

Treasury

Focus



Finanzmarktausblick 2014:

- **Rückblick 2013: Konjunktur enttäuschend**
- **Strukturelle Erfolge in der Eurozone ausgeprägt!**
- **USA Haushaltsstreit 2014 kein Risiko**
- **USA: Fed „Tapering“ eine leichte Hypothek**
- **China: Überschaubare Probleme, keine Krise!**
- **Nahost: Überraschende Entspannung bei den Hotspots Syrien und Iran**
- **Risiko Zinsanstieg am Kapitalmarkt**
- **Respekt vor „Schwarzen Schwänen“**
- **Risiken 2014 überschaubarer als 2013**
- **Wachstum 2014 höher als vom Mainstream erwartet**
- **Untersättigung im globalen Lager- und Investitionszyklus**
- **Spezifische Betrachtung: USA, China und Eurozone**
- **Deutschland 2014/15 stark – Risiken erkennbar!**
- **Prognosen**

Das Jahr 2013 neigt sich dem Ende zu. Hinsichtlich der Wachstumserwartungen hat das Jahr enttäuscht. Laut IWF stellt sich das Wachstum der Weltwirtschaft per 2013 auf 2,9% und Deutschlands auf nur 0,5%. Latent mussten die Prognosen des IWF, der OECD und auch unseres Hauses im Jahresverlauf nach unten angepasst werden.

Es waren nicht zyklische Ermüdungerscheinungen, die dafür Verantwortung trugen, sondern es handelte sich um eine Verkettung politischer Risiken, die das Wachstum seit 20 Monaten hemmten. Exakt diese Konstellation lieferte den Überraschungswert des Jahres 2013.

Die konjunkturellen Folgen der europäischen Defizitkrise zu Anfang des Jahres 2013 hinsichtlich des versetzten Reaktionsmusters zwischen Finanzmarkt (umgehend) und Realwirtschaft (Zeitversatz von circa 6 Monaten) auf die OMT-Ansage Draghis per September 2012, die Wahlen in Italien mit zunächst unklaren Verhältnissen, das unglückliche Zypernmanagement, der Versuch des Comebacks des „Cavaliere“, der nie einer war, und schlussendlich der US-Haushaltsstreit und das Thema „Tapering“ mit kurzfristig belastenden Folgen für Schwellenländer, Finanzmärkte und Realwirtschaft markierten die Krisenschwerpunkte politischer Natur per 2013.

Trotz dieser Probleme setzte sich die strukturelle Gesundung der Eurozone ganz im Gegensatz zu den USA und Japan (konjunkturelle Gesundung) weiter fort. Das gilt unter anderem für die strukturellen Haushaltsdaten.

Treasury

Focus

Tabelle 1: Haushalts- und Haushaltsstrukturdaten der Eurozone gegenüber USA und Japan

In % des BIP (Daten IWF 10/2013)	Haushalt		Haushalt bereinigt		konjunkturrell		Primärhaushalt		Primärhaushalt konjunkturrell bereinigt	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Eurozone	-3,1%	-2,5%	-1,6%	-1,2%			+0,0%	+0,2%	+1,1%	+1,4%
USA	-5,8%	-4,6%	-3,9%	-3,2%			-4,6%	-3,4%	-1,9%	-1,2%
Japan	-9,5%	-6,8%	-9,2%	-6,7%			-9,0%	-6,2%	-9,5%	-6,0%

Der Blick auf die europäischen Reformländer unterstreicht das von rückläufigen Defiziten geprägte positive Bild.

Tabelle 2: Haushalts- und Haushaltsstrukturdaten der Reformländer und Deutschlands

In % des BIP (Daten IWF 10/2013)	Haushalt		Haushalt bereinigt		konjunkturrell		Primärhaushalt		Primärhaushalt bereinigt	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Griechenland	-4,1%	-3,3%	+0,6%	+1,1%			+0,0%	+1,4%	+4,2%	+5,4%
Italien	-3,2%	-2,1%	-0,7%	+0,1%			+2,0%	+3,1%	+4,3%	+5,0%
Spanien	-6,7%	-5,8%	-4,6%	-4,1%			-3,7%	-2,6%	-1,8%	-1,0%
Portugal	-5,5%	-4,0%	-3,3%	-2,2%			-1,4%	+0,1%	+0,6%	+1,7%
Frankreich	-4,0%	-3,5%	-2,8%	-2,3%			-2,0%	-1,5%	-0,8%	-0,3%
Deutschland	-0,4%	-0,1%	-0,1%	+0,0%			+1,7%	+1,8%	+2,0%	+2,0%

Die 2007- 2008 deutlich zu Tage tretende offene Flanke der Eurozone lag in der **Divergenz zwischen Nord – und Südeuropa**. Die Defizitsituation in der Waren- und Dienstleistungsbilanz war ausgeprägt. Die Heilung dieser Divergenz ist nachhaltig, da sie in wesentlichen Teilen von Exportwachstum getrieben ist. Dieses Exportwachstum ist Ausdruck wieder gewonnener Konkurrenzfähigkeit an den internationalen Märkten.

Tabelle 1: Waren- und Dienstleistungsbilanz

In Mrd. EUR (Eurostat)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Griechen- land	-31,5	-33,8	-26,5	-20,6	-16,9	-9,8	-4,1	-1,0
Portugal	-13,5	-17,3	-12,5	-13,3	-7,4	-1,0	+3,2	+5,6
Spanien	-70,8	-63,3	-19,7	-22,6	-11,0	+7,7	+28,2	+41,5
Italien	-3,9	-13,1	-8,0	-30,3	-22,1	-0,2	+40,1	+44,0
Frankreich	-29,2	-40,7	-34,4	-43,8	-59,3	-45,0	-34,8	-30,9
Irland	+17,1	+16,3	+26,0	+29,5	+35,2	+39,7	+40,5	+43,0

Treasury

Focus



Tabelle 2: Exporte

In Mrd. EUR (Eurostat)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Griechen- land	53,1	56,3	44,5	49,4	52,2	52,3	53,0	55,2 (+24%)
Portugal	54,5	55,8	47,2	54,1	61,1	63,9	67,2	71,2 (+50%)
Spanien	283,3	288,2	250,6	286,1	322,7	336,0	347,4	367,9 (+46%)
Italien	448,4	448,2	360,9	412,5	455,6	473,5	474,1	493,9 (+36%)
Frankreich	506,7	521,0	440,7	494,5	538,3	557,6	566,7	597,4 (35%)
Irland	152,4	150,2	146,4	157,8	167,0	176,7	179,5	186,1 (+27%)

Aus dieser Konstellation ergab sich eine merkliche Reduktion des **Target 2 – Saldos** der Deutschen Bundesbank, dessen Zunahme bis August 2012 massive Reflektion in den Medien erfuhr, dessen Rückgang von 751 Mrd. auf 544 Mrd. Euro jedoch nur wenig mediales Echo fand.

Tabelle 3: Entwicklung der Target 2 –Salden seit August 2012 (Daten und Quelle Deutsche Bundesbank)

Zeit	Wert	Wertestatus	Relative Differenz zur Vorperiode in %
2013-11	544.488,114		-3,0
2013-10	561.496,988		-1,6
2013-09	570.368,081		-0,6
2013-08	573.628,266		-0,5
2013-07	576.469,044		0,2
2013-06	575.476,606		-2,3
2013-05	589.188,969		-3,1
2013-04	607.885,707		3,3
2013-03	588.722,245		-3,9
2013-02	612.572,174		-0,7
2013-01	616.937,240		-5,9
2012-12	655.669,744		-8,3
2012-11	715.123,893		-0,6
2012-10	719.351,983		3,4
2012-09	695.458,427		-7,5
2012-08	751.449,176		3,3

Treasury

Focus



Hinsichtlich der makroökonomischen Entwicklung per 2014 stellt sich die Frage, welche potentiellen Risiken politischer und ökonomischer Natur den Konjunkturverlauf belasten können?

Die **Defizitkrise der Eurozone** ist tendenziell rückläufig, sie ist aber nicht abgeschlossen. Die Strukturdaten sind grundsätzlich erquicklich und zu wesentlichen Teilen Ausdruck der umgesetzten Reformen.

Irland verlässt den Rettungsschirm. Spanien und Portugal werden ob ihrer Reformpolitik gelobt. Griechenland setzt auch 2014 die Sparpolitik fort, wenn auch nicht zu 100% nach dem Wunschkonzert der Troika. Italien steht vor einer innenpolitischen Erneuerung unter dem Demokraten Renzi, dessen Reformagenda in die richtige Richtung weist.

Frankreich fehlt in dieser Aufreihung. Frankreich wird 2014 im Fokus der Kritik bleiben. Weitere Reformen am Arbeitsmarkt (Flexibilität) und in der Administration (Effizienz) sind unverzichtbar. Die bisher erfolgten Reformmaßnahmen sind hinsichtlich des Anforderungskatalogs halbherzig. Zur Belebung der französischen Wirtschaft sind große und mutigere Schritte erforderlich. Die erfolgten Haushaltsmaßnahmen mit einer Reduktion des strukturellen Haushaltsdefizits um 2,5% des BIP 2012/2013 sind dagegen beachtlich. EZB-Präsident Draghi ermahnte die Verantwortlichen Frankreichs im Dezember, sich den Realitäten nicht länger zu verweigern.

Es wird keine kritische Zuspritzung der Krise durch die Lage Frankreichs erfolgen. Frankreichs Substanz ist trotz der Erosion noch intakt. Frankreich wird jedoch mangels ausreichender Reformpolitik am Arbeitsmarkt und in der Administration der globalen Konjunkturbelebung hinterherhinken. Das wird die Gesamtperformance der Eurozone schmälern.

Ergo steht insgesamt das Thema einer abnehmenden Krise der Eurozone im Vordergrund. Reformbedarf ist jedoch übergreifend weiter gegeben. Das gilt für die Themen der Effizienz der Arbeitsmärkte als auch der Effizienz der öffentlichen Verwaltungen in den Problemländern. Die aktuell starken Länder der Eurozone sollten sich bewusst sein, dass politische Fehler immer in guten Zeiten gemacht werden.

Die Auseinandersetzungen um den **US-Haushalt** haben den Finanzmarkt zu Beginn des Jahres 2013 in der Diskussion um das „Fiscal Cliff“ als auch im Herbst bei der Frage des US-Schuldenlimits und der Verabschiedung des US-Haushalts intensiv beschäftigt. Wir haben in dieser Thematik in unseren Reports bewusst von „Finanzhollywood“ gesprochen. Schlussendlich kam es jeweils zum „Happyend“. Die Auseinandersetzung im Herbst war schärfer als zu Beginn des Jahres. Sie hatte Charaktermerkmale des US-Klassikers „12 Uhr mittags“ mit Gary Coopers „Showdown“. Leichte Blutverluste und Blessuren standen vor dem „Happyend“.

Bei allem Dissens zwischen Demokraten und Republikanern gibt es einen Konsens, die Aufrechterhaltung des US-Hegemonialstatus. Im Hintergrund agiert China mit Devisenswapabkommen mit der Eurozone, dem UK und wichtigen Schwellenländern, um jederzeit in der Lage zu sein, Handel unter Ausschluss des USD abzuwickeln. Den Eliten der USA ist diese Bedrohung des USD-Status voll bewusst. Entsprechend lieferten beide Lager im Dezember 2013 einen Haushaltskompromiss für die kommenden zwei Jahre. Dieser Kompromiss deutet auch auf eine deutliche Erhöhung des US-Schuldenlimits hin. Hier muss bis zum 7. Februar kommenden Jahres geliefert werden.

Der Haushaltskompromiss ist nicht geprägt von nennenswerten strukturellen Anpassungen. Ergo mangelt es weiter an nachhaltiger struktureller Haushaltspolitik.

Entscheidender Fakt ist, dass mit dem gefundenen Kompromiss mit höchster Wahrscheinlichkeit keine politischen Belastungen für die Weltkonjunkturlage 2014 auf der Agenda stehen werden..

Das Thema „**Tapering**“, des sukzessiven Abbaus des Aufbaus der Überschussliquidität, seitens der Federal Reserve wird die Märkte auch 2014 beschäftigen.

Bisher hatte der Finanzmarkt sensibel auf einen geringeren Aufbau der Überschussliquidität und eines möglichen Endes dieser Politik reagiert. Fakt ist, dass nicht von Abbau der Überschussliquidität gesprochen wird. Fakt ist, dass

Treasury

Focus



der Abbau des Aufbaus an den Umstand gebunden ist, dass die US-Wirtschaft deutlich besser läuft. Diese Konditionierung entspricht einer Vollkaskoversicherung.

Im Fall beschleunigten US-Wachstums nähme die Nutzung des Produktionsfaktors Kapital intensivere Formen im Rahmen erhöhter Umlaufgeschwindigkeit und Giralgeldschöpfung an. Theoretisch müsste dann Liquidität aus stabilitätspolitischen Gründen verringert werden! Dieser Politikansatz ist nicht ansatzweise auf der Agenda. Hinsichtlich der Tatsache, dass Japan bis Frühjahr 2015 monatlich circa 60 Mrd. USD Zusatzliquidität schöpft, war, ist und wäre jedwede Debatte über zu geringe Liquidität für Ökonomie als auch Finanzmärkte ambitioniert.

Kurzfristige Belastungen an den Finanzmärkten ohne starke Auswirkungen auf die Realwirtschaft sind mangels ernsthafter Analyse am Finanzmarkt nach den Erfahrungen per 2013 nicht auszuschließen. Sie sind bedauernswerter Weise sogar wahrscheinlich.

Per 2013 wurden von dem Finanzmarkt mehrmals **Probleme Chinas** lautstark und oberflächlich thematisiert. Dabei ging es um das Schattenbankensystem, die Entwicklung der Immobilienmärkte oder auch die Neuausrichtung der Gesamtwirtschaft.

Wir sind per 2014 zuversichtlich, dass uns zwar weiterhin überschaubare chinesische Probleme begleiten werden, aber dass die Politik, wie in den Jahren zuvor, die Prozesse souverän kontrollieren wird. Kein Land hat so unfallfrei den Wandel vom Entwicklungsland zu einem neu industrialisierten Land umgesetzt wie China. Mehr noch liefert das enorme Aufkommen an Devisenreserven von mehr als 3.650 Mrd. USD und einer Sparquote jenseits der Marke von 40% der Arbeitseinkommen bei einer Konsumverschuldung nahe 0% keine entscheidende Angriffsfläche.

Entsprechend sind hier überschaubare Risiken gegeben, die sich global nicht nachhaltig belastend auswirken sollten.

Der Blick in den **Nahen Osten** ist im Vergleich zu den Vorjahren hinsichtlich geostrategischer Risiken deutlich überschaubarer und nahezu erfrischend.

Sowohl bezüglich des Iran als auch Syriens behält die Diplomatie aktuell die Oberhand mit Lösungsmöglichkeiten, die vor sechs Monaten noch unvorstellbar waren.

Risiken für diesen Befriedungsprozess sind gegeben, da es sich um eine geopolitisch sensitive Region handelt und nicht jeder „Player“ so friedliebend ist, wie er vorzugeben scheint.

Ergo bleiben im Nahen Osten Risiken gegeben.

Ein weiteres **Risiko ergibt sich am Kapitalmarkt**. Bereits 2013 hat es eine abrupte Niveauverschiebung des langfristigen Zinsniveaus im Rahmen der Debatte über das „Tapering“ gegeben. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (ebenso Rendite der US-Treasuries von 1,60% auf knapp 3,00%) legte fulminant vom Tiefpunkt bei 1,20% auf in der Spitzte circa 2,00% zu. Seit dieser Spitzte ergibt sich eine Korrektur/Seitwärtsbewegung auf dem erhöhten Niveau (aktuell 1,85%). Bei besserer Konjunkturlage ergeben sich im Zeitverlauf veränderte Inflationserwartungen. Das hat Einfluss auf Investitionsströme.

Abrupte starke und vor allen Dingen unkontrollierte Renditeanstiege, die dauerhaft ausfallen, sind im jetzigen Umfeld, das insbesondere in der US-Wirtschaft (Immobilienmarkt, Konsum) von nicht selbsttragenden Elementen gekennzeichnet ist, ein ernst zu nehmendes Risiko für den weiteren globalen Konjunkturverlauf. Dieses Risiko ist den Verantwortlichen auf G-7/G-10 Ebene bekannt. Ergo wird der Finanzmarkt aller Voraussicht nach mit sensiblem Management (Repression) bezüglich des Renditeniveaus begleitet. Restrisiken bleiben dennoch gegeben.

Fazit:

Das erkennbare Risikocluster ist für die globale Wirtschaftslage per 2014 deutlich entspannter als per 2013. Daraus fahrlässige Euphorie abzuleiten, ist nicht Ziel führend. Die Erfahrungswerte der jüngeren Vergangenheit lehren Demut. Schwarze Schwäne sind nicht prognostizierbar.

Treasury

Focus



Fundamental begründete Zuversicht, aber nicht Euphorie ist angemessen!

Auf Basis dieser Zuversicht steht 2014 ein **globales Wachstumsbild** im Raum, das von zwei Aspekten geprägt wird. Einerseits liefert der Normalverlauf das ökonomische Grundrauschen in der Größenordnung von 3,0% - 3,5% globalen Wachstums, andererseits gibt es nach 20 Monaten, die von unterschiedlichen politischen Risiken geprägt waren und hemmenden Einfluss auf die Weltwirtschaft ausübten, Aufholeffekte sowohl im globalen Lager- als auch Investitionsgüterzyklus. Dieser Aufholeffekt lässt sich per 2014 auf 0,5% - 0,75% möglichen Wachstums in der Weltwirtschaft beziffern.

Der durch politische Risiken hervorgerufene hemmende Einfluss auf die Weltwirtschaft hat zu einer **Untersättigung im globalen Lager- und Investitionsgüterzyklus** geführt. Analogien zu der Phase 2008/2009 sind angemessen. Die Amplitude der Untersättigung, die 2012/2013 vorliegt, ist weniger stark ausgeprägt als 2008/2009. Sie ist beachtlich und es gilt, sie abzuarbeiten.

Diesbezüglich steht nach unseren Berechnungen in der Weltwirtschaft ein Wachstum per 2014 von 4,00% an. Im „Best Case“-Szenario, das vollkommene politische Unfallfreiheit unterstellt, ergeben sich Werte, die 0,25% höher ausfallen können. Das „Worst-Case“ Szenario ist bei 3,75% angesiedelt.

Die drei wichtigsten Wirtschaftsräume verdienen eine individuelle Betrachtung:

Die **Vereinigten Staaten** haben anders als die Eurozone strukturelle Anpassungen (Haushalt, Handelsbilanz) weitestgehend vermieden, um die Wirtschaftslage stabil zu halten und damit keine Schwächesignale bezüglich des Hegemonialstatus aus konjunktureller Sichtweise zu generieren. Dieser Ansatz wurde gekoppelt mit einer stark interventionistisch geprägten Niedrigzinspolitik der Federal Reserve. Diese Politik der finanziellen Repression durch die Zentralbank eröffnet die Möglichkeit, hohe Verschuldung durch Niedrigzinsen finanziert zu halten. Mittelfristig wird damit das Ziel verfolgt, dass in der Zukunft wahrscheinlich höhere Inflation zur Tilgung der niedrig verzinsten Staatsschuld beträgt. Dieser Ansatz war bereits nach dem 2. Weltkrieg in den USA erfolgreich. Gleichzeitig wurde strukturelle Angebotspolitik im Rahmen einer im Westen einmalig attraktiven Energiepreispolitik betrieben, mit dem Ziel die Reindustrialisierung der USA voran zu treiben, hochwertige Beschäftigung zu generieren und langfristig die Einkommensbasis der öffentlichen Hand und der privaten Haushalte zu stärken. Die Folgekosten dieser Angebotspolitik (Fracking, Shale Gas) lassen wir hier bewusst außer Acht.

Fakt ist, dass hinsichtlich der Allokation der Produktionsstätten und Investitionen die Lohnarbitrage an Boden verliert, da das billige Überangebot aus den Schwellenländern erschlossen ist. Der Kampf um Kostenvorteile verschiebt sich damit. Die USA haben sich mit der Energiepolitik ein Feld geschaffen, dass zumindest auf absehbare Zeit große Investitionsvorteile für die energieintensiven Branchen bietet. Das gilt vor allen Dingen auch bezüglich der Wettbewerbsposition gegenüber Deutschland (Metall, Chemie), das die energieintensivste Wirtschaftsstruktur im Westen vorweist.

Dieser Maßnahmenmix hat bisher zu einer vergleichsweise starken Performance der Konjunktur im Vergleich zu der Eurozone geführt. Diesem quantitativen Vorteil mangelt es aber an Qualität.

Haushaltsdefizite in Höhe von circa 6% des BIP als auch Anleiheankäufe in einem Volumen von 6% summieren sich auf eine Gesamtintervention in Höhe von 12% des BIP, um lediglich 1,6% Wachstum (IWF) zu generieren. Die Eurozone wartet dagegen mit einem Haushaltsdefizit in Höhe von 3,1% ohne Staatsanleiheankäufe auf, um bei -

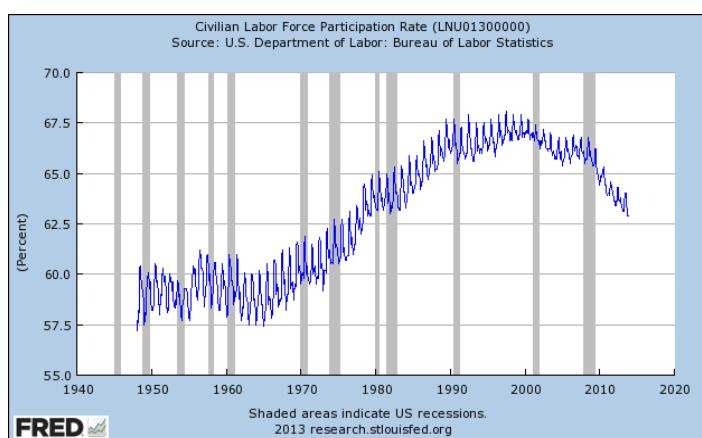
Treasury

Focus

0,4% Kontraktion der Wirtschaftsleistung bei mittelfristig durch Reformen erhöhtem Wachstumspotential auszulaufen. Was ist besser?

Diese qualitativen Nachteile der US-Konjunktur lassen sich am US-Arbeitsmarkt festmachen. In der Krise ging hochwertige Beschäftigung verloren. Der künstlich induzierte Aufschwung generiert vor allen Dingen Billigjobs. Mehr noch ist die Partizipationsrate am Arbeitsmarkt von circa 66% vor der Krise auf aktuell 62,9% gesunken. 7% Arbeitslosenquote 2007 sind quantitativ, aber nicht qualitativ vergleichbar mit 7% Arbeitslosenquote im Jahr 2013 oder 2014. Die Federal Reserve weiß das sehr genau ...

Chart 1: Partizipationsrate der US-Zivilbevölkerung am US-Arbeitsmarkt (Chart © St. Louis Federal Reserve)



Märkte haben sich primär auf quantitative Betrachtungen fokussiert. Das wird sich 2014 dank der Determinationsmacht der Zentren NY und London voraussichtlich nicht ändern.

Die Aufholeffekte im globalen Investitionsgüterzyklus werden 2014 in den USA verstärkt wirken. Auch der Lagerzyklus wird zum Wachstum beitragen. Das Niedrigzinsniveau wird beibehalten. Das Thema „Tapering“ wird sich voraussichtlich nicht nachhaltig belastend auswirken. Der Liquiditätsmantel auf globaler Ebene ist üppig. Der private Konsum bleibt in den USA ausgeprägt und wird Wachstumsimpulse liefern. Ebenso sollten leichte Heilungstendenzen in der Handelsbilanz zum Wachstum des BIP beitragen.

Vor diesem Hintergrund ist ein Wachstum in den USA in Höhe von mindestens 2,5% der Wirtschaftsleistung realistisch.

China hat in den letzten 30 Jahren eine bestechende Transformation vom Entwicklungsland zum Schwellenland und in weiten Teilen zum neu industrialisierten Land ohne nennenswerte Unfälle vollbracht. In den letzten 30 Jahren lag das durchschnittliche Wachstum des BIP bei circa 9%. Das ist historisch einmalig.

Die bei einer solchen Transformation anstehenden Probleme wurden bisher erfolgreich gemeistert. Die Planung der Schritte Chinas in der Anpassung sind grundsätzlich sehr langfristig angelegt. Damit unterscheiden sie sich massiv von der westlichen Art und Weise kurzfristigen Managements.

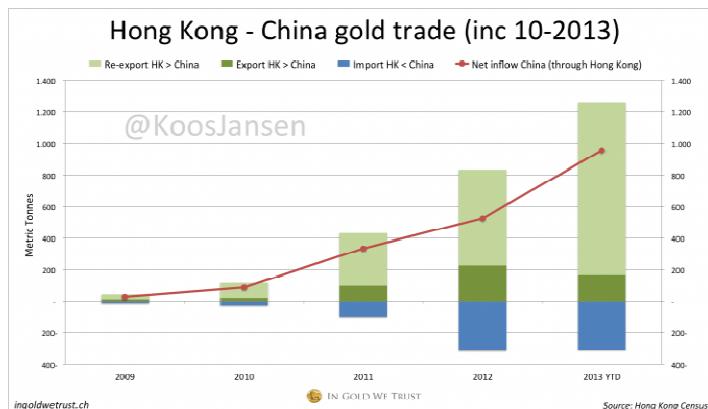
Der jetzt stattfindende Umbau setzt auf Teile der „Werkbank der Welt“, auf höhere Veredelungsstufen, auf größere Umweltverträglichkeit und auf mehr Binnenkonjunktur. Dieser Umbau kostet Wachstumsdynamik und schafft andererseits Nachhaltigkeit in der Struktur der Ökonomie.

Gleichzeitig schreitet die Öffnung der Märkte, insbesondere der chinesischen Finanzmärkte, voran. Der Yuan wird mit einer „stillen“, aber massiven Goldunterlegung auf eine bedeutende Rolle vorbereitet.

Treasury

Focus

Chart 2: Goldimporte Chinas nur über Hongkong



Wir sind per 2014 zuversichtlich, dass uns zwar weiterhin überschaubare chinesische Probleme begleiten werden, aber dass die Politik, wie in den Jahren zuvor, die Prozesse souverän kontrollieren wird.

China wird am Grundrauschen der globalen Wirtschaft einen erheblichen Anteil haben und auch von den Aufholereffekten im Lager- und Investitionsgüterzyklus profitieren. Daraus ergibt sich Wachstum in Höhe von mindestens 7,5% per 2014.

Die **Eurozone** ist der drittgrößte Wirtschaftsraum der Welt. Die Reformen und mehr noch die Krise (Investitionsentzug wegen Zerfallsrisiko) haben die Konjunkturlage der Eurozone seit 2011 erheblich in Mitleidenschaft gezogen. Das jetzt entfallene Risiko des Zerfalls der Eurozone eröffnet nachhaltige Investitionschancen in den Reformländern. Die Angebotspolitik, die durch gesunkene Lohnstückkosten als auch weitere Strukturmaßnahmen charakterisiert ist, liefert dafür die Steilvorlage:

Tabelle 4: Lohnstückkosten im Zeitverlauf von 2007 – 2013; R = Reformzeitraum

In % (Eurostat)	2007	2008	2009	2010 R	2011 R	2012 R (P)	2013 R (P) 2010/2013
Griechen- land	-0,7%	+0,3%	+3,8%	-1,3%	-2,9%	-5,5%	-4,9% -14,6%
Portugal	-1,6%	+1,9%	+2,2%	-2,1%	-1,1%	-2,8%	-1,3% -7,3%
Spanien	+0,8%	+3,2%	+1,3%	-1,8%	-1,0%	-2,9%	-0,9% -6,6%
Italien	-0,7%	+2,0%	+1,9%	-0,6%	+0,3%	+0,6%	+0,3% +0,6%
Irland	+3,2%	+10,0%	+1,3%	-5,3%	-4,6%	-0,6%	-0,6% -11,1%
Deutsch- land	-2,3%	+1,5%	+4,4%	-2,1%	-0,2%	+1,6%	-0,2% -0,9%

Treasury

Focus

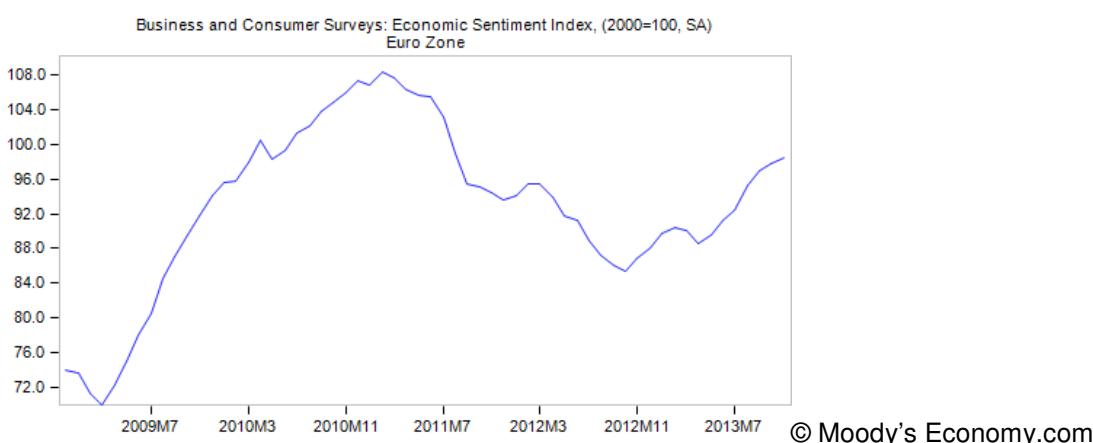
**BREMER
LANDES BANK**

Das primäre Problem der Eurozone liegt in der rückläufigen Kreditvergabe in den Reformländern, um die positiv veränderten makroökonomischen Grundlagen mit verdienter mikroökonomischer Aktivität zu bedienen.

Hintergrund der mehr als unzulänglichen Kreditvergabe sind einerseits die Bankenkrisen in den Reformländern, die aktuell abgearbeitet werden und mehr noch die aus dem Krisenmanagement erfolgten Regulierungen (**erhöhte Eigenkapitalunterlegungen bei prozyklischen Bilanzierungsregeln und einer antizyklischen Funktion des Bankensektors!**) und ein europäischer Stresstest, dessen Umfang und dessen Inhalte zu größten Teilen unbekannt sind. Die Niedrigzinspolitik der EZB als auch die üppige Liquiditätslage können diese strukturellen Rigiditäten bisher nicht aufwiegen. Ergo hängt der Konjunkturverlauf der Reformländer in starkem Maße an der internationalen Bereitschaft, die attraktiven Angebote aus den Reformländern mit Investitionen zu begleiten.

Die Entwicklung der Frühindikatoren der Eurozone sind mit Ausnahme Frankreichs ermutigend. Der von uns sehr geschätzte Economic Sentiment Indikator bewegt sich aktuell auf dem Niveau vom Sommer 2011 bei steigender Tendenz.

Chart 3: Economic Sentiment Index der Eurozone im Verlauf der letzten fünf Jahre



Diese Gemengelage eröffnet ein Wachstum per 2014 in Höhe von mindestens 1,5% des BIP.

Die Ausgangslage für **Deutschland** ist per 2014 positiv. Der Produktmix, den die deutsche Wirtschaft anbietet korrespondiert in nahezu perfekter Manier mit dem absehbaren Nachfragecluster aus der Binnen- und aus der Weltwirtschaft hinsichtlich des absehbaren Aufholprozesses der Untersättigung des Investitionsgüter- und Lagerzyklus.

Die sich daraus ergebenden positiven Beschäftigungsimpulse schaffen zusammen mit adäquaten Lohnerhöhungen, die von leichten realen Erhöhungen geprägt sein werden, ein Lohnsummenwachstum, dass dem Konsum weiterhin eine starke Wachstumsrolle gibt.

Die erwarteten Steigerungen der Exporte um 2% (BDI-Prognose) sollten dem Außenhandel als Einflussgröße des BIP mindestens eine neutrale Funktion verleihen. Nicht nur hinsichtlich der Aufholprozesse im Investitionsgütersektor

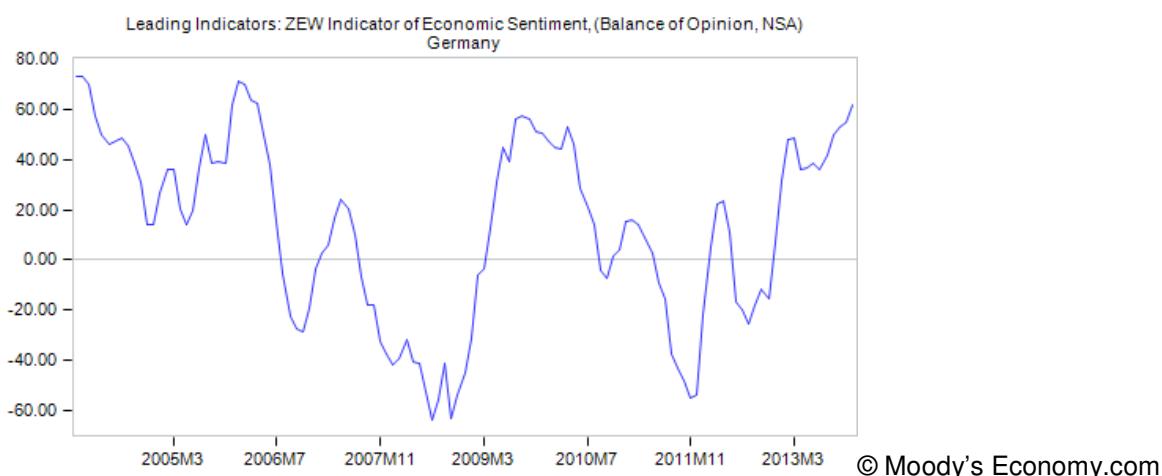
Treasury

Focus

sind hier positive Überraschungen denkbar, sondern auch aus dem Nachfragewachstum, das sich aus der Erholung der Eurozone ergibt.

Die Frühindikatoren implizieren in Breite und Tiefe eine starke Erholung der deutschen Wirtschaft. Das gilt für den IFO-Index, es gilt für das KfW-Mittelstandsbarometer und es gilt auch für den ZEW-Sentimentindex, der per Berichtsmonat Dezember noch einmal mit einem markanten Anstieg aufwartete und das höchste Niveau seit Mitte 2006 markierte.

Chart 4: ZEW-Sentimentindikator



Wir sehen Analogien zu dem starken Wachstum in der Phase 2010/2011, das ebenfalls von Aufholeffekten nach dem konjunkturellen Einbruch zuvor geprägt war. Die Amplitude der Anpassungen ist nicht so ausgeprägt wie 2008/2009. Sie ist dennoch beachtenswert. In der Folge liegt die Wachstumsprognose für Deutschland bei mindestens 2%.

Bei aller Freude über die zu erwartende konjunkturelle Entwicklung in Deutschland per 2014 und voraussichtlich in 2015 stellt sich dennoch Nüchternheit ein:

Deutschland hat seit 2004 keine nachhaltigen Reformen auf den Weg gebracht. Die aktuelle Reformtätigkeit in der Eurozone impliziert eine Verschiebung zu Lasten der Konkurrenzfähigkeit Deutschlands. So, wie die europäischen Reformländer in der aktuellen Krise „abgeschrieben“ waren und wurden, ging es Deutschland bis 2006. Die seinerzeit hochgehandelten Länder, ob Spanien oder Irland, waren die Verlierer in der Zukunft. Diese Einlassung darf als eine Mahnung an die Politik vor dem Hintergrund nachfolgender Punkte verstanden werden!

- Politische Fehler werden in konjunkturellen Expansionsphasen gemacht. Der aktuelle Koalitionsvertrag mit starken konsumtiven Elementen belegt die Tatsache, dass die Lernkurve aus den haushaltspolitischen Fehlern der letzten 40 Jahre, die für die kritischen Haushaltsslagen im Westen verantwortlich zeichnen, in Berlin unausgeprägt ist. Das Prinzip „Juliusturm“ wird weiter massiv ignoriert.
- Deutschland predigt in der Eurozone Wasser und trinkt mindestens Weinschorle. Diese Verhaltensweise untergräbt Glaubwürdigkeit.

Treasury

Focus



- Die emotionale Reagibilität der deutschen Politik auf exogene Schocks (u.a. Fukushima, welches andere Land hat abrupt Gesetze verändert? – Keins! – Unser Ausstieg stand doch ...) ist ein Risiko für nachhaltige Investitionstätigkeit, da die politische Verlässlichkeit bezüglich der Rahmenbedingungen nicht nur für Großprojekte leidet.
- Die abrupte Energiewende ist eine erhebliche Herausforderung für den Investitionsstandort Deutschland hinsichtlich der Unsicherheit über zukünftige Energiepreise, da Deutschland die energieintensivste Industriestruktur des Westens aufweist.
- Die Konkurrenzsituation insbesondere zu den USA, die alle Energieträger um mindestens 50% billiger als Deutschland anbieten, ist ausgeprägt und stellt eine massive Herausforderung für den Standort Deutschland dar. Derzeit gehen die energieintensiven Investitionen überwiegend in die USA.
- Die Grundlage des Hochlohnlands Deutschlands ist das hochpotente engmaschige Netz im Sektor der Produktion/Zulieferung mit den Vorteilen hoher Produktionseffizienz und Produktionssicherheit. Dieser Vorteil gegenüber anderen Wirtschaftsräumen ist einer der tragfähigen Bausteine des Hochlohnlands Deutschlands. Sollte sich mangels ausreichender Investitionen der industrielle Kapitalstock durch Abschreibungen verschlanken, wird das Modell Hochlohnland Deutschland von innen heraus erodiert. Die jüngsten Statistiken der OECD belegen, dass Deutschland gegenüber den Konkurrenzländern deutlich an Boden verliert.
- Welche Freunde hat Deutschland? – Ist politische Naivität weiter zulässig, wenn sich die Auseinandersetzung um Macht und Wohlstand auf Felder wie Finanzmärkte (Ausblick 2013) oder Informationsbeschaffung (NSA, Five Eyes) ausweiten? – Es ist Zeit, den Rücken gerade zu machen und eigene Interessen nicht zu missachten, um der kommenden Generation Zukunft zu ermöglichen.

Prognosen Wachstum:

Land/Region	Anteil an Weltwirtschaft	Wachstum 2013
USA	19,5%	2,5% - 3,0%
Kanada	1,8%	2,3% - 2,8%
Eurozone (darunter Deutschland)	13,5% 3,8%	1,5% - 2,0% 2,0% - 2,5%)
Japan	5,5%	1,5% - 2,0%
UK	2,8%	2,0% - 2,5%
Rest	7,3%	2,5% - 3,0%
China	14,7%	7,5% - 8,0%
Indien	5,7%	5,5% - 6,0%
Rest größeres Asien	4,6%	5,5% - 6,0%
Russland	3,0%	2,5% - 3,0%
Brasilien	2,8%	4,0% - 4,5%
Rest	18,8%	4,5% - 5,0%
<u>Globales Wachstum per 2014:</u>		4,00%
3,75% - Negativszenario		
4,25% - Optimalszenario		

Treasury

Focus

Marktausblick
18.12.2013



Devisenmarkt:

Bandbreiteprognosen EUR vs. Hauptwährungen, im Jahresverlauf steigend

Parität	Tiefstkurse			Höchstkurse		
EUR-USD	1,30	-	1,32	1,40	-	1,42
EUR-JPY	130	-	133	147	-	150
EUR-GBP	0,80	-	0,82	0,87	-	0,89
EUR-CHF	1,20	-	1,22	1,28	-	1,30

Aktienmarkt:

Bandbreitenprognose für den DAX, im Jahresverlauf steigend

Index	Tiefststände	Höchststände
DAX	8.500 – 8.700	10.500 – 10.700

Rentenmarkt:

Bandbreitenprognose 10 jährige Bunds, im Jahresverlauf zunehmend

Anleihe	Tiefststände	Höchststände
10JÄHRIGE BUND-RENDITE	1,70% - 1,80%	2,50% - 2,60%

Verbraucherpreise:

Bandbreitenprognose Eurozone, im Jahresverlauf zunehmend

Index	Tiefststände	Höchststände
CPI	1,00% - 1,20%	2,00% - 2,20%

Leitzinsen EUR/USD

Bandbreitenprognose Leitzinsen EZB und FOMC – EZB sensibler!

Leitzins	Tiefststände	Höchststände
EZB	0,25%	0,25%
FOMC	0,00% - 0,25%	0,00% - 0,25%

Verfasst von:

Financial Markets

Folker Hellmeyer

0421 332 2690

folker.hellmeyer@bremerlandesbank.de

Treasury

Focus

Marktausblick
18.12.2013



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 Werbemittelung 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 LANDES BANK 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.