



## Konjunkturausblick 2010

### Positive Signale für die deutsche Wirtschaft

21. Januar 2010

**Die deutsche Wirtschaft hat zur Jahresmitte 2009 ihre tiefste Rezession in der Nachkriegsgeschichte überwunden.**

**Für das laufende Jahr sind wir optimistisch, dass sich die Erholung fortsetzt** und der Aufschwung, der derzeit noch größtenteils den Impulsen der Geld- und Fiskalpolitik geschuldet ist, zunehmend selbsttragend wird. Dafür sprechen die expansive Geld- und Fiskalpolitik, die Stabilisierung an den Finanzmärkten, der synchrone weltwirtschaftliche Aufschwung, die niedrige Inflation sowie die verbesserte Stimmung sowohl der Unternehmen, als auch der Haushalte.

**Im laufenden Jahr rechnen wir mit einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um gut 2%**, nachdem die wirtschaftliche Aktivität in 2009 um 5% geschrumpft war.

**Der private Konsum dürfte im laufenden Jahr um rund ¾% zulegen**, da die Haushalte wieder steuerlich entlastet werden, die Inflation niedrig bleibt und die Beschäftigung infolge der weiter regen Inanspruchnahme der Kurzarbeit nur leicht zurückgeht.

**Mit der Erholung des Exports sowie steigender Gewinne dürfte auch die Investitionskonjunktur trotz der hohen Unterauslastung der Produktionskapazitäten wieder anspringen.** Bei den Ausrüstungsinvestitionen rechnen wir mit einem Plus von knapp 6%, nachdem sie in 2009 um ein Fünftel eingebrochen waren. Bei den Bauinvestitionen halten wir, insbesondere aufgrund eines im Zuge der Konjunkturpakete regen öffentlichen Baus, einen Zuwachs von knapp 1% für möglich.

**Die wichtigsten Zentralbanken werden ab der Jahresmitte beginnen, ihre Leitzinsen langsam nach oben zu schleusen und ihre unorthodoxen Maßnahmen äußerst vorsichtig zurückzufahren.** Im kommenden Jahr werden wohl die geldpolitischen Zügel noch weiter gestrafft. Da wir davon ausgehen, dass auch die Fiskalpolitik 2011 restriktiver wird, erwarten wir im Verlauf des kommenden Jahres eine nachlassende Wachstumsdynamik. Dennoch dürfte die deutsche Wirtschaft dann mit knapp 1 ½% immer noch leicht über Potenzial zulegen.

*Die vorliegende Studie basiert auf dem von Global Markets Research im Dezember 2009 veröffentlichten „World Outlook“ und vertieft die dort beschriebene Analyse für Deutschland.*

www.  
dbresearch.de

#### Autoren

Bernhard Gräf  
+49 69 910-31738  
bernhard.graef@db.com

Tobias Just  
+49 69 910-31876  
tobias.just@db.com

Jochen Möbert  
+49 69 910-31727  
jochen.moebert@db.com

Stefan Schneider  
+49 69 910-31790  
stefan-b.schneider@db.com

#### Editor

Stefan Schneider

#### Publikationsassistentz

Bettina Giesel

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland

Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Fax: +49 69 910-31877

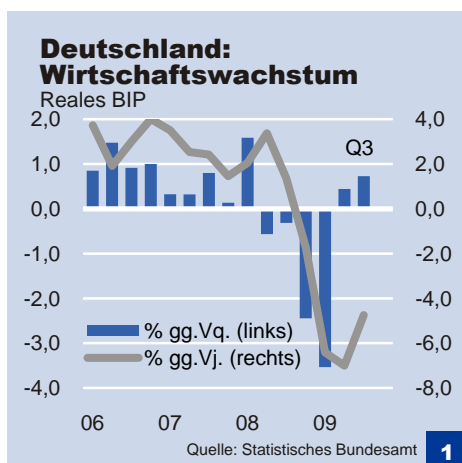
#### DB Research Management

Thomas Mayer





## Deutsche Wirtschaft wächst wieder



1

Nach dem dramatischen Einbruch im Winterhalbjahr 2008/09, als der Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers die Welt in eine Schockstarre versetzte und die deutsche Wirtschaft um insgesamt 6% schrumpfte, hat sich die Weltwirtschaft und ebenso die deutsche Wirtschaft wieder merklich erholt. Im zweiten Quartal 2009 ist die deutsche Wirtschaft nach vier Quartalen mit schrumpfender Wirtschaftsaktivität wieder um 0,4% gegenüber dem Vorquartal gewachsen und hat im dritten Quartal sogar um 0,7% zugelegt, im vierten Quartal dann allerdings stagniert. Dennoch ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahresdurchschnitt 2009 um 5% gesunken und die Erholung hauptsächlich den Impulsen der extrem lockeren Geldpolitik sowie den Konjunkturpaketen zu verdanken.

### Fünf Gründe, wieso es 2010 besser wird

Für das laufende Jahr erwarten wir eine Fortsetzung der Erholung und ein robustes Wirtschaftswachstum von gut 2% in Deutschland. Die Gründe dafür liegen in

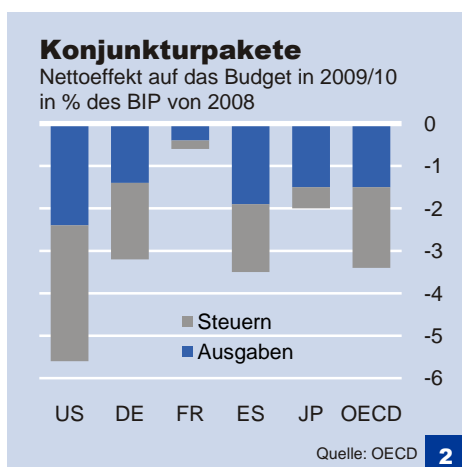
1. der entschlossenen Reaktion der Politik,
2. der Stabilisierung der Finanzmärkte,
3. dem synchronen weltwirtschaftlichen Aufschwung,
4. der niedrigen Inflation sowie
5. der verbesserten Stimmung, insbesondere der Unternehmen.

### 1. Grund: Wirtschaftspolitik 2010 noch expansiv

Ein Grund für unseren Optimismus liegt in der raschen und richtigen Reaktion der Politik auf die sich dramatisch verschärfende Finanzkrise sowie den globalen Abschwung. Frühzeitig wurden weltweit tiefgreifende Maßnahmen zur Rettung von Banken und zur Stabilisierung der Finanzmärkte ergriffen sowie umfangreiche Konjunkturprogramme beschlossen. Schätzungen zufolge dürften letztere weltweit einen Umfang von rund 2 ½% des globalen BIP erreichen. Insbesondere die USA stemmen sich mit einem besonders umfangreichen Paket von 5,5% des amerikanischen BIP gegen den Absturz ihrer Wirtschaft. Wichtig dabei ist, dass die Stützungsmaßnahmen nicht nur auf 2009 zielten, sondern auch auf 2010. Damit wirkt die Fiskalpolitik nahezu überall auf der Welt – auch aufgrund von Wirkungsverzögerungen – im laufenden Jahr noch expansiv.

### Konjunkturpakete im Umfang von über 3% des BIP

Dies gilt insbesondere für Deutschland, wo zwei Konjunkturpakete im Volumen von insgesamt 3% des BIP in Kraft gesetzt wurden. Ein drittes, das so genannte „Wachstumsbeschleunigungsgesetz“, über EUR 8 ½ Mrd. oder gut ¼% des BIP wurde kürzlich beschlossen. Die Konjunkturpakete I und II umfassen u.a. Steuersenkungen und Steuerentlastungen sowohl bei der Einkommen- als auch der Unternehmensteuer, die Erhöhung des Kindergeldes, die Senkung der Beitragssätze der Arbeitslosen- und gesetzlichen Krankenversicherung, die Pkw-Abwrackprämie, die Ausweitung der Kurzarbeit sowie höhere Staatsausgaben insbesondere im Bereich der Infrastruktur. Letztere wirken vor allem in 2010. Mit dem Wachstumsbeschleunigungsgesetz werden 2010 die Familien noch einmal über einen höheren Kinderfreibetrag entlastet. Zudem gibt es Lockerungen bei der Erbschafts- und Unternehmensteuer sowie eine Reduzierung der Mehrwertsteuer auf Hotelübernachtungen von derzeit 19% auf den verringerten Satz von 7%.



2

Der aus den Konjunkturpaketen resultierende Wachstumsimpuls ist allerdings geringer als die Wirkung auf das Budget, da die Steuer- und Ausgabenmultiplikatoren angesichts der außergewöhnlichen Geschwindigkeit und Tiefe des Einbruches niedriger sein dürften als üblich. Der Sachverständigenrat schätzt die konjunkturelle Wirkung der beiden Konjunkturpakete auf rund 1,6% des BIP in 2009 und knapp ½% des BIP im laufenden Jahr. Jedoch sind solche Schätzungen mit Vorsicht zu interpretieren, da sie stark vom jeweils zugrunde liegenden Modell abhängig sind. Der Effekt könnte in 2010 höher ausfallen, da sich bei den Infrastrukturausgaben für 2009 budgetierte Ausgaben in 2010 verschoben haben.

**Massive Defizitausweitung**

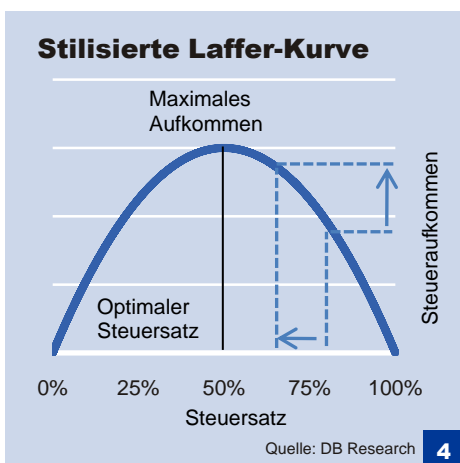
Die Kehrseite der Medaille liegt in der Ausweitung des Budgetfehlbetrages. Die Konjunkturpakete dürften zusammen mit den Wirkungen der automatischen Stabilisatoren (u.a. niedrigere Steuereinnahmen und höhere Ausgaben für Arbeitslose aufgrund der Rezession) das Budgetdefizit des gesamten öffentlichen Sektors im laufenden Jahr auf rund 5 ¼% des BIP anschwellen lassen nach 3,2% in 2009. Dies wäre fast doppelt so hoch wie die im Maastrichter Vertrag festgelegte Grenze von 3% des BIP. Dies ist allerdings im Rahmen des revidierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes temporär zulässig. Unserer Berechnung zufolge steigt die Staatsverschuldung von rund 66% des BIP Ende 2008 in Richtung 80% an. Die 60% Schuldengrenze des Maastrichter Vertrages rückt damit in weite Ferne.

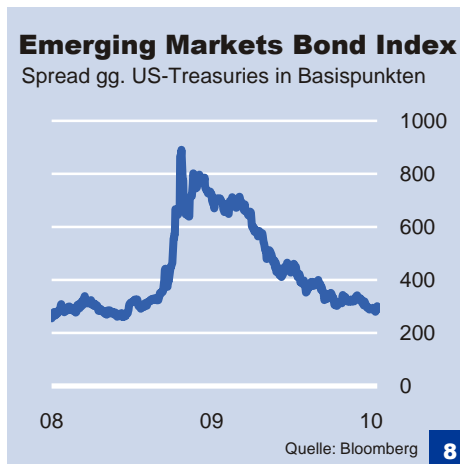
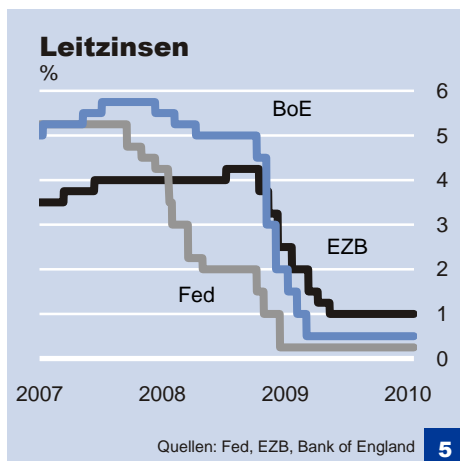
**Fiskalpolitik wird 2011 leicht restriktiv**

Die Staatsverschuldung wird auch 2011 noch weiter zunehmen und in Relation zum BIP wohl auch die 80%-Marke erreichen, obwohl wir davon ausgehen, dass in 2011 erste Sparmaßnahmen eingeleitet werden und das gesamtstaatliche Budgetdefizit in Richtung 4 ½% des BIP sinkt. Dabei ist unterstellt, dass es bestenfalls eine erste Weichenstellung für den Einstieg in die im Koalitionsvertrag vereinbarte Einkommensteuerentlastung gibt. Diese steht, wie alle übrigen Maßnahmen des Koalitionsvertrages auch, ausdrücklich unter „Finanzierungsvorbehalt“. Die Sparzwänge werden auch mit Blick auf ein Defizitverfahren der EU Kommission 2011 dominieren. Somit scheint die anvisierte Steuerentlastung von bis zu EUR 24 Mrd. oder rund 1% des BIP kaum realisierbar, zumal wohl bestenfalls eine 50%-ige Selbstfinanzierung zu erhoffen ist.

**Geplante Einkommensteuersenkung nicht selbstfinanzierend**

Theoretisch kann eine Steuersenkung selbstfinanzierend sein, wenn die dadurch gesetzten Anreize die Wirtschaftssubjekte dazu veranlassen, mehr zu arbeiten, was zu höheren Löhnen und somit wieder höheren Steuereinnahmen führt. Die berühmte „Laffer“-Kurve beschreibt den Zusammenhang zwischen Steuersatz und Steueraufkommen einer Volkswirtschaft. Ein sehr niedriger Steuersatz erzeugt dabei ein kleines Steueraufkommen, da der Staat nur einen kleinen Teil des Volkseinkommens abschöpft. Ein sehr hoher Steuersatz indes reduziert durch sinkende Anreize die Wirtschaftskraft und führt somit ebenfalls zu einem geringen Steueraufkommen. Entsprechend der „Laffer“-Kurve kann der optimale Steuersatz bestimmt werden, der das Steueraufkommen maximiert. Liegt der aktuelle Steuersatz über dem optimalen, führt eine Reduzierung des Steuersatzes zu höheren Steuereinnahmen. Eine Steuersenkung könnte also theoretisch durchaus selbstfinanzierend sein. Allerdings kommt eine aktuelle empirische Studie für Deutschland lediglich auf einen





Selbstfinanzierungsgrad von rund 50%, und in vielen anderen Untersuchungen liegt der Grad der Selbstfinanzierung sogar noch deutlich niedriger. Damit würde eine Steuersenkung um einen Euro zwar tatsächlich die Wirtschaft ankurbeln, aber das zusätzliche Steueraufkommen lediglich 50 Cent betragen.

### Schuldenbremse erfordert Einsparungen

Einsparungen gebietet auch die Schuldenbremse, die in den kommenden Jahren eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte vorgibt. Die Haushalte von Bund und Ländern sind danach grundsätzlich ohne die Aufnahme von Krediten auszugleichen. Für den Bund bedeutet dies, dass die strukturelle Neuverschuldung, also die um Konjunkturschwankungen bereinigte Kreditaufnahme, ab dem Jahr 2016 einen Wert von 0,35% des BIP nicht überschreiten darf. Für die Bundesländer gelten noch strengere Regeln, die ab dem Jahr 2020 eine strukturelle Neuverschuldung völlig ausschließen.

### Geldpolitik: Einstieg in den Ausstieg

Schneller als die Fiskalpolitik hat die Geldpolitik auf die sich ausweitende Finanzkrise und den Abschwung der Weltwirtschaft reagiert. Innerhalb von nur wenigen Monaten haben die wichtigen Zentralbanken ihre Leitzinsen drastisch auf historisch niedrige Niveaus gesenkt. So beträgt der Leitzins der Fed aktuell nur noch zwischen 0 und 0,25%, der der Bank von England 0,50% und der Refinanzierungssatz der Europäischen Zentralbank 1%. Darüber hinaus hat die EZB ihre Refinanzierungsgeschäfte auf 12 Monate verlängert, bislang alle Gebote vollständig zugeteilt und – zumindest ansatzweise – auch unorthodoxe Maßnahmen ergriffen. So hat sie bislang EUR 29 Mrd. oder knapp die Hälfte der anvisierten Pfandbriefkäufe über EUR 60 Mrd. getätigt, was allerdings selbst bei voller Ausschöpfung nur etwa 3% des Marktvolumens entspricht. Die Bilanzsumme der EZB hat sich von September bis Dezember 2008 um 40% auf EUR 2000 Mrd. oder gut ein Fünftel des BIP der Eurozone erhöht; seither ist sie aber wieder um fast 15% gesunken.

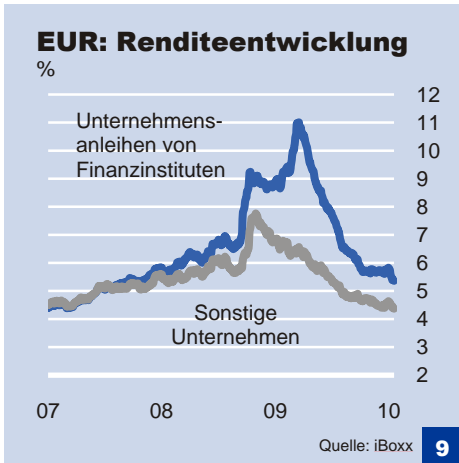
### EZB bereitet Märkte behutsam vor

Die EZB bereitet derzeit die Märkte schon auf den Ausstieg aus ihrer extrem lockeren Geldpolitik vor. So hat sie das dritte und letzte Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von 12 Monaten Mitte Dezember 2009 durchgeführt, den letzten 6 Monats-Tender für Ende März ausgeschrieben sowie die unbegrenzte Zuteilung zum festen Refi-Satz nur noch bis Mitte April zugesagt. Im Vergleich zur Fed kann die EZB ihre Exitstrategie relativ einfach implementieren, da sich ihre Lockerungsmaßnahmen überwiegend auf Zinssenkungen sowie auf die Repo-Laufzeiten und -volumina konzentrieren, also befristete liquiditätssichernde Maßnahmen, die bei Ablauf des Geschäftes automatisch zurückgeführt werden.

Leitzinsanhebungen erwarten wir erst ab dem Herbst dieses Jahres, so dass der Refi-Satz zum Jahresende bei 2% liegen könnte. Allerdings kann damit noch nicht von einer restriktiven Geldpolitik gesprochen werden. Bildlich gesprochen gibt die EZB damit immer noch Gas, nur etwas weniger als im Krisenjahr 2009. Die Geldpolitik liefert somit auch in 2010 noch Wachstumsimpulse, die wohl erst in 2011 langsam nachlassen dürften, wenn die EZB weiter auf ihrem Weg in Richtung einer neutralen Geldpolitik voranschreitet.

## 2. Grund: Stabilisierung an den Finanzmärkten

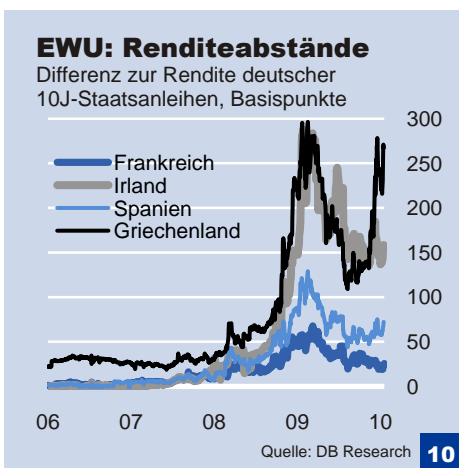
Ein weiterer Grund für unseren Wachstumsoptimismus für 2010 ist die anhaltende Stabilisierung an den Finanzmärkten, die tendenziell



die Finanzierungskosten von Unternehmen senkt und so das Investitionsumfeld verbessert. Die gute Aktienmarktentwicklung sowie niedrigere Renditeaufschläge bei Anleihen von Emerging Markets und Unternehmen gegenüber Staatsanleihen zeigen, dass die durch die internationale Finanzkrise ausgelöste Flucht in Sicherheit im ersten Halbjahr 2009 von einer moderaten Risikobereitschaft abgelöst wurde. So hat sich der Renditeabstand von Anleihen von Finanzinstituten im Euroraum zu Bundesanleihen seit seinem Höhepunkt von 800 Basispunkten Anfang 2009 kräftig verringert und sich seit September 2009 bei rund 250 Basispunkten eingependelt. Damit ist die Rendite dieser Anleihen auf zuletzt 5 ¾% gesunken, gegenüber 11% in der Spitze. Dies ist zwar immer noch höher als vor dem Ausbruch der Finanzkrise (2007 lag sie im Mittel bei 5%). Im Vergleich zum Höhepunkt der Finanzkrise haben sich die Finanzierungsbedingungen für Finanzinstitute aber dennoch merklich verbessert. Das gleiche gilt auch für die Industrieunternehmen, deren Anleiherenditen wieder das Niveau von 2007 erreicht haben.

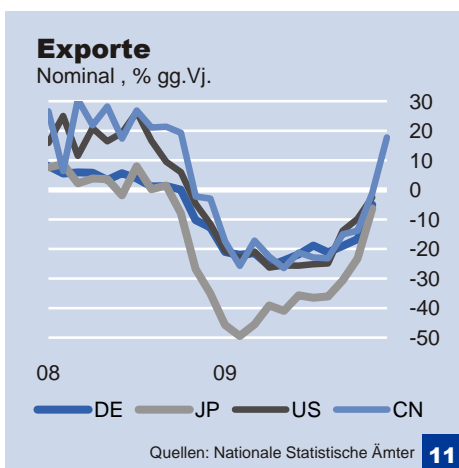
**Nur leicht steigende Anleiherenditen**

Mit Blick auf das robuste Wirtschaftswachstum und unter der Bedingung, dass sich die Finanzkrise weiter entspannt und damit die Risikobereitschaft weiter zunimmt, rechnen wir mit einem Anstieg der Renditen für Staatsanleihen bis zum Jahresende 2010 auf 4% (aktuell 3 ¼%). Damit dürfte sich auch der Anstieg der Renditen von Unternehmensanleihen in engen Grenzen halten. Kapitalmarkt-basierte Finanzierungen bleiben somit attraktiv. Gleichwohl kann es – wie die Bank Lending Surveys der Zentralbanken zeigen – unter bestimmten Bedingungen und in bestimmten Segmenten schwieriger werden, Bankkredite zu erhalten. Für eine allgemeine Kreditklemme, d.h. eine Verknappung des Kreditangebotes über das üblicherweise zu erwartende Ausmaß hinaus, gibt es angesichts des tiefen Investitionseinbruchs noch keine harte Evidenz.



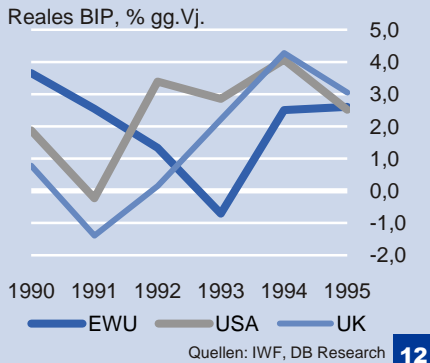
**Neubewertung der Risiken im Euroraum**

Die im Zuge der Finanzkrise ausufernden Budgetdefizite haben in der Eurozone zu einer intensiven Diskussion über deren Finanzierung sowie die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen geführt. Im Zuge einer generellen Neubewertung hatten sich die Renditeabstände zu Bundesanleihen zum Teil dramatisch ausgeweitet. Irische Anleihen rentierten beispielsweise in der Spitze um fast 300 Basispunkte über deutschen, nachdem sie bis Ende 2007 in etwa deren Niveau gehalten hatten, aber auch der Renditeabstand zwischen deutschen und französischen Staatsanleihen war auf über 60 Basispunkte angewachsen.

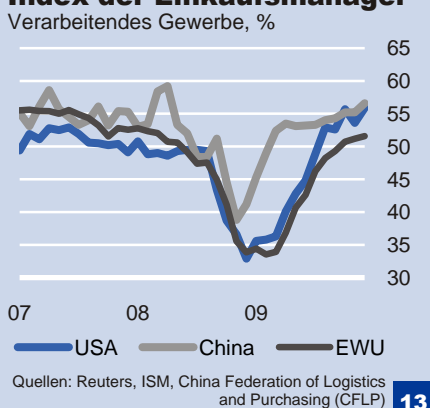


In der ersten Jahreshälfte des vergangenen Jahres haben sich dann die Übertreibungen spürbar korrigiert, die vor Ausbruch der Krise bestehenden Spreadniveaus wurden allerdings nicht wieder erreicht. Zuletzt sorgte Griechenland mit der Meldung, dass sein Budgetdefizit mit über 12% des BIP gut doppelt so hoch ausfallen könnte als geplant, für eine erneute Verunsicherung. Entsprechend stieg der Renditeaufschlag gegenüber deutschen Staatsanleihen sprunghaft von etwa 125 Basispunkten auf rund 250 Basispunkte an. Wir gehen zwar davon aus, dass sich die Situation an den Euro-Kapitalmärkten etwas entspannt, sehen aber eine generelle Neubewertung der Risiken und rechnen daher nicht mehr mit dem Absinken auf alte Spreadniveaus, vor allem bei den südlichen Ländern.

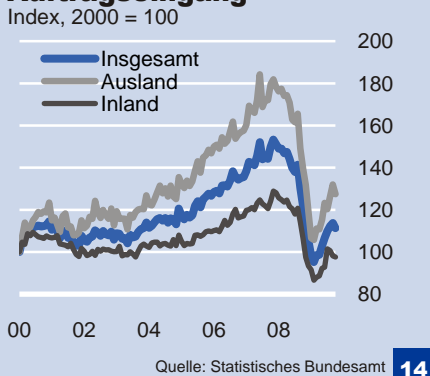
### Entwicklung während Rezession Anfang der 90er Jahre



### Index der Einkaufsmanager



### Deutschland: Auftragseingang



### Globales Wirtschaftswachstum

Reales BIP, % gg. Vj.	2008	2009	2010
USA	0,4	-2,4	3,6
Japan	-1,2	-5,2	1,7
Eurozone	0,6	-3,9	1,5
Deutschland	1,3	-5,0	2,1
Asien	6,5	5,7	7,6
Lateinamerika	4,3	-2,2	3,8
Osteuropa	4,3	-5,3	2,5
Naher Osten	5,2	1,1	3,3
<b>Welt</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,1</b>

Quellen: IWF, DB Research **15**

## 3. Grund: Synchrone Erholung stimuliert deutsche Exporte

Die durch den Zusammenbruch von Lehman Brothers ausgelöste Schockstarre verbreitete sich schnell über den internationalen Handel. Aufträge wurden zeitlich verschoben bzw. in großem Umfang storniert, der Export, die treibende Kraft in vielen Ländern, brach weltweit ein. Innerhalb von nur drei Monaten fiel der deutsche Export um mehr als 20% unter sein Vorjahresniveau, in Japan waren es fast 50% und sogar Chinas Ausfuhren sanken um ein Viertel. Ein synchrones Abgleiten in die Rezession war die Folge, was im Vergleich mit früheren Krisen bzw. globalen Rezessionen eine Besonderheit ist. So gab es während der Asienkrise 1997/98 und bei der Rezession Anfang der 90er Jahre Länder bzw. Regionen, die sich besser entwickelten und damit andere aus der Rezession zogen. Zumindest im Winterhalbjahr 2008/09 gab es kein für die Weltwirtschaft wichtiges Land, das sich dem Abwärtssog entziehen konnte.

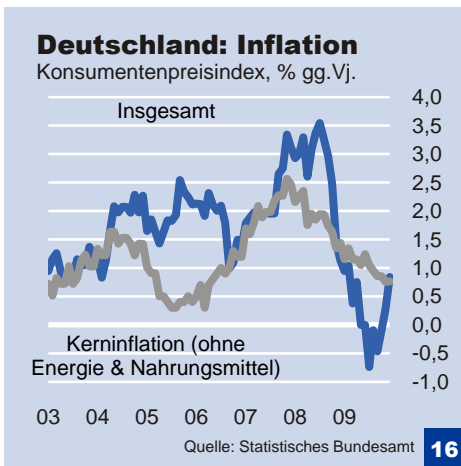
Der synchrone weltweite Nachfragerückgang traf die deutsche Wirtschaft aufgrund ihrer hohen Exportabhängigkeit im internationalen Vergleich besonders hart. Die Güterausfuhr trägt unter Abzug der in ihr enthaltenen ausländischen Vorleistungen etwa 22% zum BIP bei, und fast jeder vierte Arbeitsplatz ist in Deutschland vom Export abhängig. Entsprechend kräftig fiel der Rückgang beim Auftragseingang (-40%) und der Industrieproduktion (-20%) aus. Aber genau wie der synchrone globale Abschwung die deutsche Wirtschaft besonders hart traf, stimuliert nun die zu beobachtende synchrone Erholung den deutschen Aufschwung kräftig. So ist seit Anfang 2009 weltweit ein Stimmungsumschwung bei den Einkaufsmanagern festzustellen. Die Indizes haben zuletzt wieder nahezu die Niveaus vor dem Einbruch erreicht und liegen nahezu überall spürbar über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, was weiteres Wachstum signalisiert. Und die verbesserte Stimmung hat sich auch schon in den Auftragseingängen aus dem Ausland niedergeschlagen. Seit ihrem Tiefpunkt im Februar 2009 haben sie schon wieder um über 20% zugelegt, was den deutschen Export stabilisierte.

### Neuer Exportweltmeister: China

Die Verwerfungen in der Weltwirtschaft haben auch dazu beigetragen, dass China im vergangenen Jahr den Titel des Exportweltmeisters erringen konnte. Zuvor konnte sich Deutschland sechs Mal in Folge diesen Titel sichern. Allerdings sollte ein solcher Titel nicht überbewertet werden. Kaufen kann man sich davon nichts. Zudem werden nur die Güterexporte berücksichtigt. Einschließlich der zunehmend an Bedeutung gewinnenden Dienstleistungen wäre weder Deutschland noch China, sondern die USA Titelanwärter. Überdies spielt wegen der Konvertierung der nationalen Exportzahlen in eine gemeinsame Währung die Wechselkursentwicklung eine wichtige und zeitweise auch entscheidende Rolle.

### Welthandel nimmt 2010 wieder kräftig zu, deutsche Exporte unterdurchschnittlich

Wir erwarten, dass sich der Welthandel weiter erholt und das Welt-handelsvolumen im Jahresdurchschnitt 2010 um 8 ½% zunimmt, nachdem es 2009 um über 12% eingebrochen war. Die Zunahme erscheint zwar auf den ersten Blick hoch, entspricht aber bei einem weltwirtschaftlichen Wachstum von knapp 4% (zu Kaufkraftparitäten gewichtet) der üblichen globalen Exportelastizität von gut 2. Da die Aufwertungen des Euro (seit Jahresmitte 2009 um rund 10% gegenüber dem USD und um gut 4% auf handelsgewichteter Basis)

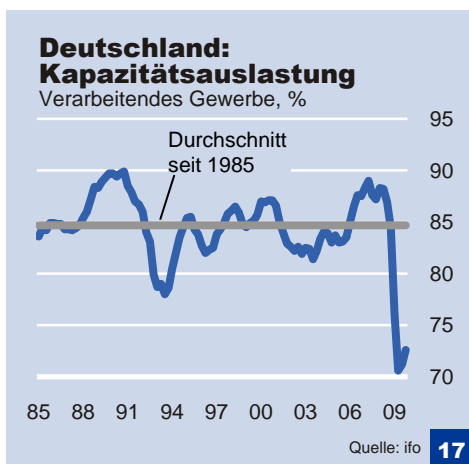


erst zeitverzögert den deutschen Export dämpfen werden, erwarten wir, dass die deutschen Exporte 2010 mit real etwa 7 ½% leicht unterdurchschnittlich zulegen, nach knapp -15% in 2009.

#### 4. Grund: Wachstumsfreundliches Inflationsumfeld

Ein weiterer Grund, warum wir eine kräftige Erholung erwarten, liegt in der anhaltend niedrigen Inflation. Die Preisentwicklung dürfte zumindest in den nächsten 2 bis 3 Jahren sehr moderat bleiben und so ein wachstumsförderndes Umfeld bilden. Mit Blick auf die dramatisch unterausgelasteten Kapazitäten war die Rückkehr der Inflationsrate in positives Terrain gegen Ende letzten Jahres einzig dem Anstieg des Ölpreises geschuldet. So lag die Kapazitätsauslastung Ende letzten Jahres um fast 16 ½%-Punkte unter ihrem letzten Höchststand im zweiten Quartal 2007 und um 11%-Punkte unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Zumindest von dieser Seite ist ein Preisdruck in diesem Jahr nicht zu erwarten. Insgesamt rechnen wir in 2010 mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 0,8% nach 0,3% in 2009. 2011 dürfte die Inflation dann leicht auf 1% steigen.

Allerdings bestehen mit Blick auf die derzeit noch extrem lockere Geld- und Fiskalpolitik auf längere Sicht Inflationsgefahren. So ist es für die Politiker äußerst schwierig, die aktuelle Lage sowie die Reaktion der Konjunktur und Märkte auf ihre Maßnahmen abzuschätzen. Sie könnte daher zu langsam oder zu spät mit dem Ausstieg beginnen. Das Ergebnis wäre auf kürzere Sicht eine Vermögenspreisinflation und auf längere Sicht eine Beschleunigung des Anstiegs der Konsumentenpreise. Gegen die Tolerierung einer höheren Inflation durch die Zentralbanken sprechen allerdings die strukturellen Veränderungen der letzten Dekaden. So sind alle wichtigen Zentralbanken unabhängig geworden und haben es geschafft, die Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau zu verankern. Dieser Erfolg ginge wohl nicht nur vorübergehend verloren. Zudem unterliegen die Anleger an den Kapitalmärkten wohl nicht mehr der Geldillusion. Somit würden die Gewinne durch eine höhere Inflation für den Staat, die durch die teilweise hohen Anteile von inflationsgeschützten Anleihen ohnehin beschränkt sind, durch höhere Zinsen weiter reduziert.



#### 5. Grund: Gestiegenes Vertrauen

Der fünfte Grund für ein robustes Wachstum in Deutschland liegt im gestiegenen Vertrauen sowohl der Industrie als auch der privaten Haushalte. Mit der Erholung der Weltwirtschaft, hat sich auch das Vertrauen der deutschen Industrie verbessert. Nachdem sich zunächst die Erwartungskomponente des ifo Geschäftsklimaindexes kontinuierlich seit Dezember 2008 verbesserte und aktuell sogar schon wieder über ihrem langfristigen Durchschnitt liegt, hat sich etwa seit Mitte letzten Jahres – parallel zu steigenden Auslandsaufträgen – auch die Einschätzung der aktuellen Lage gedreht. Der ifo Geschäftsklimaindex insgesamt liegt zwar noch knapp unter seinem langfristigen Durchschnitt, sein Niveau lässt aber auf weiteres Wachstum in der Industrie schließen, zumal die Gewinne im dritten Quartal 2009 ihren Tiefpunkt erreicht haben dürften.

#### Gewinne: Tiefpunkt wohl erreicht

Infolge des dramatischen Nachfrageeinbruchs im Winterhalbjahr 2008/09 ist die Kapazitätsauslastung in der Industrie kräftig gefallen. Der Umsatzrückgang und die Verschlechterung der Kostenstrukturen haben zu einem erheblichen Gewinneinbruch bei den Unternehmen geführt. Während die Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft im ersten Halbjahr 2009 um gut 8% über Vorjahr lagen, betrug der Anstieg in der Industrie sogar 23%. Entscheidend für den



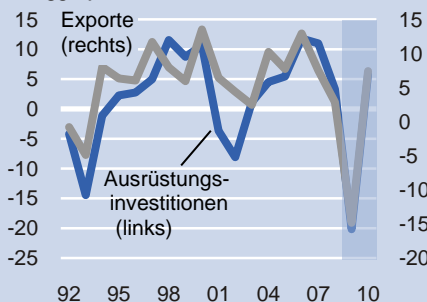


## Gewinnerfassung und -entwicklung

Die Unternehmensgewinne werden in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung leider nur rudimentär erfasst. Dies liegt zum einen daran, dass die Gewinne der Kapitalgesellschaften (inklusive OHGs und KGs) als Restgröße in der Einkommensrechnung erfasst werden. Zum anderen stehen die Gewinne für das laufende Jahr nicht vierteljährlich – wie andere wichtige Daten der VGR – zur Verfügung. Als Näherungswert können die Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen (U&V, ebenfalls eine Residualgröße) verwendet werden, die vierteljährlich als Komponente des Volkseinkommens veröffentlicht werden. Diese enthalten allerdings auch den Saldo der Vermögenseinkommen aus der übrigen Welt. Auf Jahresbasis korreliert diese Zeitreihe recht gut mit den Gewinnen der Kapitalgesellschaften, ihre Entwicklung wird hauptsächlich durch die Veränderung der Lohnstückkosten getrieben.

## Deutschland: Exporte & Investitionen

% gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

19

## Konsumentenvertrauen

Indexpunkte



Quelle: GfK

20

Kostenanstieg war, dass die Beschäftigung nahezu nicht auf den Nachfrageeinbruch reagiert hat. Dabei spielte auch die Kurzarbeit eine Rolle. Allerdings ergibt sich trotzdem noch ein rechnerischer Überschuss von 2 ¼ Mio. Arbeitskräften, die im dritten Quartal beschäftigt waren. Aber nicht nur bei den Arbeitskosten dürften die Unternehmen sich weit von ihrer optimalen Kostenstruktur entfernt haben. Entsprechend sind die Gewinne der Unternehmen merklich gesunken. Im zweiten Quartal lagen die Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen (U&V) um 18,4% unter Vorjahr. Im dritten Quartal sind die Lohnstückkosten in der Industrie aufgrund des Produktionsanstiegs spürbar gesunken (-5,3%), die Einkommen aus U&V legten entsprechend um 11,3% gegenüber dem Vorquartal zu, lagen aber immer noch um 7,5% unter Vorjahr.

Auf eine Trendwende bei den Gewinnen im dritten Quartal deuten auch die Resultate der Dax-Unternehmen und die Gewinnsschätzungen der Analysten. So sind die Gewinnprognosen für die 30 Dax-Unternehmen im letzten Monat deutlich angehoben worden, obwohl der festere Euro für exportorientierte Unternehmen eine Belastung darstellt. Nach einem Gewinnrückgang um 47,6% in 2008, wird nun für 2009 ein kleines Plus von gut 7% erwartet. Für das laufende und das kommende Jahr erwarten die Analysten Gewinnsteigerungen von 27% bzw. 21%. Diese Zahlen sind allerdings durch das hohe Gewicht der Finanzindustrie im Dax überzeichnet, und dürften bei den Unternehmen insgesamt wesentlich moderater ausfallen.

### Investitionen: Leichte Erholung in 2010

Der globale Aufschwung, das gestiegene Vertrauen der Unternehmen und die Trendwende bei den Gewinnen lassen darauf schließen, dass sich die seit Mitte 2009 zu beobachtende Erholung der Investitionstätigkeit trotz der noch immer schwachen Kapazitätsauslastung 2010 fortsetzen dürfte. Zudem lässt das Auslaufen der degressiven Abschreibungsmöglichkeiten Vorzieheffekte gegen Jahresende 2010 erwarten. Bei den Ausrüstungsinvestitionen rechnen wir daher im Jahresdurchschnitt 2010 mit einem Plus von 5 ¾% nachdem sie im letzten Jahr um ein Fünftel eingebrochen waren.

### Verbrauchervertrauen überraschend stark

Während die Verbesserung des Vertrauens in der Industrie angesichts der sich erholenden Weltwirtschaft zu erwarten war, überraschte das tendenziell seit Ende 2008 gestiegene Vertrauen der privaten Haushalte, auch wenn es jüngst leicht nachgegeben hat. Die Gründe für das hohe Vertrauen dürften neben der niedrigen Inflationsrate in den Konjunkturpaketen liegen, die einerseits die privaten Haushalte merklich entlasteten, andererseits über die Abwrackprämie kräftige Anreize zu Pkw-Käufen gaben. So waren die Mittel von EUR 5 Mrd. schon Ende des dritten Quartals 2009 vollständig ausgeschöpft. Einschließlich der mit der Prämie geförderten 2 Millionen Pkw wurden 2009 knapp 4 Millionen Pkw neu zugelassen, was einem Plus von mehr als 26% gegenüber 2008 entspricht.

### Kurzarbeit hält Arbeitslosigkeit in Schach

Ein weiterer Grund für das gute Verbrauchervertrauen liegt im bislang recht stabilen Arbeitsmarkt. Trotz des massiven Produktionsrückgangs ist die Zahl der Arbeitslosen seit ihrem Tiefststand im Oktober 2008 um weniger als 250.000 auf 3,4 Mio. gestiegen. Entsprechend nahm die Arbeitslosenquote lediglich um ½%-Punkt auf 8,1% zu. Dies war vor allem der Kurzarbeit zu verdanken, deren Bezugsdauer für bis Ende 2009 gestellte Anträge von 6 auf 24 Monate verlängert wurde. Das Kurzarbeitergeld, dient der Überbrü-



ckung eines vorübergehenden Arbeitsausfalles und soll Entlassungen verhindern und die Kosten der Wiedereinstellungen von Personal vermeiden. Kurzarbeiter erhalten 60% der Nettoentgeltdifferenz (Normalarbeitszeit abzüglich der tatsächlichen Arbeitszeit) bzw. 67%, falls ein Kind im Haushalt lebt. Seit dem Herbst 2008 stieg die Zahl der Kurzarbeiter rapide an und erreichte zur Jahresmitte 2009 in der Spitze gut 1,5 Mio. Seither ist sie jedoch wieder auf rund 1,1 Mio. gesunken. Im Schnitt waren die Kurzarbeiter in etwa zu zwei Drittel ihrer tariflichen Arbeitszeit ausgelastet, so dass dadurch bislang rechnerisch bis zu 400.000 Jobs gerettet wurden.

Die Regierung hat kürzlich eine Bezugsdauer für Kurzarbeitergeld für in 2010 gestellte Anträge von 18 Monaten beschlossen. Damit können Unternehmen noch bis Mitte 2012 davon profitieren. Ab 2011 werden die Sozialversicherungsbeiträge jedoch nicht mehr vom Bund übernommen. Die Ausgaben für Kurzarbeit betragen 2009 rund EUR 5 Mrd., für 2010 sind gut EUR 3 Mrd. eingeplant.

**Arbeitslosigkeit bleibt niedrig**

Angesichts des robusten Aufschwungs sowie aufgrund der Fortführung der Kurzarbeiterregelung erwarten wir in den kommenden Monaten nur einen sehr moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit. Dafür spricht auch das ifo Beschäftigungsklima, das sich seit April tendenziell verbessert hat. Im Jahresdurchschnitt 2010 dürfte die Zahl der Arbeitslosen leicht über 3,6 Mio. liegen und die Arbeitslosenquote auf 8 ½% steigen gegenüber 8,2% in 2009.

**Privater Konsum: Leichter Anstieg auch in 2010**

Mit Blick auf die relativ günstige Arbeitsmarktentwicklung dürfte der private Konsum 2010 erneut leicht steigen, zumal die Haushalte auch fiskalisch spürbar entlastet werden. So bringt die steuerliche Berücksichtigung von Vorsorgeaufwendungen 2010 zusätzlich gut EUR 7 Mrd. in die Kassen der Haushalte. Durch die geplante Erhöhung des Kindergeldes sowie des Kinderfreibetrags könnten noch einmal EUR 4 ½ Mrd. dazu kommen. Dies könnte die dämpfenden Effekte der leicht sinkenden Beschäftigung sowie der weiter rückläufigen Löhne pro Beschäftigten überkompensieren, so dass der reale private Konsum 2010 um etwa ½% bis ¾% expandieren dürfte. Schon in 2009 sanken trotz des Anstiegs der tariflichen Stundenlöhne um rund 2 ½% die Bruttolöhne und Gehälter je Beschäftigten um etwa ½%, was auf das deutlich gesunkene Arbeitsvolumen zurückzuführen war. Diese Entwicklung dürfte sich 2010 kaum fortsetzen. Bei unserer Konsumerwartung ist ebenfalls unterstellt, dass die im Zuge der Pkw-Käufe leicht gesunkene Sparquote nicht wieder erhöht wird.

**Deutschland: Wirtschaftswachstum von gut 2% in 2010**

Alles in allem rechnen wir im laufenden Jahr mit einem relativ robusten Wirtschaftswachstum von gut 2%, das neben dem Außenbeitrag verstärkt auch von der inländischen Nachfrage getragen wird. Allerdings gehen wir davon aus, dass die wirtschaftliche Dynamik 2011 dann im Zuge einer restriktiveren Geld- und Fiskalpolitik an Dynamik verliert. Das Wirtschaftswachstum könnte sich 2011 auf knapp 1 ½% abschwächen, damit aber erneut leicht über Potenzial liegen.

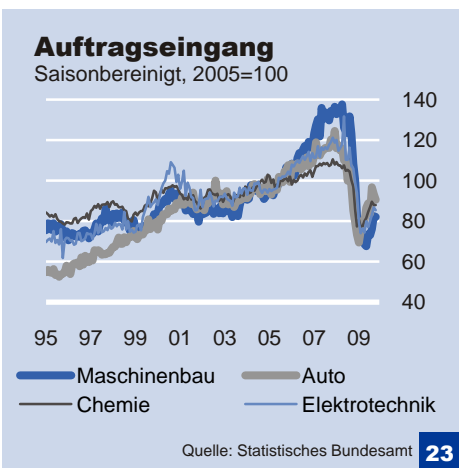
**Industrie: Erholung von niedrigem Niveau**

Von 2002 bis 2008 nahm die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe um 22% zu. Der Höhepunkt wurde jedoch schon im Frühjahr 2008 erreicht. Im vierten Quartal 2008 beschleunigte sich die Abwärtsdynamik, wobei die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes

**Deutschland: Prognosen auf einen Blick**

% gg. Vj.	2008	2009	2010	2011
Reales BIP	1,3	-5,0	2,1	1,4
Privater Konsum	0,4	0,4	0,6	0,7
Staatsausgaben	2,0	2,7	0,7	0,8
Anlageinvestitionen	3,1	-8,6	3,5	1,8
Ausrüstungen	3,3	-20,0	5,8	3,4
Bau	2,6	-0,7	0,7	0,3
Exporte	2,9	-14,7	7,4	4,8
Importe	4,3	-8,9	6,5	4,0
Konsumentenpreise	2,7	0,3	0,8	1,0
Budgetsaldo, % BIP	0,0	-3,2	-5,3	-4,6
Arbeitslosenquote, %	7,8	8,2	8,5	9,5

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research **22**



um über 10% sank. Das Jahr 2009 begann folglich durch den erheblichen statistischen Wachstumsunterhang von über 6% stark belastet. Die zwei Konjunkturprogramme, insbesondere die Abwrackprämie für Altfahrzeuge, konnten die Entwicklung erst zur Jahresmitte stabilisieren. Das weltweit gleichzeitige Wirken von Konjunkturprogrammen sorgte zudem für starke Impulse aus dem Ausland. Insbesondere in der Automobilbranche wurde die Fertigung seit Mai 2009 wieder deutlich ausgeweitet und lag im Oktober 2009 um über 40% über ihrem Tiefpunkt vom Februar 2009. Diese Dynamik begünstigte auch die Zuliefer- und Vorleistungsindustrien, allen voran die chemische Industrie sowie die Metallverarbeitung. Insgesamt lag das Produktionsniveau im Oktober 2009 bereits um gut 9% über dem niedrigsten Wert des Jahres. Gleichwohl ist die Fertigung trotz der Belegung im Jahresdurchschnitt 2009 um knapp 20% hinter dem Vorjahresniveau zurückgeblieben. Investitionsgüterbranchen wie der Maschinenbau und die Metallverarbeitung waren besonders belastet. Hier belief sich der Produktionsrückgang 2009 auf 27%. Auch in der Elektroindustrie sowie in der Automobilbranche steht ein Fertigungsminus von über 20% in den Büchern. Bemerkenswert günstig ist die Lage in den wenig konjunkturreaktiven Branchen Ernährung, Pharma und mit deutlichen Abstrichen Energieerzeugung.

### Erholung der Branchen

(aktueller Index minus Tiefpunkt)

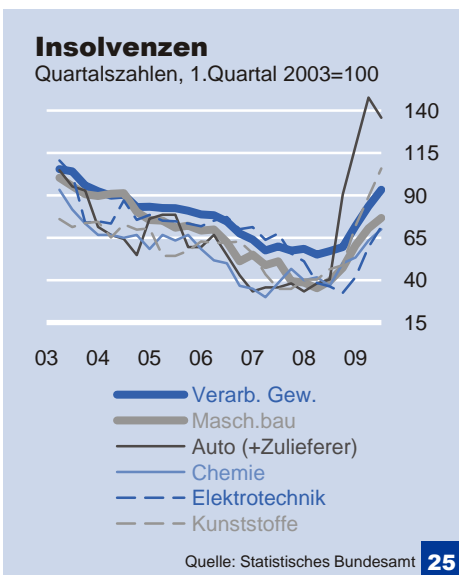
	Geschäftserwartungen	Geschäftslage
Ernährung	14,7*	8*
Textil	24,6*	13
Bekleidung	29,7	-0,4
Chemie	36,5*	20,6
Kunststoffe	29,2*	19,7
Metallverarbeitung	30,6	11
Maschinenbau	32,7	4
Elektrotechnik	36,5*	14,1
Automobil	45,2*	8,1
Verarb. Gew.	25,8	7,6

\* = hat den Index: 2000=100 überschritten

Quellen: ifo, DB Research **24**

#### Auftragszuwächse aus dem Aus- und Inland

Der Ausblick ist für die meisten Industriebranchen vergleichsweise günstig: Die Auftragseingänge aus dem In- und Ausland haben sich seit dem Frühjahr 2009 deutlich belebt. In allen Investitionsgüterbranchen liegen die Auftragseingänge mittlerweile zweistellig über ihrem jeweiligen Tiefpunkt. In der Autobranche sogar um über 30%. Während in der Automobilindustrie und im Maschinenbau aus dem Ausland größere Wachstumsimpulse kommen als aus dem Inland, gilt dies für die chemische und die Elektroindustrie genau umgekehrt. Dies spiegelt sich auch in den Erwartungen der Unternehmen wider: Die Erwartungskomponente des ifo Geschäftsklimaindex ist seit dem Frühjahr 2009 in allen Branchen um 15 bis 45 %-Punkte angestiegen. In vielen Branchen überwiegen mittlerweile sogar wieder die Optimisten. Dass es sich bei diesem Anstieg nicht allein um das Prinzip Hoffnung handelt, zeigt der Blick auf die zweite Komponente des ifo-Index: die Einschätzung der Geschäftslage. Auch dieser Teilindex ist seit dem Frühjahr 2009 in fast allen Branchen deutlich angestiegen. Einzige Ausnahme ist die Bekleidungsindustrie; hier wird die Geschäftslage derzeit sogar schlechter beurteilt als im Frühjahr 2009. Allerdings stürzte der Index für die Bekleidungsindustrie in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise nicht so steil ab wie diejenigen der Investitionsgüterbranchen. Daher gibt es auch nur begrenztes Verbesserungspotenzial.



#### Investitionsgüter legen stärker zu als Konsumgüter

Der Nachfrageanstieg aus dem In- und Ausland, die weiterhin wirksamen Konjunkturprogramme und das insgesamt gestiegene Vertrauen an den Finanzmärkten lassen für 2010 insgesamt einen spürbaren Anstieg der Industrieproduktion von rund 6% erwarten. Investitionsgüterbranchen werden auch dank eines starken Niveaueffektes 2010 besser abschneiden als Konsumgüterbranchen. Allerdings darf nicht vergessen werden, dass dieser Anstieg nicht ausreicht, die hohen Auslastungen der Kapazitäten vor Ausbruch der Krise rasch zu erreichen. Es wird wohl weitere drei Jahre dauern, bis wieder ein annähernd hoher Auslastungsgrad realisiert werden kann, denn noch immer liegt die Kapazitätsauslastung um über 5%-Punkte unterhalb des tiefsten Wertes des Rezessionsjahres 1993.

**Deutschland:  
Industrieproduktion**

% gg. Vj.

	2008	2009	2010
Ernährung	0,2	0	1
Textil	-4,5	-20	-3
Bekleidung	-15	-14	-10
Chemie	-3,8	-14	10
Kunststoffe	-1,9	-10	6
Metallverarbeitung	-1,1	-27	13
Maschinenbau	5	-26	4
Elektrotechnik	5,2	-21	6
Automobil	-3,8	-23	9
Verarb. Gewerbe	1	-19	6

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

26

Somit bleibt das Insolvenzrisiko – ein typisch nachlaufender Indikator – trotz der Erholung hoch. Die Zahl der Insolvenzen stieg in allen Industriebranchen bis zuletzt an; selbst eine Verlangsamung des Anstiegs ist bisher nicht zu erkennen. Einzige Ausnahme bildet die Automobilbranche, die am direktesten und umfangreichsten von den Förderprogrammen profitiert hat. Das Insolvenzrisiko ist jedoch auch in der Autobranche noch immer sehr hoch. Zudem bedeutet das Auslaufen der Abwrackprämie, dass die Zahl der Neuzulassungen 2010 dramatisch zurückgehen wird. Für eine Entwarnung ist es daher auch in der Kfz-Industrie zu früh. Hinzu kommt, dass andere Förderprogramme allmählich an Kraft verlieren.

**Bauwirtschaft mit uneinheitlichem Ausblick**

Von der Bauwirtschaft gehen auch 2010 gemischte Impulse aus: Der Wohnungsbau wird durch die Förderprogramme für energieeffizientes Bauen begünstigt. Zudem erhoffen sich mehr Anleger von der Wohnimmobilieninvestition Stabilität für ihre Vermögensentwicklung. Das historisch noch immer sehr niedrige Niveau der Wohnungsbaugenehmigungen relativiert freilich die Bedeutung beider Effekte. Immerhin dürften die Wohnungsbauminvestitionen 2010 im Großen und Ganzen stabil bleiben. Vom öffentlichen Bau, insbesondere vom Tiefbau, könnten dank der Konjunkturprogramme sogar Wachstumsimpulse ausgehen, während der Wirtschaftshochbau – gerade bei Büro- und Einzelhandelsbauten – aufgrund der steigenden Leerstandsquoten 2010 schrumpfen dürfte. Alles in allem rechnen wir für 2010 mit einem leicht höheren Bauinvestitionsvolumen.

Bernhard Gräf (+49 69 910-31738, [bernhard.graef@db.com](mailto:bernhard.graef@db.com))Tobias Just (+49 69 910-31876, [tobias.just@db.com](mailto:tobias.just@db.com))Jochen Möbert (+49 69 910-31727, [jochen.moebert@db.com](mailto:jochen.moebert@db.com))Stefan Schneider (+49 69 910 31790, [stefan-b.schneider@db.com](mailto:stefan-b.schneider@db.com))

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

**Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:**

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2010. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640