* oder *Thriller* sprechen, es war eher ein *Horror*-Film. Die meisten von uns hätten sich sicherlich gewünscht, es wäre nur *Science Fiction* gewesen. Im weiteren Verlauf der Krise gab es so viel geld- und fiskalpolitische *Action* wie nie zuvor.

Doch was wird 2010 gespielt? Welches Programm können wir erwarten und welcher Film wird vom Publikum den größten Zuspruch erhalten? Wie in jedem Jahr haben wir drei mögliche Szenarien für den Kapitalmarktausblick erarbeitet. Entsprechend dem diesjährigen Thema „Film“ bieten wir Ihnen drei Titel an: „Titanic“, „Zurück in die Zukunft“ und „Columbo“. Und wir haben auch einen ganz klaren Favoriten. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 70 Prozent erwarten wir, dass sich „**Columbo**“ im kommenden Jahr zum Kassenschlager an den Kapitalmärkten entwickeln wird.

Lieutenant Inspector Columbo ist ein Alltagsheld, und so ergibt sich auch der Titel für unseren diesjährigen „Kapitalmarktausblick 2010: Gala mit Alltagshelden“. Große Gesten und Auftritte sind nicht seine Welt. Die Spannung ergibt sich aus den Details, die häufig eine überraschende Wendung mit sich bringen. So sieht unser Drehbuch vor, dass sich in der ersten Jahreshälfte die konjunkturellen Kräfte weiter beschleunigen. Dies eröffnet Raum für zunehmenden Optimismus an den Kapitalmärkten. Schließlich sind die meisten Marktakteure derzeit immer noch sehr skeptisch, was die Nachhaltigkeit des Wirtschaftswachstums angeht. Dabei wird aber übersehen, dass der Investitionszyklus anspringt. Trotzdem gibt es kein Zurück in die Zeit vor der Finanzkrise. Strukturelle Belastungen werden im Laufe des Jahres 2010 die konjunkturelle Dynamik etwas bremsen. Aber da es Columbo am Ende trotz einiger Stolpersteine immer wieder gelingt, die richtige Spur zu verfolgen, ist auch der Ausblick für 2010 in der Summe positiv zu sehen.

Columbo wird vermutlich nicht nur im nächsten Jahr gespielt werden. Schließlich handelt es sich um eine *Serie*. Ganz wie bei Columbo wird alles etwas gemächlicher und auch weniger glamourös sein, dafür aber nachhaltig. Für die kommenden Jahre rechnen wir eher mit einem moderaten Trendwachstum der Weltwirtschaft.

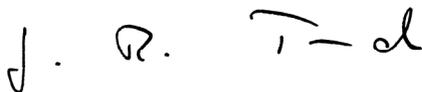
Aus der Kategorie *Drama* bieten wir „**Titanic**“ an. Die Wahrscheinlichkeit, dass dieser Film sich durchsetzen wird, halten wir mit 10 Prozent für gering. In diesem Fall wären die sich derzeit entwickelnden zyklischen Kräfte nichts mehr als das letzte Aufbäumen des Rumpfes, bevor das Schiff in die Tiefe gezogen wird. Die fortgesetzten expansiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen wären nichts anderes, als das verzweifelte Pumpen auf dem bereits sinkenden Schiff.

Mit einer Wahrscheinlichkeit von 20 Prozent sehen wir „**Zurück in die Zukunft**“ in der Gunst des Publikums auf Platz 2. Es klingt derzeit noch wie *Science Fiction*, aber auch die positiven konjunkturellen Kräfte sollte man nicht unterschätzen. Genauso, wie sich 2007 kaum jemand vorstellen konnte, dass die Weltwirtschaft in die stärkste Rezession der Nachkriegszeit stürzen wird, so ist auch jetzt nicht auszuschließen, dass die zyklischen Antriebskräfte über das erste Halbjahr hinaus anhalten und die strukturellen Schwachstellen rasch ausheilen.

Ich wünsche Ihnen ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2010,
sowie spannende Unterhaltung.

Anbei finden Sie das *Programmheft*.

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

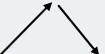
Die **Weltwirtschaft** startet sehr schwungvoll ins neue Jahr. Dies eröffnet Raum für zunehmenden Optimismus an den Kapitalmärkten. Die Unternehmen in den USA wie auch in Deutschland sind vergleichsweise solide aufgestellt, so dass der Investitionszyklus anspringen wird. Im Jahresverlauf 2010 dürfte aber die sich entfaltende Euphorie einer gewissen Ernüchterung weichen. Als Reaktion auf die Finanzkrise und die durch sie akzentuierten Strukturprobleme pendelt sich das Trendwachstum der meisten Volkswirtschaften auf einem niedrigeren Pfad ein. Das globale Wachstum wird preisbereinigt bei rund 3 ½ % liegen. Unter den großen Notenbanken wird die **Fed** im zweiten Quartal 2010 beginnen, den Leitzins nach oben zu schleusen. Dann sollte endgültig Gewissheit bestehen, dass sich die konjunkturelle Lage gefestigt hat und ein Krisenzins nahe 0 % nicht mehr angemessen ist. Im dritten Quartal leitet auch die **EZB** ihre geldpolitische Wende ein.

Inflation: Obwohl sich die US-Wirtschaft ebenso wie die Eurozone wieder auf Wachstumskurs befindet, dämpft vorerst noch die hohe Unterauslastung der Produktionskapazitäten die Kernteuerungsraten. Allerdings wird die Gesamteuerung aufgrund von Basiseffekten sowie des anziehenden Ölpreises 2010 in den USA um 2 % zulegen, im Euroraum um rund 1 ½ %.

Euro: Die sehr expansive Geldpolitik lastet vor allem auf dem US-Dollar. Aufgrund der extrem niedrigen Geldmarktzinsen dient der Greenback derzeit als Finanzierungswährung in Carry Trades. Folglich setzt eine nachlassende Risikoaversion die US-Währung unter Druck. Die Beziehung zwischen Risikoneigung und EUR-USD dürfte sich wieder auflösen, wenn eine geldpolitische Wende der Federal Reserve in Aussicht steht. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte bis zur Jahresmitte auf 1,30 zurückgehen. Unterstützt wird diese Kursbewegung von einer höheren Konjunktdynamik in den USA sowie einer, gemessen an der Kaufkraftparität, sehr günstigen Bewertung des US-Dollar. Da die EZB im dritten Quartal den geldpolitischen Kurswechsel einleitet, dürfte der Greenback seine Gewinne im zweiten Halbjahr teilweise wieder abgeben und der Euro-Dollar-Kurs bis Ende 2010 auf 1,40 ansteigen.

Rentenmärkte: Die Renditen 10-jähriger Bunds werden im ersten Halbjahr 2010 ihr zyklisches Hoch im Bereich bei rund 4 % ausbilden. Die Inflationserwartungen werden im Zuge der Konjunkturerholung steigen, zumal die Teuerung im Euroraum weiter anzieht. Im zweiten Halbjahr wird das Chance-Risiko-Verhältnis für Renten wieder günstiger sein. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen in den USA und im Euroraum bewegt sich Ende 2010 unter der 4 %-Marke.

Aktienmärkte: Aktien haben 2009 zwar bereits einen Großteil der typischerweise zu erwartenden zyklischen Erholung vollzogen. Das Kurspotenzial ist jedoch noch nicht ausgeschöpft. Verglichen mit Staats- und Unternehmensanleihen sind Aktien noch immer günstig. Zudem rechtfertigen die verbesserten Gewinnperspektiven der Unternehmen eine Bewertungsexpansion. Wir taxieren den fairen Wert für den DAX auf den Bereich um 6.500 Punkte. Erst im späteren Jahresverlauf wird bei dann wieder nachlassenden zyklischen Impulsen die Luft allmählich dünner. Der DAX dürfte sich dann wieder der 6.000-Punkte-Marke annähern.

Szenario	Wahrscheinlichkeit	BIP	Preise	Euro	Rentenmarkt	Aktienmarkt
Columbo	70%					

Inhalt

	Seite
Editorial	3
Zusammenfassung	5
1 Rückblick 2009 mit Kassensturz	8
2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen	9
2.1 Hauptszenario: Columbo (70 %)	10
2.1.1 Szenario und Prognosen	10
2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen	11
2.1.3 Asset Allocation	12
2.2 Alternativszenario: Zurück in die Zukunft (20 %)	13
2.2.1 Szenario und Prognosen	13
2.2.2 Asset Allocation	14
2.3 Alternativszenario: Titanic (10 %)	15
2.3.1 Szenario und Prognosen	15
2.3.2 Asset Allocation	15
3 Länderanalysen	17
3.1 USA: Aufschwung trotz Ungleichgewichten	17
3.2 Deutschland: Nach tiefem Einbruch schnell aus der Krise	18
3.2.1 Hessen: Dienstleister müssen sich bewähren	19
3.2.2 Thüringen: Industrie als konjunkturelles Brems- und Gaspedal	20
3.3 Europa sehr heterogen	21
3.3.1 Frankreich: Erfolgreich mit ausbalanciertem Wachstum	21
3.3.2 Italien: Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit bremst Aufschwung	22
3.3.3 Spanien: Vorläufiges Ende einer Erfolgsstory	23
3.3.4 Großbritannien: Aufstieg aus dem tiefen Tal	24
3.3.5 Schweiz: Geringere Schwankungen	25
3.3.6 Schweden: Euro-Einführung trotz Krise noch kein Thema	26
3.3.7 Polen: Ohne Rezession durch die Krise	27
3.3.8 Ungarn: Großreinemachen in der Wirtschaft	28
3.3.9 Tschechien: Wohl gelitten von den Märkten	29
3.3.10 Russland: Aufschwungsnachzügler	30
3.4 Asien wieder vorne	31
3.4.1 Japan: Damoklesschwert Deflation	31
3.4.2 China: Auf dem Vormarsch	32
3.4.3 Indien: Hohe Wachstumsraten	33
3.4.4 Südkorea: Starke Außenorientierung	34
3.5 Brasilien: wasserdicht	35

4	Prognosen im Überblick	36
4.1	Bruttoinlandsprodukt und Inflation	36
4.2	Leistungsbilanz- und Budgetsalden	37
4.3	USA	38
4.4	Europa	38
4.4.1	Deutschland	38
4.4.2	Frankreich	39
4.4.3	Italien	39
4.4.4	Spanien	39
4.4.5	Großbritannien	40
4.4.6	Schweiz	40
4.4.7	Schweden	41
4.4.8	Polen	41
4.4.9	Ungarn	42
4.4.10	Tschechien	42
4.4.11	Russland	43
4.5	Asien	43
4.5.1	Japan	43
4.5.2	China	44
4.5.3	Indien	44
4.5.4	Südkorea	45
4.6	Brasilien	45

Redaktionsschluss: 19. November 2009

1 Rückblick 2009 mit Kassensturz

Das Jahr 2009 begann so, wie 2008 aufhörte. Bis ins Frühjahr hinein waren Anlageentscheidungen durch eine ausgesprochen hohe Risikoaversion geprägt. Sicherheit stand vor Rendite. Scharenweise flohen die Anleger aus risikobehafteten Assets: Aktien verloren nochmals dramatisch und selbst quasi sichere Anlagen wie Pfandbriefe und auch Staatsanleihen von einzelnen EWU-Mitgliedsländern wurden mit weiteren Risikoaufschlägen bestraft. Lediglich Staatsanleihen höchster Qualität, Rohstoffe und Gold sowie der US-Dollar boten die vermeintliche Sicherheit. Am Interbankenmarkt verharrten die Risikoaufschläge auf hohem Niveau. Eine globale Depression schien in diesen Monaten greifbar nahe.

Hohe Liquidität treibt
nahezu alle
Assetklassen

Die Notenbanken waren gefordert und sie handelten. Zügig erhöhten sie den Expansionsgrad ihrer Niedrigzinspolitik, vor allem mit Hilfe quantitativer Maßnahmen. Insbesondere die Fed und die Bank of England griffen massiv in den Rentenmarkt ein und kauften Staatsanleihen auf. Eine schiere Liquiditätsflut ergoss sich über die Kapitalmärkte und zeigte Wirkung: Mit einem risikolosen Zins von nahe Null und einer scheinbar unbegrenzten Liquidität kehrte der Risikoappetit der Anleger zurück und mit ihm der Wunsch nach Rendite. Nahezu alle Assetklassen weisen seit Jahresbeginn ein ansehnliches Plus aus. Lediglich die reine Liquiditätshaltung erweist sich in diesem Umfeld nun als Nachteil.

Alle Assetklassen profitieren von der hohen Überschussliquidität - Wie lange noch?

Indexiert 31.12.2008 = 100, in Euro



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research, Schlusskurse 19.11.2009

2009 insgesamt kein
schlechtes Anlagejahr

Anlagen am Geldmarkt schufen bis heute ein Ergebnis von nur unter 1 %. Deutsche Staatsanleihen und Pfandbriefe brachten eine Performance von 4,6 % bis 5,5 %. Sofern Euro-Unternehmensanleihen einem Rentenportefeuille beigemischt wurden, konnten diese Werte erheblich verbessert werden. Eine Flut von neuen Unternehmensanleihen wurde 2009 emittiert und die Nachfrage der Investoren war lebhaft, die Emissionen waren teilweise mehrfach überzeichnet. Risikofreudigere Investoren mit der Möglichkeit zu Allokationen in High-Yield Bonds bzw. Wandelanleihen konnten sogar die Performance von Aktieninvestoren schlagen. Bei Aktien ergab sich seit dem Tiefpunkt Ende des ersten Quartals ein Kursanstieg von etwa 60 %. An dieser Aufwärtsbewegung werden zwar nur die wenigsten Investoren in vollem Umfang teilgenommen haben. Aber auch seit Jahresanfang gewannen breite Indizes wie der DAX bzw. der EuroStoxx50 17 % bzw. 24 %. Mid und Small Cap Aktien erlaubten Ergebnisse von rund 40 % und die Schwellenländer lagen teilweise noch weit darüber. Selbst mit US-Aktien konnten in Euro-Rechnung rund 20 % erzielt werden, allein der japanische Markt blieb angesichts des schwächelnden Yen mit nur rund 7 % zurück. Rückblickend wird das Jahr 2009 damit nicht nur für deutsche Weinproduzenten, sondern auch für Kapitalanleger ein guter Jahrgang sein. Je nach Allokation sollte eine Performance von 5 % bis nahe 10 % für ausgewogen gemischte Vermögen erreicht werden - vermutlich deutlich mehr, als die meisten Anleger zu Jahresanfang erwartet hatten.

2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen

Basisszenario:
Ringen zwischen zyklischen Chancen und strukturellen Risiken

Die Weltwirtschaft startet sehr schwungvoll ins neue Jahr. Dies eröffnet Raum für zunehmenden Optimismus an den Kapitalmärkten. Schließlich sind die meisten Marktakteure immer noch sehr skeptisch, was die Nachhaltigkeit des Wirtschaftswachstums anbelangt. Die zyklischen Kräfte speisen sich in der ersten Phase des Aufschwungs aus dem Lagerzyklus sowie einer notwendigen Anpassung nach einem drastischen Wachstumseinbruch. Darüber hinaus sind die Unternehmen in den USA wie auch in Deutschland vergleichsweise solide aufgestellt. Damit sind die Voraussetzungen gegeben, dass der Investitionszyklus anspringt. 2010 wirken weiterhin die expansive Geldpolitik sowie die umfangreichen Konjunkturpakete. Ein Rückfall in die Rezession ist deshalb unwahrscheinlich. Das globale Wachstum wird preisbereinigt bei rund 3 ½ % liegen.

Dennoch sollte im Jahresverlauf 2010 die sich entfaltende Euphorie einer gewissen Ernüchterung weichen. Als Reaktion auf die Finanzkrise und die durch sie akzentuierten Strukturprobleme wird sich das Trendwachstum der meisten Volkswirtschaften auf einem niedrigeren Pfad einpendeln. Die Schwachstellen kommen erst voll zur Geltung, wenn die zyklischen Auftriebskräfte an Dynamik verlieren. So ist in traditionellen Schuldnerländern wie den USA, Großbritannien, Spanien oder auch Ungarn mit einem unterdurchschnittlichen Konsumwachstum zu rechnen. Im Euroraum treten die Unterschiede der Mitgliedsländer nach Jahren der Konvergenz wieder stärker zu Tage.

Unserem **Hauptszenario „Columbo“** messen wir mit 70 % eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit bei. Dabei erwarten wir, dass die Kapitalmarktentwicklung 2010 maßgeblich durch den Wechsel von den zyklischen Kräften zu den strukturellen Belastungen bestimmt wird. Entscheidenden Einfluss hat dabei die Geldpolitik: Sie muss vorerst noch mit hoher Liquidität den Erholungsprozess unterstützen. Früher oder später wird diese jedoch zurückgeführt.

Alternativszenarien

In unserem positiven **Alternativszenario „Zurück in die Zukunft“** treten die strukturellen Schwächen in den Hintergrund, da die zyklischen Auftriebskräfte dominieren werden. Die strukturellen Probleme erweisen sich als weniger gravierend. Dank des kräftigen Wachstums scheinen sie wieder schnell lösbar. Mit der Gewichtung von 20 % bringen wir zum Ausdruck, dass wir dies für wahrscheinlicher halten als das negative **Alternativszenario „Titanic“**, in dem die Weltwirtschaft nicht über ein konjunkturelles Strohfeuer hinauskommt und sich „japanische Verhältnisse“ manifestieren. Diesem Szenario weisen wir mit 10 % eine relativ geringe Eintrittswahrscheinlichkeit zu.

Investmentszenarien 2010: Gala mit Alltagshelden

	Wahrscheinlichkeit	BIP	Inflation	Euro	Renten	Aktien
Columbo	70%	↗	↗	↘ ↗	↘ ↗	↗ ↘
Zurück in die Zukunft	20%	↑	↑	↗	↓	↑
Titanic	10%	↘	↓	↘	↑	↓

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

2.1 Hauptszenario: Columbo (70 %)

2.1.1 Szenario und Prognosen

Basisszenario:
Die goldene Ära
ist vorbei

Die erste Jahreshälfte 2010 wird durch einen starken zyklischen Aufschwung geprägt sein. Die mit der Finanzkrise einhergehenden strukturellen Probleme treten erst im weiteren Jahresverlauf stärker hervor. Dabei kommt jedoch der schon lange beschworene Abbau der globalen Ungleichgewichte in Gang. Am Ende dieses Prozesses wird zwar ein geringeres, dafür aber ausgewogeneres Trendwachstum der Weltwirtschaft stehen. Die Notenbanken sammeln die geschaffene Überschussliquidität teilweise wieder ein, was die Kapitalmarktentwicklung 2010 maßgeblich beeinflusst.

Zyklische Impulse
lassen im Laufe von
2010 nach

Bruttoinlandsprodukt (BIP): Die Rezession in den USA und im Euroraum ist überwunden. Nach der Konjunkturwende im Sommer 2009 fällt die Erholung in der ersten Phase sogar sehr kräftig aus. Die weltweit expansive Geldpolitik sowie die umfangreichen Konjunkturpakete sorgen für erhebliche Wachstumsdynamik. Verstärkt wird dieser Aufschwung durch einen kräftigen Lagerzyklus und den Nachholbedarf der Unternehmen nach einer extremen Investitionszurückhaltung. Mit dem Anspringen des Investitionszyklus entspannt sich wiederum die Lage am Arbeitsmarkt. Insgesamt wird sich diese Erholung als nachhaltig erweisen, d.h. es kommt im neuen Jahr nicht zu einem Rückfall in die Rezession. Als Reaktion auf die Finanzkrise und die durch sie akzentuierten Strukturprobleme wird sich das Trendwachstum jedoch auf einem niedrigeren Pfad einpendeln. Diese Schwachstellen werden erst dann sichtbar, wenn die zyklischen Auftriebskräfte im Laufe des kommenden Jahres nachlassen. Per saldo zeichnet sich für 2010 ein BIP-Wachstum von knapp 3 % in den USA und etwa 2 % im Euroraum ab. In den USA dürften der Schuldenabbau sowie eine höhere Ersparnis den Konsumausgaben Grenzen setzen. Im Euroraum treten die Unterschiede der Mitgliedsländer nach Jahren der Konvergenz wieder stärker zu Tage. So wird Spanien aufgrund seiner Strukturprobleme nicht annähernd an die deutschen Wachstumsraten heranreichen.

Unter den großen Notenbanken wird die **Fed** im zweiten Quartal 2010 beginnen, den Leitzins nach oben zu schleusen. Dann sollte endgültig Gewissheit bestehen, dass sich die konjunkturelle Lage gefestigt hat und ein Krisenzins nahe 0 % nicht mehr angemessen ist. Im dritten Quartal leitet auch die **EZB** ihre geldpolitische Wende ein. Ein neutrales Zinsniveau in beiden Wirtschaftsräumen ist allerdings nicht vor 2011/2012 zu erwarten.

Inflation: Obwohl sich die US-Wirtschaft ebenso wie die Eurozone wieder auf Wachstumskurs befindet, dämpft vorerst noch die hohe Unterauslastung der Produktionskapazitäten die Kernteuerungsraten (ohne Lebensmittel und Energie). Bevor sich der Preiserhöhungsspielraum der Unternehmen spürbar vergrößert, wird noch etwas Zeit vergehen. Allerdings wird die Gesamtteuerung aufgrund von Basiseffekten sowie des anziehenden Ölpreises 2010 wieder im positiven Bereich liegen. In den USA legen die Verbraucherpreise um 2 % zu, im Euroraum um rund 1 ½ %.

Euro: Die sehr expansive Geldpolitik lastet vor allem auf dem US-Dollar. Aufgrund der extrem niedrigen Geldmarktzinsen dient der Greenback derzeit als Finanzierungswährung in Carry Trades. Folglich setzt eine nachlassende Risikoaversion die US-Währung unter Druck. Langfristig besteht allerdings kein stabiler Zusammenhang zwischen der Risikoneigung und dem Euro-Dollar-Kurs. Diese Beziehung dürfte sich somit auch wieder auflösen, wenn eine geldpolitische Wende der Federal Reserve in Aussicht steht. Erfahrungsgemäß wertet der US-Dollar vier bis sechs Monate im Vorfeld einer ersten Zinsanhebung auf. Die Zinsdifferenzen bewegen sich nun zu Gunsten der US-Währung. Auflösungen von Carry Trades werden dann die Dollar-Aufwertung verstärken. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte bis zur Jahresmitte auf 1,30 zurückgehen. Unterstützt wird diese Kursbewegung von einer höheren Konjunkturdynamik in den USA sowie einer, gemessen an der Kaufkraftparität, sehr günstigen Bewertung des US-Dollar. Da die Europäische Zentralbank im dritten Quartal den geldpolitischen Kurswechsel einleitet, dürfte der Greenback seine Gewinne im

zweiten Halbjahr teilweise wieder abgeben und der Euro-Dollar-Kurs bis Ende 2010 auf 1,40 ansteigen.

Rentenmärkte: Die Renditen 10-jähriger Bunds werden im ersten Halbjahr 2010 ihr zyklisches Hoch im Bereich bei rund 4 % ausbilden. Bislang wurde die Konjunkturerholung vom Rentenmarkt weitgehend ignoriert, wohl auch infolge der bei Anleiheinvestoren traditionell stärker ausgeprägten Konjunkturskepsis. Deren Fundament dürfte jedoch sichtbare Risse bekommen. In diesem Zuge werden die Inflationserwartungen ansteigen, zumal die Teuerung im Euroraum weiter zulegt. Den Notenbanken bleibt in diesem Umfeld nichts anderes übrig, als ihre Exit-Strategien voranzutreiben. Mit zunehmender Gewissheit, dass die EZB im zweiten Halbjahr an einer Zinswende nicht vorbei kommt, bleibt das Rückschlagsrisiko bei Renten bis zur Jahresmitte relativ hoch. Im zweiten Halbjahr wird das Chance-Risiko-Verhältnis günstiger sein. Die Steilheit der Zinsstrukturkurve sollte spürbar abnehmen, da die Wachstumsperspektiven für 2011 überschaubar sind und sich der Verbraucherpreisanstieg nicht weiter beschleunigt. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen in den USA und im Euroraum bewegt sich Ende 2010 unter der 4 %-Marke.

Aktienmärkte: Aktien haben 2009 zwar bereits einen Großteil der typischerweise zu erwartenden zyklischen Erholung vollzogen. Das Kurspotenzial ist jedoch noch nicht ausgeschöpft. So zeigt der Vergleich mit früheren zyklischen Bullenmärkten, dass Dividentitel in solchen Phasen sehr eng an den Konjunkturverlauf gekoppelt sind. Während am unteren Wendepunkt der DAX durchschnittlich vier Monate vor dem ifo-Geschäftsklimaindex nach oben drehte, vollzog sich die Trendumkehr am oberen Wendepunkt in der Vergangenheit nahezu zeitgleich. Da die konjunkturelle Zuversicht in der ersten Jahreshälfte hoch sein wird, dürften die Notierungen an den Aktienmärkten zunächst weiter steigen. Zwar sind Dividentitel nach der Rally der vergangenen Monate derzeit nicht mehr zu Schnäppchenpreisen zu haben. Verglichen mit Staats- und Unternehmensanleihen sind sie aber noch immer günstig. Zudem rechtfertigen die verbesserten Gewinnperspektiven der Unternehmen eine Bewertungsexpansion. Wir taxieren den fairen Wert für den DAX auf den Bereich um 6.500 Punkte. Die noch immer überdurchschnittlich dicken Liquiditätspolster sollten in der ersten Jahreshälfte 2010 verstärkt in die Aktienmärkte fließen: Zum einen sind viele Anleger zu defensiv positioniert, zum anderen mangelt es an attraktiven Anlagealternativen. Erst im späteren Jahresverlauf wird bei dann wieder nachlassenden zyklischen Impulsen die Luft allmählich dünner. Der DAX dürfte sich dann wieder der 6.000-Punkte-Marke annähern.

2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen

	aktueller Stand*	Q1/2010	Q2/2010	Q3/2010	Q4/2010
Zinsen USA					
Federal Funds Rate	0,25%	0,25%	0,75%	1,25%	1,75%
3-Monats-US-Libor	0,27%	0,60%	1,10%	1,70%	2,00%
10-jähr. Treasuries	3,36%	4,00%	4,10%	4,00%	3,90%
Zinsen Eurozone					
EZB Mindestbietungssatz	1,00%	1,00%	1,00%	1,50%	2,00%
3-Monats-Euribor	0,72%	1,00%	1,30%	1,80%	2,20%
10-jähr. Bundesanleihen	3,30%	3,90%	4,00%	3,80%	3,80%
Währungen					
US-Dollar je Euro	1,49	1,35	1,30	1,35	1,40
Aktien					
DAX	5782	6300	6500	6300	6100

* 19.11.2009

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

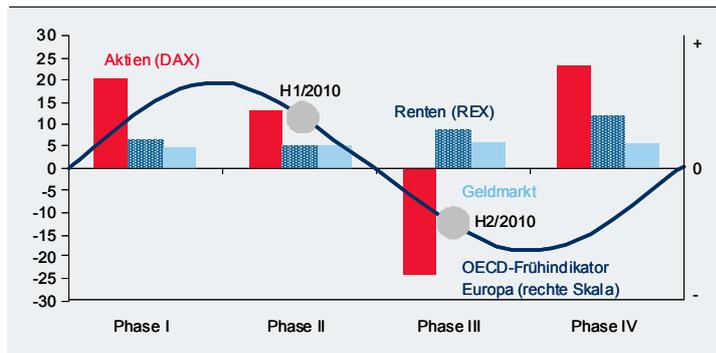
2.1.3 Asset Allocation

Erhöhte Flexibilität
angesagt

Auch 2010 wird für eine aussichtsreiche Verteilung der Mittel auf die verschiedenen Anlageklassen die adäquate Einschätzung des fundamentalen Umfelds von besonderer Bedeutung sein. Auswahl, Richtung und Intensitäten der relevanten Faktoren sind mit Blick auf den Anlageerfolg inzwischen aber nicht mehr so augenscheinlich wie während der extremen Lagen in 2008 bzw. 2009. Bekanntlich sind Überrenditen bei typischen Risikopapieren im Bereich von Konjunkturtälern besonders hoch und somit auch die Übergewichtung von Aktien am erfolversprechendsten. Da wir davon ausgehen, dass die erste und zweite Jahreshälfte 2010 sich stark unterscheiden werden, empfehlen wir einen Favoritenwechsel etwa zur Jahresmitte. Entsprechend bieten sich auch zwei zeitlich gestaffelte Asset Allocation an.

Allokationsempfehlung 2010: Favoritenwechsel zur Jahresmitte

annualisierte Performance seit 1975, % stilisierte Vormonatsveränderung



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aktien zunächst
im Vorteil

Für die taktische Asset Allocation im ersten Halbjahr 2010 dürfte die dann erreichte Phase im Konjunkturzyklus noch vor wahrscheinlich wieder höheren Kursvolatilitäten, anziehenden Inflationserwartungen und nicht mehr ganz so expansiver Geldpolitik tonangebend sein. Die Wachstumserwartungen werden zwar an Dynamik verlieren, aber Dividendenpapieren gegenüber Festverzinslichen immer noch eine hinreichende relative Attraktivität verleihen. Entsprechend sollte mit einer normalen Übergewichtung von Aktien zu Lasten von Renten das Jahr 2010 begonnen werden. Bei der Liquidität und Rohstoffen empfehlen sich in diesem Umfeld aus heutiger Sicht im Übrigen keine größeren Wetten.

Portfolioempfehlungen für das 1. Halbjahr 2010 nach Risikoneigung

Portfoliostrukturen in %

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
Renten	1-3j.	20,5	23,1	2,6	16,4	17,2	0,8	12,3	11,4	-0,9
	3-5j.	14,4	19,6	5,2	11,5	14,6	3,1	8,6	9,7	1,1
	5-7j.	12,0	27,2	15,2	9,6	20,3	10,7	7,2	13,4	6,2
	7-10j.	14,9	0,0	-14,9	11,9	0,0	-11,9	9,0	0,0	-9,0
	> 10j.	13,2	0,0	-13,2	10,6	0,0	-10,6	7,9	0,0	-7,9
Aktien	Euro Stoxx 50	20,0	25,2	5,2	17,5	21,0	3,5	25,0	29,7	4,7
	S&P 500				7,0	11,8	4,8	10,0	16,6	6,6
	Nikkei 225				3,5	2,3	-1,2	5,0	3,3	-1,7
	FTSE 100				3,5	5,3	1,8	5,0	7,5	2,5
	SMI				3,5	2,4	-1,1	5,0	3,4	-1,6
Liquidität	3M EUR	5,0	5,0	0,0	5,0	5,0	0,0	5,0	5,0	0,0

BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der Benchmark

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Günstiges Chance-
Risiko-Verhältnis bei
Renten im 2. Halbjahr

Nach einem dann etwa fünfzehn Monate währenden deutlichen Ertragsvorteil von Aktien dürften Renten im zweiten Halbjahr 2010 eher wieder die Nase vorn haben. Zwar werden die Renditechancen bei Festverzinslichen nicht sonderlich ausgeprägt sein. Idealtypischerweise wird sich das Chance-Risiko-Verhältnis von Aktien aber wesentlich schlechter darstellen als von Renten. Da die strukturellen Verwerfungen bei nicht mehr so günstigen Wachstumsperspektiven wahrscheinlich wieder stärker zu Tage treten werden, dürfte der Risikoappetit der Anleger nach einem für das erste Halbjahr zu erwartenden vorläufigen Höhepunkt auch wieder spürbar nachlassen. Es wird daher empfehlenswert sein, zum Sommer 2010 hin Renten allmählich zu Lasten von Aktien überzugewichten. Wobei kurze Laufzeiten aufgrund der Zinswende in den USA und im Euroraum zunächst gemieden werden sollten. Bei erhöhtem Schwankungsrisiko verlieren auch Rohstoffe im späteren Jahresverlauf an Attraktivität, so dass hier eine leicht unter dem Normalmaß liegende Dotierung ab der Jahresmitte ratsam sein wird.

Portfolioempfehlungen für das 2. Halbjahr 2010 nach Risikoneigung

Portfoliostrukturen in %

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
Renten	1-3j.	20,5	0,0	-20,5	16,4	0,0	-16,4	12,3	0,0	-12,3
	3-5j.	14,4	15,3	1,0	11,5	13,1	1,5	8,6	10,7	2,1
	5-7j.	12,0	21,2	9,2	9,6	18,1	8,5	7,2	14,8	7,6
	7-10j.	14,9	25,7	10,8	11,9	21,8	9,9	9,0	17,9	8,9
	> 10j.	13,2	17,7	4,5	10,6	15,1	4,5	7,9	12,4	4,4
Aktien	Euro Stoxx 50	20,0	15,0	-5,0	17,5	14,4	-3,1	25,0	21,0	-4,0
	S&P 500				7,0	2,9	-4,1	10,0	4,2	-5,8
	Nikkei 225				3,5	3,9	0,4	5,0	5,6	0,6
	FTSE 100				3,5	3,2	-0,3	5,0	4,6	-0,4
	SMI				3,5	2,7	-0,8	5,0	3,9	-1,1
Liquidität	3M EUR	5,0	5,0	0,0	5,0	5,0	0,0	5,0	5,0	0,0

BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der Benchmark

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

2.2 Alternativszenario: Zurück in die Zukunft (20 %)

2.2.1 Szenario und Prognosen

Positivszenario:
Strukturprobleme
verflüchtigen sich

In unserem positiven **Alternativszenario „Zurück in die Zukunft“** dominieren 2010 die zyklischen Antriebskräfte und die Wachstumsdynamik bleibt über das erste Halbjahr hinaus sehr hoch. Der Konsummotor insbesondere in den USA springt wieder an, dem sich ein kräftiger globaler Investitionszyklus anschließt. Die strukturellen Schwachstellen treten in den Hintergrund bzw. erweisen sich als weniger gravierend. Dank des kräftigen Wachstums scheinen sie wieder schnell lösbar.

BIP: Die Nachfragekräfte erholen sich in den USA und im Euroraum rasch. Im Laufe des Jahres legt der private Verbrauch in den USA wieder um 3 % zu. Ursächlich dafür ist eine kräftige Erholung am US-Arbeitsmarkt, auch als Reflex auf den starken Einbruch im Vorjahr. Folglich stellt sich 2010 in den USA ein BIP-Wachstum von etwa 4 % ein, im Euroraum von rund 3 %. **Fed** und **EZB** leiten die geldpolitische Wende relativ früh ein. Sie sammeln die hohe Überschussliquidität zügig ein und im Jahresverlauf 2011 dürfte die Geldpolitik wieder ein neutrales Niveau erreicht haben.

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 stark an. 2010 bewegen sich die Preissteigerungsraten sowohl in den USA als auch im Euroraum auf die Marke von 3 % zu.

Euro: Der kräftige Aufschwung fördert die Risikobereitschaft an den Finanzmärkten, zumal auch die Geldpolitik noch nicht restriktiv wirkt. Der positive Zusammenhang zwischen Euro-Dollar-Kurs und Risikoneigung bleibt erhalten. Wachsende Inflations Sorgen treffen in erster Linie den Greenback. In diesem Zusammenhang wird auch die Rolle des US-Dollar als weltweit führende Reservewährung zunehmend in Frage gestellt. Der Euro-Dollar-Kurs könnte bis auf 1,65 ansteigen.

Rentenmärkte: Die spürbar zunehmenden Inflationserwartungen führen zu einem markanten Renditeanstieg an den internationalen Anleihemärkten. Die Rendite von 10-jährigen Bunds erreicht die 5 %-Marke. Infolge der hohen Wachstumsdynamik wird die Zinsstruktur relativ steil bleiben.

Aktienmärkte: Aufgrund des stärkeren Wirtschaftswachstums gelingt es den Unternehmen, nicht nur ihre Gewinne deutlich zu steigern, sondern auch mittelfristig positive Ertragsperspektiven aufzuzeigen. Befeuert von immer noch komfortabler Liquidität greift die Idee eines neuen Bullenmarktes um sich. Der DAX steuert binnen Jahresfrist in Richtung 8.000 Indexpunkte.

2.2.2 Asset Allocation

Aktienquote voll ausschöpfen und bei Festverzinslichen kurz gehen

Die Performance-Erwartungen für Aktien und die Risikoneigung der Anleger legen aufgrund des Wechsels zu einem unerwartet steilen Wachstumspfad nochmals deutlich zu. Die Risikoprämien bilden sich weiter zurück, nach einer Dekade der Seitwärtsbewegung unter großen Schwankungen besteht sogar die Chance auf eine neue Aktienhaussa. Wie schon Mitte des laufenden Jahrzehnts verflüchtigt sich gleichzeitig die Deflation als Anlagethema. Vielmehr bestimmen zunehmend die Inflations Sorgen die Entscheidungen der Finanzmarktakteure. Entsprechend werden Aktien in Mischportfolios generell in dem maximal möglichen Umfang dotiert. Der Anteil der festverzinslichen Anlagen wird möglichst gering gehalten. Dabei werden Renten jenseits der Geldmarktanlage und kurzen Laufzeiten aufgrund der abzusehenden Verluste gemieden.

Portfolioempfehlungen nach Risikoneigung

Portfoliostrukturen in %

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
Renten	1-3j.	20,5	60,0	39,5	16,4	40,0	27,3	12,3	20,0	12,6
	3-5j.	14,4	0,0	-14,4	11,5	0,0	-11,5	8,6	0,0	-8,6
	5-7j.	12,0	0,0	-12,0	9,6	0,0	-9,6	7,2	0,0	-7,2
	7-10j.	14,9	0,0	-14,9	11,9	0,0	-11,9	9,0	0,0	-9,0
	> 10j.	13,2	0,0	-13,2	10,6	0,0	-10,6	7,9	0,0	-7,9
Aktien	Euro Stoxx 50	20,0	30,0	10,0	17,5	35,8	15,7	25,0	48,6	21,7
	S&P 500				7,0	5,8	-1,7	10,0	7,5	-2,5
	Nikkei 225				3,5	3,4	-0,1	5,0	5,8	-0,2
	FTSE 100				3,5	1,3	-2,7	5,0	3,1	-3,9
	SMI				3,5	3,6	0,1	5,0	5,1	0,1
Liquidität	3M EUR	5,0	10,0	5,0	5,0	10,0	5,0	5,0	10,0	5,0

BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der Benchmark

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

2.3 Alternativszenario: Titanic (10 %)

2.3.1 Szenario und Prognosen

Negativszenario:
Japanische Verhältnisse

In unserem **Alternativszenario „Titanic“** kommt die Weltwirtschaft nicht über ein konjunkturelles Strohfeuer hinaus. Die zyklischen Lagerimpulse versiegen rasch, während das Anspringen der privaten Nachfrage ausbleibt. Der Schock der Finanzkrise sitzt immer noch tief. Unternehmen und Haushalte haben ihr Vertrauen in die Wachstumskräfte verloren, so dass die strukturellen Probleme den zyklischen Antrieb im Laufe des kommenden Jahres zum Erliegen bringen. Der Zauber des billigen Geldes wirkt nicht mehr, die Liquiditätsfalle schnappt zu. Die Volkswirtschaften rutschen erneut in eine Rezession. Geld- und Fiskalpolitik bleiben im Krisenmodus.

BIP: Obwohl der Aufschwung zu Jahresbeginn schon wieder abbricht, sorgt die dynamische Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2009 für eine positive Wachstumsrate 2010 (statistischer Überhang). In den USA und in Deutschland wird das BIP-Wachstum allerdings nur bei etwa 1 % liegen. Der Investitionszyklus springt nicht an, so dass die Arbeitsmärkte weltweit schwach bleiben. Der private Verbrauch bricht ein. Den **Notenbanken** bleibt nichts anderes übrig, als den Expansionsgrad der Geldpolitik mit Hilfe umfangreicher quantitativer Maßnahmen zu steigern.

Inflation: Die hohe Arbeitslosigkeit und eine schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage sorgen für ein deflationäres Umfeld. Die Gesamtinflation dürfte sich im Laufe von 2010 auf die Nulllinie zu bewegen. Darüber hinaus wird die Deflation in den Kernraten sichtbar werden.

Euro: Der US-Dollar profitiert erneut von seinem Status als „Safe Haven“. Eine deutlich steigende Risikoaversion führt zu einer massiven Liquidation von Carry Trades und Auslandsinvestitionen von US-Anlegern. Diese Rückflüsse lassen den US-Dollar deutlich aufwerten. Zudem wird der Euro von den Problemen einzelner Mitgliedsländer sowie der osteuropäischen Nachbarn in Mitleidenschaft gezogen. Der Euro-Dollar-Kurs bewegt sich wieder in Richtung seiner Tiefstände von 1,25.

Rentenmärkte: Ausgeprägte Deflationsängste begünstigen die Entstehung neuer historischer Renditetiefs in den Industrieländern. Trotz steigender Staatsdefizite sind Staatsanleihen sehr gesucht. Die Rendite 10-jähriger Bunds dürfte unter die Marke von 2,5 % abrutschen. Die Zinsstrukturkurve wird merklich flacher.

Aktienmärkte: Eine Umsatzbelebung bei den Unternehmen bleibt aus. Gleichzeitig sorgen die vorhandenen Überkapazitäten für anhaltenden Margendruck. Kostensenkungsprogramme können dies nicht kompensieren. Die dürftigen Gewinnperspektiven rechtfertigen die in 2009 erreichten Bewertungsniveaus nicht mehr. Aktien geben die Kursgewinne der vergangenen Monate wieder ab. Der DAX bewegt sich in Richtung 3.500 Indexpunkte.

2.3.2 Asset Allocation

Maximal mögliche
Untergewichtung von
Aktien

Neuerliche schwere Vertrauensverluste und eine abermals ausgeprägte Abwärtsdynamik der Wachstums- und Preiserwartungen lassen die meisten Vermögensarten in der Gunst der Anleger deutlich fallen. Risikoprämien erreichen überall wieder Extremwerte. Die Möglichkeiten der Fremdfinanzierung sind erheblich eingeschränkt. Aktienengagements erscheinen 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 allen Mischportfolios wird die bei Aktien maximale Untergewichtung ausgeschöpft.

Portfolioempfehlungen nach Risikoneigung

Portfoliostrukturen in %

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
Renten	1-3j.	20,5	0,0	-20,5	16,4	0,0	-16,4	12,3	0,0	-12,3
	3-5j.	14,4	0,0	-14,4	11,5	0,0	-11,5	8,6	0,0	-8,6
	5-7j.	12,0	24,1	12,2	9,6	21,2	11,6	7,2	18,4	11,2
	7-10j.	14,9	39,0	24,0	11,9	34,2	22,2	9,0	29,7	20,8
	> 10j.	13,2	26,9	13,7	10,6	24,6	13,0	7,9	21,9	12,6
Aktien	Euro Stoxx 50	20,0	10,0	-10,0	17,5	8,2	-8,3	25,0	13,2	-11,2
	S&P 500				7,0	5,5	-1,5	10,0	8,0	-1,8
	Nikkei 225				3,5	2,6	-0,9	5,0	3,5	-1,1
	FTSE 100				3,5	1,4	-2,1	5,0	2,1	-2,9
	SMI				3,5	2,3	-1,2	5,0	3,2	-1,6
Liquidität	3M EUR	5,0	0,0	-5,0	5,0	0,0	-5,0	5,0	0,0	-5,0

BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der Benchmark

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nahezu alle Mittel in langlaufende Staatsanleihen höchster Bonität

Mit nachhaltiger Deflation sind in der Regel nicht nur außerordentliche Ertragschancen für festverzinsliche Anlagen höchster Bonität verbunden. Vielmehr tritt bei Staatsanleihen auch eine massive Abflachung der Zinsstruktur ein. Die Spreizung der Erträge über die diversen Laufzeiten ist hierbei sehr beachtlich. Der Zinshebel am langen Ende ist enorm. Die Kursgewinne bei Lang- und erst recht bei Ultralangläufern sind ein Vielfaches dessen, was mit Geldmarktanlagen und kurzen bis mittleren Laufzeiten zu erzielen ist. Empfehlenswert ist daher, nahezu die gesamten der für die Rentenanlage in den Musterportfolios maximal zur Verfügung stehenden Mittel in lang laufenden Staatsanleihen höchster Qualität zu halten.



3 Länderanalysen

3.1 USA: Aufschwung trotz Ungleichgewichten

Kräftiger Aufschwung im ersten Halbjahr

Die Rezession ist im Sommer zu Ende gegangen. Aber um die weitere Entwicklung der US-Konjunktur – ein zentraler Faktor für die Finanzmärkte – wird weiter heftig gestritten. Ist die konjunkturelle Belebung nur ein Strohofer und droht ein „double dip“? Folgt auf die schwerste Rezession in Jahrzehnten auch ein entsprechend fulminanter Aufschwung?

Zunächst stehen die Zeichen klar auf zyklische Erholung. Die überdurchschnittliche Dynamik der zweiten Hälfte von 2009 dürfte auch noch in der ersten Jahreshälfte 2010 tragen. Die Unternehmen werden ihre vorherigen übertriebenen Einschnitte bei der Lagerhaltung, den Investitionsbudgets und der Beschäftigung zumindest teilweise korrigieren. Lager- und Investitionszyklus sollten daher in den kommenden Monaten ausreichend Wachstumsimpulse liefern, damit das reale BIP weiterhin über Trend expandiert. Hinzu kommt der Rückenwind von der sehr expansiven Geld- und Finanzpolitik. Im ersten Quartal dürfte zudem der Arbeitsmarkt seinen Tiefpunkt durchschreiten. Steigende Beschäftigung, fallende Arbeitslosigkeit und wieder zunehmende Einkommen werden den privaten Konsum stützen.

Zweites Halbjahr offenbart schwächeren Wachstumstrend

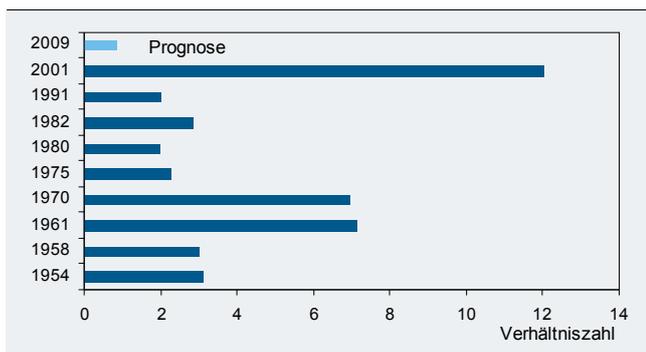
Allerdings ist dies keine „normale“ Erholung. Bereits in der ersten Aufschwungphase wären normalerweise noch stärkere Wachstumsraten zu erwarten gewesen. Und in der zweiten Jahreshälfte 2010 dürfte angesichts des wieder gedämpfteren Wachstums klar werden, dass die Krise auch mittel- bis langfristige Folgen hat. Dazu zählen vor allem die Probleme des Bankensektors. Der private Konsum, der in den Jahren vor der Krise der wichtigste Treiber des Wachstums war, wird als Konjunkturlokomotive ausfallen – in den kommenden Jahren dürften die Haushalte mehr sparen und Schulden abbauen. Kräftige Impulse sind auch vom Bau nicht zu erwarten – die Erholung im Wohnungsbau dürfte verhalten sein und der Gewerbebau bleibt im Rückwärtsgang.

Schließlich hat die Regierung durch die sehr expansive Finanzpolitik zwar geholfen, die Rezession zu beenden. Die hohen Haushaltsdefizite stellen jedoch eine Hypothek für die kommenden Jahre dar. So werden die Wachstumsimpulse von der Finanzpolitik 2010 auslaufen und ab 2011 ist sogar eine tendenzielle Straffung der Finanzpolitik zu erwarten. Angesichts der großen Defizite werden Ausgabenkürzungen nicht ausreichen – mittelfristig wird die Steuerbelastung steigen.

Die Notenbank dürfte ihrerseits im Verlauf des Jahres 2010 den Fuß vom Gaspedal nehmen, ohne jedoch restriktiv zu werden. Der verhaltene Preisauftrieb – vor allem gemessen an der Kernrate – wird es der Fed erlauben, den extrem niedrigen Leitzins nur langsam anzuheben. Zum Jahresende 2010 dürfte die Federal Funds Rate noch immer unter 2 % liegen.

Im historischen Vergleich kein starker Aufschwung...

Wachstum im Jahr nach der Rezession relativ zum vorherigen Rückgang*



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research
* 4 Quartale ab dem Tiefpunkt im Verhältnis zur Kontraktion in der Rezession

...aber kein „double-dip“ in Sicht

Reales BIP, Veränderung gegenüber Vorquartal in %, Jahresrate



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research



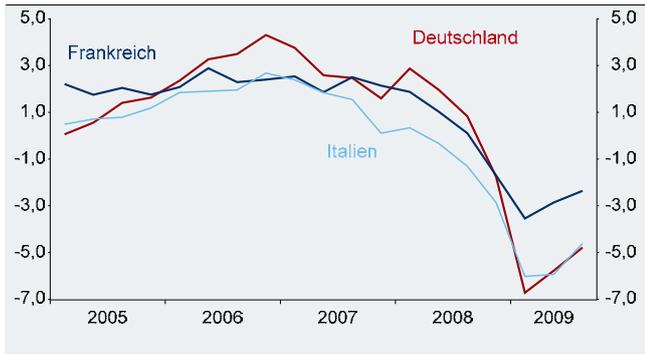
3.2 Deutschland: Nach tiefem Einbruch schnell aus der Krise

Hoher Industrieanteil
in Deutschland
verstärkt Zyklen

Mit einem Rückgang des BIP von schätzungsweise knapp 5 % hat Deutschland stärker als alle anderen großen Flächenstaaten in der Eurozone unter der Krise gelitten. Selbst in Italien, das unter erheblichen Strukturproblemen seiner Industrie leidet, dürfte die gesamtwirtschaftliche Leistung etwas weniger stark zurückgehen. Die Ursache für diesen Einbruch ist die überdurchschnittliche Bedeutung der zyklischen Industrie hierzulande. Mit über 23 % ist der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung in Deutschland etwa doppelt so hoch wie beispielsweise in Frankreich. Für Deutschland kommt erschwerend hinzu, dass die hiesige Industrie auf die besonders schwankungsanfälligen Investitionsgüter konzentriert ist. Die Flaggschiffe der deutschen Unternehmen sind Maschinen, elektrotechnische Investitionsgüter und Automobile.

Deutschland und Italien die großen Verlierer der Finanzkrise

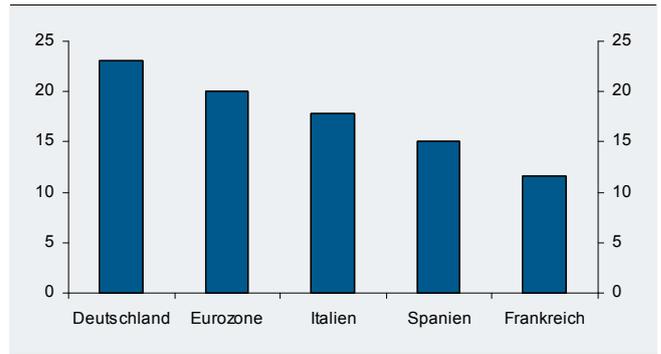
Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorjahr in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutschland mit hohem Industrieanteil

Verarbeitendes Gewerbe in % der Bruttowertschöpfung



Quellen: EcoWin, Statistische Ämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der Nachteil im Abschwung hat sich im jetzigen Aufschwung allerdings bereits zu einem Vorteil gemauert: Die Industrie profitiert als Erste vom in Gang kommenden Lagerzyklus und den weltweit aufgelegten Konjunkturprogrammen. Sowohl das Geschäfts- und das Exportklima als auch die Auftragslage haben sich deutlich verbessert. Die Ausfuhren dürften 2010 trotz des hohen Außenwertes des Euro um 8 % zulegen. Da die Einfuhren mit 5 % eine geringere Dynamik aufweisen, dürfte der Außenhandel wieder einen positiven Wachstumsbeitrag zusteuern. Die Investitionstätigkeit sollte sich nach dem starken Einbruch ebenfalls wieder erholen, und die Bautätigkeit wird durch die öffentliche Förderung gestützt. Damit kann 2010 in Deutschland mit einem Wirtschaftswachstum von knapp 2 % gerechnet werden, das dann wieder höher als in der Eurozone liegen wird (1,5 %).

Konsum durch Steuer-
senkungen stabilisiert

Die privaten Konsumausgaben dürften trotz der Verschlechterung am Arbeitsmarkt im nächsten Jahr um 0,5 % zunehmen und damit den Aufschwung zwar dämpfen, aber nicht verhindern. Ursache für diese verhältnismäßig positive Entwicklung ist die deutliche fiskalpolitische Stimulierung des Konsums. So kann durch das „Bürgerentlastungsgesetz“ ab nächstem Jahr ein größerer Teil der Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträge als Sonderausgaben abgesetzt werden. Zudem tritt die letzte Entlastungsstufe des Konjunkturpakets II u.a. mit der Anhebung des Grundfreibetrages in Kraft. Hinzu kommt die durch die neue Bundesregierung beschlossene Anhebung des Kindergeldes. Diese Maßnahmen summieren sich auf eine Erhöhung der verfügbaren Einkommen um knapp 19 Mrd. € bzw. 1,2 %. Allerdings ist eine moderate Erhöhung der Krankenversicherungsbeiträge im nächsten Jahr nicht auszuschließen. Alles in allem kann damit 2010 mit einem kleinen Einkommenszuwachs in Deutschland gerechnet werden.



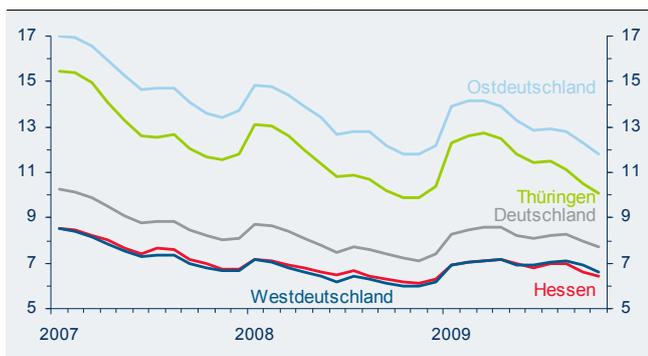
3.2.1 Hessen: Dienstleister müssen sich bewähren

Dienstleister Stütze
in der Rezession

Hessen ist ein Land der Dienstleistungsunternehmen. Mit einem Anteil von 75 % ist ihr wirtschaftliches Gewicht das höchste unter den fünf größten Bundesländern – in Baden-Württemberg liegt der Dienstleistungsanteil nur bei knapp 60 %. Der hessische Schwerpunkt erwies sich 2009 als vorteilhaft, da Kapazitätsanpassungen in Dienstleistungsunternehmen tendenziell langsamer erfolgen als in der Industrie. Entsprechend gering war der Anstieg der hessischen Arbeitslosenrate auf Jahresfrist von 6,2 % auf 6,4 % im Oktober 2009. Der hohe Dienstleistungsanteil sorgte zudem für weniger Kurzarbeit in Hessen. Insgesamt dürfte damit der Rückgang des hessischen BIP 2009 deutlich geringer ausfallen als in Deutschland.

Hessens Arbeitsmarkt stabil

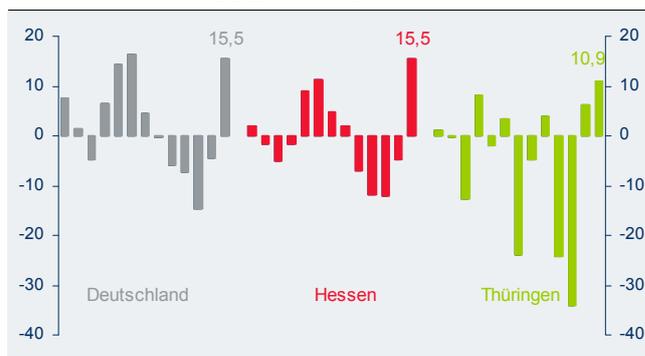
Arbeitslosenquote in % aller Erwerbspersonen



*ab 2008: Unternehmen mit 50 und mehr Beschäftigten
Quellen: Stat. Landesämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

Insolvenzen steigen rezessionsbedingt

1997-2009*: Veränderung gegenüber Vorjahr in %



*Jan.-Aug. 2009 gegenüber Vorjahreszeitraum
Quellen: Stat. Landesämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hessische Industrie
profitiert 2010

Dass sich Hessen 2009 behaupten kann, hängt zudem mit einer der größten Industriebranchen des Landes zusammen: Der hessische Maschinenbau schlägt sich konjunkturell wacker und musste im ersten Halbjahr 2009 nur Umsatzeinbußen verkraften, die spürbar unter dem gesamtdeutschen Wert liegen. Des Weiteren mildert der hohe Anteil der chemischen und pharmazeutischen Industrie in Hessen die Rezession. Gerade in der Chemie sind erste konjunkturelle Silberstreifen am Horizont auszumachen. So nahmen die hessischen Chemieumsätze in den ersten neun Monaten gegenüber 2008 leicht zu, wohingegen in Deutschland insgesamt Einbußen zu verkraften waren. 2010 lassen die weltweit stimulierenden Effekte der Fiskalpolitik nach, so dass in der zweiten Jahreshälfte mit etwas geringeren Wachstumsraten zu rechnen ist. Die Dynamik dürfte jedoch ausreichen, um den Investitionszyklus anzustoßen. Auch Hessens Industrie wird davon profitieren können, hat aber aufgrund ihres niedrigeren Gewichts eine schwächere Schubkraft.

Die Aussichten für das Kreditgewerbe werden weiterhin von den Nachwirkungen der Finanzkrise überschattet. Zwar stiegen die Stimmungsindikatoren im Bankgewerbe im Jahresverlauf 2009 wieder, doch blieben die Beschäftigungsperspektiven eingetrübt. Mit dem führenden Finanzplatz Frankfurt wird Hessen von den notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen nicht verschont bleiben. Da sich dieser Prozess über mehrere Jahre hinziehen wird, wirken sich die erforderlichen Maßnahmen nicht schockartig aus. Allerdings wird das Kreditgeschäft durch steigende Insolvenzen im Nachgang einer Rezession erschwert. Der Bankensektor kann daher 2010 nicht als Schwungrad der hessischen Wirtschaft dienen.

Wachstum 2010 leicht
unterdurchschnittlich

Prägend ist für Hessen auch der Bereich Logistik mit dem Frankfurter Flughafen als Taktgeber. Die Einbußen in den ersten acht Monaten 2009 summierten sich auf 8 % beim Passagier- und 18 % beim Frachtaufkommen. Das internationale Drehkreuz spürte den scharfen Wind der Rezession, aber der Tiefpunkt wurde inzwischen durchschritten. Für Aufwind wird 2010 die Belebung der Weltwirtschaft sorgen. Insgesamt sind aber keine überdurchschnittlichen Impulse vom Dienstleistungssektor zu erwarten, so dass Hessen 2010 leicht unterdurchschnittlich wachsen dürfte.



3.2.2 Thüringen: Industrie als konjunkturelles Brems- und Gaspedal

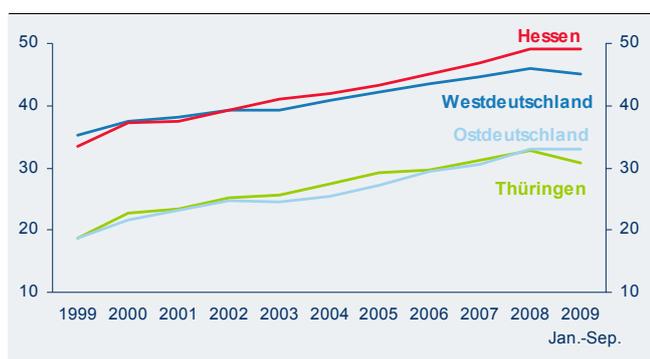
Thüringen mit starker Industrieausprägung

Der Anteil des Produzierenden Gewerbes (ohne Bau) an der Bruttowertschöpfung ist in Thüringen mit 27 % besonders hoch und übertrifft den entsprechenden Anteil in anderen neuen Bundesländern zum Teil deutlich. Dies ist der Grund, weshalb Thüringen gegenüber den weniger industriell geprägten Regionen – wie Mecklenburg-Vorpommern oder Brandenburg – in Boomphasen gesamtwirtschaftlich dynamischer ist und in der Rezession höhere Einbußen zu verkraften hat.

Die Entwicklung der Thüringer Industrie war in den vergangenen zehn Jahren (1998-2008) eine Erfolgsgeschichte: Der Anstieg der Bruttowertschöpfung betrug real über 210 % und fiel kräftiger aus als in Ostdeutschland insgesamt (+180 %). Der letzte Aufschwung war somit von der Industrie getragen. Die Auslandsmärkte gewannen dabei stetig an Bedeutung. Seit 1999 konnte die Exportquote der Thüringer Unternehmen von 19 % auf 33 % im Jahr 2008 gesteigert werden. Sie erreichten damit eine Exportkraft, wie sie vor zehn Jahren in Westdeutschland anzutreffen war. Dies reichte schon damals für den Titel „Export-Weltmeister Deutschland“.

Exportquoten auf hohem Niveau angekommen

Industrie: Anteil der Auslandsumsätze am Gesamtumsatz in %

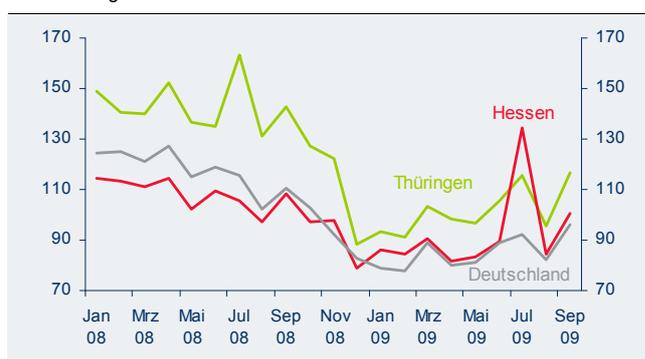


*ab 2009: Unternehmen mit 50 und mehr Beschäftigten

Quellen: Stat. Landesämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

Thüringer Industrie verlässt Auftragstief

Preisbereinigter Index 2005 = 100



Quellen: Stat. Landesämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der weltwirtschaftliche Abschwung traf die Thüringer Industrie genauso hart wie Deutschland insgesamt. Die Umsätze brachen in den ersten acht Monaten 2009 gegenüber dem Vorjahr um 21 % ein. Dabei fielen die Einbußen in den Wirtschaftszweigen Automobilbau, Metallherzeugung und -erzeugnisse sowie Elektrotechnik besonders heftig aus.

Arbeitslosenquote bisher kaum gestiegen

Gemessen an der Schwere des Wirtschaftseinbruchs stieg die Arbeitslosigkeit in Thüringen bislang kaum an. Im Oktober 2009 war die Arbeitslosenquote mit 10,1 % nur geringfügig höher als vor Jahresfrist (9,9 %). Sie bleibt damit unter dem ostdeutschen Durchschnitt. Einerseits ist dies durch die Nähe zu den Arbeitsmärkten in Hessen und Bayern bedingt. Andererseits ist das Arbeitsplatzangebot gerade in der Industrie in etlichen Gebieten Thüringens so umfangreich, dass zum Teil schon ein Fachkräftemangel zu beobachten ist. Dies sowie der sich abzeichnende Aufschwung sind auch die Gründe dafür, dass die Unternehmen in der Krise versuchen, so lange wie möglich ihren Mitarbeiterstamm zu halten.

Wachstum 2010 leicht überdurchschnittlich

Inzwischen haben nämlich in Thüringen die Auftragseingänge wieder gedreht. Das Niveau der vergangenen Jahre ist noch längst nicht erreicht, aber der Trend nach oben scheint sich zu verstetigen. Mit Blick auf den langsam einsetzenden Investitionszyklus bietet die sich aufhellende Weltkonjunktur für Thüringen eine Chance, 2010 wieder überdurchschnittlich zu wachsen. Die Industrie als Gaspedal der Thüringer Konjunktur kann dann wieder ihre volle Kraft entfalten.



3.3 Europa sehr heterogen

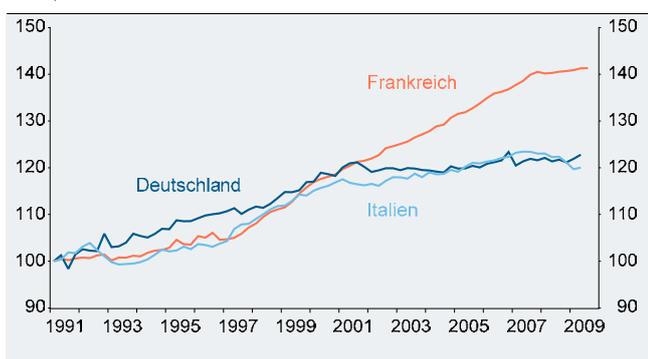
3.3.1 Frankreich: Erfolgreich mit ausbalanciertem Wachstum

Frankreich verhältnismäßig wachstumsstark

Frankreich expandierte seit Beginn der neunziger Jahre deutlich stärker als Deutschland oder gar Italien. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass die Struktur des französischen Wachstums ausgeglichener ist als in den beiden Vergleichsländern. So stiegen in den vergangenen Jahren nicht nur die französischen Investitionen, sondern auch die privaten Konsumausgaben, die in Deutschland und Italien seit der Jahrtausendwende kaum von der Stelle kamen. Hinzu kommt, dass der wenig zyklische öffentliche Konsum in Frankreich mit einem Anteil von über 23 % am BIP eine hohe Bedeutung hat, während beispielsweise in Deutschland nur 18 % auf diese Ausgabenverwendung entfallen. Insgesamt sind über 80 % der französischen Wirtschaftsleistung vom Konsum geprägt. Dies hat dazu beigetragen, dass Frankreich 2009 mit einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Leistung von schätzungsweise 2,3 % relativ glimpflich durch die Wirtschafts- und Finanzkrise gekommen ist. 2010 ist bereits wieder mit einem Zuwachs von 1,7 % zu rechnen.

Frankreich mit mehr Dynamik des Konsums...

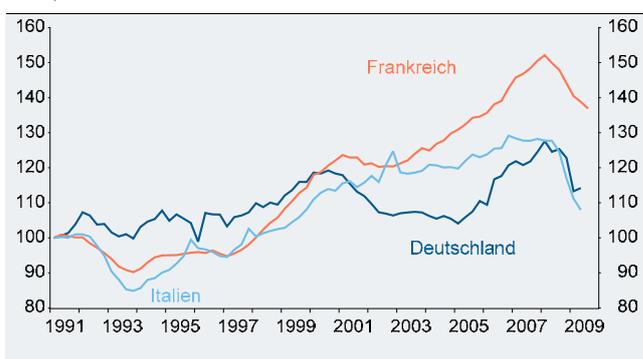
Index, Q1 1991 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

... und der Anlageinvestitionen

Index, Q1 1991 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die französische Leistungsbilanz ist seit 2005 im Minus. Während mit Dienstleistungen kontinuierlich ein kleines Plus von rund 1 Mrd. € p.a. erwirtschaftet wird, ist der Handelssaldo in den letzten Jahren zunehmend ins Negative abgedriftet. Erst mit der Krise trat eine Gegenbewegung ein. Die defizitäre Leistungsbilanz ist einerseits ein Spiegelbild einer stabilen Binnennachfrage, da sie zu lebhaften Importen führt. Andererseits ist sie Ausdruck von Schwächen auf der Angebotsseite. So liegt beispielsweise Frankreich mit seinen F&E-Ausgaben bezogen auf das BIP unter dem OECD-Durchschnitt. Dies gilt auch für die Zahl der Patentanmeldungen bezogen auf tausend Einwohner. Bei dieser Kennziffer erreicht beispielsweise Deutschland einen Spitzenplatz.

Beschäftigung sinkt deutlich

Auch in Frankreich haben die Anzeichen für einen Aufschwung in den letzten Monaten zugenommen. So hat sich das Geschäftsklima der Industrie deutlich verbessert; gleichwohl liegt es im langjährigen Vergleich immer noch auf einem niedrigen Niveau. Das Konsumentenvertrauen, das Mitte 2008 historische Tiefstände erreichte, hat ebenfalls zugenommen. Die für Frankreich wichtigen Konsumausgaben und der Einzelhandelsumsatz stabilisieren sich. Aktuell ist diese Besserung des Konsums allerdings noch nicht nachhaltig, da sich die Beschäftigungslage drastisch verschlechtert. Der Rückgang ist so stark ausgeprägt wie in der Rezession 1993. Der Aufschwung in der Weltwirtschaft und die hohe Geschwindigkeit des Beschäftigungsabbaus dürften jedoch dazu beitragen, dass der Tiefpunkt am Arbeitsmarkt im Laufe von 2010 erreicht wird. Mit einem Beschäftigungsaufbau ist erst 2011 zu rechnen. Die öffentlichen Defizite steigen in Frankreich deutlich stärker an als beispielsweise in Deutschland oder Italien. Dies wird in den nächsten Jahren verstärkte Konsolidierungsanstrengungen erfordern, die das mittelfristige Wachstum dämpfen.



3.3.2 Italien: Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit bremst Aufschwung

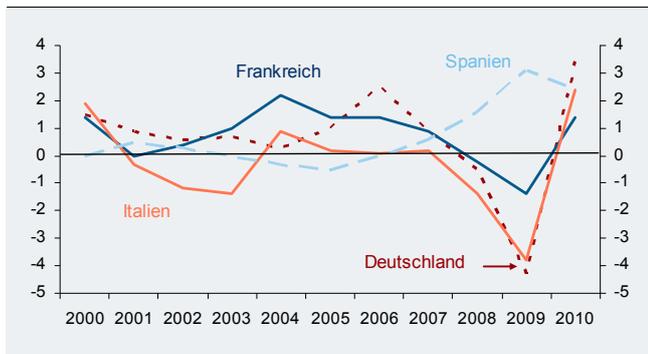
Steigende Lohnstückkosten verringern Wettbewerbsfähigkeit

Italien konnte in den Jahren vor der Wirtschafts- und Finanzkrise nur unterdurchschnittlich vom weltweiten Aufschwung profitieren. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die schwache Entwicklung der Industrie, die für die Wirtschaftsentwicklung in Italien wichtig ist. So liegt die aktuelle Industrieproduktion knapp 8 % niedriger als zu Beginn des Jahres 2000. In Deutschland ist in diesem Zeitraum trotz des jüngsten Einbruchs ein Zuwachs von etwa 7 % festzustellen. Dies liegt teilweise an der niedrigen Wettbewerbsfähigkeit der italienischen Industrie sowie an der Zusammensetzung der Branchen. So weist Italien seit Jahren eine schwache Produktivitätsentwicklung auf, die die Lohnstückkosten in die Höhe treibt. Seit der Euro-Einführung 1999 ist eine Währungsabwertung als Instrument zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr möglich. Diese lässt sich nur noch über Produktivitätserhöhungen, die Entwicklung neuer Produkte oder über Lohnzurückhaltung steigern. Die Lohnkostenentwicklung war in Bezug auf die schwache Produktivitätsentwicklung zu hoch.

Italien ist neben dem bedeutenden Maschinenbau traditionell stark auf Konsumgüter spezialisiert. So erreicht beispielsweise der Wirtschaftsbereich Textilien, Bekleidung und Leder einen Anteil von über 11 % an der gesamten Wertschöpfung. Hinzu kommen die Nahrungsmittelindustrie mit einem Wertschöpfungsanteil von gut 10 % sowie weitere kleine Konsumgüterbranchen. Diese Wirtschaftszweige leiden ebenfalls 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.

Schwache Produktivitätsentwicklung...

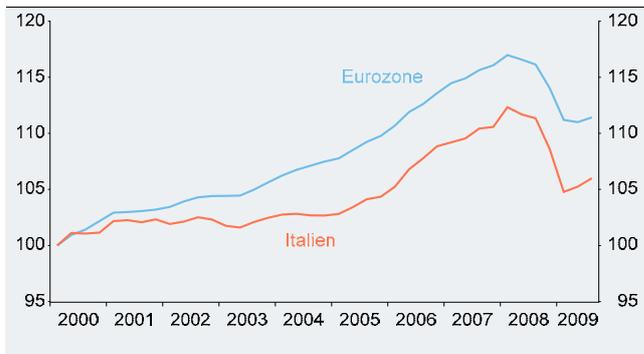
Arbeitsproduktivität in % gg. Vj.



Quellen: OECD, Helaba Volkswirtschaft/Research

...hemmt Italiens Wachstum

Reales Bruttoinlandsprodukt, Index: Q1 2000 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aufwärtstrend setzt sich nur zögerlich durch

Im dritten Quartal ist das italienische BIP deutlich um 0,6 % angestiegen. Das Auffüllen der vorher stark geleerten Lager hat hierzu maßgeblich beigetragen. Trotzdem wird die gesamtwirtschaftliche Leistung 2009 um beachtliche 4,7 % schrumpfen, u.a. weil Italiens Regierung mit Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft äußerst zurückhaltend war. Die bereits vor der Krise angespannte Haushaltslage ließ keine Alternative zu. 2010 dürfte zwar wieder ein BIP-Zuwachs erreicht werden, der aber mit 1,4 % leicht unter dem Eurozonendurchschnitt von 1,5 % liegen wird. Auf mittlere Sicht führt die schwache Produktivitätsentwicklung zu einer geringen Wettbewerbsfähigkeit und damit zu einem unterdurchschnittlichen Wachstum. Dies lässt sich nur durch Strukturereformen 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 zudem verstärkte Anstrengungen im Forschungs- u. Bildungsbereich nötig. Bei Indikatoren wie der F&E-Tätigkeit oder den Patentanmeldungen nimmt Italien regelmäßig hintere Plätze ein. Nicht zuletzt muss sich die Lohnpolitik stärker an der Produktivitätsentwicklung orientieren.



3.3.3 Spanien: Vorläufiges Ende einer Erfolgsstory

Bereinigung der Bau-
krise benötigt Jahre

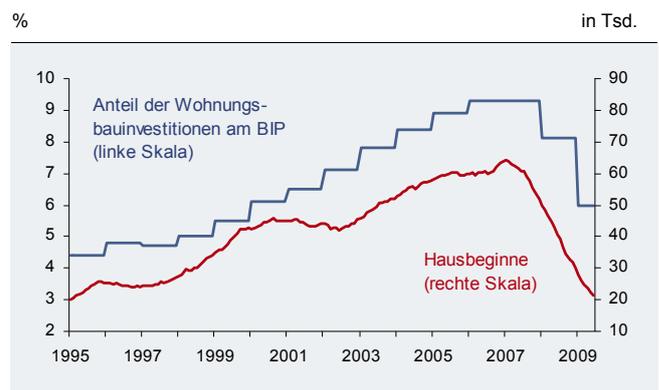
Spanien wies in den zehn Jahren vor der 2008 einsetzenden Krise mit 3,5 % p.a. ein deutlich höheres Wachstum als die gesamte Eurozone (2,1 %) auf. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass die Bevölkerung in diesem Zeitraum vor allem durch Einwanderung um jährlich gut 1 ½ % angestiegen ist. Pro Kopf ist der Zuwachs damit weniger spektakulär. Immerhin hat das Land das Wohlstandsgefälle zum europäischen Durchschnitt mittlerweile deutlich verringert. Allerdings ging der jahrelange Aufschwung mit zunehmenden Ungleichgewichten einher: Vor allem führte die Expansion des Bau- und Immobiliensektors zu hohen Überkapazitäten. So beruhten in der Spitze 2006 knapp 18 % des BIP auf Bauaktivitäten. Allein der Wohnungsbau stand für einen Anteil von gut 9 %. 2008 lag der Anteil der gesamten Bautätigkeit immer noch bei 16,5 %. Im Vergleich hierzu erreichte Deutschland 1994 nach dem staatlich geförderten Einheitsboom einen Bauanteil von „nur“ 14,5 %. Danach begann eine zehnjährige Baukrise, in der die Überkapazitäten wieder zurückgeführt wurden. Auch in Spanien wird dieser Prozess mehrere Jahre benötigen. Allerdings dürfte die Krise aufgrund des drastischen Einbruchs und des Bevölkerungswachstums schneller ausgestanden sein, als dies in Deutschland der Fall gewesen ist.

Konsumklima trotz Rekordarbeitslosigkeit stark verbessert



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Drastischer Rückgang im Neubau

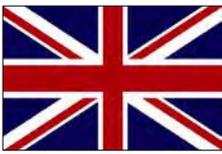


Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aufwärtstrend setzt sich
nur zögerlich durch

Die Schrumpfung der Bauaktivitäten schwächt das Wachstum der nächsten Jahre. Trotzdem wird auch Spanien eine verhaltene Aufwärtsentwicklung erleben. So haben sich das Geschäftsklima der Industrie und die Auftragslage in den vergangenen Monaten verbessert. Der Außenhandel hat seinen Tiefpunkt durchschritten: Die Exporte sind zuletzt stärker angestiegen als die Importe, so dass sich das hohe Handelsbilanzdefizit deutlich verringert hat. Auch die Verbraucher sehen jetzt mit größerem Optimismus in die Zukunft und die Einzelhandelsumsätze nahmen zuletzt wieder leicht zu. Eine Hypothek für den Konsum bleibt allerdings der starke Anstieg der Arbeitslosenquote auf mittlerweile knapp 18 %. Im Sommer 2007 lag die Rate noch bei 8 %. Lange Jahre hatte Spanien eine äußerst schwach ausgeprägte Produktivitätsentwicklung (vgl. Chart S. 22), womit sich die Wettbewerbsfähigkeit des Landes kontinuierlich verschlechterte, zumal der hohen Inflationsrate nicht mit einer Währungsabwertung begegnet werden kann. Der zuletzt starke Beschäftigungsabbau führt in der jetzigen Krise zumindest zu einer Verbesserung der Produktivität. Die Unternehmen passen sich schneller an als beispielsweise in Deutschland, wo die großzügige Kurzarbeiterregelung eine Produktivitätsbremse darstellt.

Die Strukturprobleme Spaniens haben dazu geführt, dass das BIP im dritten Quartal 2009 nochmals um 0,3 % zurückging, obwohl die Eurozone schon ein Wachstum von 0,4 % aufwies. 2010 wird die Wirtschaftserholung in Spanien deutlich schwächer ausgeprägt sein als in den anderen westeuropäischen Flächenländern. So dürfte das Wachstum nur bei 0,5 % liegen. Auch auf mittlere Sicht kann nur mit unterdurchschnittlichem Wachstum gerechnet werden. Die Erfolgsstory Spanien hat vorerst ein Ende gefunden.



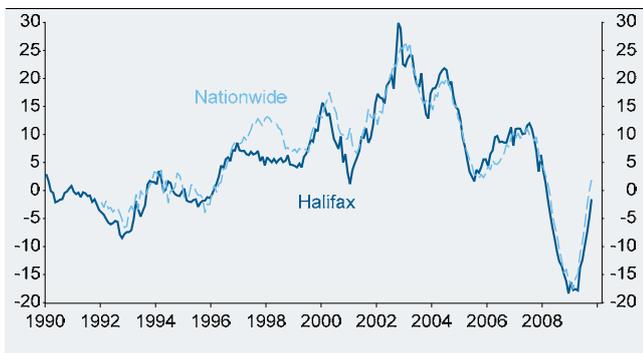
3.3.4 Großbritannien: Aufstieg aus dem tiefen Tal

Hindernisse für den privaten Verbrauch

Die britische Wirtschaft überwindet die äußerst scharfe Rezession. Der Einbruch an den Immobilienmärkten, die Krise im Finanzsektor sowie eine hohe Verschuldung der privaten Haushalte wirkten sich in Großbritannien tiefergreifender als in der Eurozone aus. Das BIP schrumpft 2009 um rund 4,5 %. Am aktuellen Rand verbessert sich die Lage aber zunehmend. Die aggressiven Maßnahmen der Fiskal- und insbesondere der Geldpolitik zeigen Wirkung. Die Frühindikatoren deuten auf ein spürbares Wachstum hin und die Malusfaktoren schwächen sich ab. Die Preise für Wohnimmobilien können sich von den Rückgängen von zeitweise fast 20 % in der Vorjahresrate erholen. Gestützt auf ein knappes Angebot dürften sich die Häuserpreise 2010 leicht verteuern. Mit einem neuen Hauspreisboom ist angesichts der gestiegenen Arbeitslosigkeit, einer knapperen Kreditvergabe sowie eines weiterhin nicht günstig bewerteten Wohnungsmarktes nicht zu rechnen. Die positivere Vermögensentwicklung der privaten Haushalte reduziert den Druck, die Ersparnisse zu vergrößern. Die vor der Krise noch extrem niedrige Sparquote wird sich nur allmählich erhöhen und somit den privaten Konsum dämpfen. Die negativen Effekte von Arbeitsmarkt verringern sich, so dass der private Verbrauch 2010 wieder verhalten expandieren kann.

Erholung der Häuserpreise mildert Sorgen

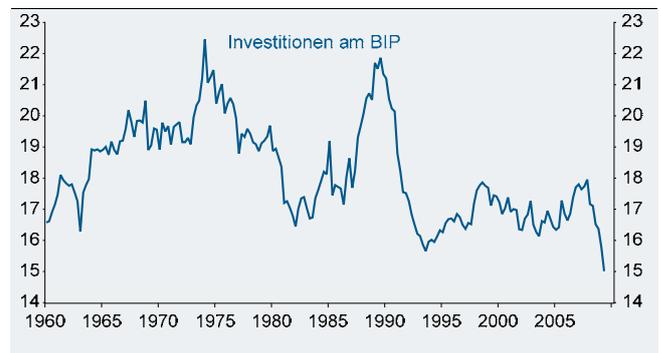
Hauspreisindizes, % gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Erheblicher Spielraum für Unternehmensinvestitionen

% am BIP



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der in der Krise explosionsartige Anstieg des Haushaltsdefizits bzw. der Staatsverschuldung wird das Wachstum in den kommenden Jahren vermutlich beeinträchtigen. Wahrscheinlich wird nach der Parlamentswahl 2010 ein fiskalischer Konsolidierungskurs eingeleitet. Die britischen Banken haben ihre Probleme erst teilweise überwunden und dürften vorerst nur zögerlich Kredite vergeben. Allerdings steht der Unternehmenssektor auch aufgrund eines scharfen Sparkurses finanziell relativ solide da und ist damit weniger von einer Kreditfinanzierung abhängig. Die Investitionsquoten befinden sich auf langjährigen Tiefs, so dass bereits ein verhaltener Nachfrageanstieg zu einem spürbaren Zuwachs der Unternehmensausgaben führen dürfte. Das unterbewertete britische Pfund sowie die anziehende globale Wachstumsdynamik begünstigen den Außenhandel. Insgesamt dürfte das BIP 2010 um 1,2 % expandieren. Die größten Wachstumsimpulse dürften auf die erste Jahreshälfte entfallen.

Kurswechsel der Bank of England begünstigt Pfund

Die Inflation liegt in Großbritannien 2009 mit gut 2 % deutlich höher als in anderen Industrieländern. 2010 tragen das Auslaufen der Mehrwertsteuersenkung sowie steigende Energiepreise zu einer höheren Teuerung bei. Gesamtwirtschaftliche Überkapazitäten dämpfen angesichts der sich erholenden Konjunktur die Inflation nur begrenzt. 2010 dürfte die Teuerung im Jahresdurchschnitt etwas über 2 % steigen, der Zielmarke der Bank of England (BoE). Die BoE wird deshalb ihre sehr expansive Geldpolitik wieder normalisieren. Die quantitativen Maßnahmen laufen aus, eine Zinswende wird vermutlich im dritten Quartal 2010 erfolgen. Das Pfund Sterling dürfte davon bereits im Vorfeld profitieren und insbesondere gegenüber dem Euro aufwerten.



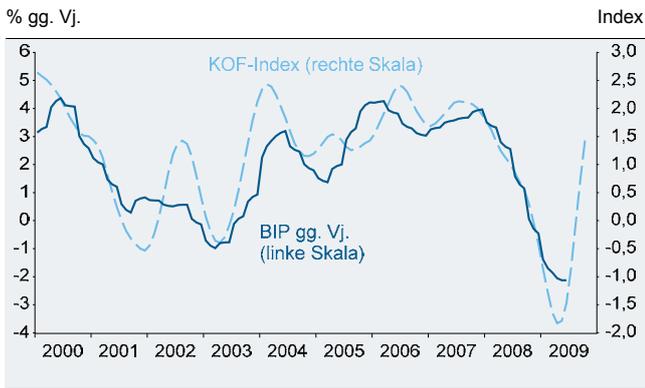
3.3.5 Schweiz: Geringere Schwankungen

Die Schweiz leidet weniger unter der Krise als die meisten anderen Industrieländer. Dennoch bleiben einige Schrammen. Eine Rezession war auch in der Schweiz nicht zu vermeiden. Das BIP schrumpft 2009 vermutlich um 1,5 %. Im zweiten Halbjahr 2009 läuft der Abschwung aber aus. Die Frühindikatoren signalisieren eine spürbare Erholung. Entsprechend ist bereits im Winterhalbjahr von einer nennenswerten Wachstumsdynamik auszugehen.

Stabiler privater Verbrauch

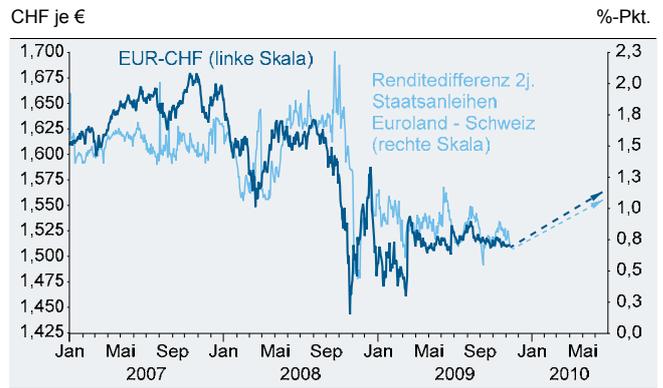
Die vergleichsweise milde Rezession ist insbesondere auf einen stabilen privaten Konsum zurückzuführen. Im Gegensatz zu anderen Ländern ist es in der Schweiz vor der Krise nicht zu einem Immobilien- und Schuldenboom gekommen. Folglich besteht kein Korrekturbedarf. Ein Belastungsfaktor auch für 2010 ist die steigende Arbeitslosigkeit. Für die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft ist der internationale bzw. vor allem der europäische Konjunkturverlauf die entscheidende Einflussgröße. Die Schweizer Exportwirtschaft ist aufgrund ihrer Produktstruktur weniger zyklisch als in vergleichbaren Ländern. Dies stützt im Abschwung, dämpft aber im Aufschwung. Der Außenhandel wird deshalb die konjunkturelle Erholung 2010 tragen, aber nicht in den Himmel wachsen lassen.

Klare Aufschwungssignale der Frühindikatoren



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Steigende Zinsdifferenzen belasten Schweizer Franken



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die relativ große Bedeutung des Finanzsektors dürfte sich im Aufschwung nicht als sonderliche Hypothek herausstellen. Lediglich in einem Negativszenario birgt die Größe der Banken erhebliche Risiken. Eine restriktivere Kreditvergabe betrifft eher die internationalen Darlehensnehmer und weniger Schweizer Unternehmen. Auch deshalb werden sich die Investitionen mit der steigenden Nachfrage beleben. Das BIP dürfte 2010 um 1,4 % expandieren.

SNB-Zinswende erst im späteren Jahresverlauf

Die deflationäre Entwicklung dürfte Ende 2009 beendet sein. Die Effekte der sinkenden Energiepreise sowie der Aufwertung des Schweizer Frankens laufen aus bzw. drehen teilweise in die Gegenrichtung. Die Konjunktorentwicklung dämpft die Teuerung im Verlauf von 2010 immer weniger. Die Inflation dürfte sich deshalb wieder normalisieren und im Jahresdurchschnitt 2010 gut 1 % betragen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) kann dieser Entwicklung zunächst noch gelassen entgegensehen. Im zweiten Halbjahr 2010 dürfte allerdings auch sie ihre Nullzinspolitik aufgeben und einen Normalisierungskurs einschlagen. Die SNB wird den Leitzins, also den mittleren Wert des Zinszielbandes, behutsam auf 1,0 % zum Jahresende anheben. Das Instrument Devisenmarktintervention zu Lasten des Frankens behält die SNB vorerst im Köcher und wird damit eine Aufwertung der Schweizer Währung gegenüber dem Euro verhindern. In einem Umfeld steigender Zinsen bzw. Renditen werden sich erfahrungsgemäß die Zinsdifferenzen zu Lasten des Franken ausweiten. Dies wird dann vermutlich die Schweizer Währung unter Druck setzen und den Euro-Franken-Kurs im Verlauf von 2010 bis auf 1,57 steigen lassen. Deshalb dürften Devisenmarktinterventionen in den Hintergrund rücken.



3.3.6 Schweden: Euro-Einführung trotz Krise noch kein Thema

Baltikum-Engagement:
belastet, aber nicht
bedrohlich

Schweden ist eines der wenigen Industrieländer, das bereits 2008 ein Minuswachstum verkraften musste (-0,4 %). Dies hat sich 2009 noch verschärft: Das BIP wird um voraussichtlich 4,5 % schrumpfen. 2010 kann wieder mit einem Wachstum von etwa 1,3 % gerechnet werden. Hauptmotor wird die Binnennachfrage sein, die von Steuersenkungen und niedrigen Zinsen profitiert. Bevor wieder mehr investiert wird, muss allerdings die aktuell sehr niedrige Kapazitätsauslastung ansteigen, die mit rund 78 % unter den Tiefstand während der letzten Finanzkrise Anfang der 90er Jahre (81,2 %) gesunken ist.

Anlass zur Besorgnis bot zeitweise das hohe Engagement schwedischer Banken im Baltikum. Estlands Bankensystem etwa ist zu fast 100 % in schwedischer Hand. Diese Fokussierung führt in der aktuellen Krise zu starken Belastungen des Finanzsystems. Allerdings hat Schweden bereits im Herbst 2008 Stabilisierungsmaßnahmen ergriffen. Dazu gehören staatliche Garantien ebenso wie ein Stützungsfonds, der sich aus Beiträgen der Banken speist und so den schwedischen Steuerzahler schont. Außerdem haben die internationalen Stützungspakete für Lettland das Stabilitätsrisiko für das Baltikum insgesamt und damit auch für die betroffenen schwedischen Banken verringert.

Expansive Geld- und
Fiskalpolitik

Geld- und Fiskalpolitik sind auf Krisenbekämpfung ausgerichtet: Die Regierung nimmt ein steigendes Budgetdefizit in Kauf (2010: rund 5 %), was angesichts der Wahlen im nächsten September nicht überrascht. Auch die Geldpolitik wirkt stark expansiv: Der schwedische Leitzins (Repo-Rate) wurde zwischen Oktober 2008 und Juli 2009 um 450 Basispunkte auf 0,25 % gesenkt. Der Einlagensatz für Banken ist leicht negativ. Nachdem allerdings Ende Oktober in Norwegen die erste westliche Zentralbank die Zinswende eingeläutet hat, sind die Erwartungen an Schweden gestiegen. Mit einem ersten Schritt ist im zweiten Quartal zu rechnen, wenn die BIP-Quartalszahlen die Fortsetzung des Aufschwungs bestätigen. Die Staatsanleihen, die sich in den letzten Jahren in Skandinavien weitgehend gemeinsam entwickelten, hatten sich in der Krise stärker ausdifferenziert. Dabei fällt die Risikoprämie auf schwedische Papiere im Vergleich niedriger aus. Sie rentieren etwa auf dem Niveau der deutschen Papiere.

Staatsanleihen wieder etwas teurer

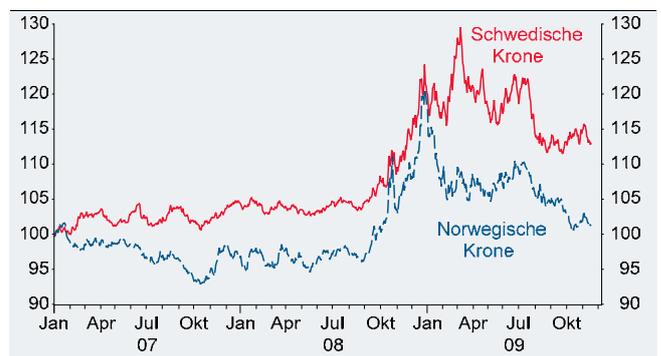
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Skandinavische Währungen in Krisenturbulenzen

Währungen gegenüber dem Euro, Index, 1.1.2007 = 100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Turbulenzen in der Finanzkrise haben das Thema Euro-Beitritt neu angefacht, zumal Schweden derzeit die EU-Ratspräsidentschaft inne hat. Als kleine offene Volkswirtschaft ohne Wechselkursbindung ist Schwedens Währung in Krisenzeiten besonders in Mitleidenschaft gezogen. Dies zeigen die starken Einbußen der Krone gegenüber dem Euro sowohl in der aktuellen als auch in der letzten Finanzkrise Anfang der neunziger Jahre. Seit dem historischen Tiefpunkt Anfang März hat die schwedische Währung bis zum Sommer 2009 wieder aufgewertet. Damit ist auch die Euro-Diskussion wieder abgeflacht. Für 2010 ist im Zuge der Konjunkturerholung und bei anziehenden Zinsen von einer weiteren Erholung der Krone auszugehen.



3.3.7 Polen: Ohne Rezession durch die Krise

Binnenmarkt stützt
in der Krise

Polen kommt im regionalen Vergleich glimpflich durch die Krise. Zwar erleidet das Land wie die Region einen Wachstumseinbruch. Jedoch bleiben ihm negative Raten erspart: Mit einem Plus von voraussichtlich gut 1 % in diesem und knapp 2 % im nächsten Jahr setzt sich Polen in Osteuropa an die Spitze. Maßnahmen wie die Arbeitsmarktflexibilisierung durch das Anti-Krisengesetz vom Sommer 2009 geben der Konjunktur positive Impulse. Außerdem ist der Bankenmarkt in Polen weitgehend intakt, da die Vergabe von Krediten in ausländischer Währung weniger intensiv war als etwa im Baltikum und zusätzliche Stabilisierungsmaßnahmen ergriffen wurden (z.B. erhöhte Kreditanforderungen für Fremdwährungs- und Immobilienfinanzierungen). Ein Vorteil ist aber auch der relativ große Binnenmarkt, der dazu führt, dass sich bei stabilem Inlandsverbrauch das Wegbrechen der Exporte besser verkraften lässt. Was in der aktuellen Krise erwünscht ist, könnte sich im Aufschwung allerdings als Nachteil erweisen: Polen dürfte aufgrund der geringeren Handelsverflechtung mit der EU vom europäischen Aufschwung nur begrenzt profitieren.

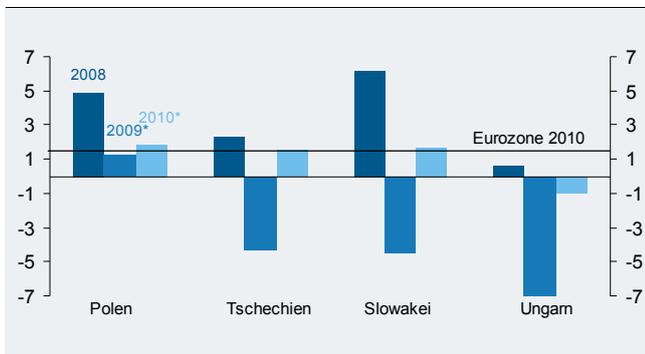
Für die Rückkehr auf einen höheren Wachstumstrend spricht, dass die Investitionen im Vorfeld der Fußball-EM 2012 konjunkturell über 2010 hinaus spürbar sein werden, ebenso wie die Nutzung der EU-Gelder im Rahmen der Regionalpolitik. Hier stehen 2007 bis 2013 knapp 70 Mrd. Euro zur Verfügung. Wenn darüber hinaus die Reform der Sozialsysteme angegangen wird, hat auch Polen gute Chancen auf ein nachhaltig solides Wachstum.

Pläne für
Euro-Einführung
verschoben

Eine schwierige Aufgabe wird die Sanierung des Staatshaushalts sein, ohne die Konjunktur abzuwürgen – ein Problem, das Polen mit den meisten seiner EU-Kollegen teilt. Daher ist für 2010 ein ambitioniertes Privatisierungsprogramm geplant. Der Konsolidierungsdruck ist in Polen besonders ausgeprägt, da die Verschuldung näher an die 60 %-Grenze rückt, die die Verfassung als Grenze definiert und die das Land zur Erfüllung seiner Euro-Ambitionen einhalten muss. Im Sommer hatte Polen die ursprünglich für 2012 anvisierte Euro-Einführung verschoben. Zu sehr dominiert die aktuelle Konjunkturschwäche die Wirtschaftspolitik, so dass die Konjunkturförderung Priorität vor der Fiskaldisziplin erhält. Problematisch sind allerdings nicht nur die fiskalischen Kriterien, sondern auch die Festlegung eines angemessenen Wechselkurses. Damit ist die Euro-Einführung nicht vor 2014/15 realistisch.

Nur Polen ohne Rezession

BIP real gg. Vj. in %



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; *Prognosen

Zloty noch volatil

Währungen zum Euro, indiziert auf den jew. höchsten Wert im Juli 2008



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der Zloty profitiert von den günstigeren Fundamentaldaten und hat seit Februar wieder aufgewertet. Allerdings hat er quasi die Rolle eines Seismographen für die Region. Er konnte am wenigsten an dieser Aufwertung der Währungen teilhaben und wird weiter sensibel auf das Wirtschaftsgeschehen in der Region reagieren. Insgesamt dürfte sich der Erholungstrend aber 2010 fortsetzen.



3.3.8 Ungarn: Großereinemachen in der Wirtschaft

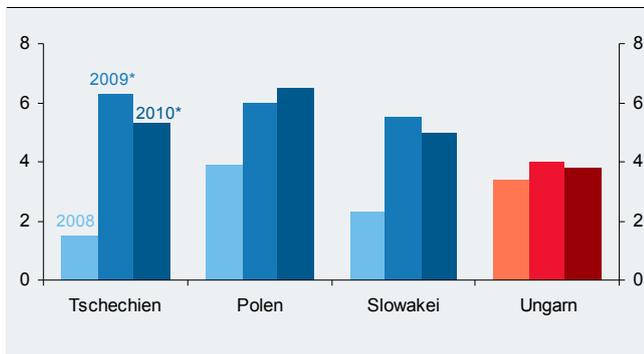
Stand-by-Abkommen
zwingt zur Stabilität

Unter den großen osteuropäischen EU-Mitgliedern ist Ungarn am stärksten von der Krise getroffen. Im ersten Dreivierteljahr 2009 sank das BIP gegenüber dem Vorjahr um rund 7 %, was auch ungefähr dem Jahresergebnis entsprechen dürfte. Die Verlangsamung des Abschwungs im zweiten Quartal deutet auf eine konjunkturelle Bodenbildung hin, 2010 muss aber nochmals mit einem leicht negativen BIP-Wachstum gerechnet werden.

Das im Herbst 2008 mit dem IWF ausgehandelte Stand-by-Abkommen zwingt Ungarn zur Haushaltsdisziplin. Es dämpft so zwar die Konjunkturndynamik, erzwingt aber auch Einsparungen und damit Reformen im Sozial- und Gesundheitswesen und Maßnahmen zur Steigerung der niedrigen Beschäftigungsquote. Mit dem IWF wurden für 2009 und 2010 Defizit-Ziele von unter 4 % des BIP vereinbart. Damit geht das über lange Jahre hohe Haushaltsdefizit (bis zu 9,2 % des BIP 2006) deutlich zurück. Die Wahlen im Frühjahr 2010, nach denen vermutlich die konservative Opposition die Regierung übernehmen wird, könnten die Umsetzung des Sparprogramms gefährden. Die baldige Euro-Einführung wird jedoch auch nach einem politischen Wechsel das erklärte Ziel der Regierung bleiben. Angesichts der Datenlage ist hier nicht vor 2015 mit Neuigkeiten zu rechnen.

Sonderfall Ungarn: Verordneter Sparkurs

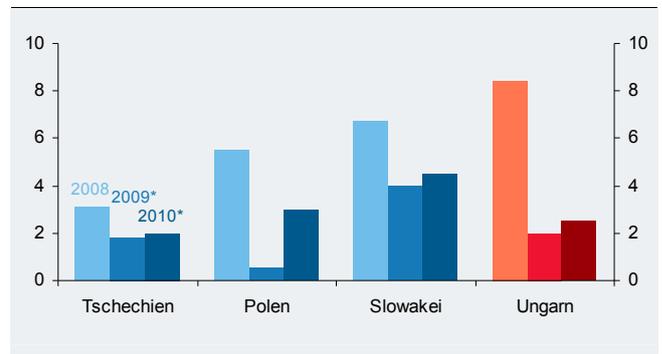
Haushaltsdefizite in % des BIP



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; *Prognose

Krise lässt Leistungsbilanzdefizite schrumpfen

Leistungsbilanzdefizite in % des BIP



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; *Prognose

Weitere Leitzinssenkungen zu erwarten

Die ungarische Zentralbank hat ihren vehementen Zinsschritt vom Oktober 2008 (Anhebung des Leitzinses um 300 Basispunkte auf 11,5 %) wieder mehr als zurückgenommen. Dennoch liegt der Leitzins mit 7,0 % in Europa immer noch an der Spitze. Da der Forint nach seiner schwächsten Phase im Frühjahr 2009 wieder deutlich aufgewertet hat und die Konjunktur noch geschwächt ist, sind weitere Zinssenkungen zu erwarten, die aber aufgrund der Inflationsentwicklung sorgfältig abgewogen werden müssen.

Priorität hat die Wachstumsförderung vor der Inflationsbekämpfung. Die Inflation ist seit den hohen Werten im Frühjahr 2007 (bis 9 %) deutlich gesunken. Allerdings macht sich die monetäre Lockerung bemerkbar. Zudem wurden zum 1. Juli Erhöhungen der Verbrauchsteuern wirksam. Im Jahresdurchschnitt 2009 ist daher mit einer Inflation von gut 4 % zu rechnen. 2010 dürfte die Inflationsrate wieder innerhalb des Zentralbankziels liegen (3 % +/- 1 Prozentpunkt).

Die nachlassende Risikoaversion gegenüber Osteuropa an den Finanzmärkten kommt auch Ungarn zugute: War in der Spitze (März 2009) für zehnjährige Staatsanleihen ein Zuschlag auf deutsche Papiere von 1.000 Basispunkten zu zahlen, hat sich der Spread mittlerweile mehr als halbiert. Bei der Platzierung von Euro-Anleihen besteht reges Investoreninteresse, so dass möglicherweise nicht die gesamten vorgesehenen Unterstützungskredite abgerufen werden. Damit würde die Autonomie der ungarischen Wirtschaftspolitik wieder zunehmen. Ob mit der Krisenbekämpfung allerdings eine Wende hin zu Stabilität und Nachhaltigkeit eingeleitet wurde, bleibt abzuwarten.



3.3.9 Tschechien: Wohl gelitten von den Märkten

Hohe Exportabhängigkeit

Tschechien dürfte nach Polen in der Region Osteuropa die Wirtschaftskrise am besten überstehen: Das BIP wird voraussichtlich 2009 um über 4 % gegenüber dem Vorjahr sinken und 2010 mit gut 1 % leicht zulegen. Die konjunkturellen Schwankungen sind hier jedoch höher als im Nachbarland: Tschechien als kleine offene Volkswirtschaft hängt stark von der wirtschaftlichen Entwicklung der Handelspartner ab, allen voran von Deutschland, das 2008 mit jeweils rund 30 % den Hauptanteil an den tschechischen Importen und Exporten hatte. Hinzu kommt, dass die Struktur der tschechischen Wirtschaft mit ihrer starken Konzentration auf Kfz und Zulieferer das Land anfällig macht. Allerdings ist der tschechische Bankensektor solide aufgestellt: So ist die Kreditvergabe der Banken weitgehend aus Einlagen finanziert. Die Verschuldung sowohl der privaten Haushalte als auch des Staates in ausländischer Währung ist relativ niedrig. Dadurch war Tschechien weniger direkt von der Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen als von der Rezession bei den Handelspartnern sowie vom allgemeinen Misstrauen gegenüber der Region.

Diese Stabilität wird auch von den Märkten honoriert, zudem reduziert der relativ niedrige Anteil an Auslandskrediten das Währungsrisiko: Die tschechische Krone musste in Osteuropa die kleinsten Einbußen gegenüber dem Euro hinnehmen, entsprechend gering ist das Aufwertungspotenzial. Bei den Staatsanleihen bestehen in Tschechien innerhalb der Region (abgesehen von der Slowakei) die niedrigsten Risikoaufschläge.

Niedrige Risikozuschläge für tschechische Anleihen

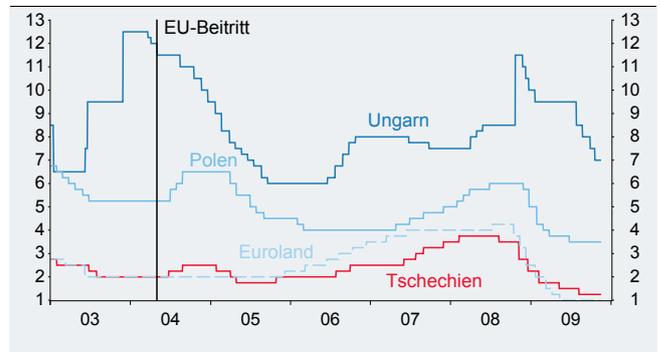
Spreads 10-jähriger Staatsanleihen zur deutschen Benchmark in BP



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Leitzinsen z.T. auf historischen Tiefständen

Leitzinsen in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Seit dem Ende der Koalition im vergangenen Frühjahr führt in Tschechien eine Expertenregierung die Geschäfte. Sie wird bis zu den Parlamentswahlen im Frühjahr 2010 im Amt sein. Ein Konjunkturprogramm /Anti-Krisenpaket wurde noch vor dem Bruch der Koalition im März auf den Weg gebracht. Neben der Wirtschaftskrise sind die öffentlichen Haushalte die größte Herausforderung für die neue Regierung, da das Budgetdefizit stark gestiegen ist (2009 voraussichtlich -6,3 %).

Haushaltsdaten sind Hürden für Euro-Einführung

Tschechiens Notenbank senkt ab Januar 2010 ihr Inflationsziel von 3 % auf 2 % (+/- 1 Prozentpunkt), das voraussichtlich eingehalten werden kann. Aktuell liegt der Leitzins mit 1,25 % knapp über dem Euroland-Niveau. Angesichts des geringen Verbraucherpreisanstiegs (z.T. sogar leicht negativ) hätte die Notenbank Spielraum für eine weitere Zinssenkung. Sie wird allerdings darauf achten, die Krone nicht zu destabilisieren bzw. für Anleger attraktiv zu halten. Eine zu starke Krone wiederum würde wegen der starken Exportorientierung den Aufschwung bremsen. Für die Euro-Einführung gibt es bislang keinen Terminplan. Wahrscheinlich ist ein Datum nicht vor 2015. Die größten Hürden dürften das Haushaltsdefizit und die rasch wachsende Staatsverschuldung sein. Hinzu kommt die euroskeptische Haltung des Staatspräsidenten Vaclav Klaus.



3.3.10 Russland: Aufschwungsnachzügler

Nach starkem Einbruch langsame Erholung

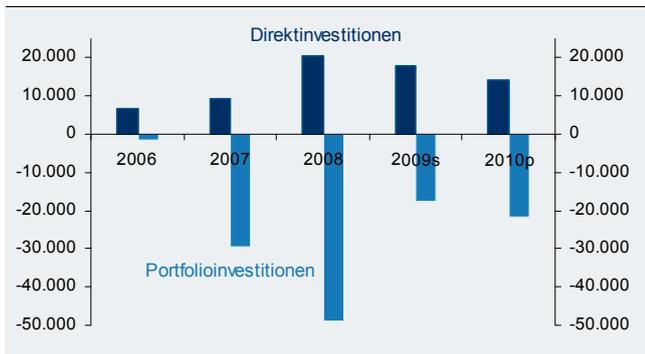
Die russische Wirtschaft spürte im ersten Halbjahr 2009 die Auswirkungen der Weltrezession stärker als erwartet. Das BIP dürfte 2009 um etwa 7 1/2 % fallen, aber nur unter der Voraussetzung, dass die Wirtschaft im vierten Quartal wieder zulegt. Dabei hat der Staat die Wirtschaft in Höhe von 6 % des BIP stark gestützt. Da die inländischen Kapitalmärkte noch unterentwickelt sind, haben sich die russischen Unternehmen im Ausland stark verschuldet. Viele Unternehmen standen 2009 wegen des eingeschränkten Zugangs zu den internationalen Kreditmärkten vor Rückzahlungsproblemen. Oft musste der russische Staat einspringen. In der Folge erhöhte sich die Staatsquote der Wirtschaft wieder auf 50 %, was selbst der Regierung Unbehagen bereitet. Sie denkt jetzt wieder an Privatisierungen und umwirbt ausländische Investoren. Mit Verspätung dürfte der Aufschwungszug auch in Russland ankommen. Die Stimulierungspakete wirken zum Teil erst verzögert, die Ölpreise tendieren wieder fester und die russische Kreditklemme der Banken lockert sich sehr langsam. Zunächst wird die Wirtschaft 2010 mit 2 % jedoch nur bescheiden wachsen.

Trotz Rückgang beachtlich hohe Inflationsrate

Nach stark gefallenem Staatseinnahmen wird die Regierung zumindest bis 2011 hohe Haushaltsdefizite zu verbuchen haben. Der in Boomjahren gebildete Reservefonds, der Anfang 2009 noch 137 Mrd. \$ betrug, dürfte bereits Ende 2010 aufgebraucht sein. Die russische Regierung wird sich daher 2010 nach langer Abstinenz größere Beträge, gedacht ist an 20 Mrd. \$, an den internationalen Kapitalmärkten borgen müssen. Rezessionsbedingt ist die Preissteigerung im Oktober 2009 auf unter 10 % zurückgegangen, bleibt aber vergleichsweise hoch. Im Verein mit einem sich wieder aufwertenden Rubel ermöglicht dies der Zentralbank, geldpolitische Impulse zu geben. Die Refinanzierungsrate wurde bis Ende Oktober um 350 Basispunkte auf 9,5 % vermindert. Weitere Zinslockerungen 2010 stehen unter dem Vorbehalt, dass die Inflation in Russland hartnäckig verankert ist. Gerade in starken Rubelphasen stemmt sich die Zentralbank mit Interventionen gegen die Aufwertung, was allerdings die Inflationsbekämpfung zusätzlich erschwert. Sie kann den Wechselkurs jedoch nur begrenzt beeinflussen, da der Ölpreis nach wie vor die entscheidende Determinante des Rubelkurses ist.

Private ausländische Investitionen (netto)

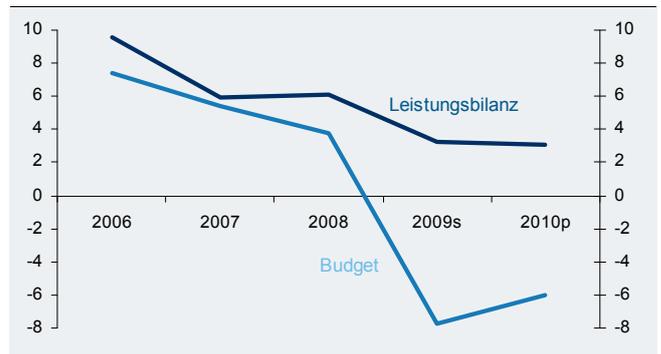
Mio. \$



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; s=Schätzung; p=Prognose

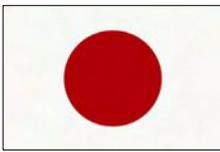
Budget- und Leistungsbilanzsalden

% des BIP



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; s=Schätzung; p=Prognose

Die Importausgaben brachen 2009 prozentual noch stärker als die Exporteinnahmen ein. Die Leistungsbilanz zählt daher nach wie vor zu den Aktivposten Russlands. Die Investitionsgüterimporte werden aber bei den von der Regierung angekündigten Diversifizierungsanstrengungen, um die hohe konjunkturelle und fiskalische Abhängigkeit vom Energiesektor zu vermindern, kräftig steigen. Dies bedeutet künftig niedrigere außenwirtschaftliche Überschüsse als in den Jahren vor der Krise.



3.4 Asien wieder vorne

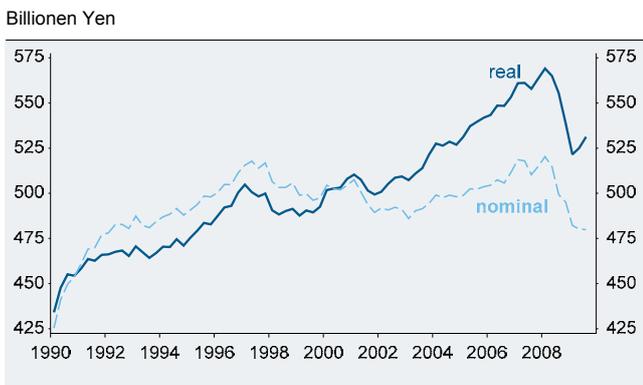
3.4.1 Japan: Damoklesschwert Deflation

Bevölkerungsrückgang
und Staatsverschuldung
belasten

Die Erholung vollzieht sich in Japan auf niedrigem Niveau (nominales BIP-Volumen auf dem Stand von 1992) sowie in moderatem Tempo. Für 2010 ist nach einem scharfen Rückgang im Vorjahr mit einem BIP-Anstieg um 1,7 % zu rechnen. Zwar gehen von der anziehenden Weltnachfrage dank der hohen Industrie- und Exportausrichtung Japans zunächst spürbare Impulse aus, die allerdings durch den starken Yen geschmälert werden. Mit dem Nachlassen der fiskalpolitischen Stimuli im kommenden Jahr werden die Grenzen der gesamtwirtschaftlichen Expansion deutlicher: der trendmäßige Bevölkerungsrückgang und das ausufernde öffentliche Budgetdefizit, das 2010 mehr als 8 % des BIP ausmachen dürfte, drücken das mittelfristige Potenzialwachstum unter 1 %. Die begrenzte Konsolidierung nach zahlreichen Konjunkturprogrammen seit Anfang der neunziger Jahre macht sich schmerzhaft bemerkbar, und das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts ist in weite Ferne gerückt. Das exorbitant hohe Staatsdefizit von bald 200 % des BIP lässt der neuen Regierung wenig Handlungsmöglichkeiten für eine Stimulierung des privaten Konsums.

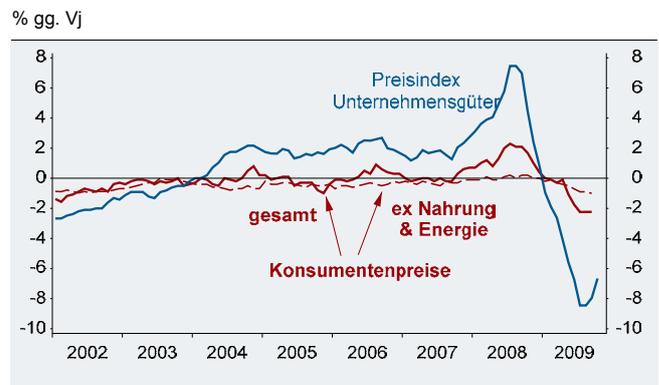
Damit ist eine verhaltene Entwicklung der Binnenwirtschaft absehbar und das Risiko einer wieder abebbenden Wachstumsdynamik gegeben. Die Investitionsbereitschaft der Unternehmen dürfte solange mäßig bleiben wie sich keine dauerhafte Verbesserung ihrer Absatzperspektiven und somit der Kapazitätsauslastung einstellt. Die angespannte Lage am Arbeitsmarkt trübt die Stimmung der privaten Haushalte, die neben dem drohenden Wegfall von Kaufanreizen mit einer anhaltenden Unsicherheit über die Preisentwicklung konfrontiert sind.

Schwache BIP-Entwicklung auf niedrigem Niveau



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deflation hält sich hartnäckig



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deflation bleibt Risiko für
japanische Wirtschaft

Die seit Jahren andauernde und nie wirklich überwundene Deflation in Japan sorgt für ein zurückhaltendes Ausgabeverhalten von Unternehmen wie Konsumenten. Dies lähmt die gesamtwirtschaftlichen Aufschwungkräfte, obwohl die Wahrscheinlichkeit eines akzelerierenden Deflationsprozesses begrenzt ist (2010: -0,8 %). Der preisliche Abwärtsdruck dürfte durch die hohen Überkapazitäten sowie die sinkenden Löhne zunächst bestehen bleiben und nur vom Rohstoffpreisanstieg gemildert werden. Erst mittelfristig sollte sich die Veränderungsrate der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in den positiven Bereich vortasten können.

Angesichts weiter rückläufiger Preise sind der Bank of Japan auf absehbare Zeit die Hände für eine Leitzinswende gebunden, was lediglich für einen moderaten Renditeanstieg der Staatsanleihen spricht. Bei begrenztem Spielraum am japanischen Kapitalmarkt erhöhen sich die staatlichen Zinszahlungen nur etwas, während sich der fortgesetzte Preisrückgang negativ auf die öffentliche Verschuldung auswirkt. Die Deflationspersistenz bleibt ein nicht zu vernachlässigendes Risiko für die weitere Entwicklung der japanischen Wirtschaft.



3.4.2 China: Auf dem Vormarsch

Staatsverschuldung moderat trotz umfangreicher Konjunkturstimuli

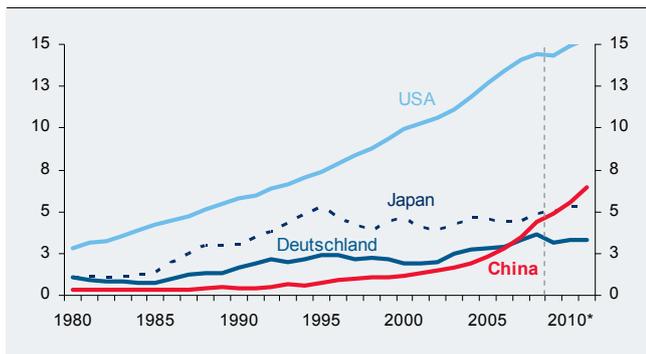
Als dynamischste unter den großen Volkswirtschaften spielt China eine zentrale Rolle für die globale Konjunkturerholung. Mit seinem großvolumigen Konjunkturprogramm hat das exportabhängige Land die weltweite Nachfrageschwäche gut überbrückt und durch die Stärkung der Binnenkräfte bereits im Frühjahr 2009 ein Anziehen seiner Wachstumsdynamik erreicht. Unterstützt vom sich wieder belebenden Welthandel zeichnet sich nun eine Verbreiterung des Aufschwungs im Reich der Mitte ab. Bei wieder besserer Auftragslage und Gewinnperspektiven sind zunehmend Investitionen sowie Neueinstellungen der Unternehmen zu erwarten, was sich letztlich auch im privaten Konsum - der Achillesferse einer nachhaltigen Erholung - niederschlagen wird. Sollte dies nicht für ein ansehnliches BIP-Wachstum ausreichen, gehen wir davon aus, dass China seiner Binnenwirtschaft weiter unter die Arme greift. Das staatliche Budgetdefizit dürfte 2010 knapp 4 % des BIP betragen; die hohe Kreditaufnahme lokaler Regierungen ist hierbei allerdings unberücksichtigt.

Überschussliquidität birgt Preisrisiken

Mittlerweile rückt jedoch die Inflationsthematik immer mehr ins Blickfeld Pekings. Die Intensität wirtschaftspolitischer Stimuli wird vorsichtig zurückgefahren, denn die staatlich initiierte Liquiditätsschwemme zzgl. ausländischer Kapitalzuflüsse birgt die Gefahr von Vermögenspreisblasen. Auch das mittelfristige Aufwärtsrisiko für die gesamtwirtschaftliche Teuerung ist nicht zu vernachlässigen (Prognose 2010: 2,7 %), wenn gleich dies derzeit von industriellen Überkapazitäten und der moderaten Entwicklung der Nahrungsmittelpreise begrenzt wird. Neben anderen liquiditätsabschöpfenden Maßnahmen wird die Leitzinswende absehbar. Darüber hinaus dürfte die chinesische Zentralbank 2010 wieder eine Yuan-Aufwertung gegenüber dem Dollar zulassen. Durch die Lockerung der Währungsbindung steigt der geldpolitische Spielraum. Damit kann China seine langfristige Strategie der Yuan-Internationalisierung fortsetzen und zudem über billigere Importe die inländische Kaufkraft stärken.

China bald zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt

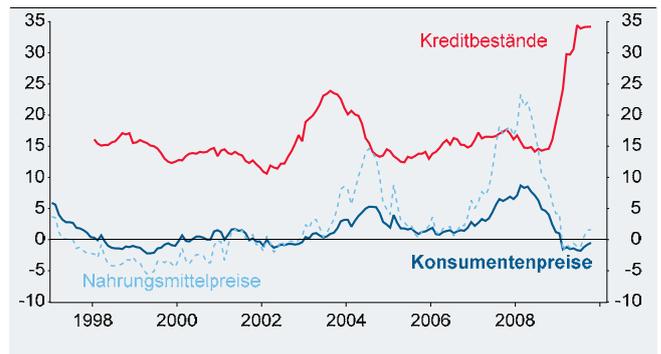
Nominales BIP in Billionen \$



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; * Prognose

Mittelfristige Inflationsrisiken

% gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mit einem voraussichtlichen BIP-Anstieg von rund 9 % in 2010 erweist sich die chinesische Volkswirtschaft weiterhin als sehr dynamisch, auch wenn damit nicht mehr die Spitzenraten der vergangenen Jahre erreicht werden. Inländische Überkapazitäten und verminderte ausländische Absatzmöglichkeiten begrenzen das Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Potenzials. Dennoch führt die im internationalen Vergleich kräftige Expansion zu einer weiter zunehmenden Bedeutung Chinas für die Weltwirtschaft. Nachdem das Reich der Mitte – gemessen am nominalen BIP-Volumen in \$ – im Jahr 2007 Deutschland überholt hat, besitzt es gute Chancen, 2010 an Japan vorbeizuziehen und damit die zweitgrößte Volkswirtschaft hinter den USA zu werden. Langfristig wird das aufstrebende China noch weiter vorrücken.



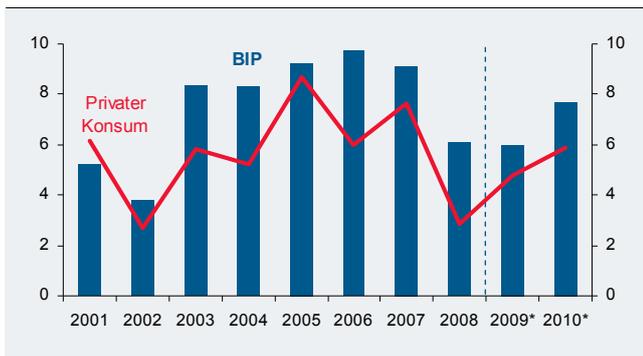
3.4.3 Indien: Hohe Wachstumsraten

Monsun entscheidender als Weltwirtschaft

Indien ist nicht nur eine der am wenigsten von der globalen Krise betroffenen Volkswirtschaften Asiens, sondern bietet auch vielversprechende Wachstumsperspektiven: Für das im kommenden März auslaufende Fiskaljahr ist ein solider Anstieg des BIP von rund 6 % gegenüber Vorjahr zu erwarten, der sich 2010 auf 7,7 % beschleunigen sollte. Die gesamtwirtschaftliche Standhaftigkeit rührt von robusten Binnenkräften bei einer gleichzeitig begrenzten Exportausrichtung her. Weit mehr als die Hälfte der indischen Bevölkerung lebt von der Landwirtschaft und auf einem niedrigen Einkommensniveau, so dass ein Großteil der Konsumnachfrage weniger von der Weltwirtschaft als vom Monsun abhängig ist. Nach dem Wachstumsdämpfer durch die im Sommer 2009 schwachen Regenfälle dürfte das Expansionstempo wieder anziehen. Die antizyklische Wirtschaftspolitik hat hierfür den Boden bereitet und auch die intensiven Handelsbeziehungen mit dem regionalen Wachstumsmotor China tragen dazu bei.

Solides BIP-Wachstum dank Binnenkräften

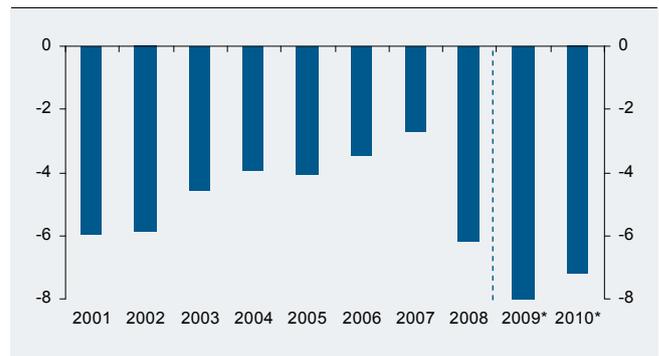
% gg. Vj.



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; * Prognose

Fiskalpolitischer Spielraum gering

Budgetsaldo in % des BIP (Fiskaljahr)



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; * Prognose

Ausländisches Kapital wichtig – zumal Staatsverschuldung hoch

Ausländisches Kapital spielt eine nicht zu vernachlässigende Rolle für die Entwicklung der indischen Volkswirtschaft, in der die Kapitalallokation aufgrund des staatlich gelenkten Finanzsystems beeinträchtigt ist – eine offene Flanke im Falle nachlassender Kapitalzuflüsse. Als bedeutende Destination für Portfolio- und Direktinvestitionen profitiert Indien in besonderem Maße vom im Frühjahr zurückgekehrten Vertrauen internationaler Investoren. Dies ist umso wichtiger in Anbetracht der schwachen Finanzsituation des Staates. Im laufenden Fiskaljahr ist ein Anstieg der zentralstaatlichen Verschuldung auf rund 60 % des BIP zu erwarten, entsprechend dürfte das Budgetdefizit mit rund 8 % so hoch liegen wie lange nicht. Priorität bei den Staatsausgaben haben die Unterstützung der armen Landbevölkerung sowie der dringend notwendige Infrastrukturausbau. So muss die im letzten Frühjahr wiedergewählte Regierung die Balance finden zwischen der Konsolidierung ihrer Finanzen einerseits und der Förderung der volkswirtschaftlichen Wachstumsbasis andererseits.

Im Vergleich zur Fiskalpolitik verfügt die Reserve Bank of India (RBI) über weitaus größeren Handlungsspielraum. Inflations Sorgen sind zunehmend ein Thema: Die Veränderungsrate der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr bewegt sich seit Sommer im zweistelligen Bereich, während das von der Geldpolitik bevorzugte Teuerungsmaß der Großhandelspreise gerade erst wieder in positives Terrain gelangt ist (Prognose 2010: 8,8 % versus 5,5 %). Ursache für den Niveauunterschied zwischen beiden Indizes ist neben Basiseffekten vor allem die differierende Gewichtung der Nahrungsmittelpreise, die bedingt durch die magere Ernte gestiegen sind. Als Vorbereitung einer baldigen Leitzinswende (Repo-Satz derzeit 4,75 %) hat die RBI damit begonnen, ihre unkonventionellen, in der globalen Finanzkrise eingeführten Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor zurückzufahren. Indien dürfte Anfang 2010 als eines der ersten Emerging Markets die Leitzinsen anheben.



3.4.4 Südkorea: Starke Außenorientierung

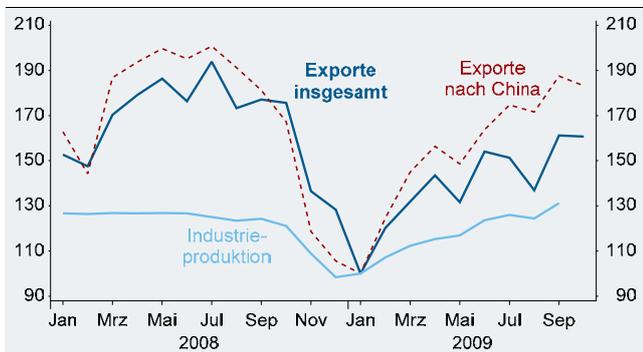
Korea hat eine eindrucksvolle Kehrtwende vollzogen: Ebenso wie es frühzeitig und heftig von der Finanzkrise erfasst wurde, kann das Land bereits seit Frühjahr 2009 spürbar von der globalen Konjunkturerholung und dem an den Finanzmärkten zurückgekehrten Vertrauen profitieren. Diese Sensitivität liegt in der hohen Abhängigkeit von Auslandsnachfrage und -kapital begründet.

Schubkraft von Exporten wichtig

Mit einer nominalen Export-BIP-Quote von über 50 % spürt Südkorea den externen Impuls deutlich, zumal es industrielastig aufgestellt ist und durch die Unterbewertung seiner Währung eine recht gute Wettbewerbsposition einnimmt. Schubkraft kommt insbesondere von den engen außenwirtschaftlichen Verflechtungen mit dem regionalen Wachstumsmotor China. Positive Effekte für den koreanischen Außenhandel sollten auch aus dem weitreichenden Abkommen mit der EU erwachsen, dessen Unterzeichnung im kommenden Jahr ansteht. Demgegenüber ist 2010 nur eine verhaltene Binnendynamik zu erwarten, wenn gleich dann noch nicht alle wirtschaftspolitischen Stimuli auslaufen. Doch die Unternehmen dürften zunächst noch vorsichtig mit Investitionsvorhaben sein, die Kauflaune der privaten Haushalte vermutlich durch den hohen Verschuldungsgrad sowie Arbeitsplatzunsicherheiten getrübt werden. Das zu erwartende Wachstum von gut 5 % im kommenden Jahr rührt also maßgeblich von der weltwirtschaftlichen Nachfrage her.

Erholung getrieben von außenwirtschaftlicher Nachfrage

Indiziert auf 01.01.2009

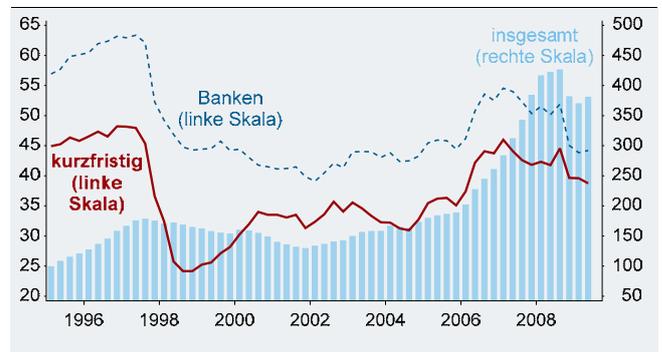


Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auslandsverschuldung auf hohem Niveau

Anteil an gesamter Außenverschuldung in %

Mrd. \$



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Risikofaktor hohe Außenverschuldung

Ausländische Kapitalzuflüsse spielen ebenfalls eine wichtige Rolle für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Südkoreas. Die Außenverschuldung ist sehr hoch und besteht zu fast 40 % aus kurzfristigen Verbindlichkeiten. Dies macht Korea im Falle einer nachlassenden Risikobereitschaft der Investoren leicht verwundbar. Ein gewisses Gegengewicht schaffen allerdings die umfangreichen Währungsreserven von rund 260 Mrd. \$, die nicht zuletzt durch Devisenmarktinterventionen zur Milderung des Aufwertungsdrucks auf den Won gestiegen sind.

Die Bank of Korea dürfte neben ihren Aktivitäten auf währungspolitischem Terrain bald auch die Leitzinsen erhöhen (aktuell bei 2 %). Dies dient zunächst jedoch mehr der Normalisierung des Leitzinsniveaus als der Inflationsbekämpfung. Schließlich ist 2010 mit einer gesamtwirtschaftlichen Teuerung von durchschnittlich 2,7 % zu rechnen, was im Einklang mit den geldpolitischen Zielvorgaben von 2,5-3,5 % stehen würde. Als Nettoimporteur von Energie ist Korea allerdings von den wieder anziehenden Weltmarktpreisen in besonderem Maße betroffen, ähnlich bei anderen Rohstoffen. Zudem birgt die angespannte Situation am Wohnimmobilienmarkt Inflationsrisiken. So dürfte die Zentralbank einen graduellen, moderaten Zinserhöhungskurs vollziehen. Insgesamt bleibt die Wirtschaftspolitik Südkoreas erst einmal expansiv ausgerichtet. Das überschaubare Ausmaß der öffentlichen Verschuldung (Budgetsaldo 2010: rund -4 % des BIP) ermöglicht eine weitere fiskalpolitische Unterstützung der Binnenwirtschaft.



3.5 Brasilien: wasserdicht

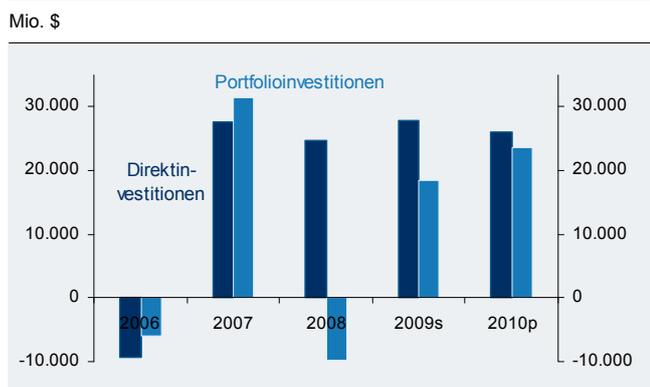
Robuster Konsum dank vorübergehender Steuererleichterungen

Die brasilianische Volkswirtschaft hat sich gegenüber dem weltweiten Konjunktur-Wolkenbruch als weitgehend wasserdicht gezeigt. Zum einen sind die Exporte breit diversifiziert – von Industriegütern über Rohstoffe bis hin zu Agrargütern – und werden von vielen Ländern nachgefragt. Inzwischen steht das Wachstumszentrum China mit einem Anteil von fast 10 % bei den Ausfuhren direkt hinter den USA an zweiter Stelle und dürfte auch 2010 kräftig Rohstoffe bestellen. Zum anderen fiel es der Regierung aufgrund des großen Binnenmarktes leichter, die Konjunktur mit Nachfrage belebenden Maßnahmen zu stimulieren: Vorübergehende Steuererleichterungen beim Kauf von Autos, Baumaterialien und Haushaltsgeräten, antizyklisches staatliches Ausgabeverhalten sowie die Erhöhung der Mindestlöhne verhinderten 2009 einen Rückgang des BIP. Der Mitte 2009 begonnene Wirtschaftsaufschwung wird sich 2010 in einem Wachstum von voraussichtlich 4 % niederschlagen. Allerdings wird die Fiskalpolitik nach den Präsidentschaftswahlen im Herbst 2010, bei denen Präsident Lula laut Verfassung nicht mehr antreten darf, auf die Bremse treten müssen. Die Wachstumsgeschwindigkeit dürfte daher 2011 etwas nachlassen.

Großzügige Geldpolitik

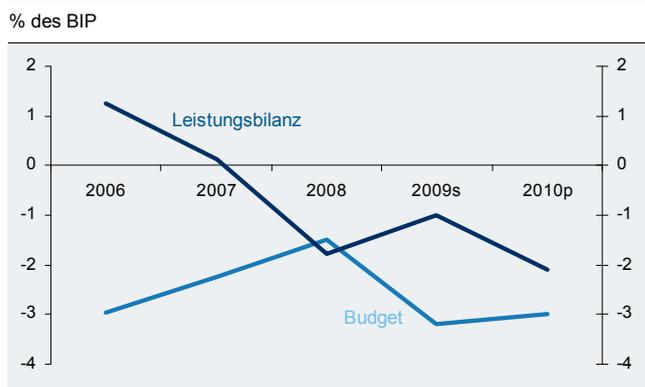
Die Zentralbank hat 2009 die Zinsschraube aus dreierlei Gründen gelockert. Die Inflation fiel im Jahresverlauf kontinuierlich bis auf unter 5 %, und der Anstieg des Budgetdefizits auf gut 3 % des BIP hielt sich im internationalen Vergleich in Grenzen. Bisher lagen die realen Zinsen in Brasilien zudem auf hohem Niveau, was Zinssenkungen ungefährlich erscheinen ließ. Insgesamt hat die Zentralbank den Leitzins seit Anfang 2009 um 400 Basispunkte auf 8,75 % zurückgenommen. Infolge des konjunkturellen Aufschwungs, der beachtlichen Staatsverschuldung (64 % des BIP) und den Stimmungsschwankungen, denen die brasilianischen Finanzmärkte unterliegen, dürfte die Zentralbank den Geldhahn allerdings nicht weiter aufdrehen. Im Laufe von 2010 sind eher wieder restriktivere Schritte der Zentralbank zu erwarten.

Private ausländische Investitionen (netto)



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; s=Schätzung; p=Prognose

Budget- und Leistungsbilanzsalden



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; s=Schätzung; p=Prognose

Die Zahlungsfähigkeit des Landes ist kein Thema mehr, auch wenn sich die Leistungsbilanz 2010 voraussichtlich verschlechtern wird. Zuflüsse von Direkt- und Portfolioinvestitionen, die allerdings je nach Risikoaversion schwanken, dürften das Leistungsbilanzdefizit finanzieren. Um den gegenwärtigen Aufwertungsdruck auf den Real zu mildern, besteuert die Regierung seit Oktober 2009 die zufließenden Portfolioinvestitionen mit 2 %. 2010 wird sich der Real wahrscheinlich wieder etwas schwächer zeigen. Andernfalls dürfte die Wettbewerbsfähigkeit der brasilianischen Wirtschaft leiden, denn das aktuelle Kursniveau liegt handelsgewichtet über dem Durchschnitt der letzten Jahre.

4 Prognosen im Überblick

4.1 Bruttoinlandsprodukt und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt real Veränderung gg. Vorjahr in %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2008	2009p	2010p	2011p	2008	2009p	2010p	2011p
Euroland	0,6	-3,9	1,5	1,5	3,3	0,3	1,6	1,8
Frankreich	0,3	-2,3	1,7	1,6	3,2	0,1	1,5	1,6
Italien	-1,0	-4,7	1,4	1,3	3,5	0,7	1,9	2,1
Spanien	0,9	-3,6	0,5	1,0	4,1	-0,3	1,7	1,9
Deutschland*	1,0	-4,8	1,8	1,7	2,6	0,3	1,6	1,8
Großbritannien	0,7	-4,7	1,2	1,4	3,6	2,1	2,4	2,3
Schweiz	1,8	-1,5	1,4	1,3	2,4	-0,5	1,2	1,5
Schweden	-0,4	-4,5	1,3	1,5	3,5	-0,5	0,8	1,7
Polen	4,9	1,2	1,8	3,0	4,2	3,4	3,0	2,7
Ungarn	0,6	-7,0	-1,0	2,6	6,1	4,1	3,3	2,5
Tschechien	2,3	-4,3	1,5	2,3	6,4	1,0	1,5	2,0
Russland	5,6	-7,5	2,0	3,0	14,1	11,9	8,6	8,2
USA	0,4	-2,4	2,8	2,3	3,8	-0,3	2,0	1,3
Japan	-0,7	-5,3	1,7	0,9	1,4	-1,3	-0,8	0,0
Asien ohne Japan	5,5	4,2	6,5	6,3	7,0	2,5	4,0	3,5
China	9,0	8,2	9,2	8,8	5,9	-0,8	2,7	3,3
Indien	6,0	6,0	7,7	8,0	8,3	10,2	8,8	5,5
Südkorea	2,2	0,4	5,1	3,5	4,7	2,8	2,7	2,7
Lateinamerika	3,9	-3,0	2,5	2,5	7,7	5,9	5,5	5,0
Brasilien	5,1	0,0	4,0	3,5	5,7	4,9	4,2	4,0
Welt	2,4	-1,3	3,4	3,2	5,0	1,5	2,7	2,5

s=Schätzung, p=Prognose; *Deutschland: arbeitstäglich bereinigt;
Quelle: EIU, EcoWin, DatastreamHelaba Volkswirtschaft/Research

4.2 Leistungsbilanz- und Budgetsalden

	Leistungsbilanzsaldo				Budgetsaldo			
	in % des BIP				in % des BIP			
	2008	2009s	2010p	2011p	2008	2009s	2010p	2011p
Euroland	-1,5	-1,1	-1,0	-0,8	-2,0	-6,4	-6,5	-6,0
Frankreich	-2,3	-2,2	-2,0	-1,9	-3,4	-8,0	-8,2	-7,5
Italien	-3,4	-3,3	-2,9	-2,8	-2,7	-5,3	-5,3	-5,0
Spanien	-9,6	-4,8	-4,2	-4,1	-4,1	-11,0	-9,0	-9,0
Deutschland	6,6	4,2	5,3	5,5	0,0	-4,0	-5,0	-4,5
Großbritannien	-1,6	-2,1	-1,5	-1,5	-5,0	-12,0	-12,5	-10,0
Schweiz	2,4	8,5	9,5	10,0	0,9	-0,5	-1,5	-0,5
Schweden	8,4	7,3	6,5	6,0	2,5	-3,0	-5,0	-4,5
Polen	-5,5	-0,5	-3,0	-2,5	-3,9	-6,0	-6,5	-5,0
Ungarn	-8,4	-2,0	-2,5	-3,0	-3,4	-4,0	-3,8	-3,5
Tschechien	-3,1	-1,8	-2,0	-2,5	-1,5	-6,3	-5,3	-4,7
Russland	6,1	3,2	3,0	2,2	3,8	-7,7	-6,0	-5,5
USA	-4,9	-3,0	-3,6	-3,5	-4,8	-8,8	-9,5	-8,3
Japan	3,2	2,6	2,4	2,0	-2,7	-7,7	-8,4	-6,2
Asien ohne Japan	4,2	4,2	2,7	2,3	-1,2	-4,3	-4,1	-3,1
China	9,6	6,3	4,5	3,9	-0,4	-3,8	-3,7	-2,6
Indien	-3,0	-0,2	0,0	-0,7	-6,2	-8,0	-7,2	-6,7
Südkorea	-0,7	5,2	3,7	2,7	1,2	-3,9	-4,2	-2,4
Lateinamerika	-0,6	-1,0	-1,5	-2,0				
Brasilien	-1,8	-1,0	-2,1	-3,1	-1,5	-3,2	-3,0	-2,5

s=Schätzung, p=Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

4.3 USA

		2008	2009s	2010p	2011p	2010p			
						Q1	Q2	Q3	Q4
BIP*	% gg. Vj. / Vq. JR	0,4	-2,4	2,8	2,3	2,9	3,0	2,2	2,1
Konsumausgaben der priv. HH*	% gg. Vj. / Vq. JR	-0,2	-0,5	1,4	1,8	0,8	1,2	1,4	1,6
Staatsausgaben*	% gg. Vj.	3,1	2,2	3,0	0,5				
Anlageinvestitionen*	% gg. Vj.	1,6	-17,4	4,3	5,4				
Ausrüstungsinvestitionen*	% gg. Vj.	-2,6	-17,0	8,7	7,4				
Wohnungsbauinvestitionen*	% gg. Vj.	-22,9	-20,1	3,9	5,2				
Exporte*	% gg. Vj.	5,4	-10,8	4,7	4,6				
Importe*	% gg. Vj.	-3,2	-14,7	7,0	4,5				
Haushaltssaldo (Federal) **	% am BIP	-4,6	-8,7	-9,5	-8,5				
Arbeitslosenquote	%	5,8	9,2	9,4	9,0	9,8	9,6	9,3	9,1
Verbraucherpreisindex	% gg. Vj.	3,8	-0,3	1,9	1,3	2,4	2,3	1,7	1,4
ohne Energie und Nahrungsmittel	% gg. Vj.	2,3	1,7	1,1	1,5	1,5	1,0	0,9	0,9

s=Schätzung, p=Prognose, * real (in chained Dollars von 2005), ** ohne Finanzmarktstützungspakete

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4 Europa

4.4.1 Deutschland

		2008	2009s	2010p	2011p	2010p			
						Q1	Q2	Q3	Q4
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	1,3	-4,9	1,9	1,6				
Bruttoinlandsprodukt arbeitstäglich bereinigt	% gg. Vj., real	1,0	-4,8	1,8	1,7	0,4	0,3	0,4	0,5
Konsumausgaben der privaten Haushalte*	% gg. Vj., real	0,4	0,7	0,5	0,7	0,3	0,1	0,2	0,2
Konsumausgaben des Staates	% gg. Vj., real	2,1	2,3	1,0	0,0				
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	3,1	-9,2	1,0	1,7				
Ausrüstungsinvestitionen	% gg. Vj., real	3,3	-19,0	2,0	4,0				
Bauinvestitionen	% gg. Vj., real	2,6	-2,0	0,0	0,0				
Exporte	% gg. Vj., real	2,9	-13,0	8,0	3,0				
Importe	% gg. Vj., real	4,3	-8,0	5,0	2,0				
Handelsbilanzsaldo	Mrd. €	178,4	115	145	155				
Leistungsbilanzsaldo	Mrd. €	165,2	100	130	140				
Arbeitslose	Tsd.	3.268	3.500	4.100	4.200				
Arbeitslosenquote	in % d. gesamten Erwerbspersonen	7,8	8,3	9,7	9,9	9,1	9,6	9,9	10,2
Preisindex für die Lebenshaltung aller privater Haushalte	% gg. Vj., real	2,6	0,3	1,6	1,8	1,2	1,6	1,8	2,0
Defizit/Überschuss der öffentlichen Haushalte	in % des BIP	0,0	-4,0	-5,0	-4,5				

*einschl. priv. Organisationen ohne Erwerbszweck

Quellen: Statistisches Bundesamt, EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.2 Frankreich

		2008	2009s	2010p	2011p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	0,3	-2,3	1,7	1,6
Konsumausgaben der priv. Haushalte*	% gg. Vj., real	0,9	0,6	1,3	1,7
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	0,4	-7,0	1,0	2,5
Exporte	% gg. Vj., real	-0,6	-11,0	4,0	4,0
Importe	% gg. Vj., real	0,6	-10,0	2,3	3,0
Leistungsbilanz	Mrd. €	-44,0	-42,0	-40,0	-39,0
Arbeitslosenquote	in %	7,4	9,0	9,8	9,6
Preisindex für die Lebenshaltung**	% gg. Vj.	3,2	0,1	1,5	1,6

*ohne Organisationen ohne Erwerbscharakter **harmonisiert

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.3 Italien

		2008	2009s	2010p	2011p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	-1,0	-4,7	1,4	1,3
Konsumausgaben der priv. Haushalte*	% gg. Vj., real	-0,9	-1,7	1,0	0,7
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-2,9	-12,0	2,0	3,0
Exporte	% gg. Vj., real	-3,7	-19,0	5,0	4,5
Importe	% gg. Vj., real	-4,5	-15,0	5,5	4,5
Leistungsbilanz	Mrd. €	-53,6	-50,0	-46,0	-45,0
Arbeitslosenquote	in %	6,8	7,8	8,5	8,5
Preisindex für die Lebenshaltung**	% gg. Vj.	3,5	0,7	1,9	2,1

*ohne Organisationen ohne Erwerbscharakter **harmonisiert

Quellen: Statistisches Bundesamt, EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.4 Spanien

		2008	2009s	2010p	2011p
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	0,9	-3,6	0,5	1,0
Private Konsumausgaben*	% gg. Vj., real	0,5	-5,0	0,3	0,9
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-4,4	-15,0	1,0	4,0
Exporte	% gg. Vj., real	-1,0	-12,5	4,0	3,5
Importe	% gg. Vj., real	-4,9	-19,0	2,0	2,5
Leistungsbilanz	Mrd. €	-104,4	-50,0	-45,0	-40,0
Arbeitslosenquote	in %	11,3	18,0	20,0	20,0
Preisindex für die Lebenshaltung**	% gg. Vj.	4,1	-0,3	1,7	1,9

*incl. Organisationen ohne Erwerbscharakter **harmonisiert

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.5 Großbritannien

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	0,6	-4,7	1,2	1,5
Arbeitslosenrate	%	5,7	7,9	9,0	8,4
Budgetsaldo	% des BIP	-5,0	-12,0	-12,5	-10,0
Inflationsrate	%	3,6	2,1	2,4	2,3
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,6	-2,1	-1,5	-1,5
Marktprognosen *	aktueller Stand **	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
USD je GBP	1,68	1,55	1,53	1,61	1,69
GBP je EUR	0,88	0,87	0,85	0,84	0,83
BoE-Leitzins	0,50	0,50	0,50	1,00	1,50
Rendite 10-jähr. Gilt	3,67	4,2	4,4	4,2	4,1

s=Schätzung, p=Prognose * Periodenende; ** 17.11.2009

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.6 Schweiz

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	1,8	-1,5	1,4	1,3
Arbeitslosenrate	%	2,6	3,7	4,2	3,7
Budgetsaldo	% des BIP	0,9	-0,5	-1,5	-0,5
Inflationsrate	%	2,4	-0,5	1,2	1,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	2,4	8,5	9,5	10,0
Marktprognosen *	aktueller Stand **	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
CHF je USD	1,02	1,15	1,21	1,16	1,11
CHF je EUR	1,51	1,55	1,57	1,56	1,55
SNB-Leitzins (Mittelwert)	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00
Rendite 10-j. Staatsanleihen	1,96	2,6	2,8	2,7	2,6

s=Schätzung, p=Prognose * Periodenende; ** 17.11.2009

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.7 Schweden

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	-0,4	-4,5	1,3	1,5
Arbeitslosenrate	%	6,2	9,3	11,3	11,6
Budgetsaldo	% des BIP	2,5	-3,0	-5,0	-4,5
Inflationsrate	%	3,5	-0,5	0,8	1,6
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	8,4	7,3	6,5	6,0
Marktprognosen *					
	aktueller Stand **	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
SEK je USD	6,87	7,41	7,46	7,26	7,00
SEK je EUR	10,22	10,00	9,70	9,80	9,80
RB-Leitzins	0,25	0,25	0,50	1,00	1,50
Rendite 10-jähr. Staatsanleihen	3,25	3,8	4,0	3,8	3,8

s=Schätzung, p=Prognose

* Periodenende; ** 17.11.2009

Quellen: EIU, EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.8 Polen

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	4,9	1,2	1,8	3,0
BIP pro Kopf	\$	13.794	11.359	12.484	13.342
Bevölkerung	Mio.	38,1	38,2	38,1	38,1
Arbeitslosenrate	%	9,8	10,9	12,0	11,5
Inflationsrate	%	4,2	3,4	3,0	2,7
Außenwirtschaft					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-5,5	-0,5	-3,0	-2,5
Auslandsschulden	% des BIP	43	46	46	44
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	68	54	58	62
Schuldendienst	Mrd. \$	52	53	45	53
" in % der Deviseneinnahmen	%	22	28	23	25
Liquiditätsposition					
		Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009
Währungsreserven	Mrd. \$	59,3	58,2	64,0	74,8
" in % der Importe	%	22	31	34	39
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	115,7	106,9	114,9	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	22,3	16,7	20,7	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IMF, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.9 Ungarn

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	0,6	-7,0	-1,0	2,6
BIP pro Kopf	\$	15.574	12.881	13.276	13.912
Bevölkerung	Mio.	9,9	9,9	9,9	9,9
Arbeitslosenrate	%	7,8	9,9	11,0	10,0
Inflationsrate	%	6,1	4,0	3,3	2,5
Außenwirtschaft					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-8,4	-2,0	-2,5	-3,0
Auslandsschulden	% des BIP	106	118	111	107
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	16	9	8	8
Schuldendienst	Mrd. \$	45	44	43	40
" in % der Deviseneinnahmen	%	32	42	37	31
Liquiditätsposition					
		Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009
Währungsreserven	Mrd. \$	33,8	36,9	37,9	44,7
" in % der Importe	%	22	19	20	24
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	93,9	90,5	93,2	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	11,8	19,1	18,1	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IMF, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.10 Tschechien

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	2,3	-4,3	1,5	2,3
BIP pro Kopf	\$	21.168	18.716	19.726	20.565
Bevölkerung	Mio.	10,2	10,2	10,2	10,2
Arbeitslosenrate	%	5,4	8,1	9,5	9,0
Inflationsrate	%	6,4	1,0	1,5	2,0
Außenwirtschaft					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-3,1	-1,8	-2,0	-2,4
Auslandsschulden	% des BIP	37	40	39	40
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	24	21	20	21
Schuldendienst	Mrd. \$	18	18	16	17
" in % der Deviseneinnahmen	%	10	14	12	11
Liquiditätsposition					
		Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009
Währungsreserven	Mrd. \$	36,6	36,5	38,0	40,6
" in % der Importe	%	20	19	20	21
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	48,9	44,4	48,2	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	21,0	19,3	21,3	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IMF, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.4.11 Russland

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	5,6	-7,5	2,0	3,0
BIP pro Kopf	\$	11.822	9.262	10.637	11.772
Bevölkerung	Mio.	141,8	141,4	141,0	140,5
Arbeitslosenrate	%	6,4	8,6	8,4	7,7
Budgetsaldo	% des BIP	3,8	-7,7	-6,0	-5,5
Inflationsrate	%	14,1	11,9	8,6	8,2
Außenwirtschaft					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	6,1	3,2	3,0	2,2
Auslandsschulden	% des BIP	29	34	31	30
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	70	67	75	84
Schuldendienst	Mrd. \$	68	63	63	72
" in % der Deviseneinnahmen	%	11	17	14	16
Liquiditätsposition		Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009
Währungsreserven	Mrd. \$	412,5	368,1	396,0	394,6
" in % der Importe	%	84	109	118	117
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	180,6	165,8	167,1	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	131,1	146,1	129,4	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, IMF, BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.5 Asien

4.5.1 Japan

		2008	2009s	2010p	2011p	
Binnenwirtschaft						
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	-0,7	-5,3	1,7	0,9	
BIP pro Kopf	\$	38.566	39.427	40.444	41.343	
Bevölkerung	Mio.	127,3	127,1	126,8	126,5	
Arbeitslosenrate	%	4,0	5,6	6,0	6,0	
Budgetsaldo	% des BIP	-2,7	-7,7	-8,4	-6,2	
Inflationsrate	%	1,4	-1,3	-0,8	0,0	
Außenwirtschaft						
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	3,2	2,6	2,4	2,0	
Auslandsguthaben	Mrd. \$, netto	2.485	
Saldo Kapitaleinkommen	Mrd. \$	152,3	145,7	137,2	130,4	
Marktprognosen *		aktueller Stand **	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
JPY je USD		89	102	109	104	99
JPY je EUR		133	138	142	140	138
BoJ-Leitzins		0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Rendite 10-jähr. JGB		1,31	1,6	1,7	1,6	1,5

s=Schätzung, p=Prognose

* Periodenende; ** 17.11.2009

Quellen: EIU, EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.5.2 China

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	9,0	8,2	9,2	8,8
BIP pro Kopf	\$	3.325	3.660	4.405	4.830
Bevölkerung	Mio.	1.328	1.334	1.339	1.346
Arbeitslosenrate	%	9,2	10,3	10,3	9,8
Budgetsaldo	% des BIP	-0,4	-3,8	-3,7	-2,6
Inflationsrate	%	5,9	-0,8	2,7	3,3
Außenwirtschaft					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	9,6	6,3	4,5	3,9
Auslandsschulden	% des BIP	9	7	7	7
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	214	195	231	261
Schuldendienst	Mrd. \$	34	34	28	32
" in % der Deviseneinnahmen	%	2	2	2	2
Liquiditätsposition					
Währungsreserven	Mrd. \$	1.946,0	1.953,7	2.131,6	2.272,6
" in % der Importe	%	150	167	182	195
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	153,7	139,3	149,5	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	235,9	244,4	206,3	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.5.3 Indien

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	6,1	6,0	7,7	8,0
BIP pro Kopf	\$	1.049	1.098	1.370	1.501
Bevölkerung	Mio.	1.148	1.166	1.184	1.202
Arbeitslosenrate	%	10,4	10,8	11,2	10,9
Budgetsaldo	% des BIP	-6,2	-8,0	-7,2	-6,7
Inflationsrate	%	8,3	10,2	8,8	5,5
Außenwirtschaft					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-3,0	-0,2	0,0	-0,7
Auslandsschulden	% des BIP	20	18	16	15
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	62	61	76	92
Schuldendienst	Mrd. \$	37	31	29	31
" in % der Deviseneinnahmen	%	10	10	9	8
Liquiditätsposition					
Währungsreserven	Mrd. \$	247,4	242,3	255,2	...
" in % der Importe	%	63	80	84	...
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	134,8	128,7	126,2	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	44,9	51,0	50,7	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.5.4 Südkorea

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	2,2	0,4	5,1	3,5
BIP pro Kopf	\$	18.881	16.915	19.829	20.927
Bevölkerung	Mio.	49,2	49,4	49,5	49,6
Arbeitslosenrate	%	3,2	3,8	3,8	3,7
Budgetsaldo	% des BIP	1,2	-3,9	-4,2	-2,4
Inflationsrate	%	4,7	2,8	2,7	2,7
Außenwirtschaft					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-0,7	5,2	3,7	2,7
Auslandsschulden	% des BIP	40	42	37	40
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	151	142	151	188
Schuldendienst	Mrd. \$	55	50	54	51
" in % der Deviseneinnahmen	%	10	11	11	10
Liquiditätsposition					
		Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009
Währungsreserven	Mrd. \$	201,1	206,3	231,7	249,4
" in % der Importe	%	36	50	56	61
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	186,0	168,0	180,9	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	58,1	55,3	58,1	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IMF, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.6 Brasilien

		2008	2009s	2010p	2011p
Binnenwirtschaft					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	5,1	0,0	4,0	3,5
BIP pro Kopf	\$	8.209	8.077	9.145	9.285
Bevölkerung	Mio.	192	194	197	199
Arbeitslosenrate	%	7,9	8,4	7,8	7,3
Budgetsaldo	% des BIP	-1,5	-3,2	-3,0	-2,5
Inflationsrate	%	5,7	4,9	4,2	4,0
Außenwirtschaft					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,8	-1,0	-2,1	-3,1
Auslandsschulden	% des BIP	15	14	13	13
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	40	33	40	44
Schuldendienst	Mrd. \$	64	54	49	51
" in % der Deviseneinnahmen	%	26	26	21	21
Liquiditätsposition					
		Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009
Währungsreserven	Mrd. \$	192,8	189,4	200,5	221,2
" in % der Importe	%	70	85	90	99
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	155,3	140,7	153,8	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	63,8	63,8	58,8	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, IMF, BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

Adressen der Landesbank Hessen-Thüringen

Hauptsitze

Frankfurt am Main

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

Erfurt

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

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

6450, Shanghai World
Financial Center
100 Century Avenue
Shanghai 200120
China
Telefon +86 21 68 77 77 00
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 AG

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

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

Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

Helaba Trust

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

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

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

LB Immobilienbewertungs- gesellschaft mbH

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

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

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

LB(Swiss) Privatbank AG

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

**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