

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

### Finanzmarktausblick 2011: Prognosen – Chancen – Risiken

**Prolog:** Die Globalisierung verändert ihr Gesicht!

Im Jahre 1990 fiel der Kommunismus als Gesellschafts- und als Wirtschaftssystem. Die Länder, die in diesem System verfangen waren, sahen sich abrupt einer neuen Situation ausgesetzt. Der „Eiserne Vorhang“ war gelüftet.

Damit waren aber auch die inneren ökonomischen Systematiken dieser Wirtschaftsräume hinfällig. Die Produktivitätsdefizite im Vergleich zu den Industrienationen waren in diesen Ländern ausgeprägt. Als Folge ergab sich neben dem konjunkturellen Schock, der mit dieser Veränderung einherging, eine massive Divergenz in der Honorierung des Produktionsfaktors Arbeit. Auch der Produktionsfaktor Boden war ausgesprochen billig. Umweltstandards und Rechtsgrundlagen waren lax. Diese Aspekte waren weitere Katalysatoren unter Kostengesichtspunkten, die für Unternehmen die Attraktivität dieser Standorte hervorhoben, und damit die Investitionstätigkeit westlicher Unternehmen in diesen Regionen unterstützten. Diese Konstellation der ehemaligen Ostblockstaaten traf bezüglich der Produktionsfaktoren auch auf die maßgeblichen Schwellenländer zu. China hatte schon zuvor die Öffnung der Märkte betrieben.

Nach dem Fall des „Eisernen Vorhangs“ waren die betroffenen Länder gezwungen, ihre Geschäftsmodelle an der neuen Realität auszurichten. Entsprechend öffneten sich diese Wirtschaftsräume gegenüber der westlichen Wirtschafts-ideologie und den daraus resultierenden Ansprüchen. Das war kein homogener Prozess, sondern es war eine vielschichtige Entwicklung mit regionalen Krisen und Verwerfungen. Auch heute ist der Status vieler Schwellenländer bezüglich eines gut funktionierenden ordnungspolitischen Rahmens nicht im wünschenswerten Maße gegeben. Das gilt vor allen Dingen für eine Reihe osteuropäischer Staaten.

Entscheidend war jedoch der Fall des Kommunismus, der das Thema politische Risiken aus westlicher Sicht minimierte, und dazu führte, dass westliches Kapital ab diesem Zeitpunkt verstärkt in diese Regionen floss. Diese Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer führten zu einem konjunkturellen Aufholprozess mit hohen Wachstumsraten im Zeitverlauf der letzten 20 Jahre. Produktionsstätten wurden verstärkt verlagert. Lohnarbitrage, Regulierungsarbitrage und Umweltstandardarbitrage wirkten sich nachhaltig aus. Das hat die Entwicklung des Kapitalstocks in den Industrienationen im Potential geschwächt und gleichzeitig die schlussendlich fulminante Entwicklung in den Schwellenländern beflügelt. Dieser Prozess hält bis heute an. Es gibt aber aktuell Anzeichen für deutliche Veränderungen, die die Qualität haben, einen länger andauernden neuen Trend zu forcieren.

Lohnarbitrage, Regulierungsarbitrage und Umweltstandardarbitrage verlieren nach 20 Jahren der Globalisierung sukzessive an Attraktivität.

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Die globalen Überkapazitäten, die 1990 massiv waren, sind im Zeitverlauf durch das hohe Wachstum in den Schwellenländern weggeschmolzen. In der globalen Finanzkrise von Herbst 2007 bis Frühjahr 2009, einer Phase der Anomalie, nahmen sie noch einmal kurzfristig global zu, um seitdem nachhaltig reduziert zu werden.

Sprachen wir Anfang 2009 noch von dem Problem der chinesischen Wanderarbeiter, die in Millionenhöhe beschäftigungslos waren, reden wir in China aktuell von sehr hoher Beschäftigung und noch wesentlicher von hohen Lohnzuwächsen im zweistelligen Prozentbereich. Was für China gilt, gilt auch für andere Regionen. Attraktive Standorte in Osteuropa fallen mit hohen Lohnsteigerungsraten auf. Diese Entwicklung geht einher mit hohen Beschäftigungsraten in starken Industrienationen. Gut ausgebildete Fachkräfte sind zunehmend Mangelware.

Die internationale Standardsetzung auf G-30 Ebene nivelliert die Regulierungsarbitrage. Auch in Schwellenländern steht mehr Regulierung auf der Agenda, da die Ökonomien und Gesellschaften komplexer werden und mit Mehrung des Wohlstands auch die Ansprüche der Bevölkerung zunehmen.

Gleiches gilt für Umweltstandards. Hier ist China einmal mehr ein gutes Beispiel. Seit 2006 wurde im Bereich der Umweltpolitik eine markante Umkehr politisch verordnet, die stringent umgesetzt wird. In diesem Jahr wurden im Energieverbrauch ineffiziente Unternehmen in erheblichem Umfang geschlossen. Es gibt aktuell kein anderes Land weltweit, das das Thema alternative Energien so vehement voran treibt.

Aber es ist nicht nur der solitäre Blick auf China. Der Kampf um Nachhaltigkeit und Schutz der Ressourcen ist global ein prominentes Thema, das nach vorne schauend einen anderen Umgang mit den Ressourcen erforderlich macht und damit das Thema Umweltstandardarbitrage nachhaltig untergräbt. Die Aktivitäten auf Basis der Vereinten Nationen auf diesem Feld sind anschauliche Belege.

Ergo ändern sich die Bedingungen für die globale Allokation des Produktionsfaktors Kapital. Die Globalisierung verändert ihr Gesicht.

Wenn es um Investitionen geht, reden wir über Kapitalallokationen, für die die Zeitverläufe der nächsten 10 – 15 Jahre erheblich sind.

Mit rückläufigen Grenznutzen aus der Lohnarbitrage, der Regulierungsarbitrage und der Umweltarbitrage wird in den kommenden Jahren eine sukzessiv einsetzende Veränderung bei dem Thema Neu- und Ersatzinvestitionen eingeleitet. Größere Teile dieser Investitionen werden in den Industrienationen umgesetzt werden.

Hintergründe sind neben den abnehmenden Nutzen der zuvor dargestellten Arbitrage mannigfaltig.

- Die Rechtssicherheit ist in den Industrienationen ausgeprägt (Problem Plagiate) und stellt einen hohen Wert dar.
- Die Loyalität der Mitarbeiter (versus Wanderarbeiter) ist ein zweiter Aspekt, der von erheblicher Bedeutung für die nachhaltige Sicherung der Produktion ist (etablierte regionale Strukturen).
- Ebenso ist bezüglich der Infrastruktur die Flexibilität im Produktionsprozess in den industrialisierten Ländern deutlich höher.

Für die laufende Dekade bis 2020 werden die Industrienationen von dieser hier skizzierten Entwicklung im Aufbau des Kapitalstocks profitieren. Mehr Wachstum des Kapitalstocks eröffnet Raum für höhere Beschäftigung, weniger Sozialkosten und damit für fiskalische Gesundheit in den hoch verschuldeten Industrienationen. Das ist die positive Nachricht.

Im Hinblick auf den Abbau der Überkapazitäten in der Weltwirtschaft ergibt sich auch über den Produktionsfaktor Arbeit gleichzeitig langfristig Inflationpotential, da die Wahrscheinlichkeit als hoch zu

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

beziffern ist, dass die Lohnsteigerungen das Produktivitätswachstum mittel- bis langfristig übertreffen werden. Das kann man als negative Nachricht interpretieren. Es ist aber auch eine positive Nachricht bezüglich einer sich verstärkenden Konsumnachfrage.

Ein weiterer bedeutender Aspekt drängt sich auf. Bezüglich des kommenden Wachstums stellt sich die Frage, wo freie Kapazitäten in der Weltwirtschaft gegeben sind.

Grundsätzlich gilt, dass es in einer freien Welt kein ökonomisches Vakuum gibt. Gerade die Globalisierung zwischen 1990 und 2010 ist markanter Beleg.

Hier kommen die Industrienationen ins Spiel, die derzeit von strukturellen Ungleichgewichten geprägt sind. Dazu gehören die Reformländer der Eurozone Griechenland, Irland, Spanien und Portugal und darüber hinaus Großbritannien als auch insbesondere die USA.

Diese Länder haben grundsätzlich nur einen geringen Kapitalstock im produzierenden Sektor. Der Durchschnitt der Industrienationen liegt bei circa 14%. Die USA oszillieren bei nur 9%. Diese Länder sind geprägt von relativ hoher Arbeitslosigkeit. In der Eurozone korreliert dieses Phänomen zu wesentlichen Teilen mit den aktuell umgesetzten Reformen, aber auch mit Defiziten im Geschäftsmodell (Griechenland, Portugal, Spanien).

In den USA und Großbritannien sind diese Probleme Ausdruck einer bewussten Fehlsteuerung des Geschäftsmodells in Richtung Dienstleistungs- und Konsumgesellschaft. Für diese beiden Länder stellt das veränderte Gesicht der Globalisierung eine außerordentliche Chance dar, ihre Defizite zu bereinigen.

Entscheidend ist zunächst das Bewusstsein für diese Möglichkeit. Auf Basis dieses Bewusstseins gilt es, die Politik national aber auch supranational auszurichten.

Eine derartige Politik kann in den Problemländern zu nachhaltigen Lösungen der aktuell gegebenen internationalen Ungleichgewichte führen.

Damit würden in der Eurozone die Disparitäten zwischen dem Norden und dem Süden der Eurozone nivelliert und unter Umständen sogar langfristig neutralisiert.

Für die USA kann eine Neuausrichtung des Geschäftsmodells in Richtung Aufbau des Kapitalstocks eine höhere Unabhängigkeit von Kapitalmärkten (ausgeglichene Handelsbilanz), stärkeres Potentialwachstum und eine Konsolidierung der Staatshaushalte mit sich bringen. Das produzierende Gewerbe bringt hochwertige und gut bezahlte Arbeitsplätze mit sich. Damit ist auch eine Gesundung der privaten Verschuldungsprobleme zügiger denkbar, als es die Ausformung des aktuellen Geschäftsmodells erlaubt.

**Die Veränderung der Globalisierung eröffnet zum jetzigen Zeitpunkt viel versprechende Chancen. Diese Chancen ohne politische Steuerung als stochastischen Prozess zu tolerieren, wäre töricht. Die Chancen, die derzeitigen Systemrisiken durch bewusste Steuerung dieses Prozesses zu eliminieren, sind gegeben. Sie sind aber auch zu nutzen!**

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

- Rückblick 2010 - Ausblick 2011:**
- **Die unterschätzte Erholung**
  - **2010 Verunsicherung aus NY und London via „Spin“**
  - **Staatsdefizitthema weiter im Fokus**
  - **Risikopotpourri: Protektionismus, fehlende US-Reformen**
  - **Exitstrategien und Stimuli – divergierende Welten**
  - **Partielle Umkehr in der Zins- und Liquiditätspolitik**
  - **Geographische Aufstellung des Wachstums**
  - **Lagerzyklus – Investitionsgüterzyklus - Konsumzyklus**
  - **Auch 2011 wird positiv überraschen**

Im **Rückblick** des Jahres 2010 kommt sehr viel Freude ob der realen Entwicklung aber auch der richtigen Antizipation des Trends in unserem letztjährigen Jahresausblick auf. Die Weltwirtschaft wuchs per 2010 voraussichtlich mit 4,8%. die deutsche Wirtschaft brachte es nach den vorläufigen Berechnungen und Prognose auf 3,7%.

Die Verwerfungen der globalen Finanzkrise haben sich nicht übermäßig belastend auf die Entwicklung der Weltwirtschaft ausgewirkt.

Die globale Finanzkrise setzte sich das vierte Jahr fort. Im Jahr 2010 standen die Staatsdefizite der Eurozone im Fokus. Dabei wurden die starken Länder der Eurozone voll ausgeblendet. Griechenland und Irland waren die beherrschenden Themen. Die Tatsache, dass diese Länder stringente Reformen auf die Agenda setzten, konnte den von New York und London ausgehenden Spieltrieb und „Spin“ nicht unterbinden. In der Folge wurde die EZB zu unorthodoxen Maßnahmen im Rahmen eines Ankaufsprogramms für Staatsanleihen genötigt, das bisher ein Volumen von circa 69 Mrd. Euro ausmacht.

Als die Krise im Mai mit Fokus auf Griechenland Gefahr lief, systemisches Ausmaß anzunehmen, wurde ein Stabilitätspakt in einem Volumen von 750 Mrd. Euro von der EU und dem IWF aufgelegt. Hier bestätigte sich unsere These, dass systemisches Risiko nicht zugelassen wird. Es wäre auch naiv, zu glauben, dass ein erfolgreiches globales Interventionsvolumen von in der Spitze 3,5 Billionen USD oder 60% der Weltwirtschaftsleistung (April 2009) wegen Griechenland mit einer Staatsverschuldung von circa 375 Mrd. USD zur Disposition gestellt würde.

Die Spekulation nahm damit aber kein Ende. Irland, gekennzeichnet durch ein Immobilienmarkt- und Bankenproblem, kam in den Fokus. Die Tatsachen, dass Irland bis Mitte 2011 finanziert ist, dass eine Liquiditätsreserve in Höhe von 47 Mrd. Euro gehalten wird, die ein Fernbleiben vom Kapitalmarkt bis 2013 erlauben würde, und Reformen in sportlicher Manier umgesetzt werden, war für die Spekulation irrelevant. In der Folge wurde ein Unterstützungsprogramm unter Einbindung des IWF in einem Volumen von 85 Mrd. Euro etabliert, zu dem Irland 17 Mrd. Euro aus der eigenen Liquiditätsreserve beisteuert. Die Reaktionsmuster der Politik belegen, dass der Euro nicht geopfert wird.

In den Reformländern der Eurozone, in den USA und in Großbritannien hat die Krise das Wachstum negativ beeinflusst. Das betraf inklusive Japan jedoch nur circa 30% der Weltwirtschaft. Die übrigen 70% der Weltwirtschaft reüssierten überwiegend mit positiven Überraschungen.

Sowohl in den Schwellenländern, die für circa 50% der Weltwirtschaft stehen, als auch in den starken Industrienationen, die einen Anteil in Höhe von 20% an der Weltwirtschaft haben, ergaben sich belastbare Anzeichen eines sich selbst tragenden Aufschwungs. Diesbezüglich stellten und stellen auslaufende Konjunkturprogramme, unter anderem in Deutschland und in China, kein Risiko für die weitere Konjunkturentwicklung dar.

Die gesamte Erholung der Weltwirtschaft wurde deutlich unterschätzt. Latente Anpassungen der Wachstumsprognosen begleiteten uns im Kalenderjahr 2010. Warum wurde die Erholung unterschätzt?

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Hier gibt es mehrere Aspekte.

- Die größte Krise seit 1929/32 führte zu überproportionaler Verunsicherung und einer grundsätzlichen skeptischen Weltsicht, die sich als asymmetrische Wahrnehmung entpuppte.
- Die mathematische Ausprägung der Volkswirtschaftslehre hat sich in Extremlagen nicht bewährt. Sie liefert maßgeblich nur bei unproblematischen Konjunkturlagen belastbare Ergebnisse, also exakt zu den Zeitpunkten, an denen Prognosen bei der Steuerung der Wirtschaft und der Politik von minderer Bedeutung sind.
- Der von der modernen Volkswirtschaft propagierte „Homo Oeconomicus“ war nach einer Phase des „Homo Euphoricus“ per 2007 bis Mitte 2008 sofort in einen „Homo Panicus“ mutiert, der partiell noch heute dominiert.

Die **Finanzplätze London und New York** waren 2010 fleißig, dem Weltfinanzmarkt Themen der Verunsicherung zu liefern. Hier kommen wir auf das Thema „Spin“ und zusätzlich auf das Thema hoher Naivität an kontinentaleuropäischen Finanzmärkten.

Exemplarisch war die Darstellung Chinas als Risikofaktor für die Weltwirtschaft. Dieses Thema wurde dem Weltfinanzmarkt in zwei Akten geliefert.

Der erste Akt bediente den Rückgang der Wirtschaftsleistung vom 1. Quartal 2010 auf das 2. Quartal 2010. Nach knapp 12% Wachstum ergab sich ein Rückgang auf 10% Wachstum. Daraus konstruierten unsere Kollegen in NY und London ein Rezessionsrisiko. Wenden wir uns den Fakten zu. Die chinesische Regierung hat im Vorwege erklärt, dass sie diesem überbordendem Wachstum entgegen wirken wird. Wie kann man dann in NY und London erstaunt sein? In Bremen waren wir das nicht ansatzweise, wir können lesen.

Die chinesische Führung machte damit deutlich, dass man etwas von Wirtschaft und Konjunkturzyklus versteht, ganz im Gegenteil zu den Herren Greenspan und Bernanke. Man erkennt in Peking potentielle Blasen. In der Krise fuhr China im Verhältnis zum BIP die größte fiskalische Unterstützung weltweit. Nach der Erholung wird dem Boom entgegengewirkt, um die Nachhaltigkeit des Aufschwungs nicht zu unterbinden. Ergo agiert China in Richtung belastbarer Perpetuierung. Das entspricht exakt den Gedanken des deutschen Stabilitätspakt und Wachstumsgesetzes von 1967, das in Deutschland leider nur ein Papiertiger ist. Nun denn, der chinesische Tiger hat es verstanden und setzt es um. Das Verhalten der chinesischen Führung impliziert auch für das Jahr 2011, dass China ein belastbarer Faktor für das globale Wachstum sein wird.

Die zweite von London und New York initiierte Verunsicherung betraf den chinesischen Wohnimmobilienmarkt. Von diesem Sektor gäbe es markante Risiken für Chinas Wirtschaft und damit für die Weltwirtschaft. Wenden wir uns den Fakten zu. Der chinesische Immobilienmarkt ist überbewertet, es gibt frei stehende Kapazitäten, die nicht unerheblich sind. Die Hypothekarkredite machen aber lediglich 20% des gesamten Kreditvolumens Chinas aus. Bisher liegt die Ausfallquote bei nur 1% wegen der hohen Eigenkapitalanforderungen(30%) ganz im Gegensatz zu den USA bis 2007. In einer Fallstudie der chinesischen Regierung zusammen mit dem Wirtschaftsinstitut einer renommierten US-Universität wurde ein Einbruch der chinesischen Wohnimmobilienwerte um 50% simuliert, der das Ergebnis eines Anstieg der Ausfallquote in Höhe von 1,5% mit sich brachte. Daraus ein Risiko für China und die Weltwirtschaft abzuleiten, ist mindestens als ambitioniert zu bewerten.

Der europäische Finanzmarkt täte sehr gut daran, ein eigenes Selbstbewusstsein zu entwickeln und nicht nur helotisch an den Lippen Londons und New Yorks zu kleben. Das gilt übrigens auch für die Finanzmedien.

Diese beiden Zentren London und New York haben die antiautoritären Sichtweisen, die für die Blase des Neuen Marktes und die US-Immobilienkrise mit nachfolgender globaler Finanzkrise verantwortlich sind, hoffähig gemacht. Das Gedächtnis einiger Kollegen greift offensichtlich sehr kurz! Eine vornehme Aufgabe unserer Profession ist es, „Spin“ von belastbaren Nachrichten zu trennen. Hier gibt es offensichtlich noch Lernkurven!

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Wir sind im vierten Jahr der globalen Finanzkrise. Im laufenden Kalenderjahr stand die **Staatsdefizitkrise** im Mittelpunkt. Im kommenden Jahr wird uns dieses Thema weiter beschäftigen, jedoch mit anderen Vorzeichen. Lediglich Länder der Eurozone standen im Mittelpunkt dieser Aufarbeitung per 2010.

- Richtig ist, dass es in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien Defizitprobleme gibt.
- Richtig ist es auch, dass Finanzmärkte diese Probleme durch Diskontierung adressieren und damit die Politik zu Reformen zwingen.
- Falsch und unprofessionell ist es, offensichtliche Fakten, massive Stabilitätsprogramme und wesentliche Reformen zu ignorieren.
- Falsch und unprofessionell ist es, bei Staatsdefiziten nur auf die Eurozone zu schauen und die beiden größten Defizitsünder keiner Bewertung zu unterwerfen.

Das Reformwerk ist in der Eurozone bereits ab November 2009 und in Großbritannien unter der neuen Regierung Cameron im laufenden Jahr zunächst ohne massiven Druck des Finanzmarkts auf den Weg gebracht worden. Es handelt sich um die stringentesten Reformen in der Geschichte der Industrienationen. Nach Untersuchungen des IWF sind derartige Reformen noch nie gescheitert (Staff Paper IWF, September 2010).

Weiterhin hat der IWF per September Analysen zukünftiger Defizitstände für diverse Länder per 2015 und das maximale Schuldenlimit berechnet, bei dem ein Staatsbankrott unausweichlich würde. Dabei wurde deutlich, dass mit Ausnahme Griechenlands eine absehbare Gefährdung Spaniens (2015 90% des BIP, 220% des BIP Maximalgrenze), Portugals (2015 95% des BIP, Maximalgrenze 200%) oder Irlands (2015 90% des BIP, Maximalgrenze 250%) nicht ansatzweise auf der Agenda steht. Die für Irland nahezu durch „Credit Default Swaps“ herbeigeführte Kapitalmarktunfähigkeit ist als Marktineffizienz zu klassifizieren.

Lediglich bei Griechenland ist die Luft vergleichsweise dünn. Per 2015 wird ein Staatsdefizit in Höhe von 160% erwartet. Die maximale Schuldentragfähigkeit liegt bei knapp 200% des BIP. Im Hinblick auf die eingeleiteten Reformen ergibt sich auch für Griechenland nicht nur aus unserer, sondern auch aus Sicht des IWF eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Gesundung der Finanzen erfolgreich ohne „Hair Cut“ oder Umschuldung ablaufen wird. Diesbezüglich verweisen wir auf den Prolog und den damit einher gehenden Bedingungen und Chancen.

Pikant ist in diesem Zusammenhang, dass die USA als maßgeblicher Sünder, der weiter aggressive Verschuldungspolitik in einer Größenordnung von 10% bis 12% des BIP ohne Ansatz von Strukturreformen betreibt, bis 2020 laut Weißem Haus aggressive Verschuldungspolitik plant und einem aktuellen Schuldenstand von 95% des BIP aufweist, vollkommen ungeschoren davon kommen. Diese asymmetrische Sichtweise impliziert, dass hier von London und New York ausgehend nicht sachlich diskontiert wird, es riecht nach „Spin“. Mehr noch, es drängt sich ein politischer Beigeschmack auf. Vor gut 12 Monaten wurde die Ablösung des USD als Weltleitwährung diskutiert und eine verstärkte Rolle des Euros wurde hoffähig. Dieses Thema ist heute nicht mehr auf der Agenda. Hier stellt sich die Frage: „Mission accomplished?“

Wenden wir uns dem kommenden Jahr zu. Die Staatsdefizitkrise wird uns weiter beschäftigen. Dabei wird sich der Fokus in Richtung USA verschieben.

Fiskallagen folgen grundsätzlich Konjunkturlagen. Die Reformländer erleiden derzeit trotz des weltwirtschaftlichen Aufschwungs zunächst Wachstumseinbußen. Gleichwohl werden die Reformländer von dieser weltwirtschaftlichen Konstellation begünstigt. Die Geschäftsmodelle werden derzeit auf Nachhaltigkeit angepasst. Ist der Boden einmal erreicht, folgt hohe und nachhaltige wirtschaftliche Expansion. Die historischen Beispiele hierfür sind mannigfaltig. Der Blick auf die EWS-Krise und die folgenden Reformen beispielsweise in Schweden bieten ein belastbares Exempel.

Per 2. Jahreshälfte 2011 werden die derzeit noch vom Finanzmarkt verschmähten Reformländer gegenüber der aktuellen Erwartungshaltung positiv überraschen. Das gilt zunächst für die Konjunkturlage und in der Folge auch für die Fiskallage. Wir

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

haben schon zuvor im Jahresausblick darauf verwiesen, dass es kein ökonomisches Vakuum gibt. Das gilt um so mehr, als dass die Reformen die Attraktivität dieser Standorte heben und Kapazitäten sowohl auf dem Arbeitsmarkt als auch in Strukturen gegeben sind, die international als kostengünstig einzustufen sind.

In dem Maße, wie sich Erfolge in den derzeitigen Reformländern einstellen, wird die Situation in den USA bezüglich der Haushaltsdefizite und ausbleibenden Reformen bei Beibehaltung kosmetischer Subventionsmaßnahmen kritischer von den Finanzmärkten diskontiert. Wir nehmen zur Kenntnis, dass vor wenigen Tagen Vorschläge zur Defizitreduzierung in den USA eingebracht wurden. Wir freuen uns ob dieser Entwicklung. Es bleibt abzuwarten, ob es zu Umsetzungen kommt und wie weitreichend die Maßnahmen sind. Hinsichtlich der Größe der Defizite bedarf es mutiger Schritte.

Ergo bleibt das Basisthema Staatsdefizitkrise auch 2011 im Fokus, es kommt aber voraussichtlich zu einer Verschiebung des inhaltlichen Schwerpunkts von der Eurozone zu den USA.

Wo liegen die weiteren Risiken für die weltwirtschaftliche Expansion 2011? Der **Risikopotpourri 2011** geht maßgeblich von den USA aus. Der Unwille, sich notwendigen Reformen im Geschäftsmodell zu stellen, ist ausgeprägt. Diese Verweigerungshaltung verschärft die US-Probleme. Was sind die wesentlichsten Problemfelder in den USA?

- Die USA sind immer noch von der „Asset-driven Economy“ geprägt, die unter der Präsidentschaft Clintons und unter Führung von Robert Rubin, Larry Summers und Alan Greenspan in der zweiten Hälfte der 90er Jahre umgesetzt wurde. Man hat sich von dem erfolgreichen historischen Modell der „Income-driven Economy“ abgewendet. Konjunktursteuerung durch Management der Preise wirtschaftlicher Aktiva ist nicht anderes, als die Gesetze des freien Marktes bewusst zu unterlaufen. Diese Abkehr von der Marktwirtschaft hält an. Es gilt für die USA, sich sukzessive wieder dem Prinzip der durch Einkommen getriebenen Volkswirtschaft anzunähern.
- Die etablierte Dienstleistungs- und Konsumgesellschaft zu Lasten der produzierenden Wirtschaft ist neu zu konfigurieren. Mehr Produktion bedeutet mehr hochwertige Arbeitsplätze, mehr Export, mehr Gleichgewicht in der Handels- und Leistungsbilanz und schlussendlich auch ausgeglichene Haushalte, sowohl bei den privaten als auch öffentlichen Haushalten.

Was hören und sehen wir aus den USA für 2011? Was lassen die aktuellen Äußerungen aus Washington an Prognosen für 2011 zu?

- Bernanke spricht im Zweifelsfall von mehr Aufkäufen am US-Treasury Markt als die bisherigen 600 Mrd. USD, die bereits beschlossen sind. Mehr Liquidität und mehr Beeinflussung des langfristigen Kapitalmarktzinses stellt keine Strukturreform dar, sondern es handelt sich um Kosmetik.
- Die Nullzinspolitik wird weiter fortgeführt. Damit werden nachhaltig negative Zinsen etabliert (Preisanstieg höher als Leitzins). Auch hier ist der Kosmetiktropf unschwer erkennbar.
- Fiskalische Konjunkturprogramme stehen weiter auf der US-Agenda im Gegensatz zu starken Industrienationen, die diese Programme wegen selbsttragender Elemente ihrer Konjunktur einstellen.
- Das Thema Protektionismus wird bemüht. Gegenüber China wird latent gedroht, obwohl China seit 2005 die eigene Währung um 20% gegenüber dem USD aufgewertet hat.

Indien hat übrigens seit dem Jahr 2000, also innerhalb 10 Jahren, lediglich eine Aufwertung der Rupie um 8% bewerkstelligt. Das spielt natürlich keine Rolle, vielleicht, weil die US-Banken ihren Dienstleistungssektor partiell dorthin ausgelagert haben und weiter die Früchte der Lohnarbitrage ernten möchten und die Macht haben, die Diskussion zu bestimmen?

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Es handelt sich schlussendlich um den gesamten „Avon“-Berater Topf für Regierungen und Zentralbanken. Jede Person, die sich fleißig im Kosmetiktopf tummelt, weiß, dass irgendwann Kosmetik nicht mehr ausreicht. Dann muss geschnitten werden. Die US-Administration täte gut daran, einen frühen OP-Termin zu vereinbaren.  
Summarisch stellen die USA sowohl systematisch als auch konjunkturell das Hauptrisiko im Jahr 2011 dar.

Die Darstellung der Risiken verdeutlicht, dass die industrialisierte Welt auseinander driftet. In Kanada, Australien und Europa stehen **Exitstrategien** und Rückführung der **Zentralbankstimuli** auf der Agenda. In diesen Ländern wird auch 2011 Zukunftsfähigkeit geliefert. In den USA und Japan werden Reformen verweigert und weiter auf Kosmetik gesetzt. Diese Divergenz ist markant. Es ist eine Divergenz, die bisher nicht vom Markt angemessen goutiert wurde. Im Gegenteil ergab sich per 2010 die antiautoritäre Diskontierungsart, den USD und den JPY in der Folge höher zu bewerten. Das sind Tendenzen, die keine Nachhaltigkeit in sich bergen und somit ein temporäres Phänomen darstellen.

Aus dieser Divergenz resultiert ein bedeutsames Problem, das mit der Dominanz des US-Finanzmarkts und der Rolle des USD als Leitwährung korreliert ist.

Eine nachhaltig wachsende Welt ist im Finanzsystem von einem Verweigerer sinnvoller Strukturpolitik wesentlich abhängig. Die Macht, die von dem Manager des Finanzsystems ausgeht, kann missbraucht werden. Die Tendenzen, dass viele Schwellenländer verstärkt ihren Außenhandel miteinander auf Basis ihrer Regionalwährungen abwickeln oder abwickeln werden, ist Ausdruck, dass dieses Problem erkannt ist und einer Lösung zugeführt wird, die die Dominanz des US-zentrischen Finanzsystems untergräbt. Diese Maßnahmen sind aber auch Ausdruck, dass die Anpassungen des Finanzsystems sukzessive verlaufen. Per 2011 steht von dieser Seite unsere Erachtens kein Schockerlebnis an. Es wird aber zu weiteren sukzessiven Anpassungen zu Lasten der Bedeutung der USA und des USD kommen. Schlussendlich ist die aktuelle Liquiditätspolitik der Federal Reserve, die insbesondere in den Schwellenländern auf nachhaltige Verbitterung stößt, ein weiterer Katalysator für die Neuausrichtung innerhalb des Finanzsystems.

Antiautoritäre Verhaltensweisen des Managers der Weltleitwährung haben offensichtlich Konsequenzen.

Die Weltwirtschaft wächst per 2010 mit 4,8% und das **Zinsniveau** in den großen industrialisierten Ländern oder Zonen steht **auf historischen Tiefstständen**.

Australien und Kanada haben sich schon aus den Niedrigzinsen ein gutes Stück verabschiedet. China schwenkt auf eine restriktive Zinspolitik um. Hier driftet die Welt auseinander. Die reformunwilligen Länder USA und Japan halten an der faktischen Nullzinspolitik fest. Die Eurozone und die Schweiz üben noch Solidarität mit den USA. Die Betonung liegt auf „noch“.

Fakt ist, dass mit dieser Niedrigzinspolitik der Weltwirtschaft direkt und indirekt durch „Carry-Trades“ auch 2011 wesentliche Stimulanz zugeführt wird, da Zinsveränderungen ihre volle Wirkung erst nach circa 12 Monaten entfalten.

Auch in der **Liquiditätspolitik** ergeben sich Divergenzen insbesondere zwischen der Eurozone und den USA, die 2011 anhalten werden. Während die EZB interveniert und gleichzeitig sterilisiert oder sogar Überschussliquidität zurückfährt, ergibt sich in den USA ein anderes Bild.

Trichet sagt klar und deutlich, dass zukünftigen Liquiditätskrisen seitens der EZB stringent entgegen gewirkt wird. Es gibt qualitativ einen markanten Unterschied zu der Fed. Die EZB stellt Überschussliquidität bei Bedarf zur Verfügung. In den USA ist die Erhöhung dieser Überschussliquidität ständige Politik.

Liquidität bewegt sich in unseren freien Kapitalmärkten ungehindert. Das gilt zumindest für die großen Wirtschaftsräume. Damit unterwandert die Zentralbankpolitik der USA die Stabilitätspolitik der EZB. Einige Schwellenländer bemühen mittlerweile mit Zuspruch des IWF Kapitalverkehrskontrollen, um der Flut der US-Liquidität, die in ihre Länder schwappt, Herr zu werden.

Fakt ist, dass die globale Liquiditätspolitik losgelöst von den zuvor diskutierten Themen tendenziell starkes Wachstum fördert.

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Wenn es um das gegenwärtige und zukünftige **Wachstumsszenario** geht, kommen wir um eine Untersuchung der **geographischen Aufstellung** nicht herum.

Die Schwellenländer mit einem Anteil von knapp 50% an der Weltwirtschaft haben per 1. Halbjahr 2009 die Weltwirtschaft aus der Rezession geführt. Diese Länder sind vom Joch der Abhängigkeit vom westlichen Finanzsystem befreit. Massive Leistungsbilanzüberschüsse neben hohen Devisenreserven erlauben es ihnen, eine eigenständige Wirtschaftspolitik zu betreiben. Sie sind in den strukturellen Feldern, in denen die Industrienationen ihre Probleme haben, jugendlich frisch. Das gilt für die Staatsdefizite als auch die private Konsumverschuldung. In China liegt die Staatsverschuldung bei 21% des BIP, die private Konsumverschuldung oszilliert um die 0% Marke und die Sparquote liegt bei mehr als 30%. Was für China gilt, gilt in der Tendenz für den Sektor. Diese knapp 50% der Weltwirtschaft sind der primäre Katalysator der wirtschaftlichen Expansion per 2011 mit mindestens 6,5% Wachstum.

Circa 20% der Weltwirtschaft werden durch starke Industrienationen gestellt. Dazu gehören einerseits starke Rohstoffländer wie Australien und Kanada und andererseits starke Exportnationen wie Deutschland allesamt mit verträglichen Schuldenniveaus. Diese 20% reüssieren im Fahrwasser der Schwellenländer und werden ein Wachstum von mindestens 2% liefern.

7% der Weltwirtschaft reformieren sich in markanter Manier. Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Großbritannien sind auf dem Wege, den vorhergehenden 70% innerhalb der nächsten 12-24 Monate wieder beizutreten. Summarisch werden diese Länder auch 2011 zu dem Gesamtwachstum beitragen.

Damit bleiben circa 24% der Weltwirtschaft, USA und Japan, die auch per 2011 Wachstum liefern werden. Dieses Wachstum ist jedoch teuer mit Subventionen erkaufte. Es handelt sich um das qualitativ schwächste Wachstum innerhalb der globalen Aufstellung.

Nach der geographischen Betrachtung steht die Würdigung der Zyklen auf der Agenda. In der Phase ab Sommer 2008, noch vor dem Schock der Lehman Pleite, schwächte sich die Weltkonjunktur deutlich ab.

In der Phase Sommer 2007 bis Frühjahr 2008 dominierte zuvor opportunistisches Wachstum. IWF, OECD und die führenden Wirtschaftsinstitute hatten ihre Wachstumsprognosen Anfang 2008 massiv erhöht. Diese Stimmung wirkte sich auf die Wirtschaftssubjekte aus. Es wurde extrem auf Lager akkumuliert (Öl 147 USD ...), Investitionsplanung boomte und Unternehmen nahmen bereitwillig Arbeitnehmer in ihre Reihen auf. Nicht reale Nachfrage, sondern die Erwartungshaltung realer Nachfrage bestimmte das Verhalten. Deswegen nennen wir in Bremen dieses Phänomen „opportunistisches Wachstum“. Es hat die schwächste Qualität.

Ab Sommer 2008 wurden die **Lager** reduziert. Diese Reduktion lief länger als der Wirtschaftsabschwung. Sie endete erst im vierten Quartal 2009. Seitdem kommt es zu einem sukzessiven und schwerfälligen Lageraufbau in der Weltwirtschaft. Grundsätzlich sind Lagerzyklen eher kurz und heftig. Hier kam es zu einem langen heftigen Einbruch und zu einem seit 12 Monaten andauernden halbherzigen Anstieg. Der „Homo Panicus“ führte und führt partiell immer noch das Zepter. Der Anstieg ist getrieben aus realer Nachfrage und enthält keinen Keim opportunistischen Wachstums. Diese aktuelle Qualität des Lageraufbaus bei einem hohen weltwirtschaftlichem Wachstum impliziert, dass der Lagerzyklus auch im Jahr 2011 einen wesentlichen Beitrag zum Wachstum leisten wird. Das gilt für mindestens 80% der Weltwirtschaft.

Der **Investitionsgüterzyklus** liefert per 2011 einen starken Beitrag zum globalen Wachstum. Nach unseren Erkenntnissen hat es noch nie seit Anfang der 50er Jahre einen derartigen Zusammenbruch der Investitionen in homogener Form in Industrienationen gegeben, wie in der Phase Mitte 2008 bis Ende 2009. Auch hier war die Anpassung länger als der reale Wirtschaftsabschwung. Derartige Anomalien müssen abgearbeitet werden. Das gilt insbesondere vor dem Hintergrund des hohen Wachstumsclips, der derzeit gegeben ist. Erst seit Anfang 2010 ziehen die Investitionen von niedrigem Niveau aus an. Investitionsgüterzyklen haben Zeitläufe von mindestens 2-3 Jahren. Der Investitionsgüterzyklus wirkt in gut 80% der Weltwirtschaft und hat auf den Lagerzyklus eine positiv verschärfende Wirkung.

Als Reaktion auf den Lager- und Investitionsgüterzyklus kommt es in gut 70% der Weltwirtschaft zu deutlichem Beschäftigungszuwachs. Als Folge liefert der **Konsumzyklus** in circa 70% der Weltwirtschaft zunehmende

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Wachstumsbeiträge und erhöht dabei die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mit positiven Impulsen für sowohl Lager- als auch Investitionsgüterzyklus. Dabei ist der Anstieg des Konsums maßgeblich durch Einkommen und nicht auf Basis Kredit generiert. Das ist ein massiver Unterschied zu den makroökonomischen Konsumparties bis Mitte 2008!

**Mit anderen Worten ergibt sich in der Weltwirtschaft ein Dreiklang von Impulsgebern gemittelt in circa 77% der Weltwirtschaft. Eine derartige homogene globale Zyklizität mit dieser hohen Qualität ist unseres Erachtens einmalig seit dem Korea Krieg.**

In unserer nachfolgenden Tabelle haben wir unter konservativen Annahmen ein Wachstum von gut 4,2% ermittelt. Die Chance, dass die dargestellten zyklischen Kräfte stärker wirken, als in der Prognose unterstellt, ist hoch. Das gilt insbesondere vor dem Hintergrund der üppigen Liquidität und der aktuell unverändert gegebenen Niedrigzinspolitik in den wesentlichen Hauptwährungen. Das Potential positiver Überraschungen sehen wir bei 4,7% - 5,0% Expansion in der Weltwirtschaft per 2011.

Deutschland hängt am Investitionsgüterzyklus und etabliert mit der profunden Beschäftigungsentwicklung einen stärker werdenden Konsumzyklus. Das „Worst Case“-Szenario liegt bei 2,0% - 2,2% Wachstum des BIP. Realistisches Potential liegt im Dunstkreis der 3% Marke.

Land/Region	Anteil an Weltwirtschaft	Wachstum 2011
USA	19,9%	2,0% - 2,5%
Kanada	1,8%	2,5% - 3,0%
Eurozone	14,5%	1,7% - 2,2%
Japan	5,7%	1,5% - 2,0%
UK	2,9%	1,5% - 2,0%
Rest	7,0%	1,7% - 2,2%
<b>= 51% des Welt-BIP mit einem Wachstum per 2011 von 2,06%</b>		

China	14,0%	8,5% - 9,0%
Indien	5,5%	8,0% - 8,5%
Rest größeres Asien	5,0%	7,0% - 7,5%
Russland	3,0%	4,5% - 5,0%
Brasilien	2,9%	4,0% - 4,5%
Rest	17,8%	4,5% - 5,0%
<b>= 49% des Welt-BIP mit einem Wachstum per 2011 von 6,54%</b>		

**Globale Wachstumsprognose 2011:**

**Mittelwert 4,22 % - Risiko 4,00% - Chance 4,7%- 5,0%**

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

- Ausblick Devisenmarkt:**
- **Rückblick – Der „Charme“ und die Macht asymmetrischer Wahrnehmung**
  - **China – ein gewichtiger „Player“**
  - **Der politische Beigeschmack aus NY und der „City“ wird dominanter**
  - **USD mit einem Mangel an fundamentaler Attraktivität**
  - **Divergierende Zinspolitiken belasten USD und JPY**
  - **USD und JPY stärker in der Funktion als „Carry“-Währung?**
  - **EUR in der Taktung der Reformfolge/misserfolge**
  - **Diversifikationsprozess der Zentralbanken zu Lasten des USD**
  - **Euro mit politischen Restrisiko**
  - **Bandbreitenprognosen EUR-USD, EUR-JPY, EUR-GBP, EUR-CHF**

Das Jahr 2010 war geprägt von **asymmetrischer Wahrnehmung**. Wir haben dazu bereits dezidiert im „Rückblick 2010 – Ausblick 2011“ Stellung genommen. Europäische Reformländer wurden am Devisenmarkt aggressiv abgestraft, Großbritannien wurde trotz massivster Defizitprobleme zunächst vom Markt ignoriert (CDS-Markt) und die größten Sünder USA und Japan waren am Devisenmarkt die Gewinner der Situation.

Diese asymmetrische Wahrnehmung, die hier erkennbar ist, belegt einmal mehr, dass die Annahme der Markteffizienz im Rahmen der modernen Volkswirtschaftslehre ein grober Irrtum ist, wenn es um eine realistische Diskontierung der Faktenlage geht. Genau die in diesem Jahr eingetretene reale Lage bei Wachstum und Defizitentwicklung als auch Reformfähigkeit haben wir im Ausblick 2010 mehr oder weniger erwartet. Tatsache ist, dass die daraus resultierenden Prognosen für den Devisenmarkt fehlerhaft waren. Der „Charme“ der asymmetrischen Wahrnehmung wurde offensichtlich in unserer Prognose vernachlässigt.

**China war 2009 und 2010 ein gewichtiger „Player“**, der zuverlässig an der Seite Europas stand. Wurde 2009 in der Osteuropakrise und folgenden „Eurokrise“ über Finanzhilfen an Russland die Situation entschärft, trat China 2010 an mehreren Fronten zu Gunsten der Eurozone auf. China war ein wesentlicher Käufer des Euros als Kurse in der Parität EUR-USD unter 1.20 zu verzeichnen waren. China hat Griechenland unterstützt. So wurde der Hafen Piräus gekauft. Er wird zur Drehscheibe des chinesischen Mittelmeerhandels. Hier kommt Wachstumsphantasien für Logistik und Dienstleistungen ins Spiel. China kauft aber auch griechische Rententitel und hat Europa versichert, ein verlässlicher Partner zu sein. Faktisch nimmt China die Gegenposition zu den Finanzplätzen London und New York ein, die die Eurozone mit spekulativen Attacken begleiten und ihre eigenen Heimatländer damit indirekt schützen. Hier wird der **politische Beigeschmack** aus diesen beiden Zentren in ihrer Aktivität erkennbar. China hat ein nachhaltiges Interesse am sachlich verdienten Erfolg der Eurozone. Die Eurozone ist heute als Exportmarkt bezogen auf das Volumen und wertmäßig bedeutender für China als der US-Markt. Auch 2011 wird China im Zweifelsfall ein verlässlicher Stabilisator zu Gunsten der Eurozone sein.

Die Reformunwilligkeit oder die Reformunfähigkeit der USA in wesentlichen Feldern bleibt uns voraussichtlich auch 2011 erhalten. Damit bleibt es bei einem **Mangel an fundamentaler Attraktivität des USD**. Wir schließen nicht aus, dass es in den USA zu Ansätzen der Haushaltskonsolidierung kommt. Es wurde aber in den letzten Tagen bereits deutlich, dass der Dissens in der US-Politik zwischen Republikanern und Demokraten massiv ist. Die auslaufende steuerliche Begünstigung für die Topverdiener der USA bleibt voraussichtlich bestehen. Hier wird massive Klientelpolitik deutlich. Die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem großen Wurf in der Haushaltspolitik nach den europäischen Mustern kommt, muss als gering bezeichnet werden. Gleiches gilt für die Themen Rückkehr zu einer einkommensgetriebenen Volkswirtschaft (siehe Rückblick 2010-Ausblick 2011). Im Bereich der Neuaufstellung der Komposition der Volkswirtschaft sind dagegen Möglichkeiten gegeben. Hier besteht positives Überraschungspotential, das weniger politisch als ökonomisch forciert ist. Je stärker die Politik die Opportunität in diesem Feld erkennt (siehe Prolog), desto besser ist es für die USA. Gleiches gilt selbstredend auch für die europäischen Reformländer.

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Die **Ausprägung der Zinspolitik** ist am Devisenmarkt immer ein wesentlicher den Preis der Währungen bestimmender Faktor. Weder in den USA noch in Japan erkennt man Anstalten, die Nullzinspolitik per 2011 zu verändern. Damit stehen die USA und Japan auf der einen Seite des Extrems. Die andere Seite nehmen Länder wie Australien, Kanada, Schweden oder China ein, die sich bereits in einem Zinserhöhungszyklus befinden und sich von subventionierender Zinspolitik weitgehend gelöst haben.

Diese Divergenz in der Zinspolitik sagt etwas über die Qualität der Strukturen in den jeweiligen Ländern aus. Sie belegt, dass es sich in den USA und Japan nicht um primär konjunkturelle Probleme, sondern um strukturelle Probleme handelt.

Die Eurozone steht zwischen diesen beiden Extremen, unter anderem bedingt durch die Divergenz zwischen dem Norden und Süden der Eurozone. Sie bewegt sich bereits in der Liquiditätspolitik im Rahmen einer Exitstrategie, in der Zinspolitik nimmt sie eine abwartende Haltung ein. Für das Jahr 2011 steht eine Zinswende der EZB an. Ab Mitte des Jahres wird es zu Zinserhöhungen des Leitzinses von derzeit 1,00% auf mindestens 1,50% kommen. Die 2,00% Marke ist das Maximum an Zinsveränderung, das per 2011 vorstellbar ist. Eine profunde Konjunktorentwicklung per 2011 gemäß unserer Prognose, Verbraucherpreisinflation, die sich der 3% Marke annähert, als auch das bereits thematisierte **positive Überraschungspotential aus den Reformländern** werden die Katalysatoren dieser Leitzinsentwicklung sein.

Diese Divergenz zwischen EZB-Politik einerseits und den Ansätzen der Federal Reserve als auch der Bank of Japan wird sich im Verlauf des Jahres zunehmend zu Lasten des USD und des JPY und zu Gunsten des Euros auswirken, da die erwarteten Zinsmaßnahmen der EZB Ausdruck von im Mainstream unerwarteter Stärke sind.

Bei besserer Konjunktorentwicklung in der Weltwirtschaft und positiven Überraschungen seitens der aktuellen Reformländer wird der Risikoappetit an den Finanzmärkten zunehmen. Daraus wird eine höhere Akzeptanz der „**Carry-Trades**“ mit den **Verschuldungswährungen USD und JPY** folgen, die sich auf beide Währungen belastend auswirken wird.

Ein weiterer Aspekt ist der kontinuierlich anhaltende Diversifikationsstrategie **der Zentralbanken aus dem USD heraus**. Der Anteil der USA an der Weltwirtschaft nimmt latent ab. Die Dynamik in den Schwellenländern bleibt sehr hoch. Die Tendenz sich von dem US-zentrischen Finanzsystem zu emanzipieren, steigt. Die „Lust“ auf Gold (Prognose 2011 Minimum 1.650 USD pro Unze) als Ausdruck der Suche nach Alternativen ist bei Zentralbanken der Schwellenländer ausgeprägt. Selbst der Präsident der Weltbank bringt Gold als Teil einer neuen Basis eines Finanzsystems ins Spiel. Diesbezüglich bleibt der USD unter strukturellem Abgabedruck. Unerwartete Erfolge der Reformpolitik in Europa sind geeignet, diesen Abgabedruck zu erhöhen.

Fraglos gibt es ein politisches Restrisiko, dass die in dieser Prognose thematisierten Erfolge der Eurozone sich nicht so einstellen. Im Gegenteil könnte es zu einer Verschärfung der Gesamtlage kommen. Noch mehr Spekulation an den kleinen unregulierten CDS-Märkten, die die großen regulierten Staatsanleihemärkte determinieren, stellt eine theoretische Variante dar. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios liegt bei lediglich 15%.

Drei wesentliche Aspekte sind für diese Bewertung maßgeblich:

1. Der Mix und die Qualität aus Lager-, Investitions- und Konsumzyklus lassen nicht die Frage nach dem „ob“, sondern bestenfalls die Frage nach der Amplitude und dem zeitlichen Ablauf der weiteren konjunkturellen Erholung in der Weltwirtschaft zu. Hier handelt es sich um „physische“ Ökonomie, die sich ihren Weg bahnen muss. Diese Erholung gibt den Reformländern massiven Rückenwind.
2. Die sich verändernde Globalisierung unterstützt alle die Länder, die sich durch Reformen attraktiver gestalten und gleichzeitig gut ausgebildete Menschen und günstige Investitionsmöglichkeiten bieten. Es gibt kein dauerhaftes ökonomisches Vakuum!

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

3. Der IWF hat in seinen Untersuchungen zu Schuldentragfähigkeit als auch zu den Erfolgsaussichten der Reformen per September 2010 klare Stellung bezogen. Die Aussichten für einen Erfolg der in Europa involvierten Reformländer sind als gut zu klassifizieren.

Fassen wir zusammen:

- 2010 war ein hartes Jahr für den Euro bezüglich der Bewertung.
- 2010 war ein vortreffliches Jahr für die Neuausrichtung der schwachen Länder in der Eurozone durch die stringentesten Reformen in der Geschichte der Industrienationen.

**Damit schafft die Eurozone per 2011 die Grundvoraussetzung, in der Bewertung an den Finanzmärkten sukzessive im Jahresverlauf zu punkten, das heißt, die Jahrestiefstkurse des Euros sind voraussichtlich in den ersten Monaten des Jahres 2011 wahrscheinlich. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die unten in der Tabelle angeführten Tiefstkurse das von uns als maximal angesehene Niveau sind und nicht notwendig erreicht werden müssen.**

**Der Euro hat insbesondere hohes Aufwertungspotential gegenüber den Währungen, die per 2010 gegenüber dem Euro am stärksten reüssierten. Vornehmlich sind das USD, JPY und CHF.**

Parität	Tiefstkurse	Höchstkurse
EUR-USD	1.25 - 1.27	1.50 - 1.52
EUR-JPY	103 - 106	130 - 133
EUR-GBP	83.00 - 84.00	92.00 - 93.00
EUR-CHF	1.26 - 1.28	1.43 - 1.45

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

- Ausblick Aktienmarkt:**
- **Rückblick, der „Homo Panicus“**
  - **Aktien, eine erstaunlich unterbewertete Anlageklasse**
  - **Globales Wachstum treibt 2011 weiter an!**
  - **Die Zykliek liefert erhöhtes Gewinnpotential**
  - **Zentralbankliquidität bleibt hilfreich**
  - **Zinsniveau wirkt weiter unterstützend**
  - **Erwartete EZB-Leitzinserhöhungen als Ausdruck von Stärke**
  - **Rohstoffpreisentwicklung Chance und Risiko zugleich**
  - **Der „G30 Put“ bleibt intakt**
  - **Prognose: Raum für neue historische Höchstmarken per 2011!**

2010 war für den deutschen Aktienmarkt ein positives Jahr. Positive makroökonomische aber auch mikroökonomische Überraschungen zeichneten dafür Verantwortung. Losgelöst von dieser positiven Entwicklung, die unserer Erwartungshaltung entsprach, muss das aktuelle Bewertungsniveau jedoch als sehr konservativ bezeichnet werden.

So wie die Unternehmen nur gezwungenermaßen ihre Lager anpassen und Investitionen und Beschäftigungsaufbau planen, so wurde auch am Aktienmarkt eher widerwillig eine angemessene Allokation in Aktien umgesetzt. Der Geist des „**Homo Panicus**“ und nicht der Geist des „**Homo Oeconomicus**“ dominierte 2010 das Geschehen. Die von uns im Rückblick 2010 – Ausblick 2011 thematisierte Qualität und Breite des Aufschwungs wurde nicht angemessen diskontiert.

Daraus ergibt sich nicht nur im Vergleich zu anderen korrelierten Anlageklassen eine deutliche Unterbewertung. Während Rohstoffe, beispielsweise Kupfer, sich auf hohen, teilweise historisch hohen Niveaus bewegen, liefert der **Aktienmarkt eine erstaunliche Unterbewertung** im historischen Kontext:

- Das KGV (Kurs Gewinnverhältnis) stellt sich per antizipierter Unternehmensgewinne auf circa 11. Für eine konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft von 4,8% per 2010 und voraussichtlich deutlich mehr als 4,0% per 2011 sind Bewertungen des KGV von 15 – 17 realistisch und auf keinen Fall sportlich. Allein bei einer Bewertung von 15 wäre damit ein DAX-Niveau von mehr als 9.500 Punkten gerechtfertigt.
- Auch die Buchwertbetrachtung liefert ein ähnliches Bild. Der Buchwert sagt aus, wie das Eigenkapital bewertet wird. Derzeit liegt die Bewertung des DAX bei circa 145%. Mit anderen Worten wird ein Aufgeld von 0,45 Euro pro 1 Euro Eigenkapital gezahlt. Diese Bewertung ist am oberen Rand des unteren Drittels der historischen Bewertung angesiedelt.
- Schlussendlich birgt der Blick auf die Dividendenrendite einen weiteren Beleg der derzeitigen niedrigen Bewertung und der daraus resultierenden attraktiven Anlagemöglichkeit am Aktienmarkt. Die Dividendenrendite stellt sich auf circa 3,2%. Zehnjährige Bundesanleihen liefern nach dem starken Anstieg der Renditen der letzten Wochen circa 3%.

2011 wird das **globale Wachstum die Aktienmärkte weiter positiv antreiben**. Das Wachstum treibt den Umsatz und damit auch die Erträge. Die Tatsache, dass die Lager in weiten Teilen der Wirtschaftssektoren unzureichend bestückt sind, eröffnet den Unternehmen die Möglichkeit, erhöhte Gewinnmargen durch Preiserhöhungen zu erzielen. Damit liefert die **Zykliek erhöhtes Potential in der Gewinnentwicklung**.

Sowohl die internationale Versorgung mit **Liquidität** als auch das unverändert **historisch niedrige Zinsniveau in den Hauptwährungsländern** bieten weiter sehr positive Hintergründe einerseits für die weitere konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft als auch andererseits für die Fortsetzung der Befestigungstendenz am Aktienmarkt.

**Im Jahresverlauf einsetzende Zinserhöhungen**, unter anderem von der EZB und der Schweizer Nationalbank, sind als Ausdruck von unterliegender Stärke der jeweiligen Ökonomien zu interpretieren. Sie sind nicht geeignet, weder den

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Aufschwung zu unterbinden, noch die voraussichtlich höhere Bewertung an den Aktienmärkten nachhaltig zu stören. Das gilt insbesondere bezüglich der Möglichkeit verstärkter Inanspruchnahme der „Carry-Trades“ via USD und JPY, die bei abnehmender Risikoaversion eine nachhaltigere Rolle in der Refinanzierung spielen werden und damit zumindest partiell die Folgen der erwarteten Zinserhöhungen nivellieren werden.

**Steigende Rohstoffpreise** werden uns im Jahr 2011 tendenziell begleiten und bergen laut klassischem Handbuch der Ökonomie ein Risiko. Sie stellen einen Kostendruck dar, der grundsätzlich wie Sand im konjunkturellen Getriebe wirken kann. Die Erfahrungen der letzten 10 Jahre lehren, dass die Folgen der Rohstoffpreiserhöhungen nur unterproportional negative Traktion entwickelten. Hinsichtlich der Qualität des Aufschwungs, der von realem Bedarf bei gegebener Kaufkraft und/oder Finanzierung bestimmt ist, ist die Wahrscheinlichkeit als hoch einzustufen, dass die negative Traktion dieser Preisanstiege unterproportionale Wirkung entfalten wird.

So gehen wir am sensiblen Energiemarkt von einer Verschiebung der Bandbreite, die per 2010 bei circa 70 – 90 USD pro Fass Rohöl auslief, auf 80 – 110 USD pro Fass aus. Eine derartige Verschiebung, die sowohl von dem USD Abwertungsaspekt als auch gesteigerter Nachfrage getragen sein wird, sehen wir für unsere Prognosen als unkritisch an. Das gilt auch vor dem Hintergrund, dass beispielsweise, die von uns im Jahresverlauf favorisierte Aufwertung des Euros teilweise die Effekte des Preisanstiegs eingrenzt.

Der Preisanstieg der Rohstoffe ist jedoch nicht nur ein aus unserer Sichtweise heraus überschaubares Risiko, sondern er stärkt die potentielle Nachfrage aus den Rohstoffländern. Mit anderen Worten sind diese Preiseffekte geeignet, gleichzeitig erhöhte Nachfrage aus Rohstoffländern zu begründen. Das gilt vor allen Dingen für die Rohstoffländer, deren Strukturen Entwicklungspotential haben. Dazu gehört beispielsweise Russland. Gerade für Russland sehen wir diesbezüglich markantes positives Überraschungspotential, das sich insbesondere unterstützend auf die deutsche Konjunktur auswirken kann.

Bei der Beurteilung der Aussichten auf dem Aktienmarkt lässt sich das Thema der globalen Finanzkrise und des systemischen Risikos nicht ausblenden. Das Jahr 2010 hat einmal mehr bewiesen, dass in dem Moment, in dem systemische Risiken entstehen, von internationaler Seite massiv gegengesteuert wird. Anders kann man das 750 Mrd. Europaket nicht interpretieren. Mit anderen Worten lebt der **G-30 „Put“ für das internationale Finanzsystem**.

Das hat gute Gründe. Dieser G-30 „Put“ ist einer der heraus stechenden qualitativen Unterschiede zu den Problemlösungen der Weltwirtschaftskrise 1929 -1932. Die Erkenntnis, die internationale qualitativ hochwertige Erholung der Weltwirtschaft vor negativen Einflüssen aus der Finanzwirtschaft abzuschirmen, sollte auch 2011 dominieren.

Schlussendlich folgen Fiskallagen den Konjunkturlagen. Weitere konjunkturelle Expansion wird das Thema Staatsdefizitkrise nivellieren und für strukturell starke Länder sogar neutralisieren. Diesbezüglich sind positive Überraschungen bei der deutschen Fiskallage in höchstem Maße per 2011 wahrscheinlich.

**Zusammenfassend ergibt sich im Jahr 2011 eine nachhaltige Grundlage für ein positives Aktienjahr. Dabei spielt die konservative Bewertung neben den Konjunkturaussichten eine dominierende Rolle. Wir erwarten im Jahresverlauf höhere Bewertungen unter Schwankungen. Neue historische Höchstmarken stehen für den DAX auf der Agenda. Wir geben bewusst kein oberes Ziel, weil bereits heute Indexstände von 9.500 Punkten sachlich gerechtfertigt wären. Hinsichtlich unserer Erwartungshaltung, dass die Reformländer der Eurozone per 2. Halbjahr 2011 positiv überraschen werden, ist es angemessen, dem Eurostoxx ab 2. Quartal 2011 mehr Aufmerksamkeit zu schenken.**

Index	Tiefststände	Höchststände
DAX	6.500 – 6.700	Über 8.150

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

- Ausblick Rentenmarkt:**
- **Globale Konjunkturerholung im Mittelpunkt**
  - **Tendenziell zunehmende Risikofreude belastet**
  - **Inflation im Griff der Rohstoffpreise und der Zyklis**
  - **Arbeitsmarkt eröffnet Raum für Lohn-Preisspirale**
  - **„Niedrigzinspolitik“ vor dem Ende**
  - **Euribor springt 2011 an und bewegt sich deutlich über das Leitzinsniveau**
  - **Zinsstrukturkurve wird steiler**
  - **Prognose: Renditeboden erreicht – Trendwechsel auf der Agenda!**

**Die globale Konjunkturerholung** steht am Kapitalmarkt per 2011 im Mittelpunkt. Der sich markant fortsetzende Aufschwung führt für den Prognosezeitraum 2011 zu zunehmender **Risikofreude** bei global geringer werdenden freien Kapazitäten. Diese Konstellation hat auf die Preisbildung forcierenden Einfluss.

Das Thema Deflationsrisiko per 2010, das uns von den „Freunden“ in London und New York wortreich präsentiert wurde und auch Marktwirkung erzielte, wird per 2011 dem Thema Inflationsdruck weichen.

Die Verbraucherpreise stellen sich in der Eurozone per Ende 2010 auf 1,9%. Von Juli 2009 bis Oktober 2010 kam es zu einem Anstieg von -0,6% auf +1,9%. Erzeugerpreise oszillieren bei 4,4%. Erzeugerpreise legten in dem identischen Zeitraum von -8,4% auf +4,4% zu. Daran wird deutlich, dass es sich um eine fulminante Veränderung des Preisniveaus im Rahmen des Aufschwungs handelt. Es wäre unprofessionell, diese Anpassung aus einer Extremsituation weiter zu extrapolieren. Es ist aber geboten, vor diesem Hintergrund die möglichen Inflationstreiber kritisch zu untersuchen.

Der von uns antizipierte **Rohstoffpreisanstieg** bietet den ersten Komplex, der zwar „exogener“ Natur ist, aber beachtenswert ist. Unter Berücksichtigung des erwarteten Anstiegs des Euros sollte es in diesem Sektor zu einem Preisdruck von circa 10% kommen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es langfristige Lieferverträge und Absicherungsstrategien gibt, die eine vollständige Umsetzung in der Realwirtschaft zunächst verhindern helfen.

Neben diesem exogenen Einfluss, der durch nationale Politik nicht kurzfristig verändert werden kann, sind weitere Preistreiber endogener Natur erkennbar. Hier kommt der **Konjunkturzyklus** ins Spiel. Aus der unbefriedigenden Bestückung der Lager bieten sich den Unternehmen Preisüberwälzungsspielräume. Das ist ein Phänomen, das globaler Natur ist. Hier ist die Divergenz innerhalb der Eurozone zwischen starken Ländern und Reformländern von untergeordneter Bedeutung.

Die **Beschäftigungslage ist in der Eurozone** auf ersten Blick nach wie vor problematisch mit einer Arbeitslosenquote von 10,1%. Diese Quote liefert nur ein unvollständiges Bild. Die Reformländer haben durch die Anpassungen deutlich erhöhte Arbeitslosigkeit. Die starken Länder sehen sich einer gänzlich anderen Situation ausgeliefert. In Deutschland werden nachträglich Weihnachtsgelder gezahlt, es werden Lohnsteigerungen vorgezogen. Der Arbeitsmarkt ist hier eng. Wir haben darauf verwiesen, dass es kein ökonomisches Vakuum gibt. Die jetzt noch kritische Lage in den Reformländern ist ein temporäres Phänomen. Das Thema **Lohndruck und Lohn-Preisspirale** wird die Kapitalmärkte im Verlauf des Jahres 2011 zunehmend beschäftigen. Diese Entwicklung ist über das Jahr 2011 von erhöhter Bedeutung. Die Risiken sowohl aus dem Lagerzyklus als auch versetzt aus der Beschäftigungssituation implizieren sukzessive zunehmenden Preisdruck endogener Natur.

Die **Niedrigzinspolitik der EZB** steht vor dem Ende. Per 2011 erwarten wir ab Mitte des Jahres Zinsanpassungen von mindestens 0,50% auf 1,50% und maximal eine Anpassung auf 2,00%. Dieser Anstieg des Geldmarktzinses sollte zu größten Teilen am langen Ende des Kapitalmarkts nachvollzogen werden.

Die Aktivität der EZB, Überschussliquidität zu reduzieren, wird sich 2011 fortsetzen. Damit wird die Anomalie der unterhalb des Leitzinses liegenden **Euribor Sätze** im Laufe der kommenden Monate beendet. Im Verlaufe des Jahres 2011 werden die Euribor Sätze deutlich oberhalb des Leitzinses notieren.

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

Bereits in den letzten Wochen kam es am Kapitalmarkt zu deutlich anziehenden Renditen. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe legte von 2,50% auf 3,00% zu, nachdem historische Tiefststände bei 2,10% zuvor markiert wurden. Dabei konnte eine weitere Portion quantitativer Maßnahmen der Federal Reserve im angekündigten Volumen von 600 Mrd. USD zum Ankauf von US-Treasuries keine dauerhaften Rendite senkenden Impulse setzen.

Im Gegenteil befindet sich der Kapitalmarkt in einem Anpassungsprozess, der weiter steigende Renditen impliziert. Die Hausse am Kapitalmarkt wurde durch die globale Finanzkrise um eine Runde künstlich verlängert. Mit abnehmender Virulenz der Krise steht hier eine Neuausrichtung an, die schlussendlich auch der verbesserten globalen Konjunkturlage mit Inflationspotentialen folgt.

Die bisherige starke Erhöhung der Renditen der deutschen Bundesanleihe von 2,10% auf 3,00% im Jahresverlauf 2010 brachte bereits eine erheblich **steiler werdende Zinsstrukturkurve** mit sich. Das wird sich unseres Erachtens noch weiter verschärfen. Wie zuvor betont, werden die voraussichtlichen Leitzinserhöhungen der EZB am langen Ende des Kapitalmarkts zu größten Teilen durchschlagen.

Mehr noch wird sich das positive Überraschungspotential der Reformländer bemerkbar machen. Die deutsche Bundesanleihe hat einen Renditebonus von circa 1%, der durch Kapitalabflüsse in den Reformländern und spekulative Zuflüsse begründet ist. Mit der erwarteten Stabilisierung der Reformländer können bis zu 70 Basispunkte dieser Reformländerdividende im kommenden Jahr zur Disposition gestellt werden. In dem Maße, wie diese Dividende der Bundesanleihe rückläufig ist, werden die Risikoaufschläge der Reformländer überproportional sinken.

**Kurzfristig sind volatile Schwankungen der Rendite für die 10-jährige Bundesanleihe bis in Bereich von 2,50% - 2,60% nicht auszuschließen, sie sind jedoch nicht favorisiert. Ein Trend zu nachhaltig niedrigeren Renditen steht nicht auf der Agenda. Im Jahresverlauf 2011 ist vor dem dargestellten Hintergrund ein Anstieg der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe von aktuell circa 3,00% auf 3,90% - 4,20% realistisch.**

Index	Tiefststände	Höchststände
10JÄHRIGE BUND-RENDITE	2.50%	3.90% – 4,20%

Verfasst von: **Financial Markets**

Folker Hellmeyer,

0421 332 2690 [folker.hellmeyer@bremerlandesbank.de](mailto:folker.hellmeyer@bremerlandesbank.de)

# Treasury

## Focus

**BREMER  
LANDESBANK**

### WICHTIGE HINWEISE

Dieses Informationsschreiben ist erstellt worden von der Bremer Landesbank („Bank“). Die Bremer Landesbank untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Eine Überprüfung oder Billigung dieses Informationsschreibens oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Dieses Informationsschreiben richtet sich ausschließlich an in der Bundesrepublik Deutschland ansässige Kunden der Bank und der Sparkassen des Finanzverbundes. Zudem dient dieses Informationsschreiben allein Informationszwecken und stellt insbesondere kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung irgendeines Anlagetitels dar.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, können wir keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in dem vorstehenden Informationsschreiben geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile unseres Hauses dar, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit keinerlei Gewähr übernommen werden kann.

Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Informationsschreibens. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden. Dementsprechend ist eine Änderung unserer Meinung jederzeit möglich, ohne dass diese notwendig publiziert werden wird. Die Bewertung einzelner Finanzinstrumente aufgrund historischer Entwicklung lässt sich nicht zwingend auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Vielmehr können etwa Fremdwährungskurse oder ähnliche Faktoren negative Auswirkungen auf den Wert von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten haben. Soweit im Rahmen dieses Informationsschreibens Preis-, Kurs- oder Renditeangaben oder ähnliche Informationen in einer anderen Währung als Euro angegeben sind, weisen wir hiermit ausdrücklich darauf hin, dass die Rendite einzelner Finanzinstrumente aufgrund von Währungskursschwankungen steigen oder fallen kann.

Da wir nicht überprüfen können, ob einzelne Aussagen sich mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und –zielen decken, haben unsere Empfehlungen nur einen unverbindlichen Charakter und stellen insbesondere keine Anlageberatung oder Rechts- oder Steuerberatung dar.

Ferner stellt dieses Informationsschreiben keine Finanzanalyse dar, sondern eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Werbemitteilung im Sinne des § 31 Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes in seiner ab dem 01.11.2007 geltenden Fassung. Aus diesem Grund ist diese Auswertung nicht unter Berücksichtigung aller besonderen gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen erstellt worden. Ebenso wenig unterliegt diese Auswertung dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung, wie dies für Finanzanalysen gilt. Soweit Sie weitergehende Informationen oder eine anleger- und objektgerechte Beratung wünschen, empfehlen wir Ihnen, eine/n unserer Anlageberater/ -innen aufzusuchen.

Weder die BREMER LANDESBANK noch ihre Angestellten übernehmen eine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Verluste aufgrund einer Nutzung der in diesem Informationsschreiben enthaltenen Aussagen oder Inhalte.

Die Weitergabe dieses Informationsschreibens an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieses Informationsschreibens ist nur mit unserer vorherigen, schriftlichen Genehmigung zulässig.