



Konjunkturausblick 2009

Deutsche Wirtschaft in stürmischer See

16. Januar 2009

Deutschland befindet sich in einer Rezession, die frühestens gegen Ende des Jahres überwunden werden dürfte. Das BIP dürfte in 2009 wohl um mindestens 2% schrumpfen – der mit Abstand größte Rückgang der Nachkriegszeit. Die Unsicherheit resultiert aus der weltweiten Finanzkrise. Stabilisierende Effekte der gesunkenen Rohstoffpreise und der Geld- und Fiskalpolitik werden erst mit Verzögerung wirken.

Der dramatische Abschwung der Weltwirtschaft begann nach dem Kollaps der Subprime-Blase. Seit Anfang 2008 befindet sich die US-Wirtschaft in der Rezession. Die amerikanische Wirtschaft dürfte im laufenden Jahr um 2 ¼% schrumpfen. Eine allmähliche Stabilisierung ist erst gegen Ende des Jahres 2009 zu erwarten.

Mittlerweile sind auch die Emerging Markets voll von dem Abwärtszog erfasst. Nach ihrem Höhenflug sind viele Rohstoffpreise in der zweiten Jahreshälfte 2008 kollabiert. Zusammen mit den Auswirkungen der globalen Finanzkrise hat dies die Emerging Markets zusätzlich getroffen. Die Wachstumsraten dieser Länder (4%) dürften sich im Vergleich zu 2007 (7,9%) halbieren. Die Industrieländer werden um 2% schrumpfen, die Weltwirtschaft insgesamt um rund 1% nach einem Anstieg von 2% in 2008.

Gut ein Viertel der deutschen Wirtschaftsleistung stammt aus dem Export, wenn man die importierten Vorleistungen berücksichtigt. Neben dem Wegbrechen wichtiger Absatzmärkte belastet zusätzlich der Höhenflug des Euro, der sich erst in den letzten Monaten etwas abgeschwächt hat. Die Exporterwartungen der deutschen Industrie sind auf ein Allzeittief gesunken. Die realen Ausfuhren werden erstmals seit 1993 deutlich sinken. Die schrumpfende Auslandsnachfrage wird zusammen mit in vielen Bereichen rückläufigen Gewinnen zu einem Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen um 7 ½% führen. Aufgrund eines deutlichen Sinkens der Erwerbstätigkeit und bei gleichzeitig steigender Sparquote dürfte der private Verbrauch zum dritten Mal in Folge mehr oder weniger stagnieren.

www.
dbresearch.de

Autoren

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

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

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

Editor

Stefan Schneider

Publikationsassistentz

Pia Johnson

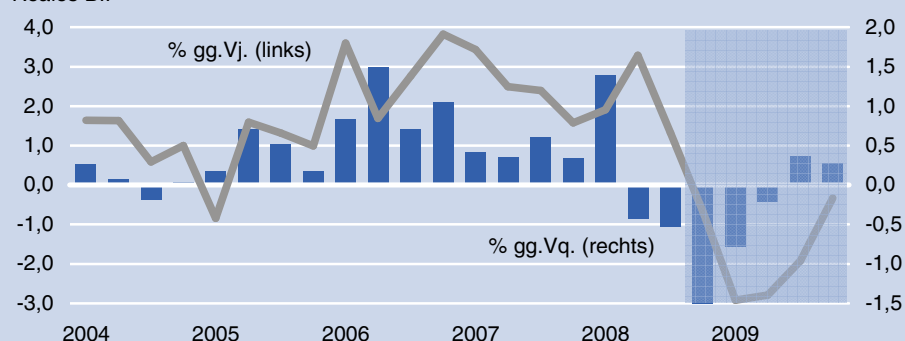
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Norbert Walter

Wirtschaftswachstum

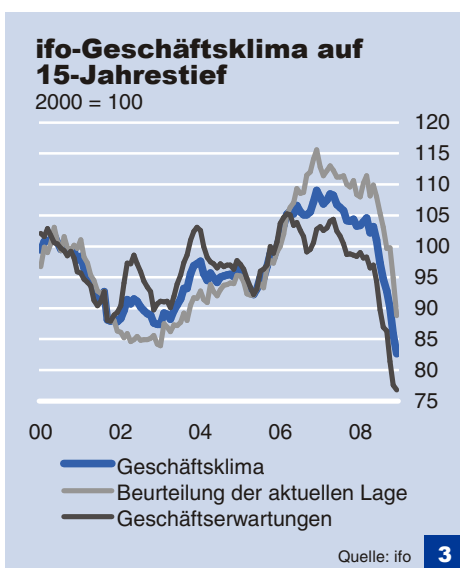
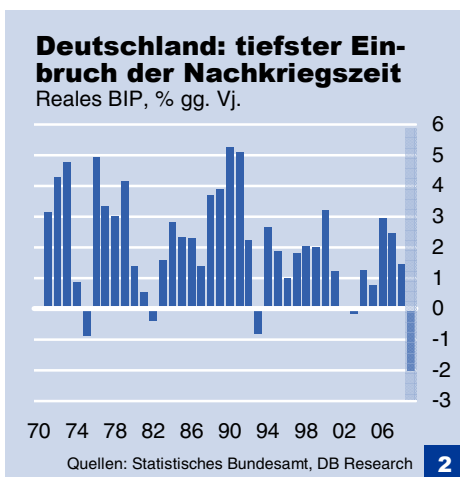
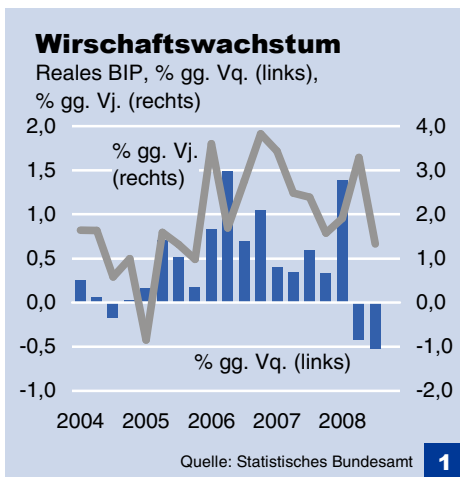
Reales BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Zusammenfassung	3
Frühe Anzeichen eines Abschwungs	3
Außenwirtschaftliches Umfeld zunehmend verschlechtert	3
Weltwirtschaft schrumpft in 2009	4
Bereinigungen auf dem US-Immobilienmarkt halten noch an	4
Negative Vermögenseffekte dämpfen US-Konsum	4
2009 ist nicht 1929.....	5
Kräftige Entlastung durch Ölpreiskollaps.....	6
Deutschland: Tiefschlag für den Exportweltmeister.....	6
Exkurs: Finanzmarkt- und Bankenkrise – Auswirkungen auf die Realwirtschaft.....	6
Exportschwäche trifft auch Investitionen	7
Privater Konsum – ein weiteres Jahr der Enttäuschung	8
Beschäftigungsverluste vorprogrammiert	8
Deutsche Industrie im Abwärtssog	8
Hohe Exportabhängigkeit einzelner Branchen	9
Industrie 2009 im Rückwärtsgang	9
Öffentliche Finanzen: Defizite steigen über 3% des BIP	9
Deflationsdebatte verfehlt	10
Tiefste Rezession der Nachkriegsgeschichte.....	10
Risiken für Wachstumsausblick derzeit extrem hoch	10
Finanzmärkte weiter angespannt.....	11



Zusammenfassung

Zum ersten Mal seit fünf Jahren befindet sich Deutschland wieder in einer Rezession. Die deutsche Wirtschaftsleistung ist seit dem zweiten Quartal 2008 rückläufig und erfüllte damit die gängige Definition einer Rezession. Der Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) wird sich unserer Meinung nach noch mindestens bis Mitte des laufenden Jahres fortsetzen. Nach einer Zunahme um 1,3% in 2008 dürfte damit das BIP im laufenden Jahr um 2% schrumpfen. Dies wäre die tiefste Rezession der deutschen Nachkriegsgeschichte. Selbst nach den beiden Ölpreiskrisen in den 70er und 80er Jahren schrumpfte die deutsche Wirtschaft lediglich um 0,9% bzw. 0,4%, und die späteren Rezessionen waren mit -0,8% (1993) und -0,2% (2003) ebenfalls relativ mild.

Frühe Anzeichen eines Abschwungs

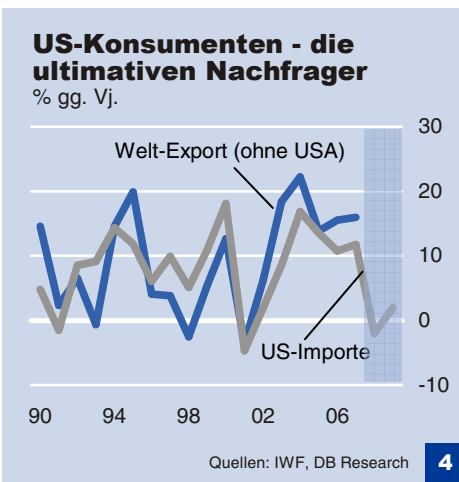
Obwohl sich die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen schon in 2007 deutlich eingetrübt hatten, hielt sich das ifo-Geschäftsklima bis in den Frühsommer des vergangenen Jahres auf einem erstaunlich hohen Niveau. Erst Mitte 2008 trübte sich die Stimmung deutlich ein. Mit der erneuten Verschärfung der Finanzkrise im September 2008 ging der Index dann in freien Fall über. Aktuell liegt er auf dem niedrigsten Niveau seit 15 Jahren. Aber auch andere Konjunkturindikatoren, wie beispielsweise die Auftragseingänge oder der Einkaufsmanagerindex, zeigen ein trübes Bild.

Die Gründe für den Abschwung waren weniger hausgemacht, sondern viel mehr externer Natur:

- So schwächte sich die weltweite Nachfrage und damit die deutsche Ausfuhr im Zuge des dramatischen Wirtschaftsabschwungs in den USA, der mit Verzögerung auch die dynamisch wachsenden Emerging Markets und die Eurozone erfasste, merklich ab.
- Diese Entwicklung wurde durch den starken Euro verschärft, der etwa zur Jahresmitte 2008 seinen Höchststand erreichte und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporteure beeinträchtigte.
- Zudem verringerten die lange Zeit sehr hohen Energie- und Nahrungsmittelpreise die Kaufkraft der privaten Haushalte, so dass der private Konsum 2008 zum wiederholten Male keine Stütze für die Konjunktur lieferte.
- Hinzu kamen die negativen Auswirkungen der internationalen Finanzkrise, die sich nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers Mitte September 2008 noch einmal drastisch verschärfte und die Geldmärkte sowie andere Märkte für kurzfristige Unternehmenskredite nahezu zum Erliegen brachte.

Außenwirtschaftliches Umfeld zunehmend verschlechtert

Im Verlauf des letzten Jahres wurde die These, dass sich die globale Wirtschaft von der Entwicklung in den USA abkoppeln könnte, wieder intensiv diskutiert. Damit war die Hoffnung verbunden, dass wichtige deutsche Absatzmärkte weiter dynamisch wachsen könnten. Viele Ökonomen argumentierten, dass die Emerging Markets stark genug seien, um bei einem US-Abschwung die Weltwirtschaft am Laufen zu halten. Tatsächlich hat in den vergangenen Jahren das Gewicht der Emerging Markets in der Weltwirtschaft merklich zugenommen. Die aktuelle Entwicklung zeigt allerdings, dass das geflügelte Wort, wonach „der Rest der Welt eine Grippe bekommt, wenn die USA niesen“, immer noch zutrifft. Nur hat es diesmal die



USA deutlich schlimmer erwischt. Es dauerte eine Weile bis die US-Influenza sich nach Asien und Europa ausgebreitet hatte. Der starke Wirtschaftsabschwung in den USA, der durch die Immobilienkrise ausgelöst wurde, infizierte die Weltwirtschaft über die direkten Handelsbeziehungen – mit dem mit Abstand größten Leistungsbilanzdefizit in der Welt sind die Amerikaner nach wie vor die kaufwilligsten Konsumenten der Welt –, aber auch über die in den vergangenen Jahren wichtiger gewordenen Vertrauens- und Finanzkanäle.

Weltwirtschaft schrumpft in 2009

Der ifo-Geschäftsklimaindex für die Weltregionen zeigt, dass sich die wirtschaftliche Aktivität in allen Erdteilen in 2008 merklich abgeschwächt hat. Besonders ausgeprägt war die Abschwächung in Asien. Dort rechnen wir in diesem Jahr nur noch mit einem Wirtschaftswachstum von rund 5% gegenüber 7% in 2008 und 9% in 2007. Aber auch in anderen Regionen wird das Wachstum wesentlich niedriger ausfallen. Alle wichtigen Industrieländer befinden sich bereits in der Rezession. In der Eurozone wird das reale BIP um 2% sinken, im Vereinigten Königreich erwarten wir ebenfalls einen Rückgang um 2%. Alles in allem wird die Weltwirtschaft damit 2009 um rund ¾%-Punkte schrumpfen. Das wäre die schlechteste Entwicklung seit vielen Dekaden, denn selbst während der Ölpreiskrisen in den 70er und 80er Jahren war das Wachstum noch positiv. Angesichts der offensichtlich weiter hohen Abhängigkeit der Weltkonjunktur von der US-Wirtschaftsentwicklung ist ein Ende der US-Immobilienmarktkrise die Voraussetzung für eine Erholung der Weltkonjunktur.

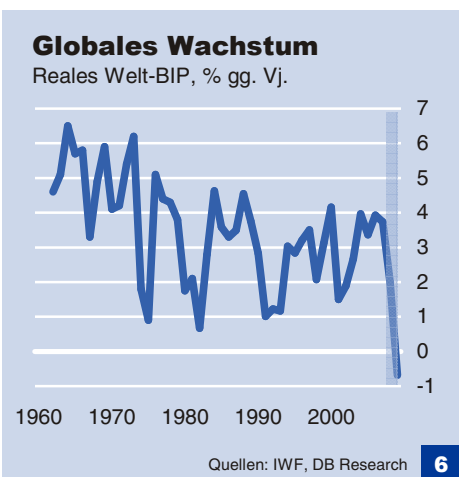


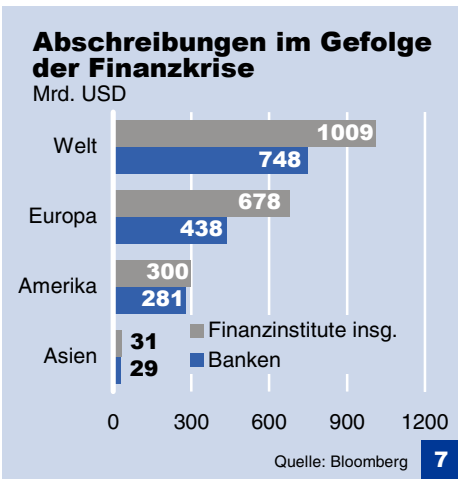
Bereinigungen auf dem US-Immobilienmarkt halten noch an

Dies kann sich aber noch länger als ein Jahr hinziehen. Nach dem Platzen der Blase am amerikanischen Häusermarkt fielen die Hauspreise mit zweistelligen Raten, die Hypothekenausfallraten stiegen im Subprime-Segment auf nahezu 20% und die Wohnungsbauinvestitionen sanken auf ihr niedrigstes Niveau seit 13 Jahren. Die Immobilienpreise haben noch keinen Boden gefunden. Zurzeit sind die Wohnungsneubauten in den USA etwa um 700 000 Einheiten niedriger als die Nachfrage, was bedeutet, dass die Lücke zwischen den aktuellen Leerständen und ihrem Trend von gut 1 Million Einheiten in 1 bis 1 ½ Jahren geschlossen werden könnte.

Negative Vermögenseffekte dämpfen US-Konsum

Damit wäre dann zwar ein neues Gleichgewicht im US-Wohnungsbau erreicht, gleichwohl dürfte das gesamtwirtschaftliche Wachstum allerdings weiter deutlich unter Potenzial bleiben, weil negative Vermögenseffekte den privaten Konsum in den USA noch lange dämpfen werden. Die finanzielle Situation der privaten Haushalte war schon vor der jüngsten Verschärfung der Finanzkrise sehr angespannt. Die Verschuldung war aufgrund gelockerter Kreditvergabestandards insbesondere im Hypothekenbereich bei steigenden Immobilienpreisen drastisch gestiegen. Damit wurde ein Teil des Konsums finanziert, so dass die Sparquote auf nahezu Null sank. Wir erwarten, dass die Hauspreise im laufenden Jahr noch einmal um fast 10% sinken, nach -20% in 2008, so dass das Immobilienvermögen der privaten Haushalte Ende 2009 um insgesamt 25% oder USD 6.000 Mrd. geschrumpft sein wird. Dies wird über Vermögenseffekte die privaten Konsumausgaben alleine um 1 ½% dämpfen. Entsprechend rechnen wir auch mit Blick auf die stark steigende Arbeitslosigkeit mit einem Rückgang des privaten Konsums in der Größenordnung von 2 ¼%. Das reale BIP dürfte damit trotz des vom





Globales Wirtschaftswachstum

Reales BIP, % gg. Vj.	2007	2008	2009
USA	2,0	1,2	-2,2
Japan	2,4	-0,2	-2,5
Eurozone	2,6	0,8	-2,0
Asien	9,1	7,1	5,1
Lateinamerika	5,4	4,4	2,3
Osteuropa	6,7	5,0	2,0
Naher Osten	5,2	5,7	5,1
Welt	3,5	2,0	-0,7

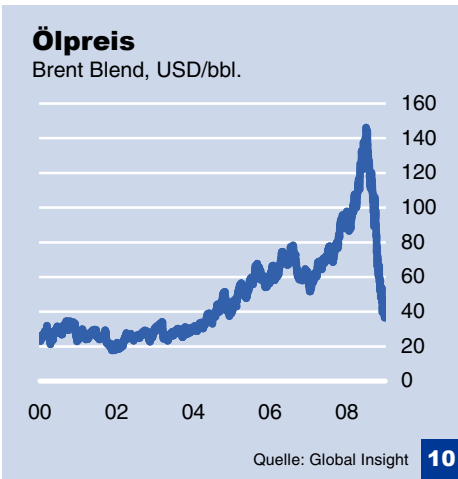
Quellen: IWF, DB Research **9**

neuen Präsidenten Obama in Aussicht gestellten Konjunkturprogramms von nahezu USD 800 Mrd. oder gut 5 1/2% des BIP im laufenden Jahr um fast 2 1/4% schrumpfen. Das wäre auch in den USA die tiefste Rezession in der Nachkriegsgeschichte. Zwar gehen wir davon aus, dass sich im 2. Halbjahr 2009 die Lage in den USA stabilisiert und die Wirtschaft 2010 wieder auf einen Wachstumspfad zurückfindet. Aufgrund der strukturellen Probleme und deren anhaltender Bereinigungen wird das Wachstum aber mit nur 1% deutlich unter seinem Potenzial bleiben.

2009 ist nicht 1929

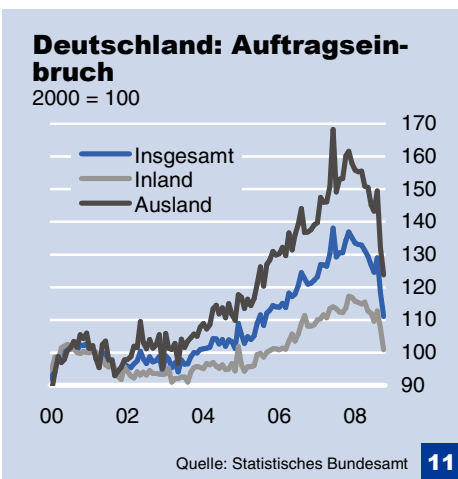
Eine Analyse des IWF ergab, dass Rezessionen wesentlich länger dauern und tiefer ausfallen, wenn ihnen eine Finanz- bzw. Bankenkrise vorausging. Der durchschnittliche Wachstumsverlust einer solchen Rezession betrug in der Vergangenheit 4 1/2%. Verluste in dieser Größenordnung bzw. sogar darüber erwarten wir auch in der aktuellen Krise. Allerdings halten wir die derzeitige Rezession für beherrschbar, sie wird nicht in eine Depression wie in 1929 münden.

Sicherlich gibt es Parallelen zwischen 1929 und heute. Der Ursprung der aktuellen Finanzkrise liegt in der US-Immobilienkrise, die aufgrund von Hypothekenverbriefungen und speziellen Investmentvehikeln, deren Wert verfiel, weltweit die Investoren und Finanzmärkte in die Knie zwang. Dies hat zu weltweiten Abschreibungen von gut USD 1.000 Mrd. geführt, wobei alleine knapp USD 750 Mrd. auf Banken entfielen, was eine Verschärfung der Kreditkonditionen zur Folge hatte. Damals wie heute hat es also einen US-Immobilienboom gegeben, der dann jäh endete. Damals wie heute gab es Finanzinnovationen, die die Ausbreitung der Krise erheblich beschleunigten. Damals Aktienkauf auf Kredit, heute Verbriefungen von Krediten. Aber es gibt auch im Vergleich zu 1929 wichtige Unterschiede. Während damals die Notenbanken noch das Geldangebot verknappten und der amerikanische Präsident und Politiker anderer Länder sich nachhaltig weigerten, der beginnenden Wirtschaftskrise mit Staatshilfen zu begegnen, wurden in den vergangenen Monaten drastisch die Zinsen gesenkt, staatliche Bankenrettungspakete verabschiedet sowie vielfältige Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur nahezu weltweit und in noch nicht beobachtetem Umfang ergriffen. Die amerikanische Fed hat beispielsweise ihre Leitzinsen seit September 2007 von 5,25% auf 0 bis 1/4%, den bisher niedrigsten Stand, zurückgenommen, und die Bank von England hat innerhalb von nur zwei Monaten ihre Base Rate um 300 Basispunkte gesenkt. Auch die EZB hat nach anfänglichem Zögern entschlossen gehandelt und ihren Refinanzierungssatz seit Oktober 2008 um insgesamt 225 Basispunkte auf aktuell 2% zurückgeschraubt. Wir rechnen damit, dass sie bis zum Frühjahr 2009 ihre geldpolitischen Zügel weiter lockern wird und der Refi-Satz dann auf 1% sinken wird.



Kräftige Entlastung durch Ölpreiskollaps

Neben der aktiven Politik sind die in den letzten Wochen drastisch gesunkenen Ölpreise sowie die merklich niedriger notierenden Rohstoffe Lichtblicke für die Konjunktur der Verbraucherländer. Nachdem der Preis für das Nordseeöl Brent Blend zunächst ab etwa Mitte 2007 steil nach oben schoss und in der Spitze USD 146 pro Fass erreichte, ist er seither angesichts kollabierender Konjunkturerwartungen innerhalb nur weniger Wochen um über 70% auf zeitweise gut USD 40 pro Fass gesunken. Zudem sind die Preise für Nahrungsmittel seit ihrem Höchststand Mitte 2008 durchschnittlich um 30% gefallen (HWWI-Index Nahrungsmittel). Sicherlich, die jüngste Berg- und Talfahrt der Ölnotierungen hat noch einmal deutlich gemacht, mit welcher erheblichen Risiken Ölpreisprognosen konfrontiert sind. Sollte aber der Ölpreis im laufenden Jahr weiter zwischen USD 40 und 50 pro Fass pendeln, würde er im Jahresdurchschnitt nur halb so hoch ausfallen wie in 2008, was die Haushalte in Deutschland um gut EUR 10 Mrd. oder knapp 1% des privaten Konsums entlasten und somit den wirtschaftlichen Abschwung dämpfen würde.



Deutschland: Tiefschlag für den Exportweltmeister

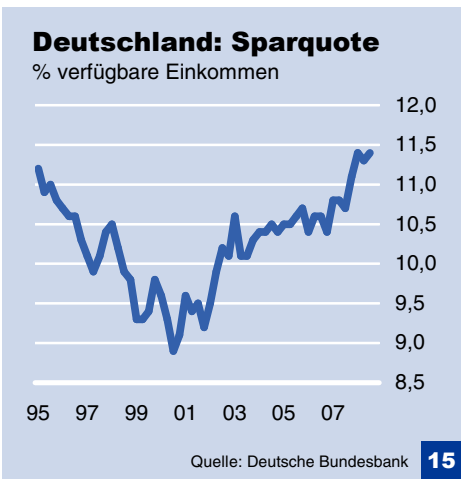
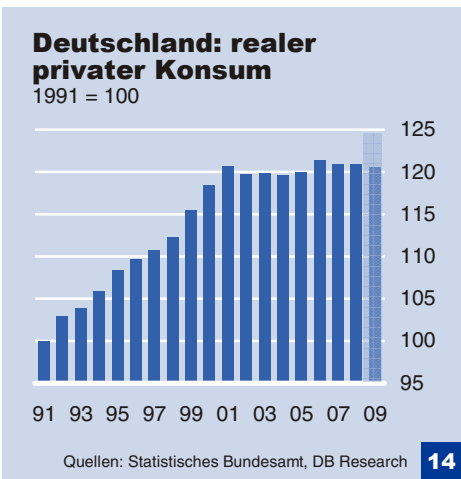
Die Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds hat den für die deutsche Wirtschaft äußerst wichtigen Exportsektor massiv getroffen. Die Güterausfuhr trug 2007 unter Abzug der in der deutschen Ausfuhr enthaltenen ausländischen Vorleistungen knapp 22% zum BIP bei, und fast jeder vierte Arbeitsplatz ist in Deutschland vom Export abhängig. Mit einem Ausfuhrvolumen von über EUR 1.000 Mrd. ist Deutschland 2008 zum sechsten Mal in Folge Exportweltmeister geworden, wenn auch knapp. Allerdings sind die Auftragseingänge aus dem Ausland infolge des globalen Abschwungs in den letzten Monaten eingebrochen. Zuletzt lagen sie um rund ein Viertel unter ihrem Vorjahresniveau. Entsprechend hat sich das Exportwachstum, das 2007 noch über 8% betrug, im Verlauf des letzten Jahres merklich verlangsamt und ist zum Jahresende 2008 sogar rückläufig gewesen. Dies spiegelt sich auch in den Exporterwartungen, die zum Jahresende 2008 auf den tiefsten Stand seit 33 Jahren gefallen waren. Da auch der starke Euro, der etwa Mitte des letzten Jahres seinen Höchststand erreichte, aufgrund der Wirkungsverzögerungen von 2 bis 3 Quartalen noch längere Zeit die deutsche Ausfuhr belasten dürfte, rechnen wir im laufenden Jahr mit einem Rückgang des realen Exports von Gütern und Diensten um rund 3% nach einem Wachstum von gut 3,9% in 2008. Dies wäre der erste jahresdurchschnittliche Rückgang seit 16 Jahren.



Exkurs:

Finanzmarkt- und Bankenkrise - Auswirkungen auf die Realwirtschaft

Finanzmarkt- und Banken Krisen treffen die Aktivitäten der Sektoren Unternehmen, private Haushalte und Banken über unterschiedliche Übertragungskanäle. Bei schweren Krisen werden die Aktivitäten des Staatssektors ebenfalls massiv beeinflusst (Steuereinnahmen, Sozialausgaben sowie Stützungs- und Konjunkturpakete). Die Möglichkeit der Banken zur Kreditvergabe wird maßgeblich durch deren Eigenkapitalposition bestimmt. Zwar haben Kapitalmaßnahmen dazu geführt, dass trotz der Abschreibungen von über 60 Mrd. Euro das Eigenkapital der deutschen Banken im Verlauf des letzten Jahres sogar leicht gestiegen ist. Allerdings bemühen sich die Banken

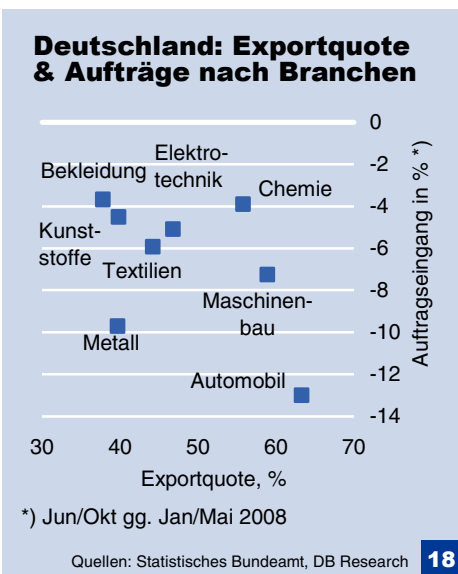


derzeit, durch „De-leveraging“, d.h. Rückführung des Verhältnisses von Geschäftsvolumen und Eigenkapital, ihre Eigenkapitalquote zu erhöhen, was die Möglichkeiten zur Kreditvergabe einschränkt. Zudem haben sich trotz der deutlichen Zinssenkungen der EZB die Refinanzierungskosten der Banken durch erhebliche Risikoaufschläge bei Bankanleihen und das Austrocknen des Interbankenmarktes deutlich erhöht. Die Unternehmensbilanzen leiden unter den verschlechterten Gewinnperspektiven und möglicher Bewertungsverluste, was die Kreditaufnahme zusätzlich erschwert (Bilanzkanal). Allerdings entsprach die Innenfinanzierungsquote der Unternehmen in 2007 mit 65% ihrem langfristigen Durchschnitt und dürfte im 1. Halbjahr 2008 wohl weiter gestiegen sein, was den Effekt steigender Finanzierungskosten begrenzt. Neben höheren Finanzierungskosten reduziert der gesunkene Marktwert gelisteter Unternehmen im Verhältnis zum Wiederbeschaffungspreis ihres Anlagevermögens deren Investitionsbereitschaft (Tobin's q). Generell reagieren die Ausgaben der privaten Haushalte weniger als die Unternehmensinvestitionen auf Finanzmarktkrisen. Dies liegt zum einen an der geringeren Schuldenfinanzierung des Konsums, zum anderen an dem höheren Anteil der quasi-fixen Haushaltsausgaben (Miete, Nahrungsmittel, etc). Die privaten Haushalte haben in den letzten Jahren ihre Verschuldung absolut und relativ zu ihrem verfügbaren Einkommen leicht reduziert. Höhere Finanzierungskosten dürften daher den Konsum nur wenig treffen. Da lediglich knapp 15% der Deutschen (über 14 Jahre) Aktien, Investmentfonds oder Zertifikate besitzen, sollten negative Vermögenseffekte durch die Kursverluste der letzten Monate nur geringe Auswirkungen auf den Konsum haben. Allerdings dürfte der durch die Finanzmarkturbulenzen induzierte negative Vertrauenseffekt erheblich sein. Die Sparquote der privaten Haushalte könnte im laufenden Jahr wohl noch einmal um einen halben Prozentpunkt auf 12% steigen.

Exportschwäche trifft auch Investitionen

Die Exportschwäche beeinträchtigt auch die Investitionen, da deutsche Unternehmen angesichts der rückläufigen globalen Nachfrage begonnen haben, ihre Investitionspläne zu revidieren. Daher erwarten wir im laufenden Jahr einen Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen um über 7% nach einem Anstieg um 5,3% in 2008. Dafür spricht auch die nachlassende Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie, die zuletzt nach fast dreijähriger Überauslastung wieder auf ihren langfristigen Durchschnitt gefallen ist. Angesichts der weiter sinkenden Industrieproduktion – neben den Auslandsaufträgen sind auch die Aufträge aus dem Inland zuletzt erheblich unter ihr Vorjahresniveau gefallen – wird sich die Kapazitätsauslastung weiter zurückbilden. Zudem dürften die Unternehmensgewinne in vielen Bereichen sinken. Und auch die Finanzkrise trägt zum Rückgang der Investitionen bei. So haben viele Finanzinstitute ihre Kreditkonditionen merklich erhöht, was tendenziell zu höheren Finanzierungskosten führt.

Die noch zu Beginn von 2008 rege Bautätigkeit war im weiteren Jahresverlauf zum Erliegen gekommen. Mit Blick auf die zunehmende Unsicherheit bezüglich der Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung wird der private Wohnungsbau im laufenden Jahr wohl schrumpfen und auch die im Zuge des Konjunkturpakets beschleunigte Umsetzung von Infrastrukturinvestitionen dürfte wohl kaum ausreichen, dieses Minus auszugleichen. Daher rechnen wir im laufenden Jahr bei den gesamten Bauinvestitionen mit einem Rückgang von 3 ½% nach einem Plus von 2,7% in 2008.



Privater Konsum – ein weiteres Jahr der Enttäuschung

Die zum Jahresende 2007 geäußerten Hoffnungen, dass der private Konsum bei höheren Lohnabschlüssen und weiter zunehmender Beschäftigung kräftiger steigen und so das gesamtwirtschaftliche Wachstum auf eine breitere Basis stellen könnte, haben sich im vergangenen Jahr aufgrund der drastisch gestiegenen Öl- und Rohstoffpreise nicht erfüllt. Obwohl die Konsumenten durch kräftig sinkende Ölpreise zuletzt deutlich entlastet wurden, dürften auch in diesem Jahr Hoffnungen auf eine Belebung des Konsums enttäuscht werden.

Zwar dürften die Löhne im laufenden Jahr noch einmal fast so kräftig steigen wie 2008 (+3%), da viele Tarifvereinbarungen von 2008 bis in das laufende Jahr reichen. Eine negative Lohn drift, ein im Zuge der Rezession kräftiger Beschäftigungsabbau, eine angesichts der zunehmenden Unsicherheiten wohl um ½%-Punkt steigende Sparquote sowie höhere fiskalische Belastungen, u.a. im Zusammenhang mit der Reform der gesetzlichen Krankenversicherung – zumindest im ersten Halbjahr –, dürften allerdings dafür sorgen, dass der reale private Konsum leicht um ¼% zurückgeht. Daran dürften auch die kürzlich beschlossenen Konjunkturpakete der Bundesregierung sowie die Entlastung durch die Pendlerpauschale nur wenig ändern. Damit bleibt der private Konsum 2009 weiter unter seinem im Jahr 2001 erreichten Niveau, nachdem er von 1991 bis 2001 real noch um 1,9% jährlich expandierte.

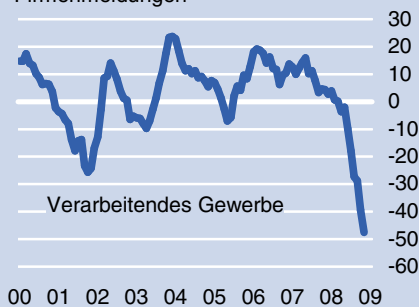
Beschäftigungsverluste vorprogrammiert

Trotz der Rezession zeigte sich der Arbeitsmarkt bis zum Jahresende 2008 in robuster Verfassung, wenn auch die Beschäftigungszunahme sich im Verlauf des vergangenen Jahres abgeflacht hat und im Dezember die Zahl der Arbeitslosen erstmals seit drei Jahren wieder gestiegen ist. Allerdings ist der Arbeitsmarkt ein nachlaufender Konjunkturindikator, der erst mit einer zeitlichen Verzögerung auf Änderungen des Wirtschaftswachstums reagiert. Die jüngsten Befragungen der Unternehmen zeigen einen deutlichen Einbruch der Beschäftigungsabsichten, so dass wir bis zum Jahresende einen Abbau von rund 750.000 Arbeitsplätzen erwarten. Die Zahl der Arbeitslosen dürfte dann Anfang 2010 4 Mio. überschreiten und die Arbeitslosenquote entsprechend von derzeit 8% auf 9 ½% steigen.

Deutsche Industrie im Abwärtssog

Das verarbeitende Gewerbe in Deutschland profitierte sehr stark vom letzten Aufschwung. 2006 stieg die Produktion um preisbereinigt 6%, 2007 sogar um 6,5%. Gut gefüllte Auftragsbücher sicherten noch eine stabile Entwicklung in der ersten Hälfte von 2008. Insbesondere die Investitionsgüterbranchen wie Maschinenbau oder die Elektrotechnik konnten ihre Produkte auf dem Weltmarkt sehr gut absetzen. Doch bereits im ersten Halbjahr kündigten sich Schwierigkeiten an: Die Geschäftserwartungen trübten sich ein, der hohe Ölpreis belastete zusätzlich.

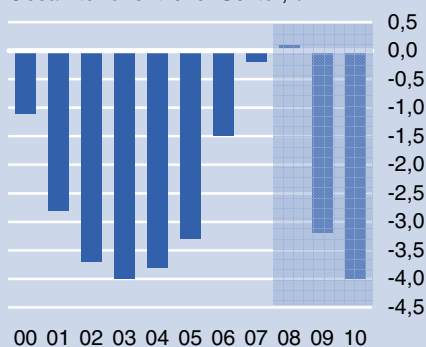
Die verschlechterten Konjunkturaussichten in vielen wichtigen Exportländern zwangen viele Unternehmen dazu, ihre Expansionspläne zu überdenken. Die meisten bestehenden Aufträge wurden noch abgearbeitet, doch es fehlte an Neuaufträgen.

**Deutschland:
Geschäftserwartungen**Saldo aus positiven und negativen
FirmenmeldungenQuelle: ifo **19****Deutschland:
Industrieproduktion**

% gg. Vj.	2007	2008	2009
Ernährung	2,1	-1	1
Textil	0,8	-3	-8
Bekleidung	-11	-18	-12
Chemie	5	-1	-4
Kunststoffe	6,6	-1	-9
Metallverarbeitung	5,3	0	-7
Maschinenbau	9,4	5	-5
Elektrotechnik	10	5	-5
Automobil	7,2	-5	-9
Verarb. Gewerbe	6,5	0,5	-5,5

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research **20****Deutschland: Budgetsaldo**

Gesamter öffentlicher Sektor, % BIP

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research **21****Hohe Exportabhängigkeit einzelner Branchen**

Die hohe Exportabhängigkeit wurde im Abschwung somit rasch zum Bumerang: Es besteht ein klarer Zusammenhang zwischen der Exportabhängigkeit einer Branche und dem Ausmaß ihrer konjunkturellen Abkühlung. In der Automobilindustrie sank das Auftragsvolumen binnen sechs Monaten um 13%, im Maschinenbau um knapp 9%, in der Metallverarbeitung um 11%. Bisher gibt es keine Anzeichen für eine Bodenbildung.

Drei Dinge sind hierbei freilich zu bedenken: Erstens erfolgt die Anpassung von einem sehr hohen Niveau aus. Die Autoindustrie erlebte den längsten Aufschwung ihrer Geschichte, und der Maschinenbau steigerte seine Produktion allein seit 2005 um 30%. Zweitens haben viele Unternehmen die letzte Krise genutzt, um sich besser aufzustellen. Ihre Eigenkapitalbasis ist günstiger, dank der Lohnzurückhaltung in früheren Jahren sind die Produktionskosten international wettbewerbsfähig. Dies hat viele Unternehmen robuster für diese schwere Rezession gemacht. Drittens helfen die automatischen Stabilisatoren (z.B. der niedrige Ölpreis und die niedrigen Zinsen) gerade den Investitionsgüterbranchen. Die staatlichen Konjunkturprogramme bieten einen weiteren Flankenschutz.

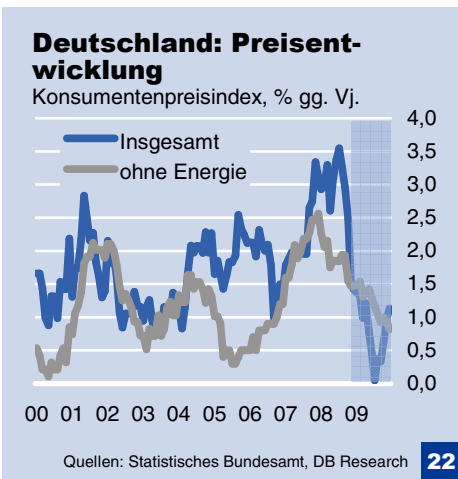
Industrie 2009 im Rückwärtsgang

Dennoch rechnen wir für 2009 mit einem deutlichen Fertigungseinbruch: Bis auf das wenig konjunkturanfällige Ernährungsgewerbe dürften alle wichtigen Branchen 2009 den Rückwärtsgang einlegen. Im Falle der Textil- und Bekleidungsindustrie werden die strukturellen Probleme durch die aktuelle Konjunktur verschärft. Bei den Vor- und Zwischenprodukten (Chemie, Kunststoff, Metallerzeugnisse) schlägt sich der enorme Produktionsrückgang in der Automobilbranche nieder. Insgesamt rechnen wir mit einem Fertigungsminus im Verarbeitenden Gewerbe von preisbereinigt 5,5%. Angesichts dieser heftigen Kontraktion ist nicht damit zu rechnen, dass von der Bauwirtschaft positive Impulse kommen; die Bauproduktion wird fast so stark sinken wie die Fertigung im verarbeitenden Gewerbe. Gerade weil der positive Impuls aus dem Ausland dieses Mal nicht nur fehlt, sondern die Entwicklung dort sogar belastet, wird die Produktion 2009 deutlich stärker eingeschränkt werden als im letzten Abschwung 2002/2003. Erst gegen Ende 2009 dürfte die Talsohle durchschritten werden; 2010 könnte dann wieder ein kleiner Zuwachs zu verbuchen sein.

Öffentliche Finanzen: Defizite steigen über 3% des BIP

Nach der beachtlichen Konsolidierungsphase – das gesamtstaatliche Budgetdefizit von 4% des BIP im Jahr 2003 wurde bis 2008 vollständig abgebaut – werden der wirtschaftliche Abschwung sowie die staatlichen Pakete zur Rettung der Banken und zur Stimulierung der Konjunktur die öffentlichen Finanzen im laufenden Jahr merklich verschlechtern. Alleine die schlechte Konjunktur dürfte das Budget mit gut 1 ½% des BIP belasten. Unter Berücksichtigung der diskretionären Maßnahmen wird das Budgetdefizit damit 2009 die Maastrichter 3%-Marke überschreiten. 2010 dürfte der Fehlbetrag dann noch weiter zunehmen, da das von uns unterstellte Wirtschaftswachstum mit 1% weiter unter dem Potenzial liegt.

Das kürzlich verabschiedete Paket zur Stimulierung der Konjunktur, das u.a. verbesserte Abschreibungsbedingungen insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen, eine höhere Absetzbarkeit von Handwerkerrechnungen für private Haushalte, beim Kauf eines Neuwagens eine einjährige Befreiung von der Kfz-Steuer, die



Ausweitung der Kreditvergabe an den Mittelstand, die Verlängerung des Kurzarbeitergeldes sowie die Beschleunigung von Infrastrukturinvestitionen im Verkehrsbereich vorsieht, ist zwar unserer Einschätzung nach ein Schritt in die richtige Richtung. Es dürfte aber bestenfalls ein geringes Gegengewicht zum konjunkturellen Abschwung liefern. Dies hat auch die Bundesregierung erkannt und ein zweites Konjunkturprogramm in Höhe von EUR 50 Mrd. oder rund 2% des BIP verabschiedet. Kernpunkte sind für die Jahre 2009/2010 zusätzliche Infrastrukturinvestitionen in Höhe von EUR 17,5 Mrd., Einkommensteuer- und Sozialabgabensenkungen für private Haushalte von insgesamt EUR 15,8 Mrd., eine Reduktion der Krankenkassenbeiträge um 0,6 Prozentpunkte sowie Subventionen für einzelne Industrien und Kurzarbeit. Zwar werden mit diesem Paket offensichtlich die Interessen der verschiedenen Regierungsfractionen bedient, angesichts der theoretischen und empirischen Unsicherheiten bei der Wirkungsanalyse verschiedener Maßnahmen könnte sich aber ein derartiges Maßnahmenbündel als vorteilhaft erweisen.

Deflationsdebatte verfehlt

Nachdem bis in den Sommer letzten Jahres das Inflationsgespenst Konsumenten und Geldpolitiker verschreckte – der Preisanstieg erreichte im Juli 2008 3,5% – hat sich zum Jahresende 2008 der Preisaufrtrieb auf nur noch 1 ½% verlangsamt. Der Rückgang der Inflation war allerdings genauso wie der vorherige Anstieg überwiegend auf die Bewegung der Ölpreise zurückzuführen. Die Kerninflationsrate (ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise) pendelte weiter um die 1% Marke, was wir auch im laufenden Jahr erwarten. Damit dürfte sich die gesamte Inflationsrate ölpreisbedingt weiter bis zum Sommer auf nahezu Null zurückbilden und im Jahresdurchschnitt nur noch ¾% betragen, nach 2,8% in 2008. Dies wird die in jüngster Zeit wieder intensivierete Deflationsdebatte weiter anfachen. Wir halten diese aber angesichts der stabilen Kernrate für unangebracht.

Deutschland: Wirtschaftswachstum

% gg. Vj.	2007	2008	2009
Reales BIP	2,5	1,3	-2,0
Privater Konsum	-0,4	0,0	-0,3
Staatsausgaben	2,2	2,2	2,0
Anlageinvestitionen	4,1	3,9	-5,2
Ausrüstungen	6,9	5,3	-7,3
Bau	1,8	2,7	-3,5
Exporte	7,5	3,9	-2,9
Importe	5,0	5,2	-0,3
Konsumentenpreise	2,3	2,8	0,8
Budgetsaldo, % BIP	-0,2	0,1	-4,0
Arbeitslosenquote, %	9,0	7,8	9,0

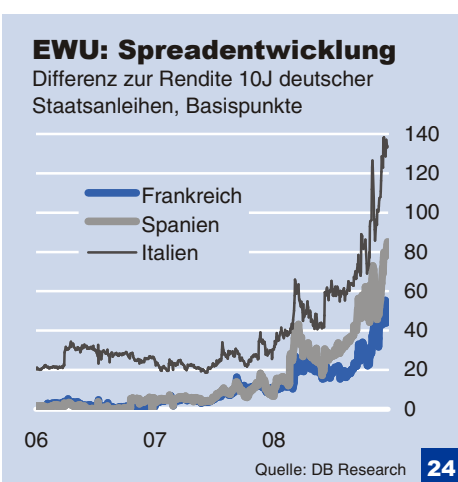
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research **23**

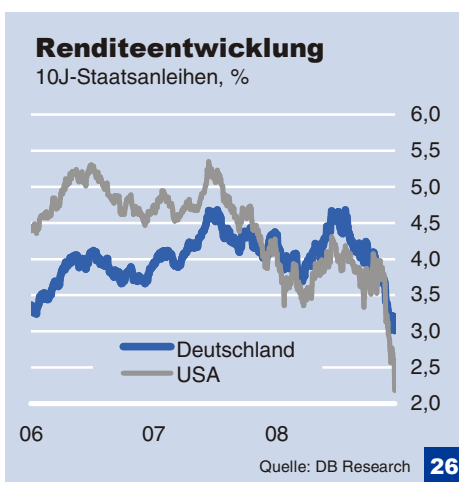
Tiefste Rezession der Nachkriegsgeschichte

Alles in allem erwarten wir, dass die deutsche Wirtschaft noch bis mindestens Mitte dieses Jahres schrumpfen wird. In der zweiten Jahreshälfte könnte sich die Wirtschaft dann allmählich stabilisieren, wenn die geldpolitischen Lockerungen sowie die fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen ihre Wirkung entfalten. Dennoch wird die Wirtschaft im Jahresdurchschnitt 2009 um mindestens 2% schrumpfen und damit die tiefste Rezession der Nachkriegsgeschichte erleben. Im kommenden Jahr dürften sich die leichten Zuwächse zwar fortsetzen, das Wachstum aber mit 1% moderat ausfallen, da aufgrund des schwachen US-Wachstums kaum starke außenwirtschaftliche Impulse zu erwarten sind.

Risiken für Wachstumsausblick derzeit extrem hoch

Angesichts der Unsicherheiten über den weiteren Fortgang der Finanzkrise sind die Abwärtsrisiken für unseren Wachstumsausblick derzeit sehr hoch. So könnte eine erneute Verschärfung der Finanzkrise den wirtschaftlichen Abschwung in den USA noch einmal beschleunigen und das reale US-BIP wesentlich stärker schrumpfen als von uns unterstellt – mit entsprechenden Rückwirkungen auf die Emerging Markets, Europa und natürlich auch auf Deutschland. Andererseits haben sich die Krisen der Jahre 1987, 1997 und 2001 insgesamt deutlich weniger dramatisch entwickelt, als von den Prog-





nostikern auf dem Höhepunkt der Krisen vermutet – dies sollte zumindest etwas Hoffnung geben.

Finanzmärkte weiter angespannt

Die Hoffnungen, dass sich die nach dem Konkurs von Lehman Brothers dramatisch verschärfte Lage an den Finanzmärkten nach der Verabschiedung der Bankenrettungspakete beruhigen würde, hat sich bisher nicht erfüllt. Die Finanzmärkte wurden zuletzt durch die drastisch verschlechterten Konjunktureinschätzungen belastet. Die Abstände zwischen den Geldmarktsätzen und den Leitzinsen – ein Maß für die Verunsicherung am Interbankenmarkt – sind zwar geringer geworden, liegen aber weiter deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Die Spreads zwischen Staats- und Unternehmensanleihen sind unverändert fast dreimal so hoch wie vor Ausbruch der Finanzkrise. Sogar innerhalb der EWU sind die Renditeabstände auf Rekordniveau seit Einführung des Euro gestiegen – und zwar nicht nur die der Problemländer. Zudem ist die Volatilität an den Aktienmärkten weiter auf Krisenniveau, was die extreme Unsicherheit an den Aktienmärkten zeigt und die tiefen Bewertungen mit erklärt. Gesucht waren bislang vor allem sichere Anlagen in Form von Staatsanleihen der liquidesten Märkte, entsprechend sind die Renditen dafür auf Rekordtiefs (10J-Anleihen: knapp 3% in Deutschland, gut 2% in den USA) gefallen.

In unserem Konjunkturszenario mit einer allmählichen Erholung gegen Jahresende 2009 sind mittelfristig Aktien mit aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnissen von rund 9 (Dax) sehr interessant, während Anleihen eher verlieren dürften, zumal wenn sich die Deflationsprognosen als falsch erweisen. In den nächsten Monaten dürfte allerdings angesichts weiterer Hiobsbotschaften von der Konjunktur und eventuell auch aus der Finanzwirtschaft die deutliche Überbewertung von Anleihen gegenüber Aktien zunächst noch anhalten.

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

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

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

Apotheke der Zukunft Mehr Ketten – mehr Wettbewerb – günstigere Produkte Nr. 437	22. Oktober 2008
Deutsche Industrie im Abschwung Nr. 436	14. Oktober 2008
Deutscher Maschinenbau macht Wirtschaft fit für die Zeit nach dem Öl Nr. 435	14. Oktober 2008
Immobilieninvestitionen in der Türkei: Mehr als nur Istanbul Nr. 434	10. Oktober 2008
Bauen als Klimaschutz Warum die Bauwirtschaft vom Klimawandel profitiert Nr. 433	9. Oktober 2008
Logistik in Deutschland Wachstumsbranche in turbulenten Zeiten Nr. 432	2. Oktober 2008
Südkorea will OECD-Wachstumsstar bleiben Nr. 431	25. September 2008
Kapitalbildung und Wettbewerb in der privaten Krankenversicherung Nr. 430	24. September 2008

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite 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

© Copyright 2009. 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