



# Die Weltwirtschaft in 2008

## Verlangsamung, aber keine Rezession

21. Februar 2008

Nach vier Jahren mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten steht die Weltwirtschaft vor ernststen Herausforderungen: Probleme an den Finanzmärkten infolge der Subprime-Krise in den USA, Korrekturen an einigen Immobilienmärkten, ansteigende Inflationsraten weltweit infolge hoher Öl- und Lebensmittelpreise und – zumindest außerhalb der USA – die Auswirkungen des sinkenden Dollar.

**Die Konjunkturverlangsamung in den USA dürfte das Wachstum in Europa um rund ½%-Punkt dämpfen** und die höheren Ölpreise dürften es um einen weiteren Viertelprozentpunkt schwächen. Diese Zahlen ergeben sich aus Daumenregeln, die allerdings die finanziellen Auswirkungen der Subprime-Krise nicht erfassen.

**Einige positive Faktoren sind auch zu berücksichtigen: Erstens wirken die Schwellenländer im Gegensatz zu früheren Krisen stabilisierend**, da sie in vielen Fällen eine robuste Binnennachfrage und solide Leistungsbilanzüberschüsse verzeichnen. Wir unterschreiben die Abkoppelungsthese nicht, sehen jedoch auch nicht die früher übliche Ansteckung.

**Ein zweiter günstiger Faktor ist, dass die Unternehmensinvestitionen in den Industrieländern in den vergangenen Jahren relativ moderat waren.** Ähnlich umfangreiche Bilanzkonsolidierungen wie in den Jahren 2001/02 sind nicht erforderlich. Außerdem sind die Gewinne und der interne Cashflow weiterhin hoch, so dass eine gewisse Straffung der Kreditvergabebedingungen nicht so dämpfend wirken dürfte wie im vergangenen Abschwung.

**Vieles spricht dafür, dass die Abwertung des USD, die Maßnahmen der Fed und das Fiskalpaket in Höhe von USD 150 Mrd. eine Rezession in den USA verhindern werden.** Selbst 2009 dürfte das Wachstum jedoch unter der Potenzialrate bleiben. Da wir eine Abkoppelung nicht erwarten, dürfte sich das Wachstum im Euroraum in 2008 verlangsamen, in Deutschland auf 1 ½%.

Da die Zentralbanken in den G7-Ländern weiterhin eher zu Zinssenkungen neigen, ist das Risiko eines spürbaren Anstiegs der Anleiherenditen begrenzt, zumal die Inflationsraten im Jahresverlauf sinken dürften. Trotz des langsameren Gewinnwachstums dürften Aktien besser abschneiden als Anleihen.

www.  
dbresearch.de

### Autoren

Stefan Bergheim  
+49 69 910-31727  
stefan.bergheim@db.com

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

Maria Lanzeni  
+49 69 910-31723  
maria-laura.lanzeni@db.com

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

### Editor

Stefan Bergheim

### Publikationsassistentz

Pia Johnson

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
**Internet:** www.dbresearch.de  
**E-Mail:** marketing.dbr@db.com  
**Fax:** +49 69 910-31877

### DB Research Management

Norbert Walter

### BIP schwächer in 2008

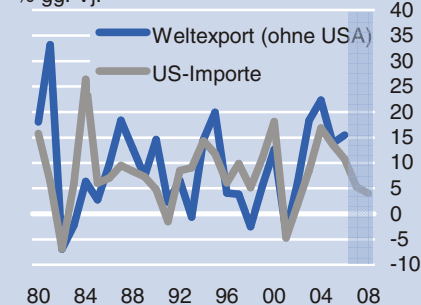
% gg. Vj.

	2006	2007	2008	2009
USA	2,9	2,2	1,5	1,7
EWU	2,8	2,7	1,6	1,6
Deutschl.	2,9	2,5	1,5	1,5
Japan	2,4	2,1	1,3	1,5
China	11,1	11,4	10,4	10,0
Indien	9,4	9,0	8,2	8,6
LatAm	5,2	5,3	4,3	3,8
Asien	8,3	8,4	7,4	7,6
<b>Welt</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>

Quelle: DB Research

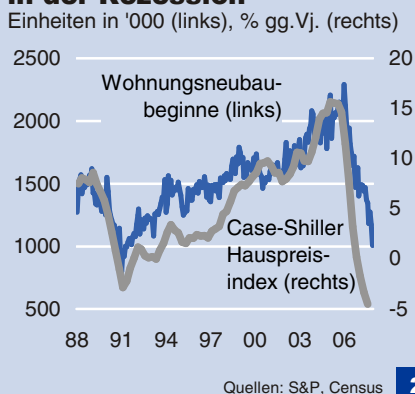
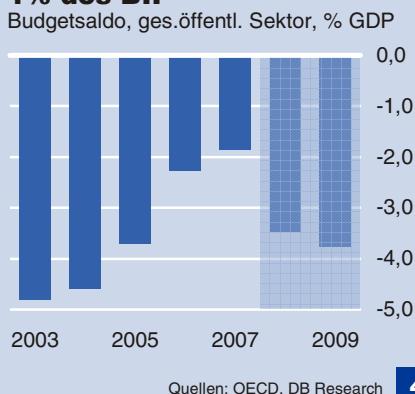
### US-Importe geben Tempo für Weltexport vor

% gg. Vj.



Quellen: IWF, DB Research



**Schwindendes Vertrauen****US Immobilienmarkt tief in der Rezession****US-Beschäftigungswachstum hat sich verlangsamt****US-Konjunkturpaket über 1% des BIP****Das „R“-Wort macht die Runde**

Die Weltkonjunktur befindet sich in einer kritischen Phase. So ist das Wirtschaftswachstum in den USA im Schlussquartal 2007 nahezu zum Stillstand gekommen und die Dynamik im Euroraum hat sogar schon gegen Ende 2006 ihren zyklischen Höhepunkt überschritten.

Nach einem Anstieg des realen US-Sozialprodukts in Q3 um 4,9% (gegenüber dem Vorquartal auf Jahresbasis) nahm die amerikanische Wirtschaftsleistung in Q4 nur noch um magere 0,6% zu. Der Grund dafür ist die tiefgreifende Rezession im amerikanischen Wohnungsbau. Dort hat sich der schon seit zwei Jahren andauernde Rückgang durch die Probleme im Finanzsektor zuletzt noch weiter beschleunigt. Die Neubaubeginne lagen im Dezember 2007 mit etwas mehr als 1 Mio. Einheiten (auf Jahresbasis) fast 40% unter ihrem Vorjahresniveau und um 56% unter ihrem Anfang 2006 erzielten Höchststand.

Die Bewertungen an den Kapitalmärkten lassen darauf schließen, dass nicht mehr nach dem *ob* gefragt wird, sondern nur noch *wie tief* und *wie lange* die US-Rezession ausfällt. Wir glauben allerdings, dass eine Rezession vermieden wird. Dafür sprechen der expansive geldpolitische Kurs der Fed, die ihre Fed Funds Target Rate seit Mitte September 2007 um 225 Bp. auf zuletzt 3% gesenkt hat und sie unserer Ansicht nach im März um weitere 50 Bp. zurücknimmt, sowie das fiskalische Konjunkturpaket von Präsident Bush, das gut USD 150 Mrd. oder etwas mehr als 1% des BIP betragen wird.

**USA: Steuerschecks für alle...**

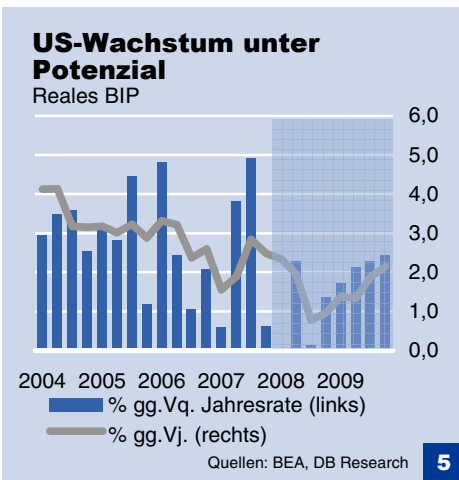
Selten waren sich die amerikanischen Politiker über eine Konjunkturstimulierung so einig wie heute. Keine Partei will sich in der heißen Phase der Präsidentschaftswahl dem Vorwurf aussetzen, dass sie durch ihre Verweigerung die Schuld an einer Rezession trägt. Das Konjunkturpaket sieht neben Steuervergünstigungen für Unternehmen vor allem Steuerrabatte für Haushalte in Höhe von rund USD 100 Mrd. vor, die in Form von Steuerschecks – wie schon 2001 – ausbezahlt werden. 2001 wurden USD 38 Mrd. oder 0,4% des BIP an Steuerschecks verteilt, die innerhalb von 2 Quartalen zu zwei Dritteln ausgegeben wurden. Der Umfang der diesjährigen temporären Steuerrabatte ist damit doppelt so groß. Beispielsweise kann ein Steuerzahler mit einem Steuerscheck bis zu USD 600 rechnen, ein Paar mit zwei Kindern sogar mit bis zu USD 1.800. Vor diesem Hintergrund ist unsere Konsumschätzung eines Zuwachses von 1 <sup>3</sup>/<sub>4</sub>% in 2008 nach 2,9% in 2007 eher konservativ. Die Impulse könnten mit Blick auf die Erfahrungen in 2001 durchaus auch höher ausfallen.

Ein solches Paket kommt zeitlich gelegen. Die Steuerschecks, die dieses Mal auch Haushalte erhalten sollen, die nur ein geringes Einkommen haben und keine Steuern zahlen, könnten schon gegen Ende von Q2 ausgegeben werden, also gerade zu einem Zeitpunkt wirken, wenn im Zuge der Vermögenseffekte sowie – aufgrund von sinkenden Hauspreisen – versiegender Immobilien-Cash-Outs mit einer spürbaren Abschwächung der privaten Nachfrage und einem Anstieg der Sparquote zu rechnen wäre. Bislang blieb der private Konsum noch robust und relativ unbeeindruckt von den Auswirkungen der Immobilien- und Finanzkrise und nahm selbst in Q4 noch um 2% gegenüber dem Vorquartal zu. Dies scheint zwar auf den ersten Blick erstaunlich, lässt sich aber mit dem bis Q4 noch relativ

stabilen Arbeitsmarkt erklären. Im Januar wurden jedoch erstmals seit 2003 17.000 Stellen abgebaut.

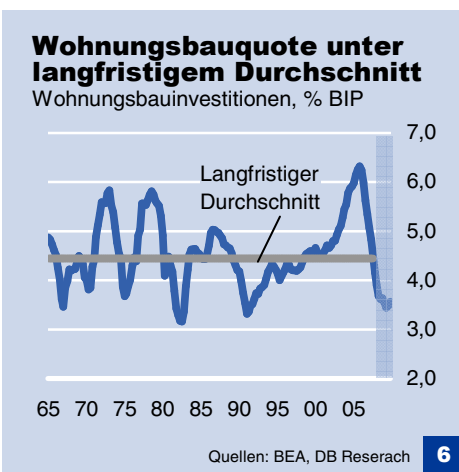
**... Wachstum dennoch 2008 und 2009 unter Potenzial**

Das Fiskalpaket kann allerdings die strukturellen Verwerfungen der US-Wirtschaft, u.a. die extrem niedrige Sparquote und die notwendige Korrektur im Wohnungsmarkt, nicht beseitigen. Daher erwarten wir, dass damit zwar eine Rezession der US-Wirtschaft vermieden werden kann, das Wachstum allerdings auch in 2009 noch spürbar unter dem Potenzial von 2 ½ bis 3% liegen wird. Nach einer jahresdurchschnittlichen Wachstumsrate von 1 ½% in 2008 rechnen wir 2009 bestenfalls mit einer BIP-Zunahme um 1 ¾%. Das Wachstum des privaten Konsums dürfte im laufenden Jahr vor allem fiskalisch bedingt 1 ¾% betragen, im kommenden Jahr allerdings auf unter 1 ½% zurückfallen, während die Sparquote von 0,5% in 2007 auf 2 ¾% in 2009 steigt. Dabei ist unterstellt, dass die Beschäftigung in 2008 und 2009 lediglich noch jeweils um etwa ½% zunimmt, nach fast 2% in 2006 und 1,3% in 2007, und die Arbeitslosenquote 2009 in Richtung 6% steigt, gegenüber 4,6% im Jahresdurchschnitt 2007. Gegen einen schärferen Einbruch am Arbeitsmarkt spricht, dass die US-Unternehmen die Rezession 2001 vielfach zur Konsolidierung genutzt haben und heute wesentlich besser für einen Abschwung gerüstet sind als in den Schwächephasen der 80er und 90er Jahre sowie 2001.



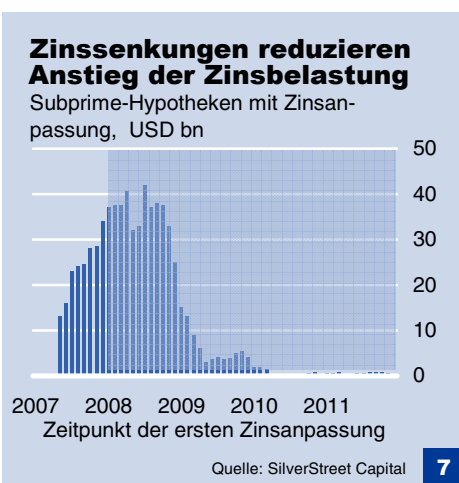
**Rezession im Wohnungsbau: Tiefpunkt bald erreicht**

Die größte Unsicherheit unserer US-Konjunkturprognose liegt im Wohnungsbau und den Auswirkungen der Subprime-Krise auf den US-Konsum. Mit Blick auf die historischen Entwicklungen gehen wir davon aus, dass bei den Wohnungsneubauten der Tiefpunkt bald erreicht wird. Derzeit wird pro Monat mit dem Bau von etwa 1 Mio. Wohnungseinheiten begonnen. In den drei Monaten um den Tiefpunkt 1982 und 1991 waren es durchschnittlich 875.000 bis 900.000. Eine schnelle Erholung ist allerdings angesichts der über dem langfristigen Trend liegenden Leerstände nicht zu erwarten. Die Korrektur könnte sogar mehrere Jahre betragen. Entsprechend dürften die Wohnungsbauinvestitionen im laufenden Jahr nochmals um fast 14% schrumpfen, nach -4,6% in 2006 und fast -17% in 2007. Auch 2009 werden die Wohnungsbauinvestitionen nochmals leicht sinken. In Relation zum BIP würden die Wohnungsbauinvestitionen dementsprechend in 2009 auf 3 ½% und damit merklich unter den langfristigen Trend zurückgehen, was allerdings früheren Entwicklungsmustern entsprechen würde.



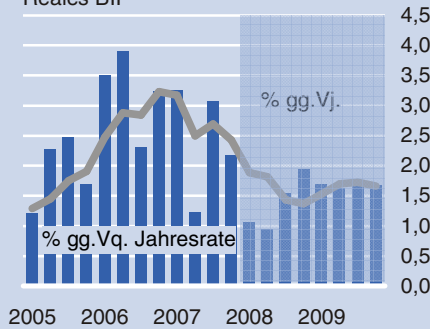
**Vermögenseffekt wohl geringer als vermutet**

Die Rezession im Wohnungsbau belastet über rückläufige Preise und damit sinkende Vermögenswerte den privaten Konsum. Hinzu kommen noch die Vermögensverluste infolge der Korrekturen am Aktienmarkt. Wie stark allerdings diese Vermögenseffekte den privaten Konsum dämpfen, ist fraglich. Unseren Berechnungen zufolge ist der Vermögenseffekt auf den privaten Konsum mit 2 US Cent pro einem USD Vermögensverlust möglicherweise nur halb so hoch wie vom IWF und anderen Institutionen veranschlagt. Zudem haben die Zinssenkungen der Fed Refinanzierungen der Hypotheken wieder attraktiv gemacht, was der sprunghafte Anstieg des Refinanzierungsindex im Januar zeigt. Refinanzierungen bringen Entlastungen beim Zinsendienst. Zudem hat sich durch die Zinssenkungen der Anstieg der Belastungen aus denjenigen Hypotheken, die einen anfänglichen niedrigen Zinssatz vereinbart hatten, der nach 1 bis 2



**EWU: schwächeres Wachstum in Sicht**

Reales BIP

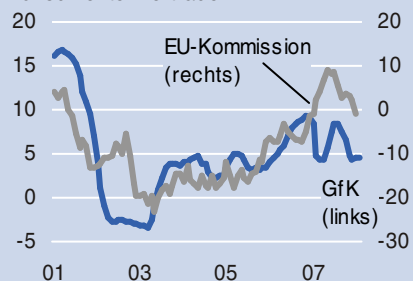


Quellen: Eurostat, DB Research

8

**Deutschland: Konsumentenvertrauen eingebrochen**

Konsumentenvertrauen

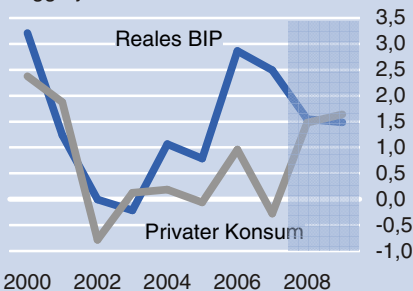


Quellen: GfK, EU-Kommission

9

**Deutschland: Konsum trägt wieder zum Wachstum bei**

% gg.Vj.

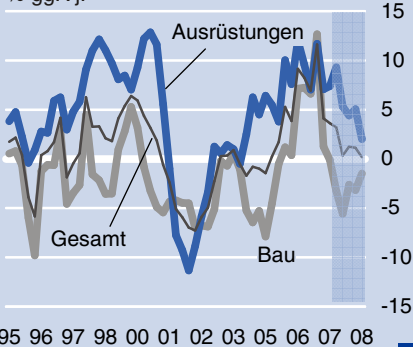


Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

10

**Deutschland: Investitionen schwächen sich ab**

% gg.Vj.



Quellen: Bundesbank, DB Research

11

Jahren dann an die Marktentwicklung angepasst wird, spürbar verringert. Daher rechnen wir – auch mit Blick auf die umfangreichen Steuerentlastungen – mit keinem drastischen Einbruch beim privaten Konsum. Allerdings werden die Auswirkungen der Hypothekenkrise – wenn auch nach den Zinssenkungen in gedämpfter Form – noch lange zu spüren sein und die Ausfallraten insbesondere im Subprime-Segment zunächst noch weiter ansteigen. Erst in H2 2009 sind die Zinsanpassungen dann großteils abgeschlossen.

**Europa kann sich US-Abschwung nicht entziehen**

Zwar war das Wachstum im Euroraum zuletzt noch recht robust, die Beschäftigung nahm weiter zu und das Vertrauen der Einkaufsmanager verbesserte sich im Januar sogar leicht. Dennoch ist kaum zu erwarten, dass sich die europäische Wirtschaft auf Dauer vollständig von der US-Konjunktur abkoppeln kann. Denn mit der fortschreitenden Globalisierung sowie der verstärkten Nutzung der Kommunikations- und Informationstechnologie sind Außenhandel und Finanzmärkte heute stärker vernetzt als in den 80er Jahren. Der Konjunkturerinbruch in den USA könnte das Wirtschaftswachstum im Euroraum um rund  $\frac{1}{2}$ -Punkt dämpfen. Zudem belasten der starke Euro und die anhaltend hohen Ölpreise die wirtschaftliche Expansion des Euroraums. Daher rechnen wir im Euroraum mit einer Abschwächung des Wachstums von 2,7% auf nur noch 1,6% im laufenden Jahr. Eine ähnlich moderate Wachstumsrate erwarten wir auch für 2009.

**Deutschland: Konsum trägt wieder zum Wachstum bei**

Nach zwei Jahren mit außergewöhnlich hoher Dynamik (BIP 2,9% in 2006 und 2,5% in 2007) wird sich auch in Deutschland das Wirtschaftswachstum verlangsamen. Mit den von uns für 2008 und 2009 geschätzten 1,5% entspricht es aber in etwa der Potenzialrate und ist vor allem breiter als in den vergangenen Jahren abgestützt. Ohne Gegenwind durch die Fiskalpolitik und einer wenn auch gedämpfteren Beschäftigungszunahme (3% in 2008 nach 1,7% in 2007) könnte der private Konsum erstmals wieder nach 6 Jahren in etwa wie das gesamte BIP expandieren. Angesichts des gegenüber dem Hoch im Herbst 2007 zuletzt kräftig gesunkenen Verbrauchervertrauens ist die von uns für 2008 unterstellte Rückführung der Sparquote und damit das Ausmaß der Konsumexpansion allerdings mit großen Risiken verbunden.

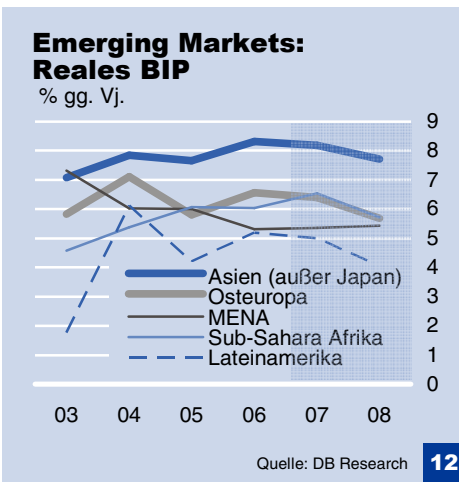
**Exporte und Investitionen verlieren an Kraft**

Dagegen verlieren die bisherigen Wachstumstreiber Investitionen und Nettoexporte merklich an Kraft. Der starke Euro und die Abschwächung der Konjunktur in den USA dämpfen die Exportentwicklung, während die Nachfrage zumindest aus dem Euroraum und den öllexportierenden Ländern, insbesondere Russland, relativ stark bleibt. Insgesamt dürfte sich die Zunahme der realen Ausfuhr 2008 von über 8% auf gut 5% verlangsamen. Dies sowie die steuerbedingt in 2007 aufgetretenen Vorzieheffekte belasten die Investitionen im laufenden Jahr. Bei den Ausrüstungsinvestitionen erwarten wir 2008 daher nur noch einen Anstieg um 5%, nach 8,4% in 2007. Zudem hat sich der Höhenflug der Bauinvestitionen von Ende 2006 nicht fortgesetzt. Angesichts deutlich fallender Auftragseingänge dürften die Bauinvestitionen im laufenden Jahr um  $2\frac{1}{4}$ % schrumpfen, nach einer Zunahme um 2% in 2007. Damit legen die Investitionen insgesamt in 2008 eine Pause ein (+1  $\frac{1}{4}$ % nach 4,9% in 2007).

## Emerging Markets: Gute Entwicklung sollte anhalten

Die Schwellenländer dürften weiterhin ein stärkeres Wachstum und voraussichtlich auch eine günstigere Finanzmarktentwicklung verzeichnen als der Rest der Welt. Aufgrund der oben beschriebenen Herausforderungen dürften das Wachstum und die Erträge auf den Finanzmärkten allerdings schwächer ausfallen als 2007. In dieser Hinsicht haben sich die Schwellenländer nicht vom Rest der Welt „abgekoppelt“. Ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks hat sich jedoch in den vergangenen Jahren infolge der beträchtlichen Verbesserung der Fundamentalbedingungen und der günstigen mittelfristigen Wachstumsaussichten spürbar erhöht.

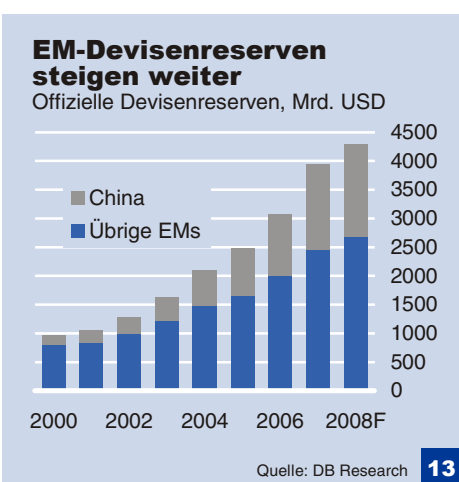
Mit 6–6,5% dürften die Wachstumsraten der Schwellenländer in den Jahren 2008/2009 um etwa ¾-Punkt niedriger liegen als 2007. Asien (ohne Japan) dürfte die dynamischste Region bleiben und 2008 ein Wachstum von rund 7,5% verzeichnen, das vor allem von China (10,4%) und Indien (8,2%) getragen werden dürfte. In anderen Regionen dürften die BIP-Wachstumsraten von gut 4% (Lateinamerika) bis 5,5–6% (Osteuropa, Naher Osten und Afrika) reichen (Grafik 12).



### Keine Inflationsbeschleunigung

Nach einem sprunghaften Anstieg im Jahr 2007 dürfte die Inflation 2008 hoch bleiben, sich jedoch voraussichtlich nicht weiter beschleunigen. Die Zentralbanken in den Schwellenländern sind weiterhin sehr vorsichtig und dürften die Zinsen trotz des aggressiven monetären Lockerungskurses in den USA nicht zu früh senken wollen. In den meisten Ländern sind die höheren Inflationsraten auf einen kräftigen Anstieg der Lebensmittel- und Brennstoffpreise zurückzuführen. Dieses Problem stellt sich vor allem in China. Die PBOC dürfte weiterhin eine eher restriktivere Geldpolitik verfolgen, aber bei eventuellen Straffungen mit Blick auf die Rezessionsrisiken in den USA vorsichtiger agieren. In Indien hat die RBI eine Überhitzung im vergangenen Jahr erfolgreich vermieden und dürfte die Zinsen ab H2 2008 senken. In anderen Regionen dagegen, z.B. in Argentinien und Venezuela, stellt die Inflation vor allem aufgrund der inkonsequenten Innenpolitik weiterhin ein ernsthaftes Problem dar.

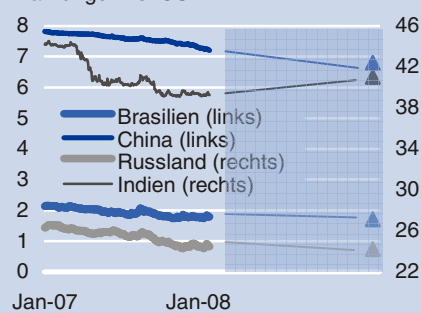
Insgesamt dürften die Schwellenländer weiterhin ausländische Vermögenswerte akkumulieren, einige Länder bleiben jedoch anfällig. Da die Schwellenländer auch künftig insgesamt einen Leistungsbilanzüberschuss und hohe Nettokapitalzuflüsse verzeichnen dürften, sollten ihre offiziellen Devisenreserven (Grafik 13) und voraussichtlich auch die Bestände an sonstigen (nicht offiziell angegebenen) ausländischen Vermögenswerten weiter ansteigen. Die Auslandsverschuldung der Schwellenländer dürfte sich – vor allem aufgrund der Emissionen nichtstaatlicher Schuldner – moderat erhöhen. Netto sollten die Schwellenländer also weiterhin eine Gläubigerposition gegenüber dem Ausland einnehmen und daher in der Lage sein, externe Finanzierungsschocks gut zu verkraften. Während dies für die Schwellenländer insgesamt zutrifft, sind einige Länder jedoch für eine Verschlechterung der internationalen Liquidität recht anfällig. Dies gilt vor allem für die baltischen Staaten, Rumänien, Bulgarien und die Ukraine sowie Südafrika und die Türkei. Diese Länder verzeichnen hohe und teilweise noch steigende Leistungsbilanzdefizite, die zum Teil durch volatile, ausländische Portfoliozuflüsse finanziert werden. Wegen hoher Risikoaversion internationaler Anleger hat sich die Wahrscheinlichkeit von Finanzmarkt-turbulenzen in diesen Ländern wesentlich erhöht.





## BRIC-Währungen gut gestützt

Währungen vs. USD



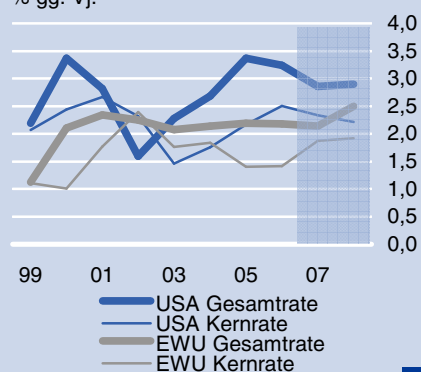
Prognose: Dez. '08

Quellen: Global Insight, DB Research

14

## USA & EWU: Inflation

% gg. Vj.

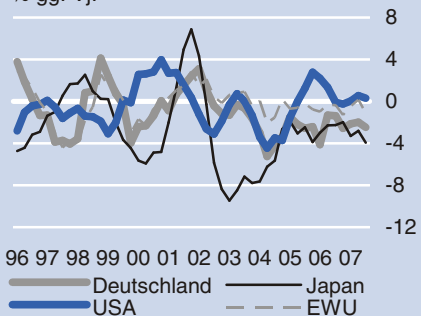


Quelle: DB Research

15

## Lohnstückkosten in der Industrie bleiben niedrig

% gg. Vj.

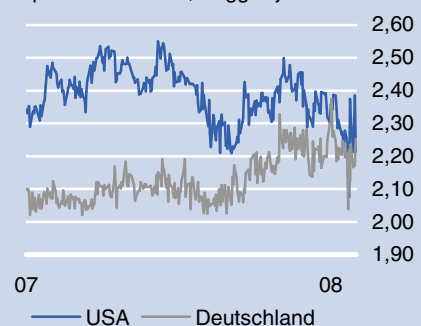


Quelle: OECD

16

## Inflationserwartungen weiterhin gut verankert

Implizierte Inflation, % gg. Vj.



Quelle: Bloomberg

17

## Beschleunigung der Renminbi-Aufwertung

Der chinesische RMB dürfte im Jahr 2008 gegenüber dem Dollar um 7-10% aufwerten (Grafik 14). Ein schwacher USD und hohe Binneninflation dürften dazu führen, dass die Zentralbanken zahlreicher Schwellenländer etwas stärkere Wechselkurse akzeptieren. Gleichzeitig dürften die Aufwertungen vor allem in Asien über Devisenmarktinterventionen weiterhin begrenzt gehalten werden.

## Inflation: Begrenzte Zweitrundeneffekte

Im Laufe des Jahres 2007 stiegen die Ölpreise in USD um knapp 50% an. Im gleichen Zeitraum erhöhten sich die Preise für Grundnahrungsmittel aufgrund schlechter Ernten, einer lebhafteren Nachfrage aus den Schwellenländern und der Verwendung als alternative Energiequellen um knapp 40%. Infolgedessen lag die Gesamtinflation im Dezember in den USA bei 4,1% und im Euroraum bei 3,2%. Während sich die Kerninflation in den USA im Jahresverlauf 2007 leicht auf 2,4% verlangsamte, kletterte sie im Euroraum langsam auf 1,9%.

Die Ölpreise dürften unseres Erachtens bis zum Jahresende 2008 auf rund USD 80/Barrel sinken, was die Inflation leicht dämpfen sollte. Der Durchschnittspreis für das Gesamtjahr dürfte jedoch um rund 20% höher liegen als im Vorjahr. Die steigende Nahrungsmittelnachfrage aus den Schwellenländern dürfte wegen steigender Einkommen und dem Übergang zu einer proteinreicheren Ernährung anhalten, und zumindest in den USA und Europa deutet die Saattätigkeit nicht auf eine rasche Reaktion der Angebotsseite hin. Die Lagerbestände für einige „weiche Rohstoffe“ nähern sich kritischen Tiefständen, so dass die Lebensmittelpreise 2008 um 4-5% steigen könnten.

Das Risiko ist jedoch recht gering, dass es aufgrund höherer Energie- und Lebensmittelpreise zu wesentlichen Zweitrundeneffekten kommt. In der Industrie sanken die Lohnstückkosten in Q3 2007 im Euroraum um 0,6% und in Japan um 2,1% gg. Vj., in den USA dagegen blieben sie unverändert (Grafik 16). Aus zyklischen Gründen könnten die Lohnstückkosten in den kommenden Quartalen etwas schneller ansteigen; es gibt jedoch nur wenige Gründe dafür, dass die Lohninflation anhält, da die Drohung mit Standortverlagerungen das Lohnwachstum in zahlreichen Branchen dämpft. Außerdem stehen die Preise für handelbare Güter aufgrund des Wettbewerbs seitens der Schwellenländer weiterhin unter Druck. Im Euroraum sind die Preise für Industriegüter (ohne Energie) im Dezember lediglich um 1,1% gg. Vj. angestiegen. Die bei Verbraucherumfragen ermittelten, kurzfristigen Preiserwartungen sind im vergangenen Sommer angestiegen, haben sich jedoch zuletzt stabilisiert. Die von indexgebundenen Anleihen abgeleiteten, langfristigen Inflationserwartungen haben sich zuletzt selbst nach den beträchtlichen Zinssenkungen der Fed (125 Bp. in zwei Wochen) kaum verändert (Grafik 17).

In den USA und im Euroraum dürfte die Inflationsrate zur Jahreswende den Höchststand erreicht haben. Bei einer Kerninflationsrate, die mehr oder weniger stabil bei rund 2% liegt, sollte die Gesamtinflationsrate zum Jahresende in beiden Regionen auf 2% zurückgehen. Im Euroraum dürften die monatlichen Inflationsraten jedoch erst zum Herbst auf unter 2 ½% fallen und es der EZB daher erschweren, die Zinsen zu senken – auch, wenn die Anzeichen für eine Konjunkturabschwächung zunehmen.

Japan befindet sich auch nach fünf Jahren Aufschwung noch in einer leichten Deflation. Der VPI ohne Energie und Lebensmittel ist seit 1998 nicht gegenüber dem Vorjahr angestiegen.

### Sehr aktive Federal Reserve...

Bisher hat die US-Zentralbank den Leitzins seit September um 225 Bp. gesenkt – praktisch niemand war davon ausgegangen, dass die Leitzinsen innerhalb von nur fünf Monaten von 5,25% auf 3% zurückgenommen werden würden. Die Fed hat jedoch klargestellt, dass ungewöhnliche Zeiten ungewöhnliche Maßnahmen erfordern: Ernsthafte Finanzmarkturbulenzen können zu Erschütterungen in der Wirtschaft führen. Der deutliche Anstieg der Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten gibt klar Anlass zur Sorge (Grafik 18).

Die Fed hat sicherlich alle Beobachter davon überzeugt, dass die Lage ungewöhnlich ist und dass sie die Zinsen weiter senken wird. Wir rechnen derzeit mit einer Senkung um weitere 50 Bp. auf 2,5%, und Renditen von unter 2% für 2-Jahres-Staatsanleihen lassen darauf schließen, dass der Markt sogar noch mehr erwartet. Es ist jedoch noch nicht klar, ob die Zinsschritte wirklich notwendig und angemessen waren, zumal die Kapazitäten in den USA nahezu vollständig ausgelastet sind, die Inflationsraten über 4% liegen und das Risiko eines weiteren „Moral Hazard“ an den Finanzmärkten besteht („Bernanke-Put“).

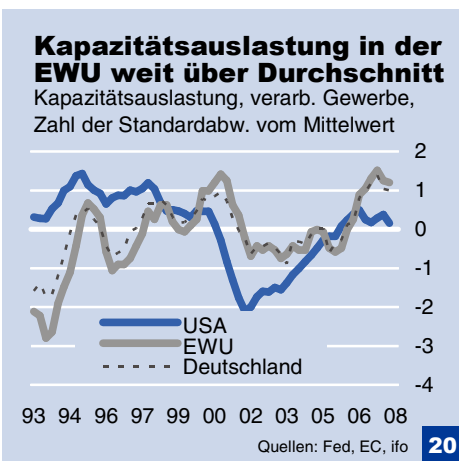
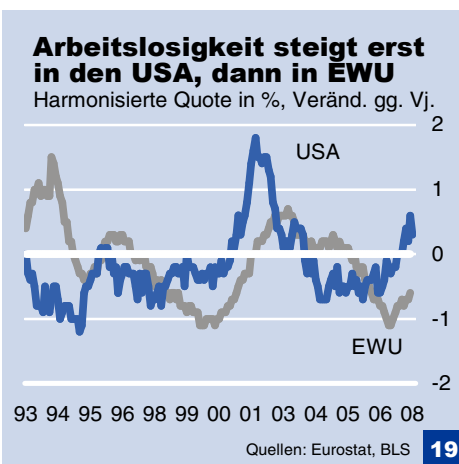
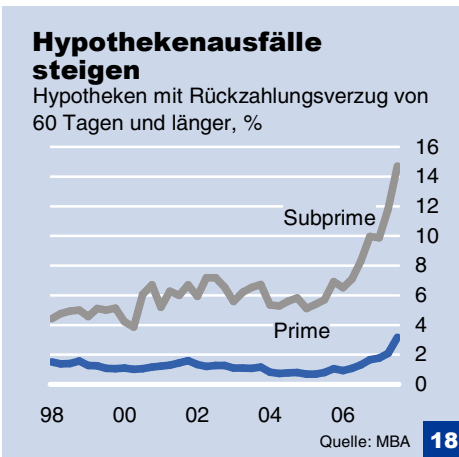
Eine Arbeitslosenquote von 4,9% im Januar in den USA (Anstieg um 0,3%-Punkte gegenüber dem Vorjahr) und die zahlreichen schlechten Nachrichten aus dem Finanzsektor deuten jedoch darauf hin, dass vorbeugende Maßnahmen angemessen sind. Und die Maßnahmen müssen dieses Mal möglicherweise besonders umfassend sein, weil diesmal der Übertragungskanal über den Immobiliensektor ausfällt. Die Fed kann ihre Zinssenkungen zurücknehmen, wenn sich zeigt, dass die Banken ihre Kreditvergabe weniger stark als befürchtet einschränken. Bis wir in dieser Hinsicht Genaueres wissen, werden jedoch einige Monate vergehen.

### ... und sehr viel passivere EZB (und BoJ)

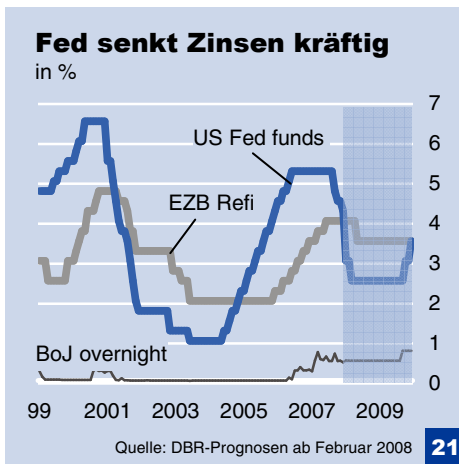
Die Europäische Zentralbank verhält sich ganz anders als die Fed. Sie hat die Leitzinsen bisher nicht gesenkt, und zahlreiche Mitglieder des Rats lehnen einen solchen Schritt für die nächste Zeit ab.

Es gibt in der Tat gute Gründe dafür, mit einer Zinssenkung zu warten: Die Verbraucherpreisinflation ist und bleibt hoch, die Arbeitslosenquote sinkt (Grafik 19), die Kapazitäten im verarbeitenden Gewerbe sind im Euroraum trotz des starken Euros gut ausgelastet (Grafik 20), und die europäischen Banken sind von der Subprime-Krise weniger betroffen als die US-Banken. Die EZB scheint sich auf den Standpunkt zu stellen, dass die Krise doch gar nicht so schlimm sei.

Eine ähnliche Haltung nahm sie bereits 1997/98 und 2001/02 ein, als die Zinsentwicklung in Europa derjenigen in den USA mit einer gewissen Verzögerung folgte. Die üblichen Transmissionsmechanismen funktionieren auch heute noch: Die Aktienkurse sind rund um die Welt gefallen, das Vertrauen schwächt sich weltweit ab und die Exporte des Euroraums in die USA und andere Regionen dürften ernsthaft in Mitleidenschaft gezogen werden. Daher wird sich mit einer gewissen Verzögerung auch der Arbeitsmarkt im Euroraum abschwächen, die Kapazitätsauslastung wird sich verringern (Grafik 20), der Inflationsdruck dürfte sinken – und auch die EZB dürfte auf mittlere Sicht die Zinsen etwas senken. Wann all dies der Fall sein





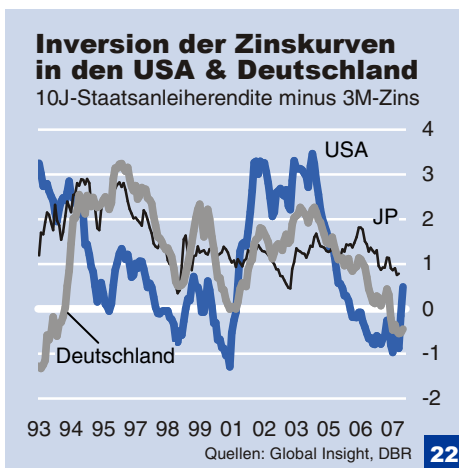


wird, ist nicht klar; in der zweiten Jahreshälfte 2008 dürfte der Hauptrefinanzierungssatz der EZB jedoch bei 3,5% liegen.

Die Bank of Japan ist wiederum ein ganz anderes Thema. Sie hat die Zinsen nicht auf mehr als 0,5% erhöhen können, obwohl das reale BIP-Wachstum seit fünf Jahren robust ist und der Wechselkurs abgewertet hat. Der Normalisierungskurs dürfte in der nächsten Zeit nicht fortgesetzt werden, da sich die Weltkonjunktur abschwächt und der Yen aufwertet.

### Warnsignale seitens der Renditekurven

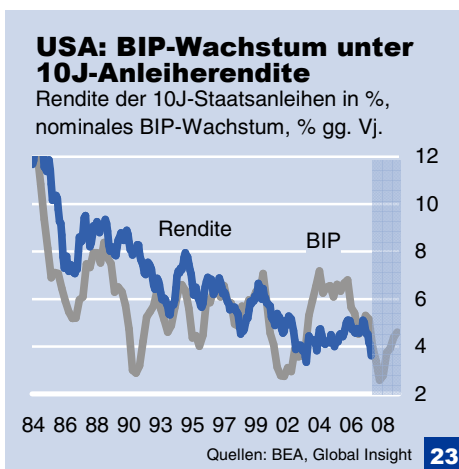
Die Renditekurven deuten darauf hin, wie ernst die Märkte die aktuellen Probleme nehmen. Die 10-Jahres-Renditen lagen Anfang des Jahres sowohl in den USA als auch in Deutschland unter den 3-Monats-Zinsen. Damit waren die Renditekurven zum ersten Mal seit Anfang 2001 invers – und wir wissen, was damals geschah. Die Fed bemüht sich darum, dass die Steigung der Renditekurve wieder positiv wird, was ihr auch mit der Zinssenkung auf 3% Ende Januar gelang. In Euroland dürfte die Renditekurve dagegen invers bleiben, bis die EZB die Zinsen senkt, da wir nicht mit einem deutlichen Anstieg der Langfristrenditen rechnen.



### Anleiherenditen könnten ungewöhnlich niedrig bleiben

Die Renditen für Staatsanleihen sind weltweit deutlich zurückgegangen. In den USA sanken die 10-Jahres-Renditen nahezu parallel zu den Zinsschritten der Fed von über 5% im Juni auf rund 3 ½% Ende Januar. Die Renditen könnten noch einige Monate lang so niedrig bleiben, sollten jedoch makroökonomischen Bewertungsmodellen zufolge mittelfristig wieder ansteigen. Wie Grafik 23 zeigt, entwickeln sich die Anleiherenditen im Zeitablauf parallel zum nominalen BIP-Wachstum, wobei sie die zyklischen Schwankungen des BIP glätten. Da wir mittelfristig für die USA ein Wachstum von rund 4 ½% erwarten, prognostizieren wir Renditen in ähnlicher Höhe. Aufgrund dieses Modells hat es uns wenig überrascht, dass die US-Renditen zum Höchststand des vergangenen Zinszyklus nicht wesentlich über 5% anstiegen, da wir nicht damit rechneten, dass das BIP-Wachstum bei über 6% verharren würde (das „Greenspan-Rätsel“).

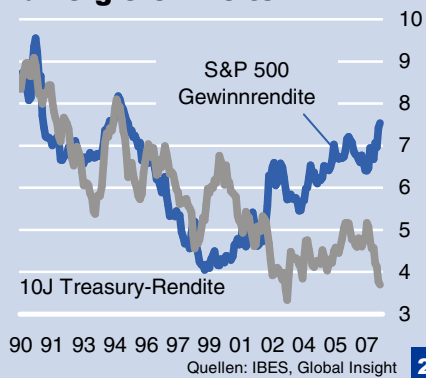
In Deutschland sind die 10-Jahres-Renditen stabiler, und das langfristige Niveau dürfte aufgrund der geringeren Trendwachstumsrate etwas niedriger sein als in den USA. Daher dürften sie 2008 gegenüber dem aktuellen Niveau von rund 4% nicht wesentlich ansteigen.



### Aktienmärkte erscheinen trotz geringen Gewinnwachstums billig

Die Aktienkurse brachen Anfang 2008 ein, weil verschiedene negative Einflüsse zusammen kamen: ungünstige Konjunkturdaten, Gewinnwarnungen und Probleme im Finanzsektor. Die Konsenserwartungen für die Unternehmensgewinne dürften in den kommenden Monaten noch weiter nach unten korrigiert werden – und dies gilt nicht nur für Finanzwerte. Die Zeiten zweistelliger Gewinnsteigerungen sind vorüber, was sowohl mit theoretischen Überlegungen als auch mit langfristigen Beobachtungen im Einklang steht: langfristig steigen die Gewinne nicht stärker an als das nominale BIP, und deutlich über dem nominalen BIP-Wachstum liegende Renditen können nur mit hohen Risiken erzielt werden.

### Aktien- & Anleiherenditen divergieren weiter



Selbst wenn die Gewinne unter den aktuellen Konsensprognosen liegen, ist die Gewinnrendite von Aktien (der Kehrwert des KGV) nach der Marktkorrektur in diesem Jahr noch ungewöhnlich hoch (Grafik 24). Die Gewinnrendite erscheint insbesondere im Vergleich zu Anleiherenditen derzeit sehr hoch. Insofern sehen wir für Aktien eindeutig Aufwärtspotenzial, sobald die Periode extremer Unsicherheit endet.

### Wechselkurse dürften sich stabilisieren

Seit Anfang 2001 tendiert der Wechselkurs des Euro überwiegend nach oben, der des Dollar nach unten, und der Yen hat tendenziell noch stärker abgewertet als der Dollar. Die realen, handelsgewichteten Wechselkurse haben inzwischen ein Niveau erreicht, auf dem sie sich in der Vergangenheit häufig stabilisiert haben (Grafik 25). Die wichtigsten Wechselkurse dürften bis zum Jahresende 2008 etwa auf dem aktuellen Niveau verharren.

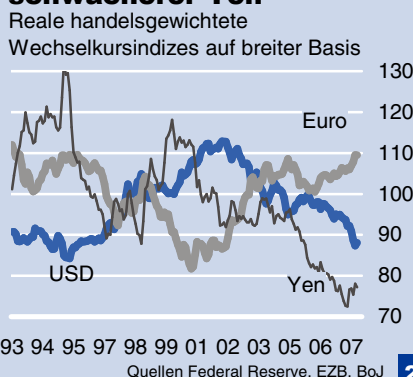
Stefan Bergheim (+49 69 910-31727, stefan.bergheim@db.com)

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

Maria-Laura Lanzeni (+49 69 910-31723, maria-laura.lanzeni@db.com)

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

### Schwacher Dollar - schwächerer Yen



# Aktuelle Themen

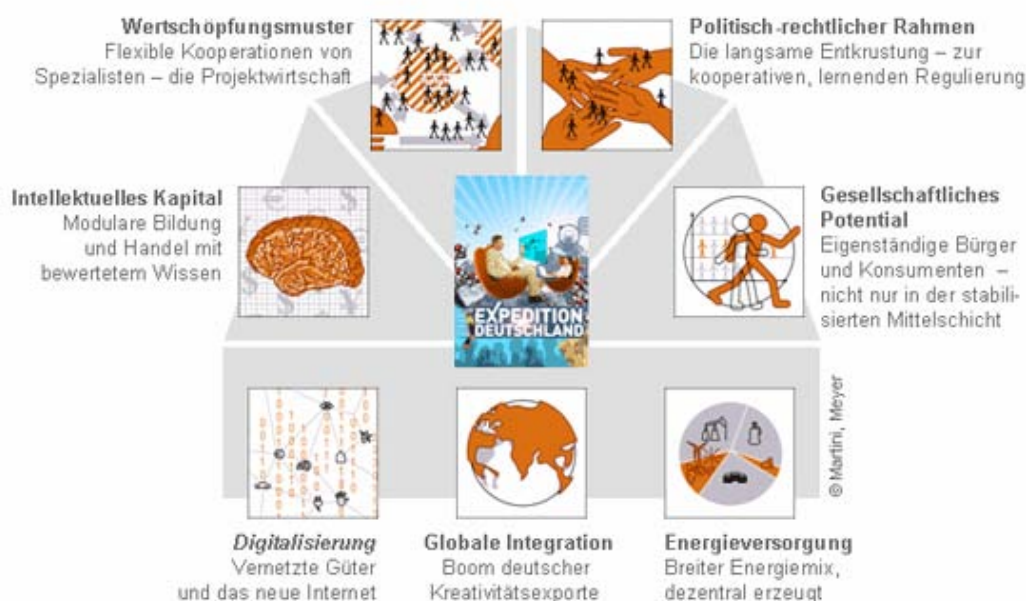
Fokusthema Deutschland 2020

Schneller via E-Mail:  
marketing.dbr@db.com

Die kommenden Jahre werden entscheidend sein für den Weg, den Deutschland langfristig einschlägt. Die gesellschaftliche Alterung, knappe öffentliche Haushalte, die aufkommende Wissenswirtschaft und neue Konkurrenz aus Asien und Teilen der Welt sind nur einige der Herausforderungen, denen sich Deutschland stellen muss.

Um zukunftssichere Entscheidungen treffen zu können, müssen Wirtschaft und Politik das künftige Wechselspiel dieser und weiterer struktureller Veränderungen verstehen. Wir haben daher mit einer innovativen Szenarioanalyse skizziert, welche zukünftigen Entwicklungspfade für Deutschlands Wirtschaft und Gesellschaft denkbar und in sich schlüssig sind. Und wir sind noch einen Schritt weiter gegangen: Wir haben die „Expedition Deutschland“ als das plausibelste unserer Zukunftsbilder für das Jahr 2020 identifiziert ([www.expeditiondeutschland.de](http://www.expeditiondeutschland.de)).

## Deutschland im Jahr 2020: Ein knapper Überblick



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 2008. 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 Anlageberatung 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