



## 2011 Aufregung garantiert: Ende permissiver Geldpolitik, Auslaufen finanzpolitischer Stimulierung, Aufkündigung des Wechselkursfriedens

Prof. Dr. Norbert Walter am 14. April 2011, portfolio institutionell  
Fachforum 2011 Düsseldorf

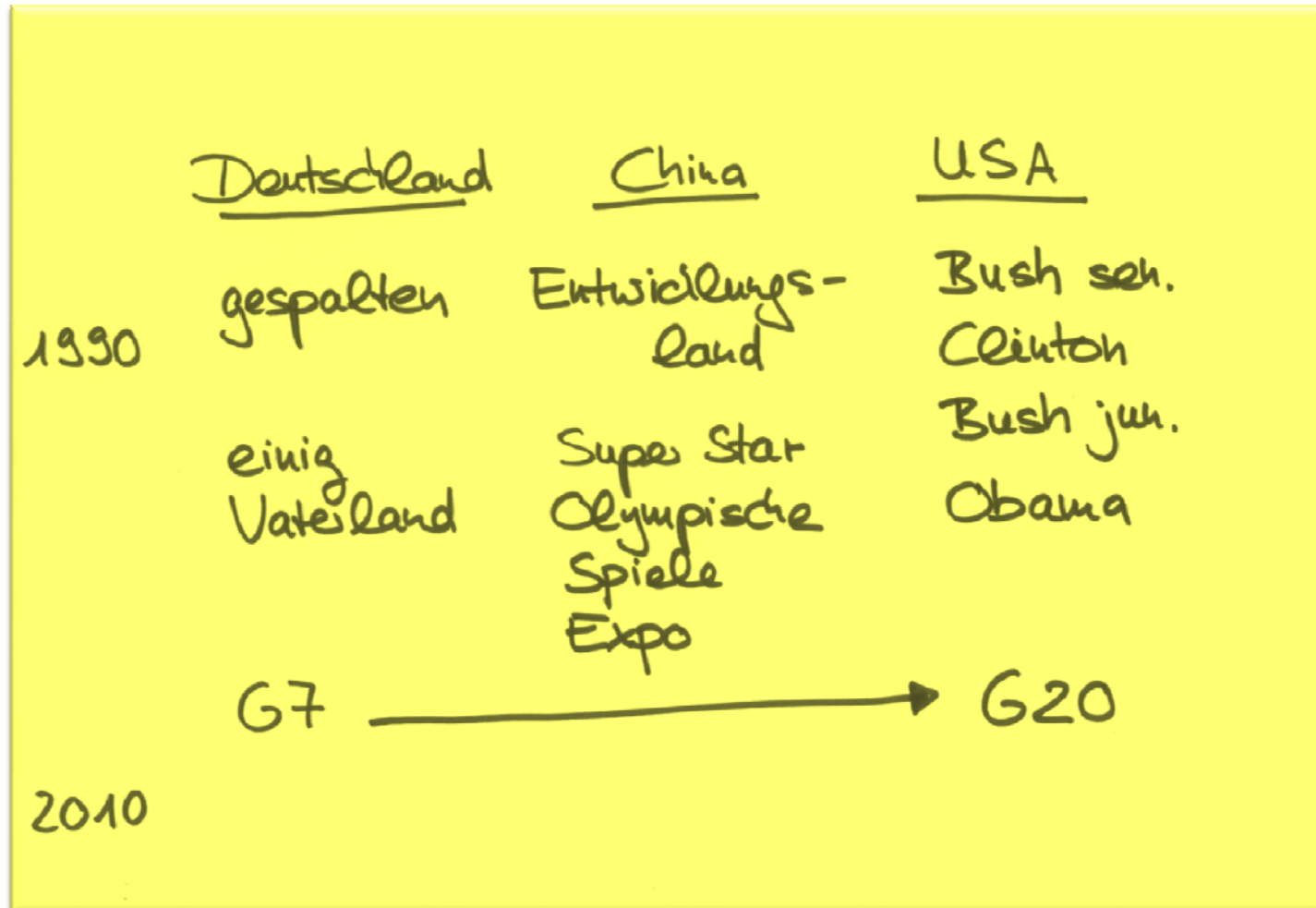


# Agenda

- Historie – große Bewegungen weltweit in den letzten 20 Jahren
- Kumulation der Probleme – Wendepunkt Lehman
- Rettungsprogramme und die Reaktionen
- Status quo Wirtschaft weltweit
- Exit aus den Rettungsprogrammen und die zu erwartenden Reaktionen
- Wirtschaftsprognose weltweit



# Neue Superstars – gewaltige Herausforderungen





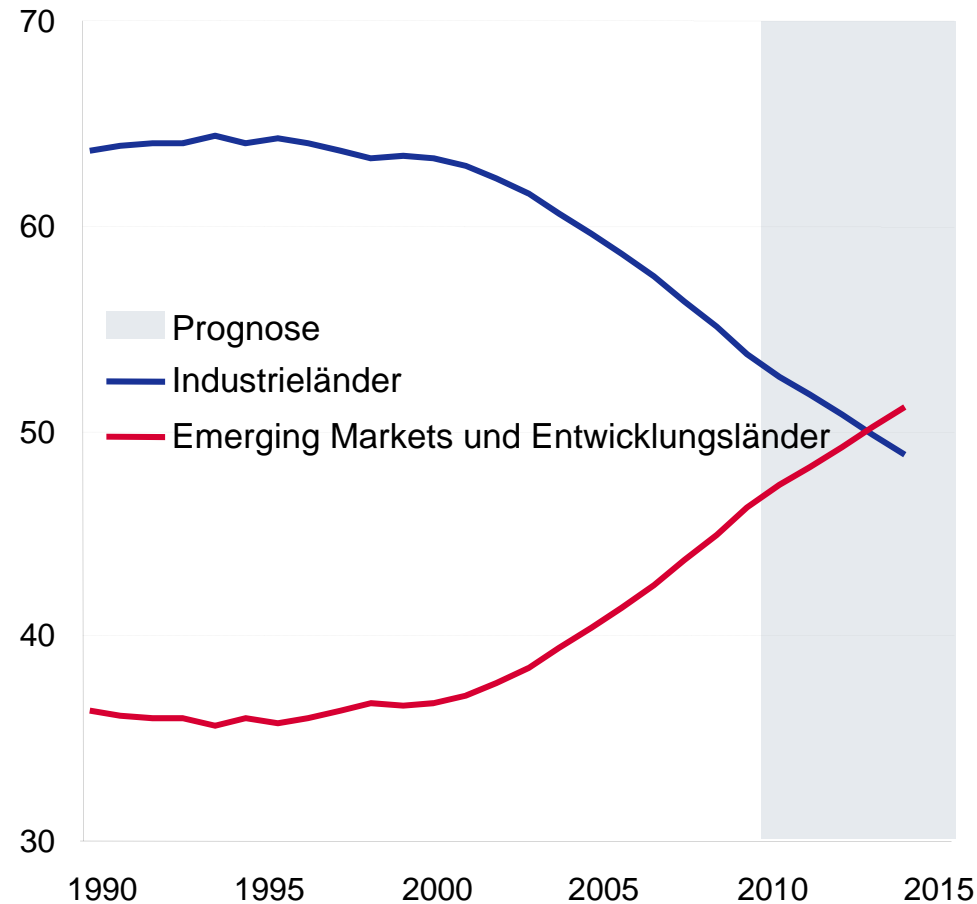
# Weltwirtschaft – durch Unterschiede zu neuer Balance

- Alte Welt vergaloppiert sich – neue Welt nicht mehr Nebensache
- Immobilienbubble in den USA, England, Spanien und Irland – Implosion erwartet
- Übergroßer Finanzsektor in USA, England, Irland, Luxemburg, der Schweiz und Deutschland – Schrumpfung folgt
- Spannungen/Ungleichgewichte (Leistungsbilanz/ Budgetdefizite) innerhalb der Neuen Welt
- Spannungen/Ungleichgewichte (Leistungsbilanz/ Budgetdefizite) innerhalb der Alten Welt, Alte Welt ist das Problem!



# Alte Welt hat sich vergaloppiert – neue Welt gewinnt

Anteil an der Weltwirtschaft nach Entwicklungsstand, BIP auf Basis der Kaufkraftparität, in %



Quelle: IMF, Deutsche Bank Global Investment Solutions

- Turnaround am Ende des letzten Jahrhunderts
- Etwa 2012 werden Emerging Markets und Entwicklungsländer die Industrieländer – gemessen am ökonomischen Gewicht - überholt haben



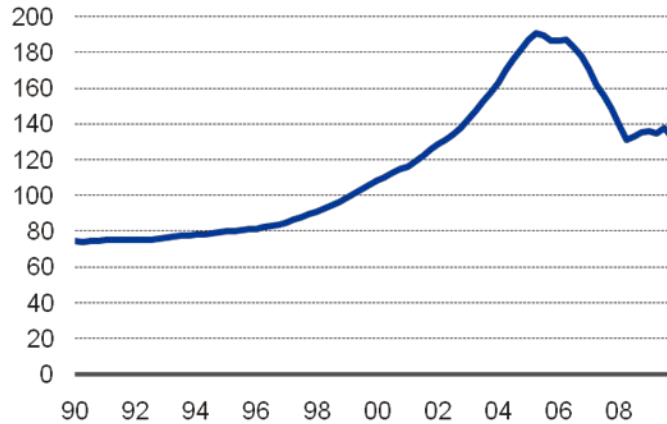
# Agenda

- Historie – große Bewegungen weltweit in den letzten 20 Jahren
- Kumulation der Probleme – Wendepunkt Lehman
- Rettungsprogramme und die Reaktionen
- Status quo Wirtschaft weltweit
- Exit aus den Rettungsprogrammen und die zu erwartenden Reaktionen
- Wirtschaftsprognose weltweit



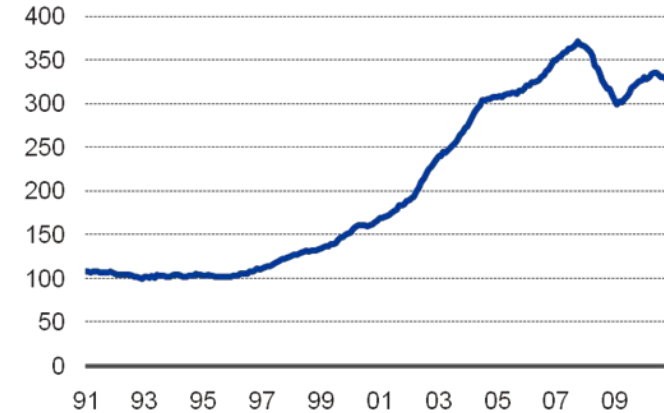
# Immobilienblasen in USA, England, Spanien und Irland

**USA: CASE-SHILLER HOME PRICE INDEX**



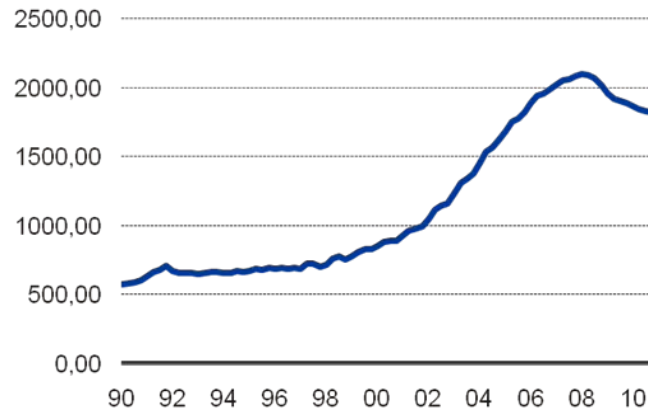
Quelle: S&P/Case Shiller, INDEX JAN 2000=100, SA

**England: NATIONWIDE HOUSE PRICE INDEX TOTAL**



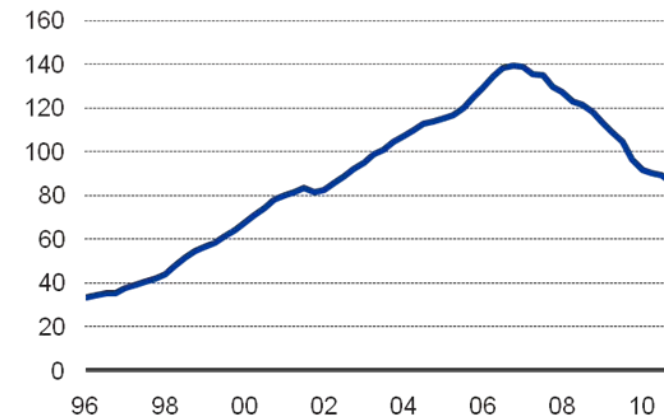
Quelle: Nationwide Building Society, 1993 Q1=100, SA

**Spanien: AVERAGE HOUSE PRICE INDEX, TOTAL**



Quelle: Banco de Espana, UNITS: EURO PER SQUARE METER, NSA

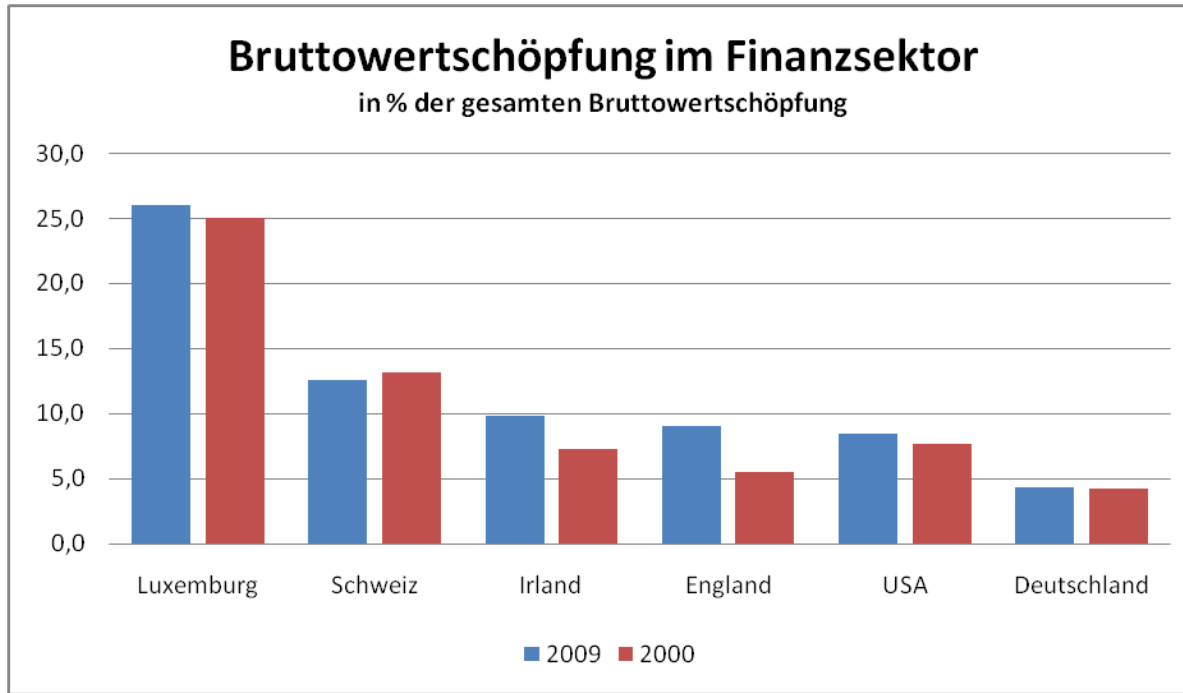
**Irland: HOUSE PRICE INDEX, TOTAL**



Quelle: Permanent TSB, UNITS: 2003=100, NSA



# Produktivitätswunder oder Risikoillusion?



Quellen: BEA, DB Research, Daten für England und Schweiz von 2008 statt 2009

- Produktivitätswunder: Nein!
- Risikoillusion bei Banken, Investoren und Regulatoren
- Input an Arbeit und Kapital in diesen Sektor sank sogar deutlich in den letzten Jahrzehnten



## Schuldenmachen weltweit

Schuldenquote	2001	2010
Industrieländer	68,1	95,9
Schwellenländer	50,7	36,9

Defizitquote	2001	2010
Industrieländer	1,3	8
Schwellenländer	2,8	3,7

Quelle: IMF

- Alte Länder – Sündenböcke
- Neue Welt - Musterknaben



# Schulden und Defizite in der Neuen Welt

	Brasilien	Russland	Indien	China	Mexiko	Chile	Indonesien
Schuldenquote 2010	66,8	11,1	71,8	19,1	45,2	7,6	26,7
Defizitquote 2010	-3,3	4,3	9,2	2,9	3,6	1,6	1,5

Quelle: IMF

- Wo ist das Problem? – Vielleicht in Indien?



# Schulden und Defizite in der Alten Welt

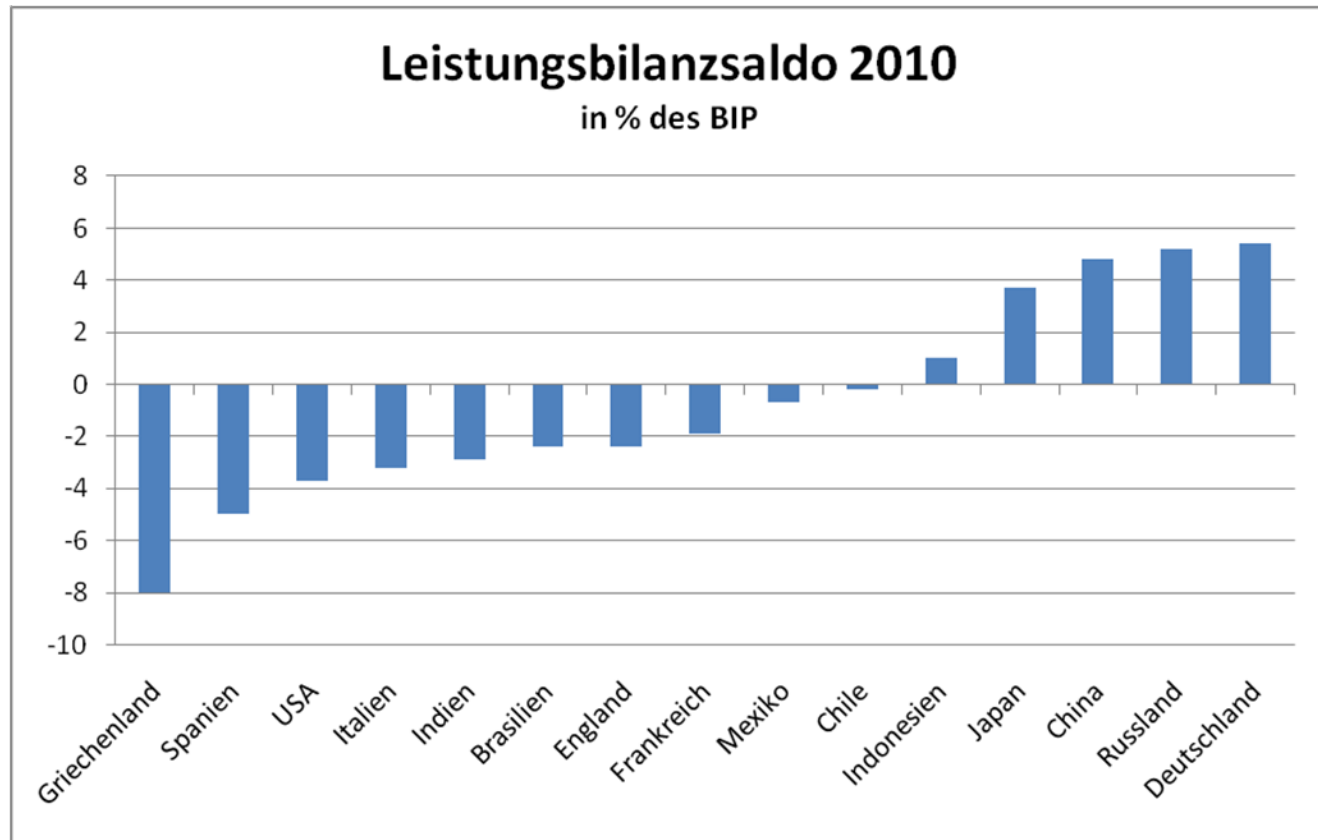
	Deutschland	Frankreich	Großbritannien	Griechenland	Spanien	Japan	USA
Schuldenquote 2010	75,3	84,2	76,7	130,2	63,5	225,9	92,7
Defizitquote 2010	4,5	8,0	10,2	7,9	9,3	9,6	11,1

Quelle: IMF

- Alle starren auf Griechenland
- Wer kümmert sich um die USA?
- Und: Niemand spricht über Japan!



# Schädliche Ungleichgewichte? – Nützliche Ungleichgewichte?



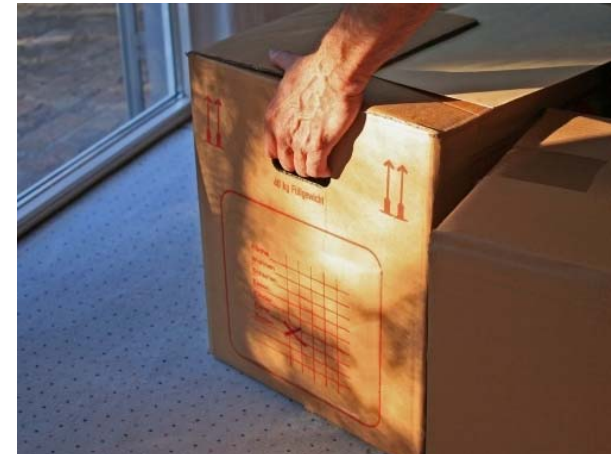
Quelle: World Outlook, DB Global Markets Research



# Wendepunkt September 2008: Lehman



Bildquelle: Claus-P. Schulz / pixelio.de



Bildquelle: aboutpixel.de / Umzug © Rainer Sturm



# Wendepunkt September 2008: Lehman

- Schockstarre
  - Alle denken, keiner handelt
  - Jeder Kauf, der verschoben werden kann, wird verschoben
  - Keine Eigenkündigung mehr
  - Keine Bezahlung vor Lieferung (Vorkasse) mehr
  - Kein Abschluss von langfristigen Verträgen mehr
  - Niemand traut dem anderen!



## Wendepunkt September 2008: Lehman

- Jeder macht alles, was geht, liquide; zu jedem Preis
- Alle Asset-Klassen fallen im Preis
- Risikodiversifizierung misslingt auf ganzer Front
- Wer nicht in Kasse ist, ist arm!



# Agenda

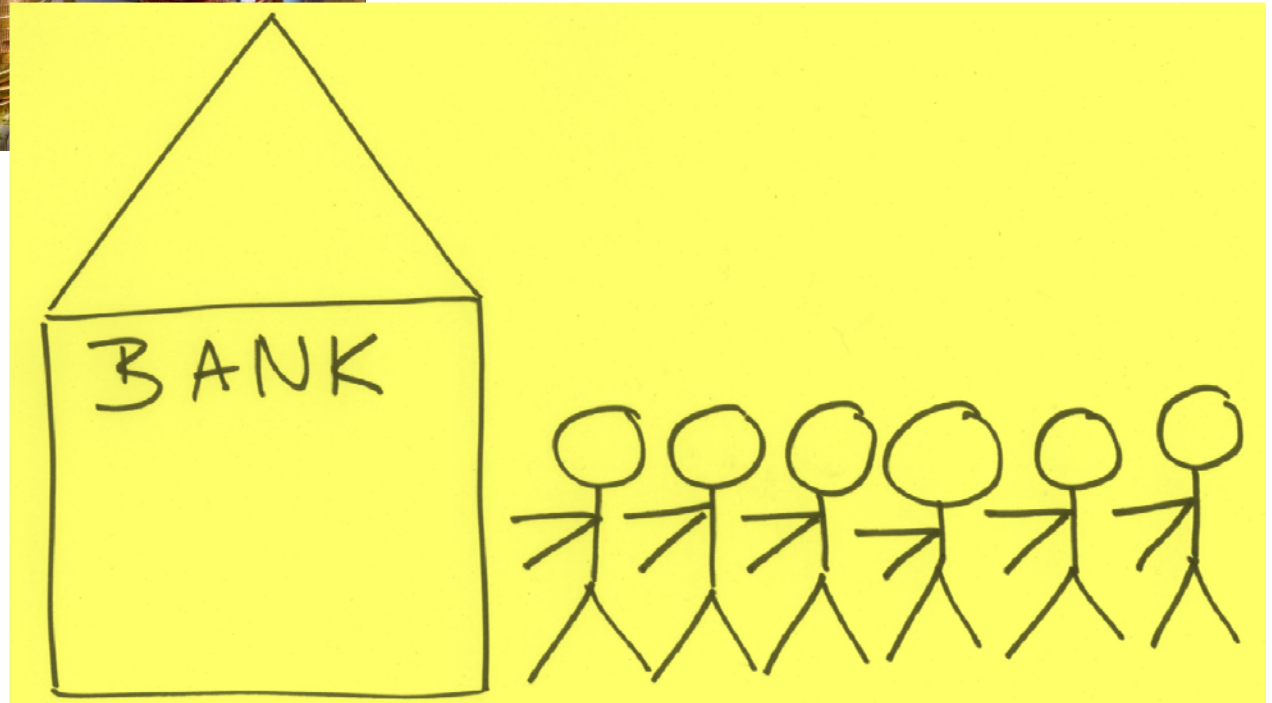
- Historie – große Bewegungen weltweit in den letzten 20 Jahren
- Kumulation der Probleme – Wendepunkt Lehman
- Rettungsprogramme und die Reaktionen
- Status quo Wirtschaft weltweit
- Exit aus den Rettungsprogrammen und die zu erwartenden Reaktionen
- Wirtschaftsprognose weltweit



# Rettungsprogramme und die Reaktionen



Quelle: <http://www.piqs.de>, Knipsermann





## Was kann da helfen?

- Zentralbanken fluten mit Liquidität
  - Zinsen werden auf null Prozent gesenkt



Bildquelle: aboutpixel.de / Küstentag © Dennis Brandt

- Regierungen
  - geben Ersatz-Eigenkapital und Bürgschaften
  - verstaatlichen
  - und/oder machen keynesianische Programme



# Wer ist besonders wach bei der Krisenbekämpfung?

- Manche sind ignorant: Steinbrück: „Wir haben doch alles richtig gemacht!“
  - **Deutschland**
- Manche sind dogmatisch gegen staatliche Interventionen:
  - **Tschechien**
- Manche sind konstitutionell schlecht ausgestattet, um rasch und effektiv zu handeln:
  - Föderale Strukturen (**Belgien**)
  - Schwache Regierung (**Japan**)



# Wer ist besonders wach bei der Krisenbekämpfung?

- Manche sind konstitutionell gut ausgestattet, um rasch und effektiv zu handeln:
  - Präsidentialverfassung (**USA**)
  - Starke, nicht demokratische Regierung (**China**)
- Manche haben eine schlechte Ausgangsposition für korrektives Potential:
  - **Griechenland**
  - **Portugal**



# Beste Voraussetzungen für Effektivität keynesianischer Politik haben Länder

- ohne große Handelsverflechtungen
  - geringe leakages, d.h. wenig staatlich induzierte Nachfrage geht „fremd“
- ohne Demokratie und Bürgerrechte
- mit präsidentialer Verfassung
- ohne dogmatische Schranken

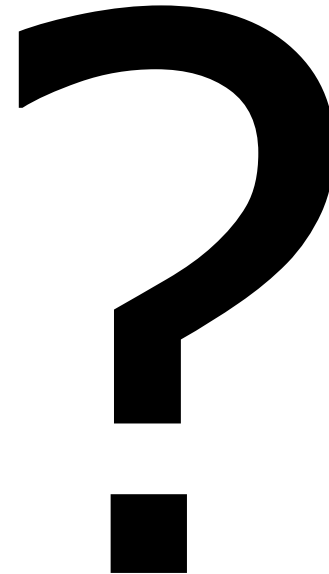


# Agenda

- Historie – große Bewegungen weltweit in den letzten 20 Jahren
- Kumulation der Probleme – Wendepunkt Lehman
- Rettungsprogramme und die Reaktionen
- **Status quo Wirtschaft weltweit**
- Exit aus den Rettungsprogrammen und die zu erwartenden Reaktionen
- Wirtschaftsprognose weltweit



# Status quo Wirtschaft weltweit



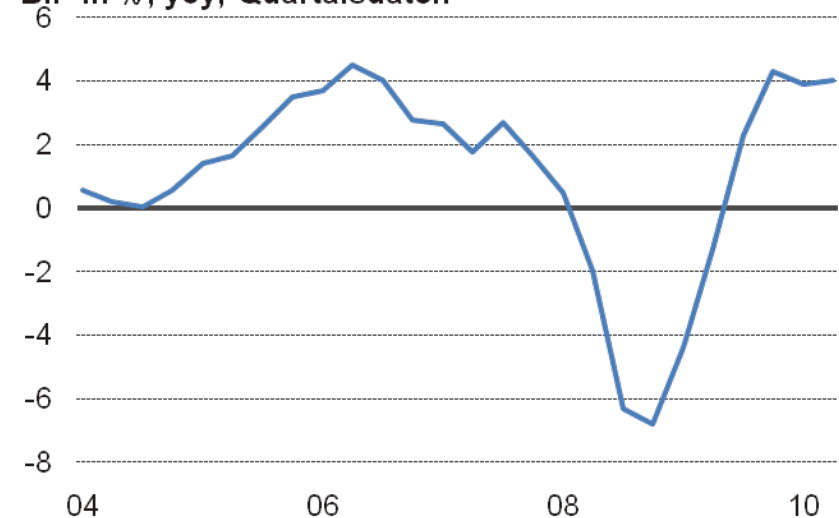
Bildquelle: pixelio.de, Rainer Sturm



# Nach Lehman-Zeit in Deutschland

- Viele Einflüsse, erschwerte Zurechnung, recht volatile Entwicklungen
  - Freier Fall im 4.Quartal 2008 und 1.Quartal 2009
  - Dann erste Stabilisierungstendenzen
  - Schließlich überraschend kräftige Besserung

**Wirtschaftswachstum in Deutschland**  
BIP in %, yoy, Quartalsdaten



Quelle: Statistisches Bundesamt, Wiesbaden

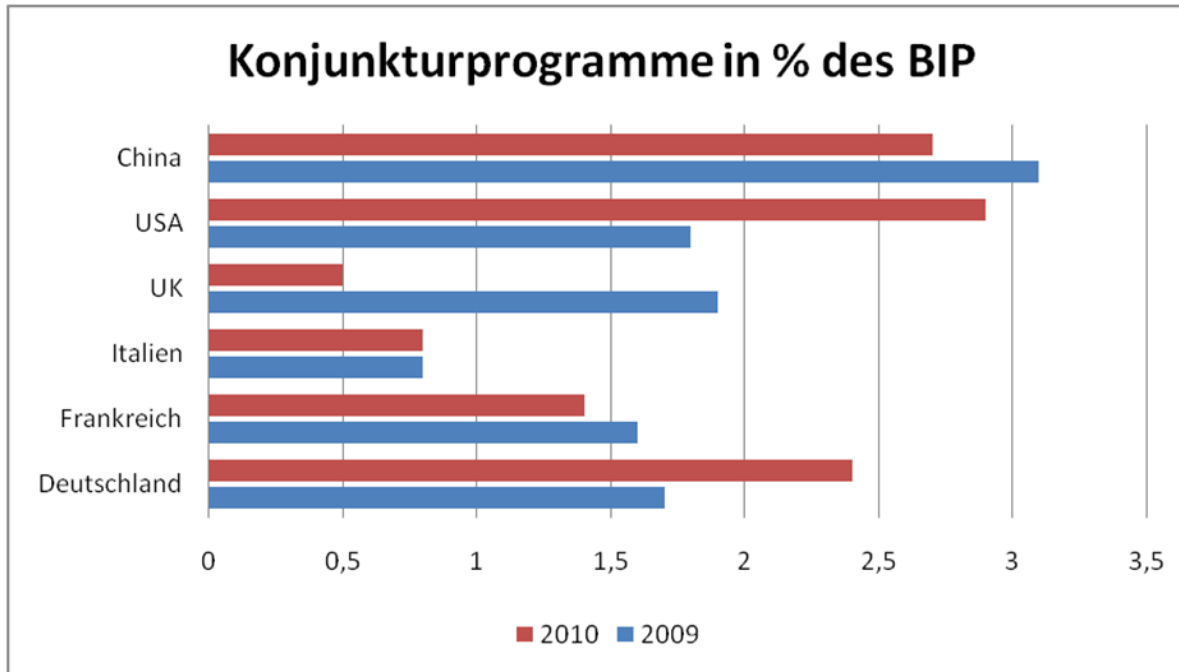


# Was überwindet die Krise in Deutschland?

- Geldpolitisches Fluten
- Effektive keynesianische Programme (z.T.)
  - Abwrackprämie
  - Ansonsten: Ausgabesteigerungen werden nur langsam umgesetzt
- Einkommensstabilisierung
  - Arbeitslosengeld (automatischer Stabilisator)
  - Kurzarbeitergeld (komfortable und länger anhaltende Hilfe, sehr wirkungsvoll)
- Einfluss durch Auslandsnachfrage
- Einfluss durch Wechselkurs (zeitweise schwacher Euro hilft)



## Ganz schön unterschiedlich



Quellen: Institut der Deutschen Wirtschaft, Köln und IMF, Fiscal Monitor November 2010

- Der gesamte Umfang der Europäischen Konjunkturprogramme (EU-27) betrug 2009 und 2010 ca. 200 Mrd. Euro.
- Inflationbereinigt ist das das Dreifache des Marshall-Plans.

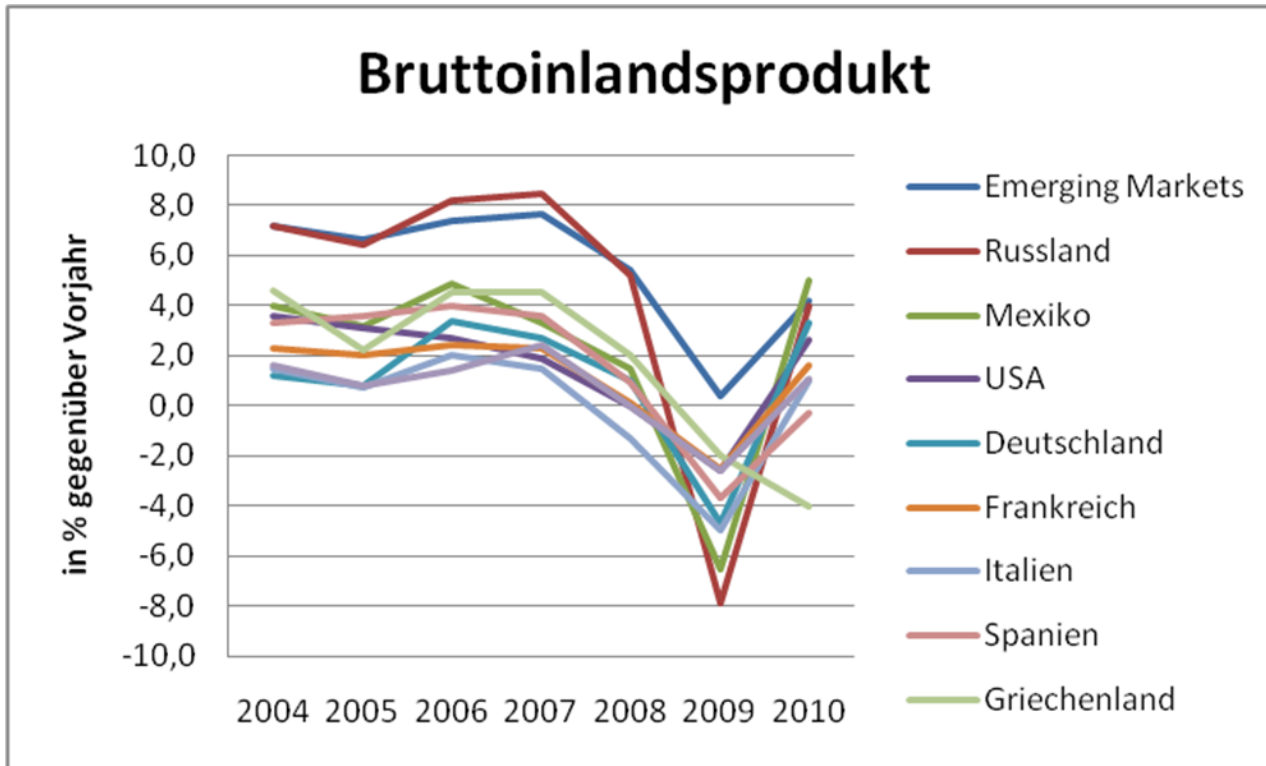


# Weltwirtschaft zwischen „back to normal“ und „back to zero“

- Viele Emerging Markets und einige Rohstoffländer fanden wieder Anschluss an Wachstum aus der Vorkrisenzeit
- USA ziemlich V-förmige Erholung, aber viele Zweifel, weil Arbeitsmarkt verhalten reagiert
- Deutschland und seine Nachbarn ziemlich V-förmige Erholung, deutlich über den Erwartungen und mit günstiger Arbeitsmarktentwicklung, Export und Inlandsnachfrage gleichermaßen kräftig aufwärtsgerichtet (vor allem Investitionstätigkeit)
- Europas (Euro- und Nicht-Euro-)Peripherie zeigte wegen Blasenimplosion und restriktiver Fiskalpolitik eine sehr schwache Entwicklung, dramatische Schwäche des Arbeitsmarktes



## Weltweites Wachstum – zumeist ein „V“



- Emerging Markets: Superstars
- Griechenland: Strukturprobleme dominieren

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2010

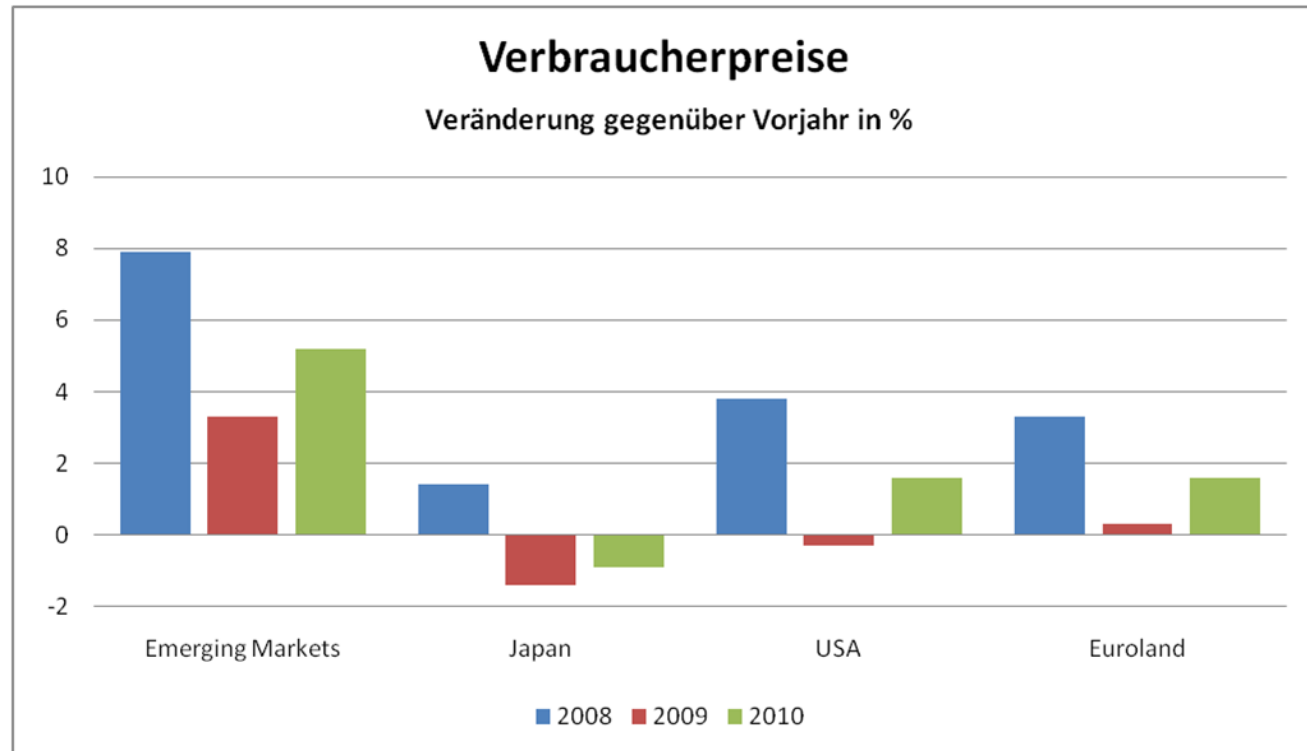


## Geldausweitung, Staatsschulden → führt das unausweichlich zu Inflation???

- Erwartete Effekte auf Rohstoffpreise: starkes Anziehen
- Überspringen auf allgemeine Preisentwicklung
- In den Emerging Markets kräftige Erhöhung der Produzenten- und Verbraucherpreisindices, vor allem gegen Jahresende 2010
- In der alten Welt kommt es zu einer sehr differenzierten Entwicklung
  - Fortgesetzte Deflation in Japan
  - Stark gedrückte Inflation in den USA
  - Am Jahresende höhere Raten in Europa (vor allem Produzentenpreise, aber auch Verbraucherpreise (über EZB Target))



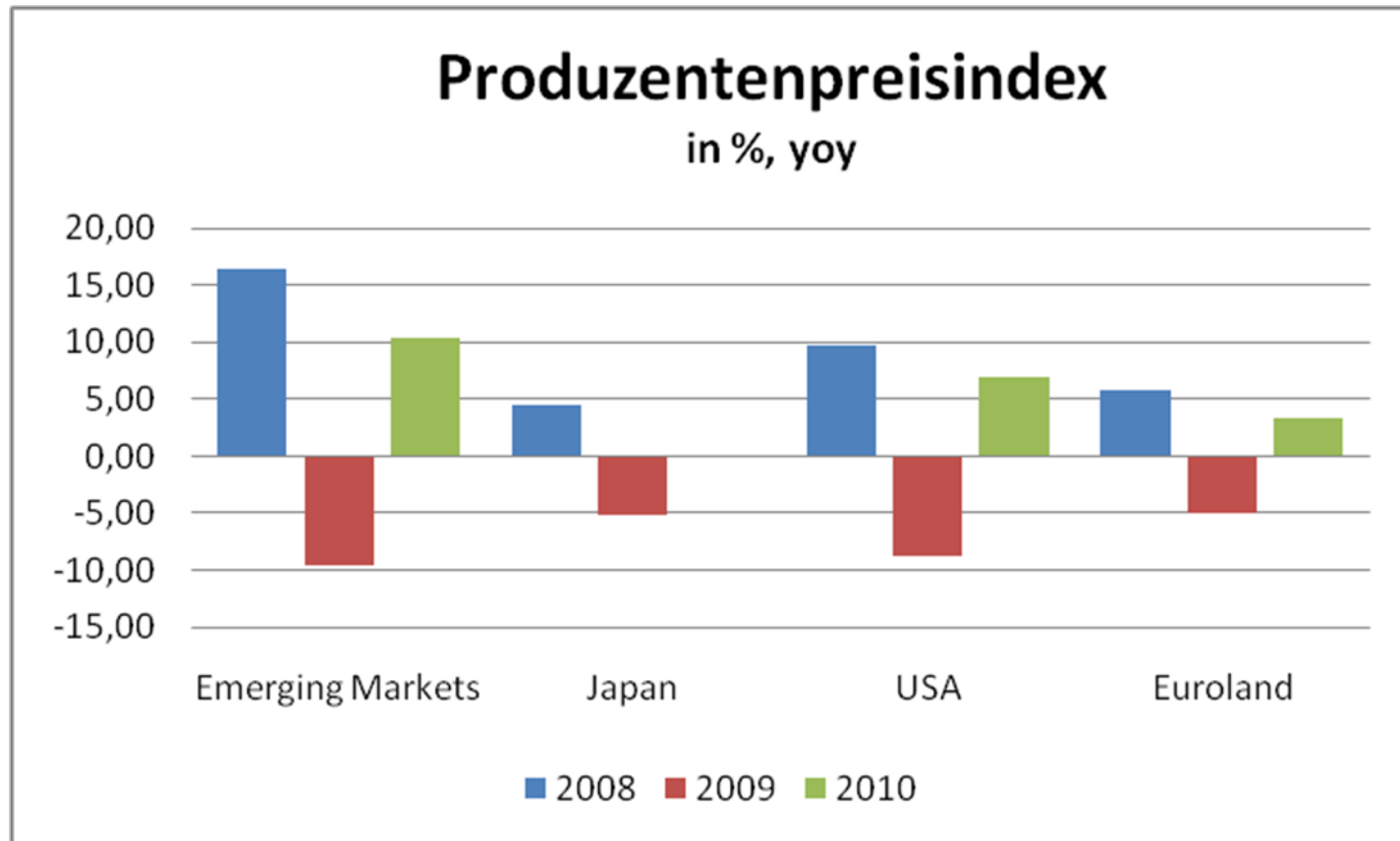
# Inflation ganz schön zyklisch



Quelle: DB Global Markets Research



# Anstieg in den Emerging Markets bereits wieder kräftig





# Rohstoffe richtig teuer

## Commodity Price Index Euroland



Quelle: HWWI



# Agenda

- Historie – große Bewegungen weltweit in den letzten 20 Jahren
- Kumulation der Probleme – Wendepunkt Lehman
- Rettungsprogramme und die Reaktionen
- Status quo Wirtschaft weltweit
- Exit aus den Rettungsprogrammen und die zu erwartenden Reaktionen
- Wirtschaftsprognose weltweit



## Retten wir uns zu Tode?

- Nein!
- Stimulierung geht natürlich zu Ende
- Geld geht aus
- Bereitschaft geht aus
- Bedarf wird geringer
- Internationale Einrichtungen mahnen Korrektur an (BIZ, IMF, EU-Kommission)
- Einige haben schon den Gegenkurs eingeschlagen
  - England (neue Regierung)
  - Italien (Tremonti auf den Stufen des Kapitols)
  - Deutschland (Schuldenbremse etabliert)
  - Die Problemländer (Irland, Griechenland, Ungarn)



## Expansionskurs der Geldpolitik vor Ende

- Bilanzsumme der FED und der EZB explodiert
- Monetäre Basis explodiert
- Kauf von Junk Assets
- Reale Zinsen negativ
- aber  $M_1$ -Wachstum dezeleriert
- Indikatoren für den Exit von expansiver Politik
  - Zinsstrukturkurve
  - Expertenumfrage zu Inflationserwartungen
  - Seit Jahreswechsel: Inflationssorgen nehmen zu
  - EZB zeigt Wachsamkeit in Inflationsbeurteilung, hat Sorge, dass Zweit-Rundeneffekte (Trittbrettfahrer, Lohnkostenexplosion) ausgelöst werden



# Währungskrieg: Das neue Problem

- International derzeit kein kooperatives Umfeld
- Wechselkurse sind in vielen Ländern gemanagt, teilweise massiv durch staatliche Maßnahmen bestimmt. Aufhäufung von riesigen Devisenreserven in:
  - Asien
  - Arabien
  - Russland
- Kritik an der chinesischen Regierung wegen Begrenzung der Yuan-Aufwertung
- Weniger Kritik an Japan, Schweiz, Brasilien



## Währungskrieg: Das neue Problem

- Wenn die USA abwerten wollen und Asien und Arabien nicht mitspielen, wird sich der Wechselkurseffekt auf den Euro konzentrieren.
- Entwicklung im dritten Quartal 2010 Reflex einer solchen Dynamik (Euro-Aufwertung ca. 10%, Yuan-Aufwertung 2% gegenüber US-Dollar)
- Spekulation gegen den Euro während der Griechenlandkrise war dagegen ein Kinderspiel (und hatte das andere Vorzeichen)!



## Handelskrieg? (1)

- Steht ein Handelskrieg ins Haus, der uns im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise erspart blieb?
- Der US-Kongress droht bereits gesetzgeberische Maßnahmen gegen China an, falls diese eine stärkere Aufwertung des Yuan weiter verweigern.
- Obamas Führungsschwäche – lame duck?
  - Konsequenz der Verschiebung der Mehrheiten im Kongress durch die midterm elections
- In Europa machen sich in Ländern mit schwacher Wirtschaftstätigkeit protektionistische Tendenzen breit



## Handelskrieg? (2)

- Sarkozy will seine Rolle bei den G20 dazu nutzen, eine kooperative Antwort auf diese Herausforderung zu finden.
- Andere wiederum wollen den IWF als internationale Polizei zur Einflussnahme auf nationale Wirtschaftspolitik ausbauen. (intern. Planwirtschaft)
- Wird Deutschland – und nicht nur China – bald am Pranger stehen für „beggar-thy-neighbor-policy“?
- glückliche Fügung, dass die deutsche Inlandsnachfrage – Konsum und Investitionen - in weit besserer Verfassung ist als bei den wirtschaftspolitischen Ratgebern über dem Kanal oder über dem Atlantik!
- Carpe diem!

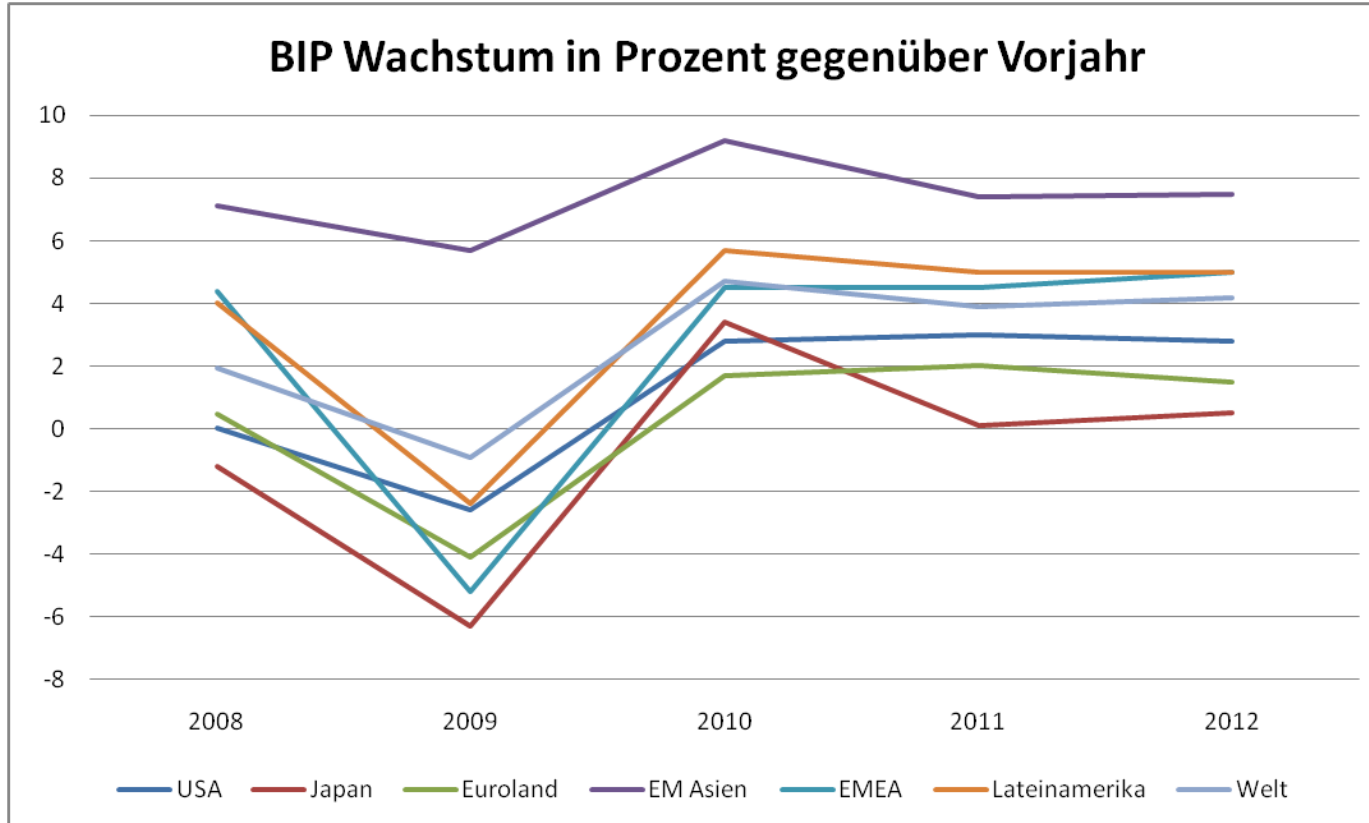


# Agenda

- Historie – große Bewegungen weltweit in den letzten 20 Jahren
- Kumulation der Probleme – Wendepunkt Lehman
- Rettungsprogramme und die Reaktionen
- Status quo Wirtschaft weltweit
- Exit aus den Rettungsprogrammen und die zu erwartenden Reaktionen
- **Wirtschaftsprognose weltweit**



# Wirtschaftsprognose weltweit



- Emerging Markets: bleiben intakt
- USA: schwächer als gedacht
- Euroland: mixed bag
- Japan: Sorgenkind



# Wachstumsprognosen für 2011

- Im Durchschnitt geht es immer noch aufwärts – mit den Revisionen!
- Z.T. freilich niedrigere Raten als im Aufholjahr 2010
- Fast überall Aufschwung – BIP-Wachstum höher als Potentialraten
- Kapazitätsauslastung steigt
- Arbeitslosigkeit sinkt
- Kostendruck baut sich auf
- Finanzpolitik: Stimulierung läuft aus
  - Ausnahme USA, Steuerpolitik, Einfluss der Tea-Party
  - Deutschland, Steuerentlastung nicht der Rede wert



## 2012: Risiken unübersehbar

- Politische Krisen (Nordafrika, Arabien)
- Rohstoffe werden sehr teuer
- Politische Führung: Mangelware
- Finanzmärkte nicht mit nachhaltigen Strukturen  
(Bankenkrise kommt zurück)



# Wachstumsprognose G8

	2011	2012
Deutschland	2,5	1,4
Frankreich	1,5	1,6
Italien	0,9	1,2
Japan	0,1	0,5
England	1,2	1,2
USA	3,0	2,5
Kanada	2,6	2,5
Russland	5,0	5,3

Quelle: eigene Schätzungen



# Wachstumsprognose Emerging Markets

	2011	2012
Emerging Markets	6,6	6,6
Russland	5	5,3
China	9,5	9,0
Indien	8,2	8,5
Brasilien	5,0	4,6
Mexiko	3,4	3,5

Quelle: World Outlook, DB Global Markets Research, eigene Schätzungen



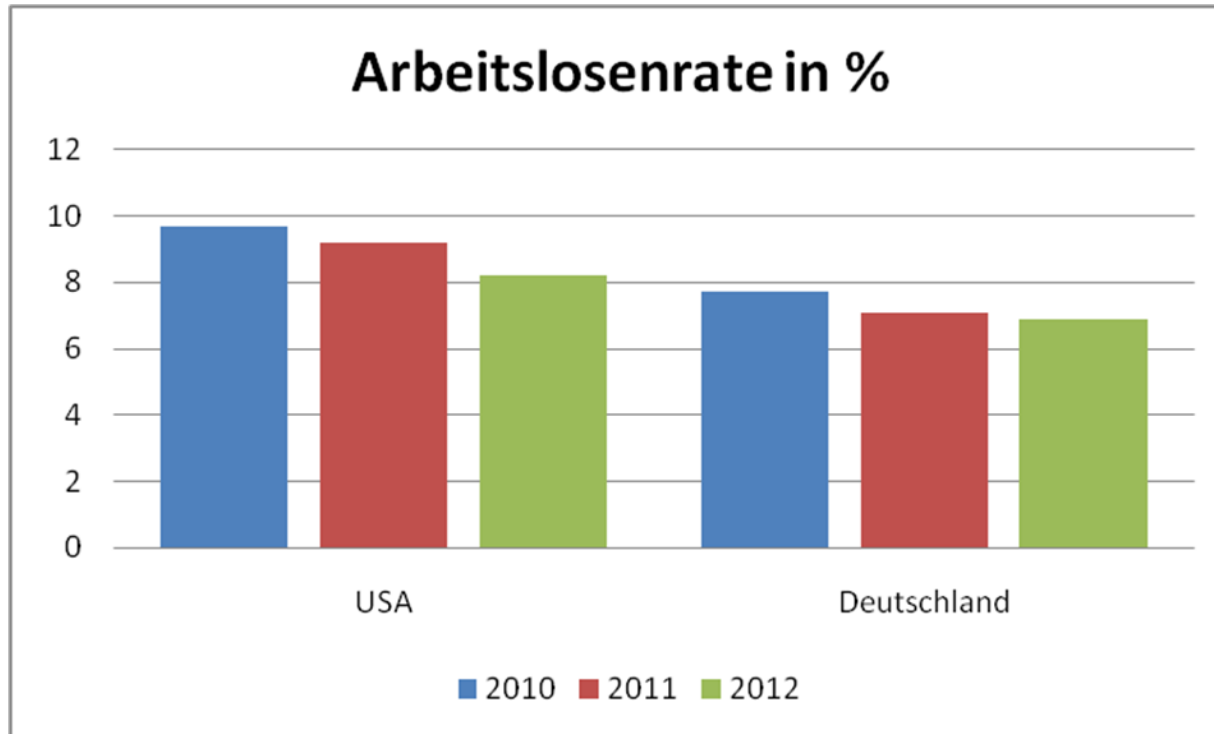
# Inflationsprognose: Große Unterschiede

	2011	2012
Emerging Markets	5,4	5,0
Japan	-0,9	-0,6
USA	2,0	2,2
Euroland	2	1,8

Quelle: World Outlook, DB Global Markets Research, eigene Schätzungen



# Arbeitsmarktprognose für USA und Deutschland



Quelle: World Outlook, DB Global Markets Research, eigene Schätzungen



# Prognose der Leistungsbilanzsalden

in % des BIP

	2010	2011	2012
Griechenland	-8,0	-7,8	-6,5
Spanien	-5,0	-4,5	-3,6
USA	-3,7	-4,1	-4,3
Italien	-3,2	-2,8	-2,4
Indien	-2,9	-3,0	-3,0
Brasilien	-2,4	-3,0	-3,7
England	-2,4	-2,0	-1,7
Frankreich	-1,9	-2,2	-2,6
Mexiko	-0,7	-1,1	-1,3
Chile	-0,2	-1,3	-0,8
Indonesien	1,0	1,1	1,0
Japan	3,7	4,8	5,5
China	4,8	4,1	3,6
Russland	5,2	3,7	2,1
Deutschland	5,4	4,8	4,1

Quelle: World Outlook, DB Global Markets Research