



Konjunktur: Im Zenit

Redaktion:

Dr. Stefan Mütze
Tel.: 0 69/91 32-38 50
research@helaba.de

Herausgeber:

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/Leitung Research

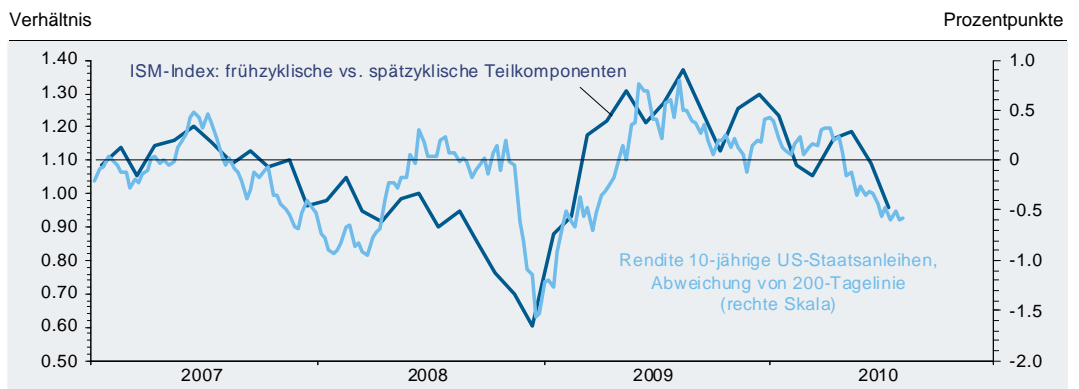
Landesbank Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

1 Die Woche im Überblick	1
1.1 Chart der Woche	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 32 mit Prognosen	3
2 Im Fokus	4
2.1 Aktien: Kursrakete oder Bullenfalle?	4
2.2 USA: Intakte Expansion – mit längerem Durchhänger	5
2.3 Eurozone: Hohe Dynamik in Deutschland	6
3 Charttechnik	7
4 Helaba Kapitalmarktszenarien	8

1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

Zyklischer Abschwung übt Sog auf US-Renditen aus



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe in den USA ist in einem Abwärtstrend. Das Verhältnis zwischen Auftragslage und eher spätzyklischen Subindizes wie Lieferzeiten und Beschäftigung gilt als Frühindikator und signalisiert einen fortgesetzten Rückgang des amerikanischen Einkaufsmanagerindex. Am US-Rentenmarkt hat man sich auf dieses Szenario bereits weitgehend eingestellt. (Zur Renditeentwicklung siehe auch „Zinsreport“ vom 09.08.2010).

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

1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Die beste aller Welten spielt sich an den Kapitalmärkten ab: Die Aktienmärkte, angeführt vom deutschen Leitindex, legten kräftig zu. Der DAX gewann im Sog starker Unternehmens- und deutscher Konjunkturzahlen über 3 % und markierte zwischenzeitlich sogar ein 2-Jahres-Hoch. Ist die Krise damit nun vorbei? Notenbankchef Trichet verneinte diese Frage und ein Blick auf die Entwicklung der Rentenmärkte bestätigt seine Antwort. Die Spreads am europäischen Rentenmarkt zogen wieder an und deutsche Bundesanleihen waren als „Krisenwährung“ gefragt. Die 10-jährigen Bundesanleihen gaben 16 Basispunkte ab. Mit einem Zinssatz von 2,56 % ist das historische Tief von 2,51 % wieder in greifbare Nähe gerückt. Sorgen um die Lage am Arbeitsmarkt führten auch zu einem Kursanstieg am US-Rentenmarkt. Die Verzinsung 10-jähriger US-Staatsanleihen etabliert sich unter 3 %. Während die Rentenmärkte ein Deflationsszenario einpreisen, favorisieren Aktien- als auch Rohstoffmärkte ein Wachstums- bzw. Reflationsszenario.

Fed bleibt expansiv

Steigende Kurse an den Aktien- und Rentenmärkten gehen meist mit einer anhaltend expansiven Geldpolitik einher. Von der Fed als auch von der EZB ist bis mindestens Mitte nächsten Jahres sicherlich keine Zinswende zu erwarten. Gleichzeitig wird aber die konjunkturelle Unsicherheit zunehmen, was den Aktienmarkt belasten sollte (S. 4). Schließlich laufen die positiven Impulse vom Lagerzyklus aus und der private Verbrauch dürfte im Euroraum ebenso wie in den USA als Wachstumstreiber fehlen. Der von den Europäern eingeschlagene Konsolidierungskurs wird die Binnennachfrage dämpfen, selbst wenn Deutschland für Q2 einen kräftigen BIP-Zuwachs vermelden wird (S. 6). Die Euroländer werden damit nicht Schritt halten können. Für die USA zeichnet sich in der Berichtswoche dank einer regen Automobilnachfrage ein Zuwachs der Einzelhandelsumsätze ab, dennoch bleibt der Arbeitsmarkt im Mittelpunkt und dürfte weiterhin die Stimmung der Verbraucher (Uni Michigan) belasten. Die Fed wird aufgrund der mit dem Arbeitsmarkt verbundenen hohen konjunkturellen Unsicherheit an ihrer Nullzinspolitik festhalten und womöglich sogar kleinere zusätzliche Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur ankündigen. Wir rechnen mit einer längeren Wachstumsdelle in den USA (S. 5) und revidieren daher unsere Prognose für die US-Treasuries und den US-Dollar. Bezüglich unserer Aktien- und Rohstoffprognosen haben wir den höheren Ausgangsniveaus Rechnung getragen.

Finanzmarktrückblick und –prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q3/2010	Q4/2010	Q1/2011
	30.12.2009	29.07.2010				
	(in %)		Index			
DAX	6,3	3,2	6.334	6.000 (5700)	5.700 (5400)	5.400 (5200)
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	20	1	0,90	0,9 (0,8)	0,9	0,9
3M USD Libor	17	-5	0,42	0,3	0,4 (0,5)	0,5 (0,8)
10 jähr. Bundesanleihen	-83	-16	2,56	2,6	2,8	3,2
10 jähr. Swapsatz	-74	-12	2,85	2,9	3,0	3,4
10 jähr. US-Treasuries	-88	-8	2,90	2,8 (3,2)	2,9 (3,3)	3,2 (3,7)
	(jew eils gg. Euro, %)		(jew eils gg. Euro)			
US-Dollar	9,0	-0,6	1,32	1,28 (1,25)	1,25 (1,20)	1,25 (1,20)
Japanischer Yen	17,1	0,3	113	113	108	112
Britisches Pfund	7,6	1,1	0,83	0,82	0,80	0,80
Schweizer Franken	7,8	-1,4	1,38	1,36 (1,30)	1,34 (1,31)	1,36 (1,34)
	(in %)					
Brentöl \$/B	6,2	6,9	82	78 (71)	73 (69)	72 (67)
Gold \$/U	9,3	2,3	1.195	1.180	1.220	1.300

*Schlusskurse vom 05.08.2010

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 32 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 09.08.2010						
08:00	DE	Jun	Handels-/Leistungsbilanz, Mrd. €, n.s.a.	14,0 / 8,0	12,5 / 13,8	9,7 / 2,2
Dienstag, 10.08.2010						
	JP		Bank of Japan Zinsentscheid; %	0,1	0,1	0,1
14:30	US	Q2	Produktivität, % q/q (JR)	0,5	0,3	2,8
14:30	US	Q2	Lohnstückkosten, % q/q (JR)	1,5	1,6	-1,3
20:15	US		FOMC-Zinsentscheidung; %	0,25	0,25	0,25
Mittwoch, 11.08.2010						
11:30	UK		BoE Inflationsbericht			
14:30	US	Jun	Handelsbilanz; Mrd. \$	-40,0	-42,2	-42,3
Donnerstag, 12.08.2010						
11:00	EZ	Jun	Industrieproduktion % m/m, s.a. % y/y, s.a.	0,5 9,1	0,6 k.A.	1,0 9,5
14:30	US	07. Aug	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	470	k.A.	479
Freitag, 13.08.2010						
08:00	DE	Q2	BIP 1. Schätzung % q/q, s.a. % y/y, s.a.	1,5 2,6	1,3 2,4	0,2 1,5
11:00	EZ	Q2	BIP 1. Schätzung % q/q % y/y	0,7 1,4	0,7 1,4	0,2 0,6
14:30	US	Jul	CPI Konsumentenpreise % m/m % y/y	0,2 1,2	0,2 1,2	-0,1 1,1
14:30	US	Jul	CPI ohne Energie & Nahrungsmittel % m/m % y/y	0,1 0,9	0,1 0,9	0,2 0,9
14:30	US	Jul	Einzelhandelsumsätze, % m/m	0,9	0,4	-0,5
14:30	US	Jul	Einzelhandelsumsätze ohne Pkw s, % m/m	0,4	0,3	-0,1
15:55	US	Aug	Verbrauchervertrauen (UoM); vorl. Index	69,0	69,8	67,8
16:00	US	Jun	Lageraufbau; % m/m	0,3	0,3	0,1

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

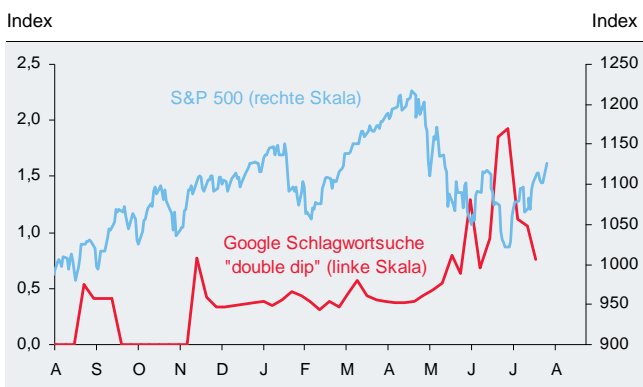
2.1 Aktien: Kursrakete oder Bullenfall?

Die Stimmung unter den Aktienanlegern hat sich in den vergangenen Wochen sichtbar aufgehellt. Trotz mehrheitlich positiver Überraschung in der laufenden Quartalsberichtssaison bleibt die Frage der mittelfristigen Gewinnperspektiven aber auf der Agenda.

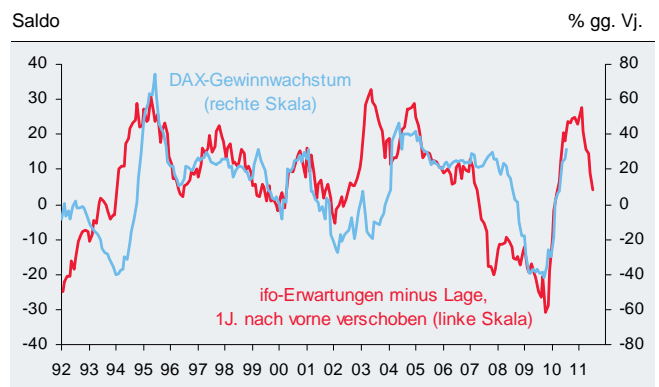
Vorübergehende
Stimmungsaufhellung

Die Stimmung unter den Aktienanlegern hat sich in den vergangenen Wochen sichtbar aufgehellt. Der EURO STOXX 50 sowie die US-Leitindizes S&P 500 und Dow Jones Industrials konnten mehr als die Hälfte ihrer zwischenzeitlichen Kursabschläge wieder wettmachen. Der DAX testet derzeit sogar sein bisheriges Jahreshoch vom April. Verantwortlich für den jüngsten Stimmungsumschwung waren zum einen positive Überraschungen bei den Konjunkturdaten, insbesondere aus Deutschland. Auch in den USA konnten nach einigen Enttäuschungen zuletzt die wichtigen Einkaufsmanagerindizes die Erwartungen übertreffen und damit die Wachstumsängste (double dip) zunächst wieder etwas in den Hintergrund drängen. Zum anderen vermochten die Unternehmen dies- und jenseits des Atlantiks mit ihren Zwischenberichten zu überzeugen. So hat die Mehrheit der Unternehmen (S&P 500: 76 %, DAX: 54 %) beim Nettoergebnis die Analystenschätzungen übertroffen. Die Skepsis der Anleger im Vorfeld der Berichterstattung hat sich somit zunächst als übertrieben erwiesen. Wird nun eine neue Kursrakete gezündet?

Rezessionsängste zunächst zurückgedrängt



Gewinnperspektiven mit Fragezeichen



Kursabschwung vertagt

Trotz zuletzt positiver Überraschungen bleibt die Frage der mittelfristigen Gewinnperspektiven auf der Agenda. Während sich Schätzungen für die Unternehmensergebnisse für das laufende Geschäftsjahr in realistischen Bahnen bewegen, wirken die Steigerungsraten für die Folgejahre übertrieben hoch. Damit relativiert sich auch die aus den erwarteten Gewinnen abgeleitete optisch günstige Bewertung von Aktien. Der Vergleich mit früheren Zyklen zeigt vielmehr, dass Aktien auf Basis berichteter Zahlen und unter Berücksichtigung alternativer Kennziffern – neben Kurs/Gewinn-Verhältnis auch Kurs/Cashflow- und Kurs/Buchwert-Verhältnis sowie Dividendenrendite – derzeit alles andere als günstig sind. Eine weitere Bewertungsexpansion fällt somit als Kurstreiber aus. Zwar ist angesichts des Mangels an attraktiven Anlagealternativen nicht auszuschließen, dass sich die Erholung an den Aktienmärkten kurzfristig noch fortsetzen wird. Immerhin haben einige Indizes zuletzt wichtige technische Marken überschritten, so dass mit Anschlusskäufen durch zuvor unterinvestierte Anleger zu rechnen ist. Mittelfristig überwiegen allerdings die zyklischen Risiken, so dass unter strategischen Gesichtspunkten bei Aktien eine defensive Positionierung angezeigt bleibt. Da sich allerdings der Fahrplan für den zyklischen Kursabschwung offensichtlich verzögern wird, haben wir unsere Aktienprognosen um ein Quartal verschoben.

Patrick Franke
Tel.: 0 69/91 32-4738

2.2 USA: Intakte Expansion – mit längerem Durchhänger

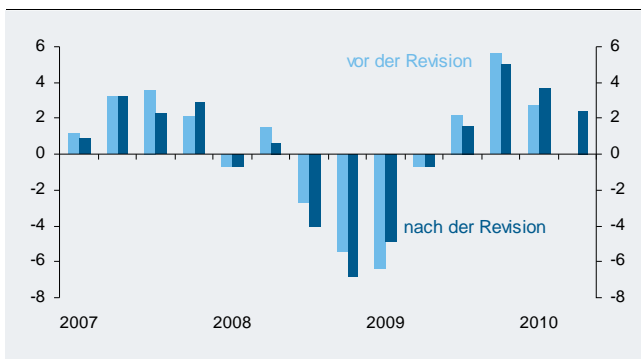
Zusammen mit den neuen Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal wurden die Daten der vergangenen drei Jahre revidiert. Wir haben dies zum Anlass genommen, unsere Konjunkturprognose zu überprüfen. Wir rechnen nun mit einer etwas tieferen Wachstumsdelle in den kommenden Quartalen. Allerdings bleibt die Erholung grundsätzlich intakt. Das Risiko eines Double-Dip erachten wir unverändert als gering.

Schwache Quartale
voraus

Die US-Statistiker haben die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung bis 2007 zurück revidiert. Das Gesamtbild der Rezession hat sich dadurch kaum verändert. Das reale BIP in den vergangenen Quartalen wurde z.B. per Saldo nicht nach unten revidiert, so dass die bislang vergleichsweise verhaltene Dynamik der Beschäftigung nicht auf eine Überschätzung der Produktion zurückzuführen war. Allerdings stellen sich jetzt die wesentlichen Nachfragekomponenten in einem neuen Licht dar. Der laut den zunächst veröffentlichten Zahlen überraschend starke Konsum wurde deutlich nach unten revidiert. Bei gleichzeitig höheren Einkommen liegt die Sparquote nun erheblich höher als vor der Revision. Nach oben revidiert wurden auch die Ausgaben der Unternehmen für Ausrüstungsinvestitionen. Sie zeigen nach der Revision einen merklich kräftigeren Zuwachs (in Q1 und Q2 2010 annualisierte Raten von im Schnitt über 20 %).

Schwungverlust schon im Gang...

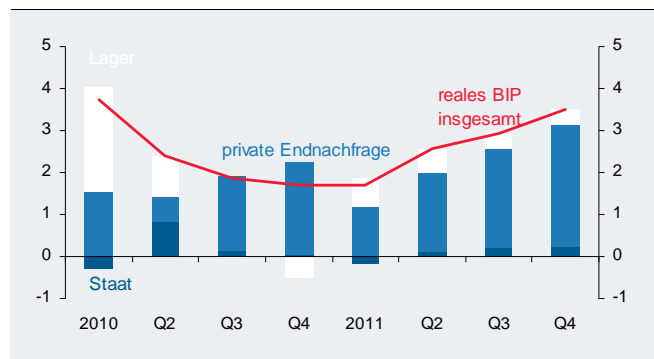
Reales BIP, Veränderung gg. Vq. annualisiert (%)



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

...und noch eine längere Durststrecke voraus

BIP-Wachstum und Wachstumsbeiträge, Prozentpunkte bzw. % gg. Vq *



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research
* annualisierte Raten, ab Q3 2010 Prognose

Das zweite Halbjahr 2010 und der Jahresauftakt 2011 dürften konjunkturell relativ verhalten ausfallen. Geringere Impulse vom Lageraufbau und das Abflauen des Rückenwinds von der Finanzpolitik werden für eine deutlich geringere Dynamik als in den vergangenen zwölf Monaten sorgen. Anfang 2011 steigt zudem die Steuerlast der Haushalte durch das (zumindest partielle) Auslaufen der Steuersenkungen aus den Jahren 2001 und 2003. Die US-Wirtschaft sollte aber dennoch auf Erholungskurs bleiben, d.h. für einen Rückfall in eine Rezession sehen wir unverändert keine Anzeichen. Vor allem die kräftige Investitionsnachfrage und der schon relativ weit fortgeschrittene Prozess der „Bilanzbereinigung“ bei den privaten Haushalten geben Anlass zur Hoffnung, dass die US-Wirtschaft derzeit nur eine Wachstumsdelle durchschreitet, um dann wieder Fahrt aufzunehmen. Arbeitsmarkt und Konsum dürften sich im Verlauf von 2011 spürbar beschleunigen, während die staatliche Nachfrage auf absehbare Zeit bremst – auch ohne harten Sparkurs.

Niedrigere
Jahresprognosen

In Kombination mit den revidierten Daten ergibt sich damit für 2010 ein durchschnittlicher Anstieg des realen BIP um 2,8 % (bisher: 3 %). Im Verlauf des kommenden Jahres wird die Dynamik zwar wohl anziehen, wegen eines geringeren statistischen Überhangs fällt der Jahresdurchschnitt aber mit 2,2 % ebenfalls niedriger aus (bisher 2,5 %).

Dr. Stefan Mütze
Tel.: 0 69/91 32-3850

2.3 Eurozone: Hohe Dynamik in Deutschland

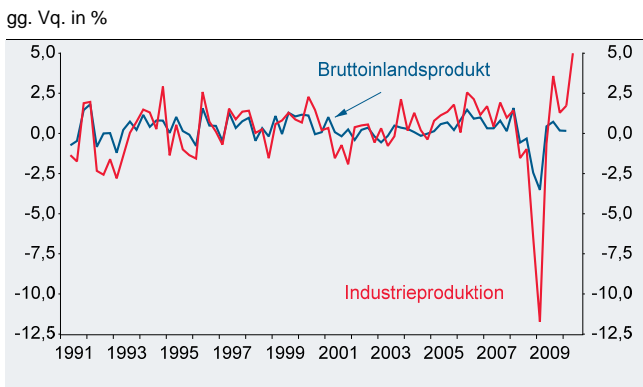
Das Wirtschaftswachstum in Deutschland dürfte im zweiten Quartal mit 1,5 % gegenüber Vorquartal außergewöhnlich hoch ausfallen. Im zweiten Halbjahr muss mit deutlich geringeren Zuwächsen gerechnet werden, ohne dass der Aufschwung abbricht. In der Eurozone fällt das Wachstum nur etwa halb so hoch aus. Gebremst wird der Währungsraum von der Sparpolitik in einigen Ländern und schwachen Konsumausgaben.

Industrie Vorreiter im Aufschwung

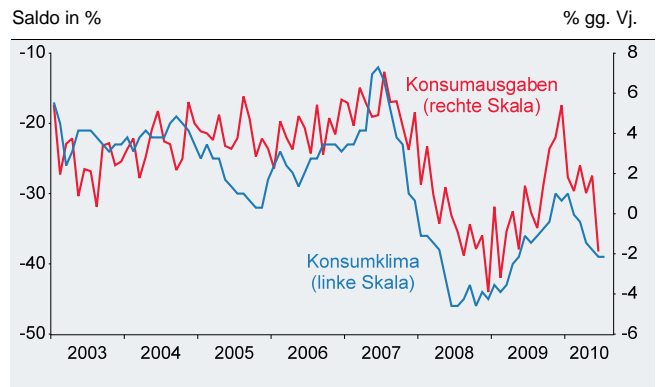
Die deutsche Wirtschaft weist zur Zeit eine überraschend starke Dynamik auf. Die Industrieproduktion dürfte im zweiten Quartal um 5 % gegenüber den drei Monaten zuvor angestiegen sein, so stark wie nie zuvor, seit gesamtdeutsche Zahlen erhoben werden. Auch andere Wertschöpfungsbereiche wie der Großhandel und die unternehmensnahen Dienstleister dürften allerdings im geringeren Maße zum Wachstum beigetragen haben. Für das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal ist deshalb mit einem hohen Zuwachs zu rechnen: Nachdem wir bislang einen Quartalszuwachs von real 0,9 % unterstellt haben, erwarten wir nach den jüngsten Zahlen 1,5 %. Sollte sich dies bewahrheiten, dürfte das deutsche Bruttoinlandsprodukt 2010 um mehr als 2 % zunehmen.

Deutschland profitiert zur Zeit von der dynamischen Konjunktur in den Schwellenländern, vor allem in China und Indien. Aber auch die wichtigen Länder der Eurozone importieren mehr deutsche Waren, wengleich die Dynamik schwächer ausfällt. Bei den verkauften Produkten handelt es sich nicht nur um volatile Grundstoffgüter. Vielmehr ist der Investitionszyklus in vielen Ländern in Gang gekommen. Damit steigt die Tragfähigkeit des weltweiten Aufschwungs. Die BIP-Zahlen werden auch darüber Auskunft geben, ob die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland ebenfalls an Dynamik gewinnen. Nach dem Einbruch haben die letzten vier Quartale nur eine Stabilisierung erbracht. Die Entwicklung der Inlandsaufträge der deutschen Investitionsgüterhersteller lässt aber erwarten, dass der Investitionszyklus allmählich auch in Deutschland Fahrt aufnimmt. Der Konsum hingegen dürfte im Berichtsquartal eher verhalten ausgefallen sein. Dies signalisiert zumindest der Einzelhandel. Durch den kontinuierlichen Beschäftigungsanstieg ist allerdings eine günstigere Entwicklung in Sicht.

Stärkster gesamtdeutscher Produktionsanstieg



Konsum in Frankreich verliert deutlich an Dynamik



Nach starken Verlusten Deutschland nun Wachstumsspitzenreiter

Deutschland dürfte im zweiten Quartal zu den Wachstumsspitzenreitern in der Eurozone gehört haben. Das Bruttoinlandsprodukt im gemeinsamen Währungsraum hat mit schätzungsweise 0,7 % gegenüber Vorquartal nur gut halb so schnell zugenommen wie hierzulande. In Frankreich dürfte der Konsum erneut enttäuscht haben, während in Ländern wie Spanien und Griechenland die Nachfrage durch die Konsolidierungsmaßnahmen in den öffentlichen Haushalten gebremst wird.

3 Charttechnik

Bund-Future: 130 im Blick



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	129,86	129,99	130,37
Unterstützungen:	129,22	128,98	128,67

Der Future konnte sich wieder zwischen 129 und 130 etablieren. Die quantitativen Indikatoren im Tageschart stehen weiteren Kursgewinnen nicht entgegen. MACD und Stochastic sind im Kauf und ein Test der 130er Marke kann nicht ausgeschlossen werden. Die leicht überkaufte Indikation durch den RSI sollte dabei kein Hindernis darstellen. Im Wochenchart ist das Bild dagegen nicht überzeugend. Der MACD bleibt ein Verkaufssignal zwar bislang schuldig, der Stochastic schwächt sich aber im überkauften Bereich ab. Scheitert der Future bei 130, droht eine Korrektur.

Ralf Umlauf (Tel. 069/9132-1891)

EUR-USD: Verschnaufpause vor Sprung auf 1,35



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,3267	1,3362	1,3416
Unterstützungen:	1,3120	1,3095	1,3030

Der Euro setzte erfolgreich zum Sprung über die Marke von 1,31 an. Zwar gelang der Ausbruch über 1,3267 in der abgelaufenen Woche nicht, das technische Umfeld im Wochenchart ist aber dennoch günstig. MACD, Stochastic und RSI richten sich gen Norden und der DMI ist dabei ein Kaufsignal zu liefern. Auf Tagesbasis sind MACD und DMI ebenso im Kauf. Allerdings muss sich die Überkaufsituation zunächst abbauen, um Kraft für die Bewegung in Richtung 1,35 zu sammeln. Hürden auf dem Weg dorthin finden sich bei 1,3362 und 1,3416.

Ralf Umlauf (Tel. 069/9132-1891)

Dax: Wird die Luft dünner?



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	6.400	6.460	6.490
Unterstützungen:	6.220	6.180	6.135

Der Dax hat in letzter Zeit einen beeindruckenden Anstieg gezeigt und damit ein neues 2-Jahreshoch erreicht. Dies wird in der Regel als prozyklisches Signal gewertet. Grundsätzlich muss aber auch festgestellt werden, dass sich die Widerstandszone im Bereich von 6.380/6.400 Punkten zuletzt als massiv erwiesen hat, insbesondere die 45°-Gann-Linie konnte nicht überwunden werden. Damit mehren sich die Zeichen, dass für den Index zumindest kurzfristig die Luft dünner wird und temporäre Rücksetzer in Richtung 6.220/6.180 Punkte wahrscheinlicher werden.

Christian Schmidt (Tel. 069/9132-2388)

Die Ausführungen auf dieser Seite basieren ausschließlich auf einer charttechnischen Analyse. Unsere fundamentalen Analysen gehen in diese Betrachtung nicht ein.

4 Helaba Kapitalmarktszenarien

Ringen zwischen
zyklischen Chancen
und strukturellen
Risiken

Die Erholung der Weltwirtschaft hat sich im ersten Halbjahr 2010 dank einer robusten Industriekonjunktur fortgesetzt. Nachdem sich in der ersten Phase des Aufschwungs die konjunkturellen Kräfte vor allem aus dem Lagerzyklus speisten, ist endlich auch der Investitionszyklus angesprungen. Im Gesamtjahr 2010 wirken weiterhin die expansive Geldpolitik sowie die umfangreichen Konjunkturpakete. Ein Rückfall in die Rezession ist deshalb unwahrscheinlich. Das globale Wachstum liegt preisbereinigt bei voraussichtlich rund 4 %. Dennoch nehmen im zweiten Halbjahr 2010 die konjunkturellen Abwärtsrisiken zu. Strukturprobleme in den einzelnen Volkswirtschaften sowie ein immer noch anfälliges Finanzsystem werden die Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr bremsen und für erneute Unsicherheit unter den Kapitalmarktakteuren sorgen.

Im Umfeld der Finanzkrise kam es zu einer deutlichen Ausweitung der Staatsverschuldung sowie einer Offenlegung der vorhandenen Strukturprobleme in den Industrieländern. Die hohe Staatsverschuldung erfordert einen einschneidenden Konsolidierungskurs. Die einzelnen Länder gehen jedoch unterschiedliche Wege: Die US-Regierung scheint den Schuldenabbau in die Zukunft verschoben zu haben, allerdings bremsen bereits die strikten Ausgabenkürzungen auf kommunaler Ebene. Auffallend ist, dass der Wachstumsfunke in den USA bislang noch nicht auf den Arbeitsmarkt übergesprungen ist. Damit besteht die Gefahr einer steigenden strukturellen Arbeitslosigkeit in den kommenden Jahren.

Im Euroraum treten nach Jahren der Konvergenz die Unterschiede der Mitgliedsländer stark hervor. Einzelne Staatshaushalte in südlichen Mitgliedsländern sowie in Irland sind in eine Schieflage geraten. Die Kapitalmärkte erzwingen hier einen strikten Konsolidierungskurs, den die Länder mit drastischen Ausgabenprogrammen begegnen. Folglich neigen die Peripherieländer 2010 konjunkturell zur Schwäche. Dennoch kommen sie ihren Verpflichtungen nach. Dem gegenüber zeichnet sich für Deutschland und Frankreich nur ein moderater Sparkurs ab, was die Rezessionsrisiken für den gesamten Euroraum mit Blick auf 2011 mildert.

Die Inflationsgefahren sind 2010 vernachlässigbar, vielmehr steht die Deflationsbekämpfung im Vordergrund: In den USA rückt die Fed trotz guter Konjunkturdaten und der Erholung der Binnennachfrage nicht von der Nullzinspolitik ab. Die EZB flankiert die Konsolidierung in den Mitgliedstaaten sogar mit einer Ausweitung ihres Expansionsgrades. Beide Notenbanken werden solange an ihrer Nullzinspolitik festhalten und notfalls noch unkonventionelle Maßnahmen draufsetzen, bis das Finanzsystem wieder auf sicheren Beinen steht und sich keine erneuten Konjunkturrisiken abzeichnen.

In unserem **Basisszenario** (Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 %) wird die Kapitalmarktentwicklung in der zweiten Jahreshälfte von den Strukturproblemen geprägt sein. In den folgenden Monaten wird die Entwicklung an den Rentenmärkten durch die fortgesetzte Nullzinspolitik weitgehend bestimmt. Das Niedrigzinsumfeld besteht noch eine Weile fort. Unsicherheit um Staats- und Unternehmensbonitäten dürfte jedoch für hohe Volatilität sorgen. Die Aktienmärkte werden im zweiten Halbjahr 2010 von den schwindenden Wachstumsperspektiven belastet. Der Euro dürfte sich nach dem Einbruch im zweiten Halbjahr etwas festigen, zumal die Strukturprobleme in den USA zunehmend wahrgenommen werden.

Alternativszenarien

In unserem positiven **Alternativszenario** dominieren die Wachstumsperspektiven und verdrängen die Verschuldungsprobleme. Mit einer Gewichtung von 10 % bringen wir zum Ausdruck, dass wir dies für weniger wahrscheinlich halten. Dem **Rezessionszenario** weisen wir mit 20 % eine höhere Eintrittswahrscheinlichkeit zu. In diesem Szenario kommt die Weltwirtschaft nicht über ein konjunkturelles Strohfeuer hinaus, so dass sich „japanische Verhältnisse“ manifestieren.

Prognoseübersicht

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

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