

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN

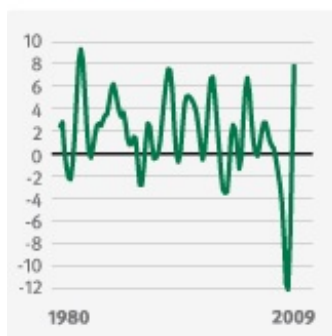
Globaler Überblick: 2009 – Erholung, aber kein Aufschwung

Nach dem tiefsten Einbruch der Weltwirtschaft in der Nachkriegsgeschichte war das Jahr 2009 wesentlich von einer Erholung geprägt. Diese Entwicklung vollzog sich allerdings vor dem Hintergrund fortgesetzt massiver staatlicher Hilfsmaßnahmen: Allen voran stützte die amerikanische Notenbank (Fed) die Wirtschaft, indem sie an der Nullzinspolitik festhielt, die sie im Vorjahr eingeleitet hatte. Die Fed nahm dabei eine signifikante Verlängerung ihrer Bilanz in Kauf. Dies führte weltweit zu erheblichen Ängsten vor einer Inflation.

Da die Frühindikatoren zum Jahresende 2008 auf den Stand der frühen 80er Jahre gefallen waren, verlief die Verbesserung der Stimmung im Jahresverlauf entsprechend dynamisch. Die tatsächliche Steigerung der Produktion begann aber erst zur Jahresmitte und setzte sich dann mehr oder minder kontinuierlich fort. Hinter der Aufwärtsdynamik des zweiten Halbjahres stand nicht zuletzt der Umstand, dass die Unternehmen ihre Produktion auf dem Höhepunkt der Krise gekürzt hatten und im Anschluss daran ihre leeren Läger wieder auffüllen mussten. Die hohe Dynamik der Verbesserung konnte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Erholungsbewegung nicht mit einem wirklichen Aufschwung zu vergleichen war. Wie tief die Wirtschaftsleistung eigentlich gefallen war, ließ sich am Niveau der Industrieproduktion ablesen: Zum Jahresende 2009 befand sich der industrielle Output in den USA – stellvertretend für den maßgeblichen Trend in den Industrienationen – auf dem Niveau des Jahres 2002, die Kapazitätsauslastung sank zur Jahresmitte mit 68,3 % auf ein neues Rekordtief, was handfeste Deflationsgefahren mit sich brachte. Auch in allen anderen Industrienationen konnte im letzten Jahr daher lediglich von einer Erholung und nicht von einem Aufschwung gesprochen werden.

Die Entwicklung in den Emerging Markets verlief gespalten: Während der Einbruch der Wirtschaftsleistung in Russland aufgrund der hohen Abhängigkeit von den Rohstoffpreisen besonders stark ausfiel, verlief der Abschwung in Lateinamerika noch relativ glimpflich. Vor allem in Brasilien war nur eine marginale Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu verzeichnen. Dagegen wurde das strukturell hohe Wachstumstempo in China und Indien kaum gebremst.

OECD-Frühindikator, G7-Staaten, Jahresveränderungsrate, Quartalsdaten



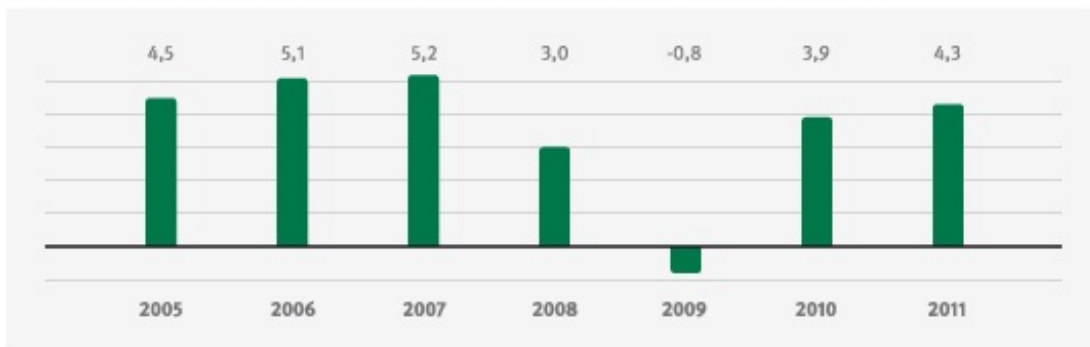
Quellen: OECD, Bloomberg, 2009.

US-Kapazitätsauslastung in %, Quartalsdaten



Quellen: Fed, Bloomberg, 2009.

Globales Bruttoinlandsprodukt, Jahresveränderungsrate, ab 2010 Schätzungen



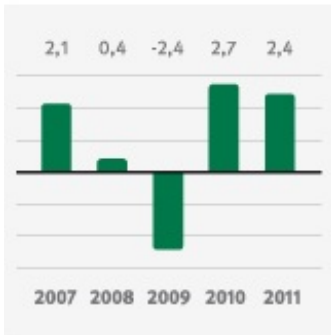
Quelle: IWF, 2009.

USA: Gedämpftes Wachstum erleichtert Abbau der Ungleichgewichte

2009 zeigte die Wirtschaft in den USA im Jahresverlauf klare Stabilisierungszeichen, worauf auch der deutliche Anstieg der Frühindikatoren verwies. Das reale BIP-Wachstum war im zweiten Quartal aber immer noch negativ und erreichte erst in der zweiten Jahreshälfte wieder positives Terrain. Der Umschwung war aber nur um den Preis weitreichender staatlicher Interventionen zu erzielen. Dabei gelang es vor allem, das Bankensystem zu stützen bzw. einen drohenden Kollaps zu vermeiden. Massive Liquiditätshilfen, öffentliche Garantien und die Rekapitalisierung der Banken trugen maßgeblich dazu bei, dass die Finanzmärkte relativ schnell wieder funktionsfähig wurden. Auf das gesamte Jahr gerechnet schrumpfte die US-Ökonomie aber immer noch um 2,4 %.

Trotz der Stabilisierungszeichen sind die Aussichten für die USA alles andere als rosig: Zentral ist, dass die US-Haushalte ihre Vermögensposition zukünftig nachhaltig stärken müssen. Dies geht zwingend mit einer Einschränkung im Konsum, dem Rückgrat der US-Wirtschaft, einher. Gradmesser der im Boom der Weltwirtschaft aufgestauten Ungleichgewichte war bekanntermaßen der US-Immobilienmarkt. Quantitative Schätzungen des IWF zeigen, dass an den weltweiten Immobilienmärkten auch jetzt noch Anpassungsbedarf im Sinne abermaliger Preisrückgänge bei den Hauspreisen bestehen könnte. Da es über ein Jahr dauert, bis sich Effekte bei den Immobilienpreisen auf den privaten Konsum auswirken, sind die retardierenden Effekte bis zuletzt sinkender Hauspreise auf die US-Wirtschaft noch nicht vollständig abgearbeitet. Daher würde ein abermaliger Abschwung bei den Immobilienpreisen zu einer erheblichen Verschlechterung der Perspektiven bis weit in das Jahr 2011 führen. Vor dem Hintergrund der geringen Kapazitätsauslastung ist auch von den Unternehmensinvestitionen nicht zu erwarten, dass diese nennenswerte Impulse liefern können. Daher wird der Pfad der wirtschaftlichen Erholung flacher verlaufen als üblich: Bis auf weiteres steht die US-Konjunkturlokomotive nicht mehr nachhaltig unter Dampf.

USA, Bruttoinlandsprodukt, Jahresveränderungsrate, ab 2010 Prognose



Quellen: Fed, IWF, 2009.

USA, Haus-Preis-Index, Jahresveränderungsrate, Quartalsdaten



Quellen: Federal Housing Finance Agency,
Bloomberg, 2009.

Europa: Kein klassischer Aufschwung, sondern gebremste Erholung

Das vergangene Jahr war in Europa zunächst von einer Fortsetzung der starken Abwärtsbewegung bei der Industrieproduktion geprägt. Die Stabilisierung der Produktion setzte zur Jahresmitte ein, zum Jahresende lag das Niveau dann wieder auf dem Stand von 1999. Obwohl die Eurozone keine globalen Ungleichgewichte wie die USA aufweist, wurde sie vom Abbau des außenwirtschaftlichen Defizits in den USA negativ tangiert. Dies wird besonders augenfällig anhand der Entwicklung des Euro, der eine starke Aufwertung verzeichnete: Über den Wirkungsmechanismus des Wechselkurses wurde damit der Export der gesamten Eurozone gebremst. Insgesamt fiel das Wachstum des europäischen Bruttoinlandsprodukts mit einem annualisierten Quartalsminus von fast 10 % im ersten Quartal so tief wie noch nie seit Einführung des Euro.

Analog zur Weltwirtschaft konnte die europäische Wirtschaft dann im weiteren Verlauf eine Stabilisierung erreichen. Auch in Europa ist aber mit den längerfristigen Folgen des Immobilienpreisverfalls noch zu rechnen, so dass bis zuletzt eine hohe Unsicherheit über die Stärke und Nachhaltigkeit der Erholung bestand. Während die Krise der Staatsfinanzen in Griechenland noch auf eine mangelnde Ausgabendisziplin und andere ordnungspolitische Schwächen zurückgeführt werden konnte, geriet zum Jahresende auch Spanien, das an den Spätfolgen des heimischen Immobilienbooms litt, in das Visier der Rating-Agenturen. Grundsätzlich ist der Fall Griechenland geeignet, die Solidität des Stabilitäts- und Wachstumspaktes bzw. des gesamten Europrojekts in Frage zu stellen.

Mit Blick auf die EZB ist festzuhalten, dass die Kreditvergabe trotz erheblicher geldpolitischer Stimulierung durch die Niedrigzinspolitik noch nicht angesprungen ist, bis zuletzt in vielen Aggregaten sogar rückläufig war. Dahinter standen sowohl Angebots- als auch Nachfrageeffekte. Zum einen ging die Nachfrage nach Krediten aufgrund des gedämpften Ausblicks zurück, zum anderen sank auch seitens der Finanzinstitute die Bereitschaft, Kredite zu vergeben.

Tatsächlich beließ die EZB den Hauptrefinanzierungssatz bis zum Jahresende bei 1 %. Bis zuletzt sah sie den Aufschwung in

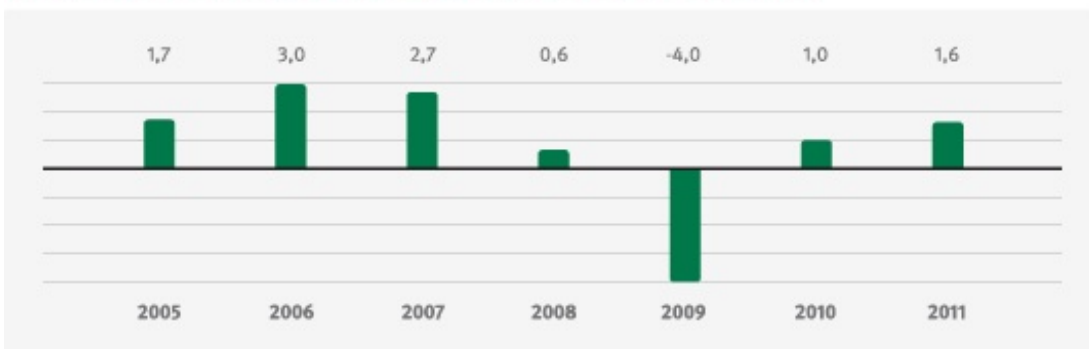
Europa zu Recht als nicht nachhaltig, die wirtschaftliche Perspektive noch nicht als wirklich gefestigt an. Die EZB war auch gut beraten, keine isolierte Änderung der Politik einzuleiten, da dies die Aufwertung des Euro nochmals beschleunigt hätte. Dies beleuchtete den begrenzten Handlungsspielraum auch einer EZB. Legitimiert wurde die Politik der EZB dabei aber auch von einer stark rückläufigen Inflationsentwicklung, die sich mit dem extrem schwachen Umfeld naturgemäß verband.

Index der EU-Industrieproduktion



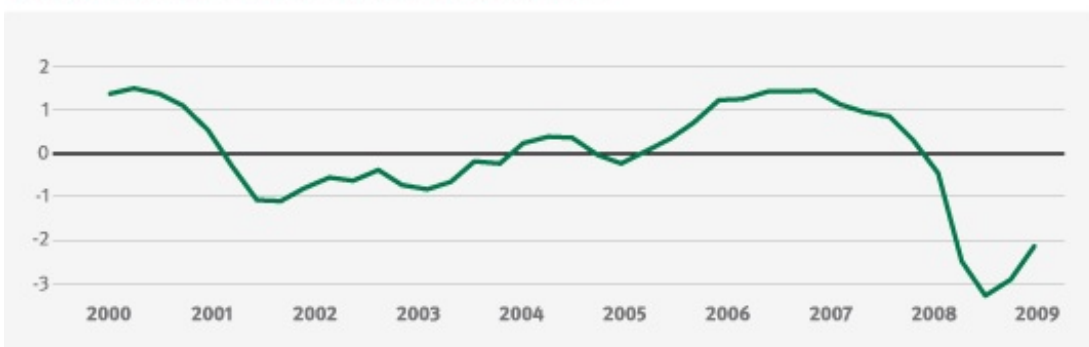
Quellen: Eurostat, Bloomberg, 2009.

Europa, Bruttoinlandsprodukt, Jahresveränderungsrate, ab 2010 Prognose



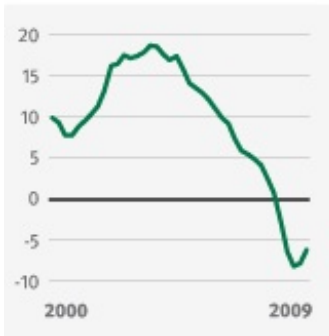
Quellen: Eurostat, Bloomberg, IWF, 2009.

Einkaufsmangerindex für den Euroraum, Quartalsdaten



Quellen: Europäische Kommission, Bloomberg, 2009.

Spanien, Haus-Preis-Index, Jahresveränderungsrate, Quartalsdaten



Quellen: Ministerio de Vivienda,
Bloomberg, 2009.

Zur Lage in Deutschland: Stabiler Arbeitsmarkt wirkt zweischneidig

Nachdem die deutsche Volkswirtschaft in die tiefste Rezession seit 1949 gefallen war, setzte zur Jahresmitte 2009 eine Erholung ein. Dabei stieg das Bruttoinlandsprodukt vor allem im dritten Quartal wieder kräftig an, nachdem es im ersten Quartal einen annualisierten Einbruch von über 13 % verzeichnet hatte. Die Trendwende kam mit dem dritten Quartal, als die stützende Wirkung des privaten Konsums allmählich nachließ und eine zyklisch getriebene Lageraufstockung seitens der Unternehmen einsetzte. Auf das Gesamtjahr gesehen ging die Wirtschaftsleistung in Deutschland 2009 um 5,0 % zurück. Die Impulse kamen zum Jahresende lediglich vom Außenhandel.

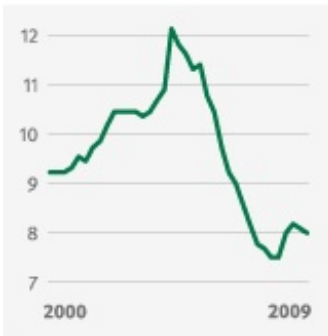
Auch in Deutschland haben die staatlichen Interventionen einiges abgefedert und das „Schlimmste“ verhindert, sei es in Form gezielter diskretionärer Maßnahmen, sei es in Form automatischer Stabilisatoren. Mit Maßnahmen wie etwa dem Kurzarbeitergeld werden die Auswirkungen der Krise zeitlich gestreckt. Die Kehrseite dieser Maßnahmen ist aber, dass es auch durchaus länger dauern kann, bis die Krise abgearbeitet ist. In ungewöhnlich scharfem Kontrast zum Ausland hat sich der deutsche Arbeitsmarkt aufgrund der bestehenden Maßnahmen bislang noch relativ stabil gezeigt. Viele Unternehmen haben darauf gesetzt, dass die Krise lediglich temporär ist und es sich lohnt, Arbeitskräfte etwa mit Kurzarbeit zu halten. In der Folge dieser Entwicklung sind allerdings die Arbeitskosten signifikant gestiegen. Kommt es nunmehr erneut zu einer Abschwächung der Erholung, dürfte ein deutlich spürbarer Arbeitskräfteabbau nachfolgen, da die Unternehmen nunmehr zur Kapazitätsanpassung gezwungen sind.

Ifo-Indikator für Deutschland



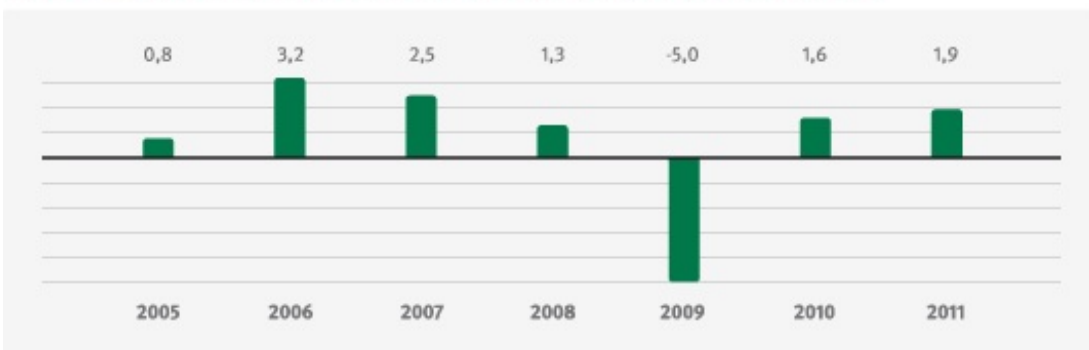
Quellen: Ifo-Institut, Bloomberg, 2009.

Deutschland, Arbeitslosenquote, Quartalsdaten



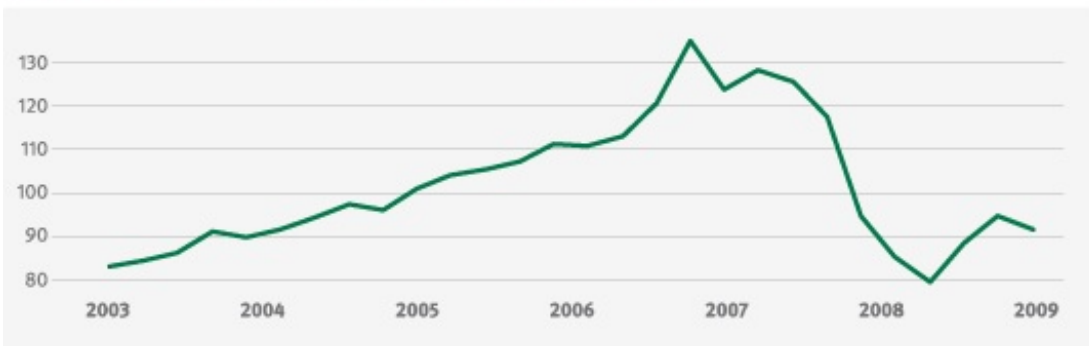
Quellen: Deutsche Bundesbank, Bloomberg, 2009.

Deutschland, Bruttoinlandsprodukt, Jahresveränderungsrate, ab 2010 Prognose



Quellen: Statistisches Bundesamt, IWF, Deutsche Bundesbank, Bloomberg.

Deutschland, Auftragseingang aus dem Ausland, Quartalsdaten



Quellen: Deutsche Bundesbank, Bloomberg, 2009.

Die wirtschaftliche Lage in Nordrhein-Westfalen: Die Rezession hinterlässt ihre Spuren

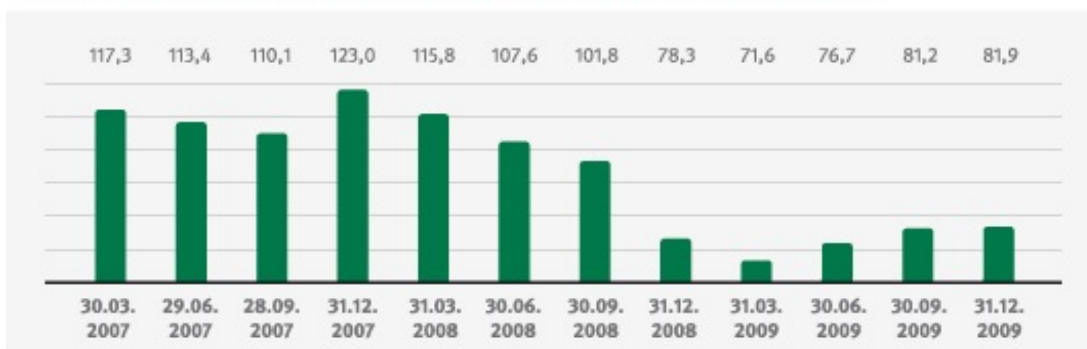
Die starke Rezession prägte 2009 Nordrhein-Westfalen in besonderem Maße: Viele der exportorientierten und/oder besonders zyklischen Branchen des Verarbeitenden Gewerbes haben hier einen überproportional hohen Anteil an der gesamten Wirtschaftsleistung. Der Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts in Nordrhein-Westfalen lag daher mit einem Wert von 7,9 % im ersten Halbjahr 2009 oberhalb des Einbruchs im gesamten Bundesgebiet, die Erholung im zweiten Halbjahr verlief in Nordrhein-Westfalen entsprechend dynamischer. Auf das Gesamtjahr gesehen dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt in Nordrhein-Westfalen 2009 letzten verfügbaren Schätzungen zufolge um ca. 5,0 % gegenüber dem Vorjahr zurückgefallen sein.

Analog zum Bundesgebiet wurde der Abschwung im ersten Halbjahr durch die Konsumnachfrage abgemildert. Der Tiefpunkt wurde dann etwa zur Mitte des zweiten Quartals erreicht. Getragen von der Lageraufstockung und dem Anspringen der Auslandsnachfrage setzte eine Trendwende nach oben ein. Zum Jahresende nahm die Dynamik dieser Bewegung aber wieder

ab. Auch für Nordrhein-Westfalen zeichnete sich damit zuletzt ab, dass die aktuellen Erholungstendenzen zu nennenswerten Teilen durch die zyklischen Lagerinvestitionen ausgelöst wurden.

Mit Blick auf die starken Niveaueffekte, die die Rezession ausgelöst hat, sind die Perspektiven für eine baldige Auslastung der vorhandenen Kapazitäten in der nahen Zukunft gedämpft. Wie auch in Gesamtdeutschland sind damit vor allem weitere Belastungen am Arbeitsmarkt zu erwarten: Die Unternehmen haben bislang versucht, ihre Stammebelegschaften mit Überbrückungsmaßnahmen wie Kurzarbeitergeld etc. zu halten. Zwar war die Beschäftigung bereits rückläufig, die Arbeitslosenquote in Nordrhein-Westfalen lag mit 9,0 % zum Jahresende 2009 aber immer noch deutlich unter entsprechenden Vorjahren. Zwischenzeitlich ist bei den Unternehmen zwar wieder etwas mehr Zuversicht eingekehrt, insofern als dass die Erwartungen sich stabilisiert haben. Nach wie vor stehen die Unternehmen jedoch vor großen Herausforderungen: So hat sich die Finanzierungssituation der Unternehmen weiter verschlechtert, die Investitionsneigung war zuletzt ausgesprochen gedämpft, es werden primär Ersatzbeschaffungen vorgenommen. Wird im Rahmen einer wirtschaftlich schwächeren Gangart zukünftig deutlich, dass die Kapazitäten auf einen längeren Zeitraum unterausgelastet bleiben werden, wird der Arbeitsmarkt in Nordrhein-Westfalen weiter spürbar leiden.

Nordrhein-Westfalen, Auftragseingang Verarbeitendes Gewerbe, Quartalsdaten



Quelle: IT.NRW.

Die Entwicklung der internationalen Kapitalmärkte

Auch an den Kapitalmärkten kann 2009 als das Jahr der Erholung bezeichnet werden. Wie so oft entwickelten sich die Finanzmärkte mit einem leichten Vorlauf zur Realwirtschaft und erreichten ihren Tiefpunkt im ersten Quartal des vergangenen Jahres. Ausgehend von diesem Tiefpunkt verlief die Entwicklung bei den maßgeblichen Aktienindices stetig nach oben. Ausdruck der Verbesserung der Stimmung war vor allem das Absinken der Credit Spreads, also des Risikoaufgeldes, das Kreditnehmer jenseits etwa der Zinszahlungen für risikolose Staatsanleihen zu entrichten haben. Diese Risikoprämien sind ein wichtiger Gradmesser für das Vertrauen, das die Kapitalmärkte in die Zukunft haben.

Gleichwohl verblieben die Credit Spreads bis zum Jahresende oberhalb historischer Mittelwerte und verwiesen bis zuletzt auf nach wie vor bestehende Risiken: Die Lage im Finanzsektor hat sich zwar weiter verbessert, nach wie vor war aber die Kreditvergabe bzw. die Risikointermediation aufgrund des Ausfalls wichtiger Finanzteilmärkte für verbriefte Finanzierungen gestört. Darüber hinaus haben vor allem die US-Banken Refinanzierungsprobleme, die dadurch verschärft werden, dass der Großteil der Verluste aus der Finanzkrise noch nicht abgeschrieben ist. Im Ergebnis sind die Kreditstandards aufgrund der Risikoaversion der Banken hoch und die Verfügbarkeit von Kredit für die Realwirtschaft ist gering.

Die teilweise hohe Gesamtjahresperformance der etablierten Börsen ist vor allem dem tiefen Fall im Vorjahr geschuldet. Auf das Jahr 2009 gesehen, gewann der Dow-Jones-Index gegenüber dem 31. Dezember 2008 (im Folgenden Total Return, jeweils in lokaler Währung) 22 %. Der technologieorientierte NASDAQ-Composite-Index konnte aufgrund seiner höheren Sensibilität sogar um 45,1 % zulegen. Auch in Japan verbuchte der Nikkei mit einem Plus von 20,7 % einen deutlichen Zuwachs. Bei dem Blue-Chip-Index EURO STOXX 50 konnte ein Gewinn von 25,9 % der Börsenkapitalisierung verzeichnet werden. Mit einer Performance von 23,9 % gewann das deutsche Börsenbarometer DAX nur leicht weniger als europäische Benchmark Indices.

USA, Credit Spreads: Treasuries vs. AAA-Industrials, Quartalsdaten



Quelle: Bloomberg, 2009.

Deutsche Kapitalmarktzinsen, Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg, 2009.

Ausblick

Insgesamt ist der Weg zu einer Normalisierung der Weltwirtschaft noch weit: Die verzögerten Wirkungen der erhöhten Arbeitslosigkeit auf den Konsum, die anhaltenden Ungleichgewichte auf dem US-Immobilienmarkt, der Entschuldungsbedarf der privaten Haushalte, die Staatsschulden und die erst zur Hälfte abgeschriebenen Verluste in den Bankbilanzen bilden Hindernisse für eine schnelle Normalisierung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

Insofern scheint die Verbesserung des Sentiments, die das abgelaufene Jahr geprägt hat, zu einem Gutteil der fiskalischen Intervention und der großzügigen Versorgung der Märkte mit Liquidität geschuldet. Wenn diese Maßnahmen auslaufen, dürften die der Wirtschaft immer noch immanenten Ungleichgewichte in Form unterproportionalen Wachstums in den Industrienationen zum Tragen kommen. Vor diesem Hintergrund dürfte vor allem der Inflationsdruck aus der Realwirtschaft gering bleiben: Es besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür, dass die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung erst in einigen Jahren ausreichen wird, um das Output Gap zu schließen. Der für eine Zentralbank wirklich maßgebliche Preisdruck aus dem Lohnsetzungsprozess dürfte dabei nicht aufkommen, die Impulse werden bei unterausgelasteten Kapazitäten eher deflationär sein.

Demgegenüber können die Gefahren aus den liquiditätsschaffenden Sondermaßnahmen der Notenbanken im Rahmen einer Erholung durchaus schlagend werden. Die ordnungsgemäße Rückführung dieser extremen Notenbankmaßnahmen im Spagat zwischen der notwendigen Stimulierung und dem Vermeiden neuer Inflationspotenziale wird zukünftig die zentrale Aufgabe der Wirtschaftspolitik. Daher dürfte das Jahr 2010 von einer vorsichtigen Rückführung der Liquidität geprägt sein, während die Notenbanken das realwirtschaftliche Momentum der Weltwirtschaft und die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Belebung laufend einer kritischen Analyse unterziehen werden.

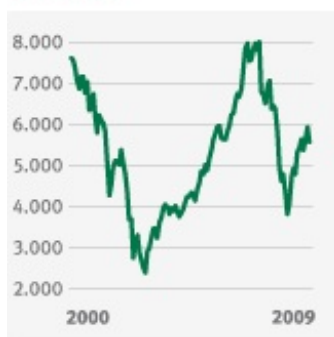
Während das Wachstum in den etablierten Industrienationen weiterhin unterdurchschnittlich bleiben wird, dürfte die globale Dynamik mehr und mehr von der Entwicklung in den Schwellenländern geprägt werden, allen voran – wie bereits in

vergangenen Jahren – China und Indien. Der qualitative Unterschied wird hier daran deutlich, dass diese Volkswirtschaften bereits jetzt schon wieder mehr produzieren als vor Ausbruch der Krise, während die Industrieländer zum Jahresende erst rund ein Viertel des Einbruchs haben aufholen können. Beide Länder können das geringere Wachstum in den Industrienationen zwar nicht vollständig kompensieren, es scheint hier aber, als ob das hohe Trendwachstum mit geschätzten Zuwächsen von 10 % bzw. 7,7 % erhalten bliebe. Weitere Impulse für die Weltwirtschaft werden auch von den übrigen Schwellenländern ausgehen, deren demografische Trends ein strukturell höheres Wachstum bewirken.

Auf Basis der zuletzt verfügbaren Daten gehen wir davon aus, dass die Notenbanken zunächst extrem vorsichtig beginnen werden, die Notmaßnahmen zu revidieren. Den Einstieg in höhere Leitzinsen sehen wir nicht vor der zweiten Jahreshälfte, der Zinsanstieg sollte mit Blick auf die wohl nachhaltige Kapazitätsunterauslastung insgesamt moderat ausfallen. Die Aktienmärkte bleiben rückschlagsgefährdet. Wir sehen keine schnelle Erosion der Leitwährungsrolle des US-Dollar, so dass die Wende beim US-Dollar mit zunehmendem Zeitbezug immer wahrscheinlicher wird. Bei den Rohstoffpreisen ist mit einer Normalisierung zu rechnen, es könnte aber noch länger dauern, bis sich die Rohstoffkosten in realer Rechnung wieder normalisiert haben.

Eine laufend aktualisierte Zins- und Währungsprognose für die maßgeblichen Industrienationen finden Sie auch unter Volkswirtschaft & Analysen direkt auf der NATIONAL-BANK Startseite im Internet: www.national-bank.de.

DAX Index



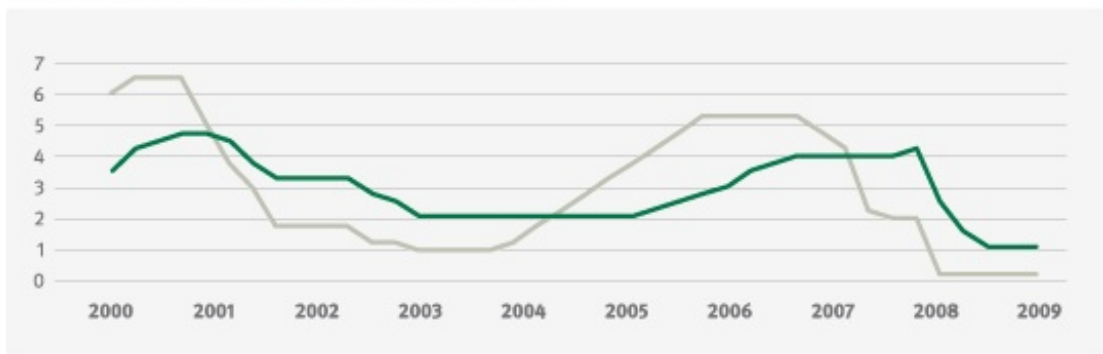
Quelle: Bloomberg, 2009.

US-Sparquote in %, Quartalsdaten



Quellen: BEA, Bloomberg, 2009.

Fed- und EZB-Refinanzierungssätze im Vergleich



■ EZB ■ Fed

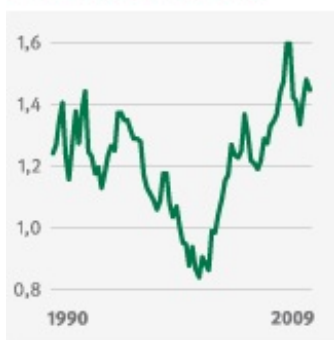
Quellen: Fed, EZB, Bloomberg.

US-Kerninflation, Jahresveränderungsrate, Quartalsdaten, ab 2010 Prognose



Quellen: Bureau of Labour Statistics, Bloomberg, Survey of Professional Forecasters, 2009.

US-Dollar, Quartalsdaten



Quelle: Bloomberg, 2009.

NATIONAL-BANK AG
Theaterplatz 8
45127 Essen

Telefon +49 (0)201/8115-0
Telefax +49 (0)201/8115-500

E-Mail info@national-bank.de
Internet www.national-bank.de