

ECONOMIC RESEARCH & CORPORATE DEVELOPMENT

# Working Paper

132

26.11.2009

▸ MAKROÖKONOMIE

▸ FINANZMÄRKTE

▸ WIRTSCHAFTSPOLITIK

▸ BRANCHEN

Dr. Michael Heise, Dr. Rolf Schneider

Konjunkturerholung und Finanzmarktaufschwung - Implikationen für die Geld- und Finanzpolitik

## AUTOREN:

DR. MICHAEL HEISE  
Tel.: +49.89.3800-16143  
michael.heise@allianz.com

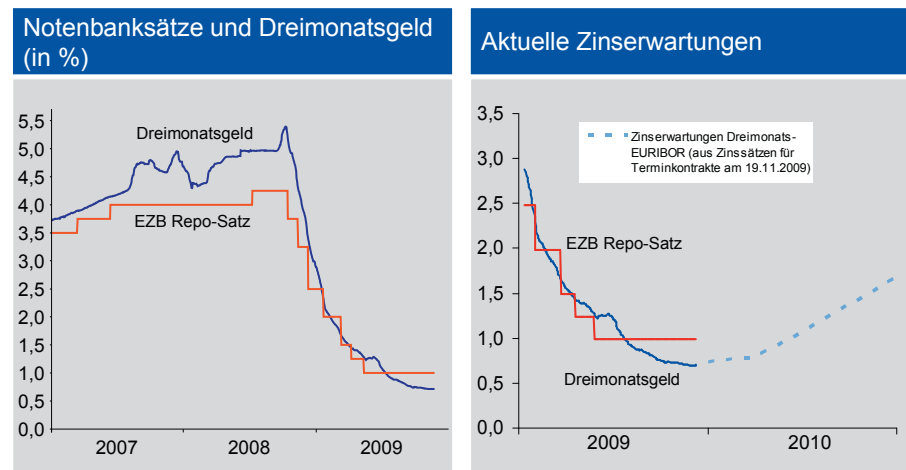
DR. ROLF SCHNEIDER  
Tel.: +49.69.263-57790  
rolf.schneider@allianz.com

## KONJUNKTURERHOLUNG UND FINANZMARKTAUFSCHWUNG - IMPLIKATIONEN FÜR DIE GELD- UND FINANZPOLITIK

### I. Der Balanceakt der Wirtschaftspolitik

Ist der Zeitpunkt für einen Ausstieg aus der expansiven Wirtschaftspolitik gekommen? Die Diskussion wird zunehmend kontrovers geführt. Der Internationale Währungsfonds warnt vor einer zu frühen Umkehr, die einen Rückfall in die Rezession bewirken könnte. Andere Stimmen verweisen auf das Risiko einer zu expansiven Politik, die in die nächste Krise führen könnte. Klar ist, dass die Ausgabenpolitik der Staaten und die unkonventionelle Geldpolitik, die infolge der schweren Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise unabdingbar waren, in dieser Form einmalig und in ihren Folgen noch kaum abschätzbar sind. Die Finanzpolitik hat mit einer massiven Ausweitung der Staatsverschuldung, die auf die Fiskalpakete, die Unterstützungsmaßnahmen für die Finanzindustrie und die automatischen Stabilisatoren zurückzuführen ist, die Konjunktur gestützt (Tabelle). Die Geldpolitik hat die Banken mit Liquidität geflutet, die Geldmarktzinsen nahe an Null geführt und fördert insbesondere in den USA die Erwartung, dass die Zinsen über einen längeren Zeitraum niedrig bleiben. Diese Politik hat die Lage stabilisiert, aber je länger der extreme Expansions-

### EZB Geldpolitik



Quellen: EZB, EcoWin AB, Reuters.

### Staatliche Budgetsalden (in % des BIP)

	2007	2008	2009	2010
Deutschland	0,2	0,0	-2,9	-4,1
Frankreich	-2,7	-3,4	-7,8	-7,0
Italien	-1,5	2,7	-5,0	-4,5
Spanien	1,9	-4,1	-10,5	-9,0
Vereinigtes Königreich	-2,7	-5,0	-12,0	-12,0
USA	-2,8	-6,5	-10,8	-9,9
Japan	-2,5	-2,7	-7,4	-8,2
Brasilien	-2,5	-2,0	-3,5	-2,0
Russland	5,4	4,1	-8,0	-5,0
Indien	-2,7	-6,2	-6,8	-5,5
China	0,6	-0,4	-3,5	-3,0

Quellen: Europäische Kommission, EcoWin und eigene Prognose.

grad der Politik anhält, desto höher sind die Risiken und Kosten. Die Diskussion um alternative Ausstiegskonzepte ist daher von Bedeutung und muss die internationale Abstimmung und die jeweiligen Rollen der Geld- und Finanzpolitik berücksichtigen.

In der aktuellen Situation sind nach unserer Einschätzung die folgenden Kriterien für die Normalisierung der Wirtschaftspolitik von Bedeutung:

1. Richtiges Timing: Die Konjunkturerholung darf nicht gefährdet werden durch eine zu frühe und zu starke Rückführung der Impulse. Eine „double-dip recession“ ist auf jeden Fall zu vermeiden. Der Ausstieg darf allerdings auch nicht zu spät erfolgen, um Inflationsrisiken zu vermeiden.
2. Keine neuen Finanzmarktblasen: Das Entstehen neuer Finanzmarktblasen muss verhindert werden, da sie langfristig neue Konjunkturrisiken mit sich bringen.
3. Keine neuen außenwirtschaftliche Ungleichgewichte: Der Abbau bestehender außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte sollte sich fortsetzen, das Entstehen neuer Ungleichgewichte auf jeden Fall verhindert werden.

Das richtige konjunkturelle Timing des Exits (Kriterium 1), ist ein anspruchsvolles Unterfangen, es erfordert Kenntnisse der quantitativen Zusammenhänge zwischen Instrument- und Zielvariablen. Schon in normalen Konjunkturphasen sind die empirischen Ergebnisse nicht einheitlich. Nach unserer Einschätzung befindet sich die Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr 2009, auch dank des intensiven Einsatzes wirtschaftspolitischer Instrumente, in einer klaren Erholung; Unternehmensumfragen, Auftragseingangs- und Produktionsdaten zeigen dies. Angesichts der Stabilisierung der Finanzmärkte und der deutlichen Wiederbelebung des internationalen Warenhandels dürfte sich die konjunkturelle Besserung 2010 fortsetzen, auch wenn ihr Tempo angesichts der Konsolidierungsnotwendigkeiten und der strukturellen Probleme in einigen Ländern moderat bleiben wird. Mehr dazu später.

Für Kriterium 2, die Verhinderung neuer Finanzmarkt- und Vermögenspreisblasen, ist vor allem für die Geldpolitik verantwortlich. Zwar ist umstritten, inwieweit die Geldpolitik stabilisierend auf die Entwicklung von Vermögenspreisen wirken kann. Mitunter wird die Auffassung vertreten, dass ihr Einfluss gering sei und sich durch eine große Wirkungsverzögerung auszeichne<sup>1</sup>. Aber auch wenn der empirische Nachweis schwer zu führen ist, so ist es doch mehr als plausibel, dass das seit längerem niedrige Niveau der Notenbankzinsen infolge stabiler Güterpreise die Finanzierung von Vermögenswerten in starkem Maße erleichtert und damit auch deren Inflationierung begünstigt hat. Anzunehmen ist auch, dass die Geldpolitik mit recht langen Wirkungsverzögerungen auf Vermögenspreise einwirkt, Blasen entwickeln sich häufig im Zuge von Kreditprozessen über Jahre hinweg. Gerade das spricht aber dafür, dass mit dem derzeit extrem expansiven Kurs der Geldpolitik längerfristig erhebliche Risiken für neue Bubbles angelegt werden. Kriterium 2 liefert damit Argumente dafür, dass die Geldpolitik – soweit anderes nicht grundlegend dagegen spricht –, möglichst rasch abkehrt von der überaus reichlichen Liquiditätsversorgung und den sehr niedrigen Leitzinsen.

Die aktuelle Situation ist dadurch gekennzeichnet, dass sehr viele Länder an einer expansiven Geldpolitik festhalten, um eine Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar zu vermeiden. Nicht nur die Zentralbanken Asiens sondern auch Emerging Markets wie Brasilien, Russland oder auch Länder wie die Schweiz neh-

<sup>1</sup> Katrin Assenmacher-Wesche, Stefan Gerlach: Can monetary policy really be used to stabilise asset prices? March 2008.

men zurzeit Dollar in die Zentralbankbilanzen auf. Diese Politik trägt nicht dazu bei, dass die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, die im Zuge der Rezession deutlich zurückgegangen sind, weiter zurückgeführt werden könnten (Kriterium 3).

Der Wettlauf um Abwertung oder eher gegen Aufwertung geht langfristig mit inflationären Gefahren einher, weil die Geldpolitik zu lange zu expansiv bleibt. Gerade die EZB sollte sich für einen koordinierten Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik auf internationaler Ebene einsetzen. Wenn sie alleine eine Kehrtwende vollzieht, wird der Euro weiter unter Aufwertungsdruck geraten, und einzelne Euroländer, die schon jetzt mit Leistungsbilanzungleichgewichten kämpfen, werden dadurch weitere Schwierigkeiten bekommen.

## II. Konjunktur lässt baldigen Ausstieg zu

Der Zeitpunkt der Abkehr von der sehr expansiven Wirtschaftspolitik hängt von der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung ab. Wirtschaftspolitischen Empfehlungen ist deshalb ein genau definiertes Konjunkturbild zugrunde zu legen. Zwar ist das Prognoserisiko derzeit größer als in normalen Zeiten, das entbindet jedoch nicht davon, die Rahmenbedingungen darzulegen, unter denen die Empfehlungen erfolgen.

Die Weltwirtschaft befindet sich nach unserer Einschätzung in einer deutlichen Belebung, die auch 2010 anhalten wird. (Dabei ist unterstellt, dass die Geldpolitik ihren Expansionsgrad allmählich reduziert, die beschlossenen finanzpolitischen Programme aber umgesetzt werden). Die Schockstarre im Welthandel, die von der Lehman-Insolvenz ausgelöst wurde, ist überwunden. Die Exporterwartungen der Unternehmen haben sich erheblich aufgehellt. Die Emerging Markets insbesondere in Asien haben sich zu einem Konjunkturmotor entwickelt, der 2010 kaum zu bremsen sein dürfte. Und auch in den USA überwiegen trotz der bestehenden Strukturprobleme die positiven Konjunktursignale.

Auch im Euro-Raum hat sich die Konjunktur im Verlauf von 2009 deutlich stabilisiert. Im dritten Quartal 2009 nahm das Bruttoinlandsprodukt mit 0,4% erstmals seit dem ersten Quartal 2008 wieder zu. Dabei ist das Bild von Land zu Land noch recht unterschiedlich. Es zeigt sich, dass Volkswirtschaften, die relativ geringe Schuldenquoten von Haushalten und Unternehmen ausweisen, tendenziell besser aus der Krise herausfinden als solche mit hohen Quoten. Unter den großen Volkswirtschaften des Euro-Raums wuchsen Deutschland und Frankreich bereits im zweiten Quartal in Folge, während Spanien auch im dritten Quartal 2009 nochmals schrumpfte. Insgesamt dominieren aber klar die Zeichen der Konjunkturerholung. Die meisten Konjunkturindikatoren – sowohl weiche als auch harte – verbessern sich Monat für Monat. Im vierten Quartal 2009 dürften alle größeren Volkswirtschaften des Euro-Raums wachsen, einige sogar mit ausgesprochen kräftigen Raten. Dabei kommen die stärksten Impulse von der Ausfuhr und den Investitionen, die das größte Erholungspotenzial besitzen. Hinzu kommt die Wende im Lagerzyklus, die die Ausweitung der Produktion verstärkt. Die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum wird voraussichtlich im gesamten Jahr 2010 weiter aufwärtsgerichtet bleiben, auch wenn Bereinigungsprozesse im Nachgang zur Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise die Dynamik begrenzen. Wir rechnen mit einem Wirtschaftswachstum von 2% im Jahr 2010. Ab 2011 erwarten wir moderate Zuwachsraten des BIP von jährlich 1½ -2%.

Für den weiteren Kurs der Geld- und Finanzpolitik ist aber nicht nur der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von Bedeutung, sondern auch der Auslastungsgrad der

## Vermindertes Wachstum des Produktionspotenzials

Als Folge der Wirtschaftskrise rechnen wir in den nächsten Jahren lediglich mit einem sehr mäßigen Wachstum des Produktionspotenzials. Das Produktionspotenzial kalkulieren wir dabei auf der Basis des methodischen Ansatzes der EU-Kommission, der das Potenzialwachstum in die Beiträge der Inputfaktoren Arbeit und Kapital und der totalen Faktorproduktivität aufschlüsselt<sup>2</sup>. Anhand dieses Ansatzes wird ersichtlich, dass sich die ab 2009 stark gesunkene Investitionstätigkeit in einem erheblich niedrigeren Wachstumsbeitrag des Faktors Kapital niederschlägt und dies zusammen mit einem etwas verringerten Wachstumsbeitrag des Faktors Arbeit die Expansion des Produktionspotenzials erheblich dämpft. Das Wachstum des Produktionspotenzials im Euro-Raum wird nach unserer Schätzung 2009 und 2010 weniger als 1% und in den Jahren 2011 bis 2014 zwischen 1,0% und 1,3% betragen. Hieran wird deutlich sichtbar, wie wichtig eine Hinwendung zu einer Wirtschaftspolitik ist, die die Investitions- und Innovationsbereitschaft fördert. Ein weiterer Aspekt ist in diesem Zusammenhang aber ebenfalls von Bedeutung: Selbst bei einer nur moderaten Zunahme des Bruttoinlandsprodukts steigt angesichts der geringen Ausweitung der Produktionskapazitäten der Auslastungsgrad der Wirtschaft, dessen extrem niedriges Niveau ein besonders deutliches Symptom der Krise war. Eine langjährige Unterauslastung der Kapazitäten ist deshalb wenig wahrscheinlich.

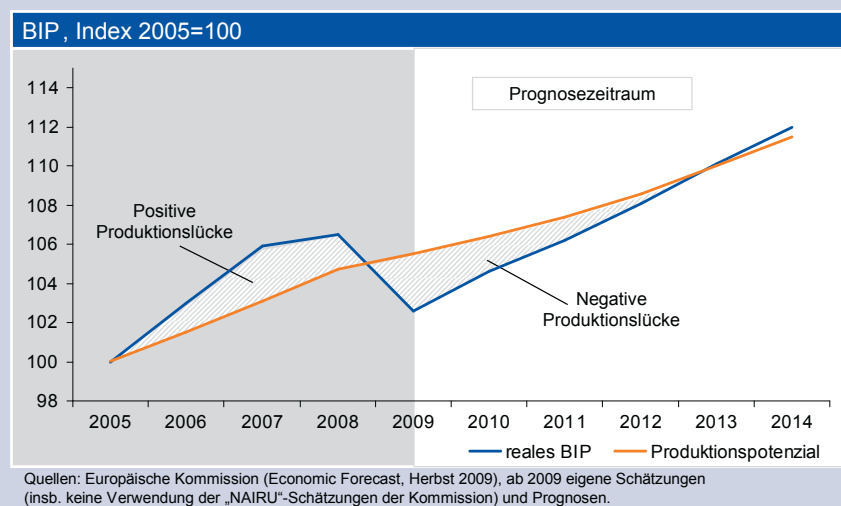
### EWU: Bruttoinlandsprodukt, Produktionspotenzial<sup>1)</sup>, Produktionslücke

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
BIP-Zuwachs (in %)	1,7	3,0	2,8	0,6	-3,8	2,0	1,5	1,8	1,8	1,8
Produktionslücke (% der potenziellen Produktion)	-0,1	1,3	2,5	1,9	-2,7	-1,5	-1,0	-0,3	0,2	0,7
Wachstum des Produktionspotenzials <sup>1)</sup> (in %)	1,7	1,5	1,6	1,5	0,8	0,8	1,0	1,1	1,3	1,3
Wachstumsbeitrag (in Prozentpunkten)										
▪ Arbeit	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
▪ Kapital	0,7	0,8	0,9	0,8	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
▪ Totale Faktorproduktivität	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5

<sup>1)</sup> Basierend auf dem Konzept der makroökonomischen Produktionsfunktion, mit deren Hilfe sich das Potenzialwachstum in die Beiträge der Inputfaktoren Arbeit und Kapital einerseits und der Restgröße der totalen Faktorproduktivität aufschlüsseln lässt.

Quellen: Europäische Kommission (Economic Forecast, Herbst 2009; Occasional Papers No.49), ab 2009 eigene Schätzungen (insb. keine Verwendung der „NAIRU“-Schätzungen der Kommission) und Prognosen.

### Unterauslastung nicht dauerhaft



<sup>2</sup> Calculating potential growth rates and output gaps – A revised production function approach von Cécile Denis, Daniel Grenouilleau, Kieran Mc Morrow und Werner Röger (EU-Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), März 2006.

Wirtschaft. Würde nach der scharfen Wirtschaftskrise eine lang anhaltende Unterauslastung der Kapazitäten eintreten, wären die deflationäre Risiken erheblich. Die Geldpolitik zwänge dies wohl zu einer langen Phase sehr niedriger Leitzinsen. Nach unseren Rechnungen unter Zuhilfenahme von Schätzungen zum Produktionspotenzial wird sich die im Jahr 2009 entstandene Produktionslücke (-2,7%) allerdings relativ rasch schließen. Bereits 2012 dürften die Kapazitäten im Euro-Raum wieder annähernd normal ausgelastet sein.

Als Fazit lässt sich feststellen: Die Konjunktur wird sich 2010 voraussichtlich weiter festigen und eine lang anhaltende Unterauslastung der Kapazitäten ist nicht wahrscheinlich.

Bei aller Unsicherheit über Prognosen dürfte es inzwischen zumindest Konsens sein, dass sich die wirtschaftlichen Perspektiven deutlich aufgehellt haben. Eine Normalisierung der Wirtschaftspolitik im Sinne einer gewissen Zurücknahme des sehr expansiven wirtschaftspolitischen Kurses dürfte die Konjunktur verkräften. Unsere Prognose (Tabelle) basiert auf der Annahme, dass die Wirtschaftspolitik allmählich ihren Expansionskurs ändert.

### Zum Risiko einer zu expansiven Politik

Ohne Frage bewegt sich die Wirtschaftspolitik auf einer Gratwanderung. Ein zu frühes und starkes Straffen birgt das Risiko der vieldiskutierten „double dip“-Rezession oder W-Formation. Ein zweites Risiko darf aber auch nicht übersehen werden. Was passiert, wenn die Geld- und Finanzpolitik zu lange zu expansiv bleiben? Was sind die Kosten eines zu späten Ausstiegs? Wenig wahrscheinlich ist, dass in diesem Fall schon rasch inflationäre Tendenzen bei den Güterpreisen aufkommen. Selbst wenn ein kräftiger Konjunkturaufschwung die Kapazitätsauslastung nach oben treiben würde, wird die schlechte Lage am Arbeitsmarkt und der harte internationale Wettbewerb 2010 und wohl auch 2011 keine hohen Inflationsraten bei den Verbraucherpreisen zulassen.

Risiken drohen aber bei einer zu expansiven Politik rasch von einer anderen Seite. Das Übermaß an Liquidität und die Unattraktivität risikofreier Anlageformen würden einen Preisschub in vielen risikoreichen Assetklassen auslösen. Die Aktienmärkte, die ohnehin einen Konjunkturaufschwung antizipieren, könnten bereits 2010 neue Allzeithochs anstreben, obgleich die Gewinne noch lange nicht an ihr Vorkrisenniveau heranreichen. Die Risikoprämien, die ohnehin kräftig zurückgegangen sind, würden weiter sinken. Bei Unternehmensanleihen käme es wahrscheinlich zu einer Überbewertung. Die niedrigen Renditen für Staatsanleihen würden die Kosten der gestiegenen Staatsverschuldung verschleiern. Rohstoffpreise und insbesondere der Ölpreis würden zu neuen Höhenflügen ansetzen. Steigende globale Ungleichgewichte wären ebenfalls eine wahrscheinliche Folge. Spätestens wenn der Privatsektor seinen Verschuldungsgrad erneut deutlich erhöhen würde, müsste die Wirtschaftspolitik abrupt bremsen. Auch auf die reale Ökonomie würde sich dieses Bremsmanöver erheblich auswirken, zumal die wirtschaftliche Erwartungen nach der Wirtschaftskrise kaum als gefestigt angesehen werden können. Die hier beschriebenen „Stop and Go“-Politik würde eine hohe Volatilität der Märkte und der Realwirtschaft nach sich ziehen. Volatilität so weit wie möglich zu vermeiden, ist eine Lehre, die wir aus der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise gelernt haben sollten.

### III. Zur internationalen Abstimmung der geldpolitischen Normalisierung

Die Geldpolitik wirkt mit relativ langen Wirkungsverzögerungen von ein bis zwei Jahren auf die reale Wirtschaftsentwicklung durch. Die Impulse, die sie weltweit in den Jahren 2008 und 2009 gegeben hat, werden auch 2010 noch expansiv wirken. Es ist daher an der Zeit, eine geldpolitische Normalisierung ins Auge zu fassen. Dafür gibt es mehrere Gründe:

- Wie dargestellt, sollte die Konjunktur 2010 mit Schwung beginnen und die Inflationsrate aufgrund der Ölpreisentwicklung zeitweise auf ein Niveau von knapp 2% ansteigen. Das Niveau der Gesamtnachfrage ist noch niedrig, aber die Kapazitätsauslastung steigt recht schnell wieder an.
- Die niedrigen Notenbankzinsen haben weltweit Auswirkungen auf die Finanzmärkte und sie tragen dazu bei, dass wieder spekulative Positionen aufgebaut werden.
- Die Notwendigkeit, das Bankensystem über ein unbegrenztes Liquiditätsangebot zu stützen, hat abgenommen.

Da die Erholung der Konjunktur weltweit relativ synchron verläuft, sollte ein Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik international koordiniert erfolgen. Wenn nur einzelne Länder oder Regionen von der Expansionspolitik abrücken, wird das ihre Währungen aufwerten lassen, aber wenig an dem niedrigen Weltmarktzinsniveau ändern, das für die Finanzmarktentwicklung und mögliche Inflationspotenziale entscheidend ist. Eine Hauptverantwortung liegt bei der amerikanischen Notenbank Fed. Sie ist bis zuletzt sehr expansiv ausgerichtet. Ihre Bilanzsumme ist auch im Verlauf des letzten Quartals noch mal kräftig angestiegen (quantitative easing). Da gleichzeitig seit einigen Monaten eine Konjunkturerholung in den USA erkennbar ist, die sich nach jüngsten Daten auch in 2010 fortsetzen wird, wäre es wünschenswert, wenn die amerikanische Notenbank den sehr hohen Expansionsgrad ihrer Geldpolitik etwas reduzieren würde. Parallel dazu sollten die großen Notenbanken Europas und Asiens ihre Zinsen moderat ansteigen lassen.

Die vergangenen Monate haben allerdings keine klaren Belege dafür geliefert, dass die Notenbanken bereit sind, einen gemeinsamen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik zu orchestrieren. Viele Notenbanken der Welt haben den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik noch verschärft und Dollar aufgekauft, um Abwertungstendenzen der amerikanischen Währung zu verhindern. Je mehr Länder versuchen, eine Aufwertung der eigenen Währung zu verhindern – alle können es denklogisch nicht – umso stärker wird weltweit der Expansionsgrad und das Inflationsrisiko der Politik. Einen solchen Zustand sollte die Weltgemeinschaft verhindern. Man sollte dem US-Dollar durchaus Raum geben für eine gewisse Abwertung, die das amerikanische Leistungsbilanzdefizit mindert und die Überschüsse anderer Länder eindämmt. Das richtige Forum für eine internationale Verständigung über den Ausstieg der Geldpolitik dürften die G20-Meetings sein. Sollte es auf internationaler Ebene nicht gelingen, einen koordinierten Ausstieg zustande zu bringen, könnten erhebliche Wechselkursveränderungen drohen.

## Exkurs Euro-Aufwertung

Ein einseitig von der EZB betriebener Richtungswechsel würde den Euro auf neue Höchststände gegenüber dem US-Dollar klettern lassen. Empirische Untersuchungen halten einen Wechselkurs von 1,53 US-Dollar für 1 Euro für gerechtfertigt, um mittelfristig einen angemessenen Beitrag zur Beseitigung der globalen Ungleichgewichte zu leisten (siehe Kasten). Mit einem aktuellen

### Fundamental angemessene Wechselkurse

Ein zentrales Anliegen der empirischen Wirtschaftsforschung ist die Klärung der Frage, ob eine Währung angemessen bewertet ist. Sie erfordert die Schätzung eines „gleichgewichtigen“ Wechselkurses. Hier haben sich eine Vielzahl von Verfahren herausgebildet, die auf verschiedenen theoretischen Ansätzen basieren und sich zum Teil stark unterscheiden. Die Modelle lassen sich nach der Länge des betrachteten Zeithorizonts einteilen.

Bei den Ansätzen, die auf die mittlere Frist abstellen, steht ein um zyklische Einflüsse bereinigtes Niveau des gleichgewichtigen Wechselkurses im Vordergrund. Technisch wird der Übergang zu dieser mittelfristigen Perspektive u.a. auch durch die explizite Festlegung eines auf Dauer als tragbar angesehenen Niveaus der Fundamentalfaktoren erreicht. Ein prominentes Verfahren ist der „Macroeconomic Balance Approach“, der einen angemessenen Wechselkurs auf der Grundlage der Leistungsbilanzentwicklung ermittelt. Berechnet wird hier die Differenz zwischen der Grundtendenz der Leistungsbilanz, die sich auf Basis der aktuellen Wechselkurse auf mittlere Sicht ergeben würde, und einer Leistungsbilanz-Norm. Die erforderliche Wechselkursanpassung ist diejenige, die diese Lücke auf mittlere Sicht schließt. In der praktischen Anwendung ist angesichts diversifizierten Außenhandels natürlich auf den realen effektiven Wechselkurs abzustellen.

Diesem Grundkonzept weitgehend folgend haben William Cline und John Williamson<sup>3</sup> „Fundamental Equilibrium Exchange Rates“ (FEERs) für insgesamt 34 Länder (incl. Euro-Raum) berechnet. Mittels einer Matrixinversionstechnik werden dabei auch die bilateralen Wechselkursrelationen gegenüber dem US-Dollar ermittelt, die erforderlich sind, um die fundamental gerechtfertigten Veränderungen der effektiven Wechselkurse so nahe wie möglich zu erreichen. Wesentliche Grundlage der Berechnungen sind zum einen (modifizierte) Projektionen des IWF für die Leistungsbilanz in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012. Zum anderen wird die Leistungsbilanz-Norm nach zwei Regeln festgelegt: Allgemein soll der Leistungsbilanzsaldo eines Landes auf mittlere Sicht 3 % nicht übersteigen; größere Ungleichgewichte werden jedoch zugelassen, wenn sie die Nettoauslandsposition in Relation zum BIP in absoluter Betrachtung nicht erhöhen. Die nachfolgende Tabelle zeigt auszugsweise für vier Länder die zum FEER äquivalenten Dollar-Wechselkurse und aktuelle Notierungen.

### FEER-kompatible bilaterale Wechselkurse

	Australien (USD/AUD)	China (RMB/USD)	Japan (JPY/USD)	Euro-Raum (USD/EUR)
FEER-kompatible bilaterale Wechselkurse	0,73	4,88	82	1,53
Aktuelle Notierungen (23.11.2009)	0,93	6,83	89	1,50

<sup>3</sup> William R. Cline and John Williamson, „2009 Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates“, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 09-10.



Kurs von rund 1,50 US-Dollar befindet sich der Euro bereits sehr nahe an diesem Niveau. Der Euro-Raum bringt damit bereits einen wichtigen Beitrag zum nachhaltigen Abbau der globalen Ungleichgewichte. Anders sieht dies jedoch bei den asiatischen Währungen aus. Bis zum Erreichen eines „fundamentalen Gleichgewichtswechselkurses“ sind bei diesen Währungen teilweise erhebliche Korrekturen notwendig. Verhältnismäßig nah an seinem Gleichgewichtskurs dürfte sich noch der stark im Wert gestiegene Japanische Yen befinden. Anders sieht es jedoch für die chinesische Währung aus. Hier diagnostiziert das Modell – was nicht allzu überraschend sein dürfte – eine klare Unterbewertung. Eine Bereitschaft der chinesischen Zentralbank, die eigene Währung spürbar aufwerten zu lassen, wäre ein entscheidender Beitrag, den Abbau der Ungleichgewichte global voranzubringen und würde eine international abgestimmte Exit-Strategie der Geldpolitik ermöglichen.

Einmal unterstellt, eine internationale Abstimmung der Geldpolitik gelänge nicht und der Euro würde deshalb gegenüber dem Dollar und anderen Währungen noch einmal massiv aufwerten. Für den Abbau der außenwirtschaftlichen Defizite einiger Länder und dabei insbesondere Spaniens wäre dies sehr problematisch. Spanien hat zwar mit 50% einen recht hohen Teil seiner Handelsströme mit EWU-Ländern, rund 70% des extrem hohen Handelsbilanzdefizit (2008: 8,1% gemessen am BIP) ergibt sich jedoch aus dem Handel mit Nicht-EWU-Ländern, der von Wechselkurseffekten beeinflusst wird. Günstiger ist beispielsweise die Situation Portugals. Rund drei Viertel seines Handelsbilanzdefizits (2008: 12,8% gemessen am BIP) stammt aus dem Handel mit EWU-Ländern. Ein Alleingang der EZB mit Überbewertung des Euro würde von den Defizitländern mit Sicherheit unter Beschuss kommen.

Was bedeutet ein Exit nun konkret für die Geldpolitik der EZB im Jahr 2010? Aus unserer Sicht sind von der EZB sowohl Maßnahmen zur Rückführung der überaus reichlichen Versorgung des Bankensystems mit Liquidität als auch ein leichtes Anheben des äußerst niedrigen Leitzinses in Erwägung zu ziehen. Welche liquiditätspolitischen Schritte die EZB im Einzelnen auswählt, ist gesamtwirtschaftlich von geringerer Bedeutung. Die EZB besitzt ein ausreichendes Arsenal an Instrumenten, um überschüssige Liquidität wieder rechtzeitig zu entziehen. Sie hat bereits angedeutet, die Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von einem Jahr 2010 nicht mehr fortzusetzen. Nach der Zurückführung der außerordentlichen Refinanzierungsgeschäfte könnte sie die unbegrenzte Tenderzuteilung zum Leitzins oder großzügigere Anforderungen für die hinterlegten Sicherheiten wieder rückgängig machen. Auch hat sie die Möglichkeit der Emission von EZB-Schuldverschreibungen oder der Hereinnahme verzinslicher Termineinlagen von den Banken. Wie die EZB genau vorgeht, sollte sie auch flexibel von den herrschenden Marktbedingungen abhängig machen.

In Verbindung mit dem Abschöpfen von Liquidität könnten auch moderate Leitzinserhöhungen vorgenommen werden. Bei einer Anhebung um insgesamt 75 Basispunkte bis Ende des nächsten Jahres entspräche der Leitzins in etwa der Ende nächsten Jahres zu erwartenden Inflationsrate. Ein kurzfristiger Realzins von Null wäre Ausdruck einer immer noch expansiven Geldpolitik.

#### IV. Konsolidierungswege in der Finanzpolitik

Die Wirkungsverzögerungen finanzpolitischer Maßnahmen sind in der Regel deutlich kürzer als die der Geldpolitik. Wenn die für 2010 bereits beschlossenen finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen nicht umgesetzt würden, hätte dies aller Voraussicht nach deutlich negative Auswirkungen auf die Konjunktur, insbesondere auch weil das Vertrauen der Wirtschaftssubjekte in die Verlässlichkeit der Politik beschädigt würde. Die Konsolidierung der Staatsfinanzen sollte deshalb 2011 einsetzen. Für den Ausstieg in der Finanzpolitik sollte die außenwirtschaftliche Position des Landes berücksichtigt werden. Außenwirtschaftliche Defizite werden durch übermäßig expansive Finanzpolitik gefördert. Länder mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit sollten deshalb einen besonders ehrgeizigen Konsolidierungskurs fahren. Bei ihnen geht es darum, die binnenwirtschaftliche Absorption zu reduzieren und hierfür ist ein ausgeglichener Staatshaushalt ein wesentlicher Beitrag. Volkswirtschaften mit außenwirtschaftlichen Überschüssen können dagegen höhere finanzpolitische Impulse setzen, wobei allerdings der Schwerpunkt auf wachstumsfördernden Maßnahmen liegen sollte.

In den meisten EWU-Ländern steigt die staatliche Schuldenquote (gemessen am BIP) innerhalb von zwei Jahren von 2008 bis 2010 voraussichtlich um über 10 Prozentpunkte, in Spanien, Griechenland und Irland sogar um über 20 Prozentpunkte. Trotz der schwachen Haushaltslage in nahezu allen EWU-Ländern ist das Ausmaß der Problematik von Land zu Land recht unterschiedlich. Vergleichsweise überschaubar ist der Konsolidierungsbedarf in Deutschland (mit einem von uns geschätzten Defizit von 3% im Jahr 2009 und 4 - 4,5% im Jahr 2010), obgleich die Konjunkturpakete in Deutschland mit rund 31/2% gemessen am BIP größer dimensioniert sind als im Durchschnitt des Euro-Raums (knapp 2% des BIP). Am kritischsten ist die Haushaltslage derzeit in Spanien, Portugal, Griechenland und Irland. Für den gesamten Euro-Raum rechnen wir in den Jahren 2009 und 2010 mit einem staatlichen Budgetdefizit von jeweils 5,7% gemessen am BIP. Die Staatsausgaben werden dabei 2009 voraussichtlich um 5% und 2010 um gut 3% ansteigen, während sich die Staatseinnahmen in etwa im Einklang mit dem nominalen BIP entwickeln dürften. Dies bedeutet, dass sie 2009 um rund 2% schrumpfen und 2010 wieder um ca. 3% zunehmen sollten.

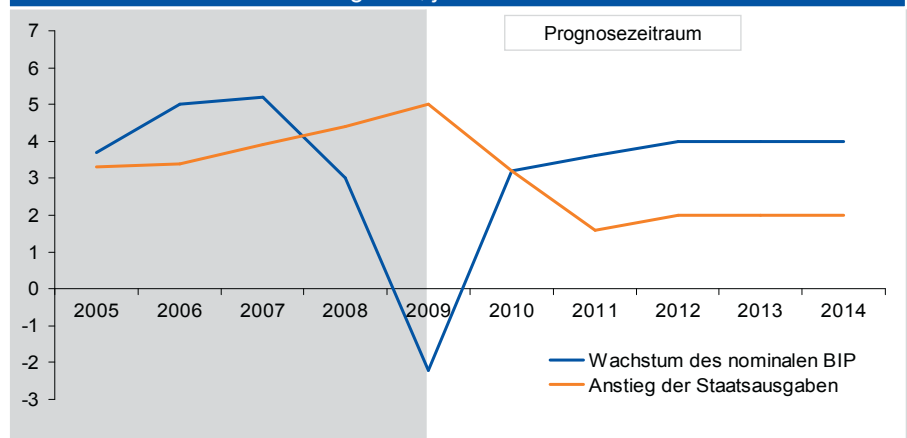
Eine sinnvolle Konsolidierungsstrategie ab 2011 kann unseres Erachtens nur auf der Ausgabenseite ansetzen. Die Staatsausgabenquote steigt infolge der Wirtschaftskrise bis 2010 voraussichtlich um rund 4 Prozentpunkte auf über 50% und somit auf einen ausgesprochen hohen Wert an. Mittelfristig sollte auf eine niedrigere Quote hingearbeitet werden.

Im Ergebnis könnten den Konsolidierungsanstrengungen, die der Stabilitäts- und Wachstumspakt fordert, weitgehend genüge getan werden, wenn die Staatsausgaben ab 2011 jährlich um 2 Prozentpunkte weniger steigen, als das nominale Bruttoinlandsprodukts. Eine Konsolidierung über Abgabenerhöhungen könnte unterbleiben; die Staatseinnahmen nähmen ungefähr mit derselben Wachstumsrate zu wie das BIP. Die Staatsquote würde sich in diesem Szenario bis 2014 wieder in etwa auf das Niveau vor der Wirtschaftskrise zurückbilden. Die jährliche Neuverschuldung könnte von 5,7% im Jahr 2010 auf 1,8% im Jahr 2014 sinken. Das konjunkturbedingte Haushaltsdefizit, das unter Zugrundelegung der Schätzungen zur Produktionslücke ermittelt wird, würde von 5,0% im Jahr 2010 auf 2,1% im Jahr 2014 zurückgeführt. Alles in allem ist mittels eines moderat gedrosselten Ausgabenwachstums innerhalb der nächsten fünf Jahre zwar kein ausgeglichener Staatshaushalt zu erreichen, die Neuverschuldung könnte aber deutlich gezügelt werden.

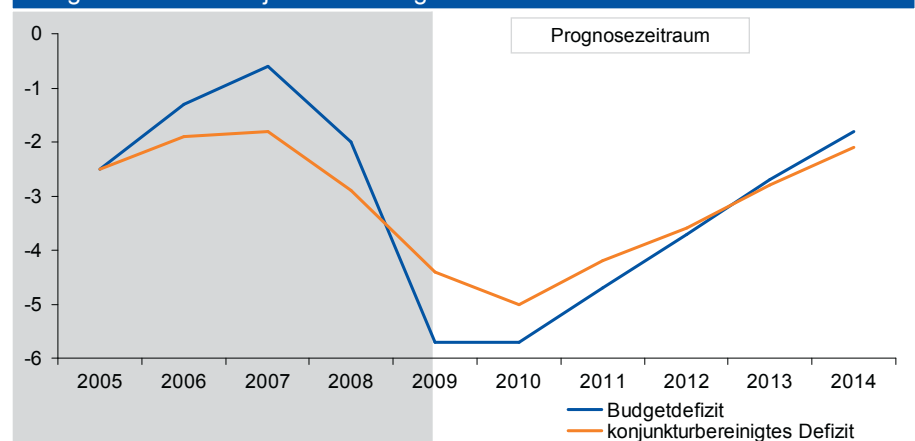
## EWU: Entwicklung des Staatshaushalts im Szenario mäßiges Ausgabenwachstum ab 2011<sup>1)</sup>

in % des BIP	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Staatlicher Budgetsaldo	-2,5	-1,3	-0,6	-2,0	-5,7	-5,7	-4,7	-3,7	-2,7	-1,8
Staatseinnahmen	44,8	45,3	45,4	44,8	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4
Staatsausgaben	47,3	46,6	46,0	46,8	50,1	50,1	49,1	48,1	47,1	46,2
Konjunkturbereinigter Budgetsaldo	-2,5	-1,9	-1,8	-2,9	-4,4	-5,0	-4,2	-3,6	-2,8	-2,1
Zyklische Budgetkomponente	0,0	0,6	1,2	0,9	-1,3	-0,7	-0,5	-0,1	0,1	0,3

### Nominales BIP und Staatsausgaben, jährliches Wachstum in %<sup>1)</sup>



### Budgetdefizit und konjunkturbereinigtes Defizit



<sup>1)</sup> Ausgabenwachstum ab 2011 um 2 Prozentpunkte niedriger als Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Quellen: Europäische Kommission (Economic Forecast, Herbst 2009), ab 2009 eigene Schätzungen.

Es stellt sich natürlich die Frage, wie eine Konsolidierung über die Ausgabenseite angesichts einer Vielzahl von nationalen Entscheidungsträgern erreicht werden kann. Die EU-Kommission hat bereits Defizitverfahren für die meisten EU-Staaten eingeleitet. In Bezug auf den Konsolidierungspfad eines Landes bietet der Stabilitäts- und Wachstumspakt viel Flexibilität. Die Defizitüberschreitungen in der Wirtschaftskrise dürften als Ausnahmetatbestände nach Artikel 104 II a EGV akzeptiert

werden, was die Frist für den Defizitabbau verlängert. Ermessensspielräume und maßgeschneiderte Vorgaben, wie sie die EU-Kommission plant, könnten es deshalb einzelnen Ländern durchaus erlauben, bis 2014/2015 die Schuldengrenze ohne Sanktionen weiter zu überschreiten. Jedoch sollte der politische Druck, der von einem Defizitverfahren ausgeht, nicht unterschätzt werden. Die vielfältigen Elemente des Defizitverfahrens im Stabilitäts- und Wachstumspakt (Blauer Brief, Veröffentlichung von Empfehlungen, in Verzug setzen usw.) sind sicherlich keine stumpfen Schwerter.

Allerdings kann die EU nur in geringer Weise beeinflussen, auf welche Art und Weise die einzelnen Staaten eine Konsolidierung angehen. Aus diesem Grund steht zu befürchten, dass zumindest teilweise der einfachere Weg der Abgabenerhöhung anstelle der Ausgabeneinschränkung gewählt wird. Es bleibt zu hoffen, dass die europäischen Gremien wie Kommission, ECOFIN und Eurogruppe nicht nur auf eine Reduktion der Defizite, sondern auch der infolge der Wirtschaftskrise stark gestiegenen Staatsquote hinwirken.

### Konjunkturlwirkungen eines verminderten Staatsausgabenwachses

Eine wichtige Frage ist, welche Konjunkturlwirkungen ihrerseits von der vorgeschlagenen Konsolidierungsstrategie ausgehen. Für unser Konsolidierungsszenario eines von 2011 bis 2014 jährlich um 2 Prozentpunkte reduzierten Zuwachses der Staatsausgaben bedeutet das nach unserer Ansicht folgendes:

Modelle schätzen für die kumulativen Multiplikatoren von Staatsausgaben Werte von kleiner als Eins. Der Sachverständigenrat (Jahresgutachten 2009/10, Ziffern 247ff.) weist für sechs verfügbare Modelle kumulative Multiplikatoren über fünf Jahre kalkuliert von 0,31 bis 0,97 für Europa aus. Im Mittel der Modelle ergibt sich ein Multiplikator von 0,66. Einmal unterstellt, ein derartiger Multiplikator gelte unabhängig von der Konjunktursituation und dem Impulszeichen, so ergibt sich angesichts einer Staatsausgabenquote von derzeit rund 50% am BIP bei einer Reduktion der Staatsausgaben um 2 Prozentpunkte nach einer Reihe von Perioden ein kumulierter Verlust an nominalem BIP von rund 2/3 Prozentpunkten. Es ist allerdings damit zu rechnen, dass sich dieser nominale Verlust nicht in vollem Umfang im realen BIP niederschlägt, da auch der Preisauftrieb durch die verminderte staatliche Nachfrage leicht vermindert werden dürfte. Wir kalkulieren deshalb den konjunkturdämpfenden Effekt der Konsolidierungsstrategie auf rund 1/2 Prozentpunkt Verlust an Wirtschaftswachstum jährlich.

Mit unserer Prognose eines Wirtschaftswachstums im Euro-Raum von 1,5% im Jahr 2011 und 1,8% in den folgenden Jahren steht dies durchaus im Einklang. Wir erwarten für einige Jahre sehr moderate Zuwächse des Bruttoinlandsprodukts, eben weil zu erwarten ist, dass der Staat und in einigen Ländern auch der Privatsektor zu Konsolidierungsanstrengungen gezwungen ist.

## Schlussfolgerungen

Der Ausstieg aus der weltweit sehr expansiven Geld- und Fiskalpolitik der letzten Monate stellt eine Gratwanderung dar und fordert einen umsichtigen Blick der Wirtschaftspolitik. Letztendlich hängt die Entscheidung über das richtige Timing von der Konjunktüreinschätzung ab. Die Zeichen für eine Konjunkturerholung auch zu Beginn des Jahres 2010 sind inzwischen recht deutlich, allerdings kann von einem selbsttragenden Aufschwung noch keine Rede sein. Vor diesem Hintergrund kommen wir zu den folgenden Schlussfolgerungen.

Die Fiskalimpulse, die weltweit in verschiedenen Konjunkturprogrammen gesetzt worden sind, sollten durchwirken können. Die Konsolidierung, im Sinne der Rückführung struktureller Defizite wird dann im Jahre 2011 beginnen. Dies wäre ein behutsamer Ausstieg aus der expansiven Fiskalpolitik, der einen Rückfall in die Rezession verhindern sollte.

Früher als die Finanzpolitik sollte die Geldpolitik eine Kehrtwende einleiten. Geldpolitische Maßnahmen haben längere Wirkungsverzögerungen und würden daher kaum im 2010 die Konjunktur bremsen. Es geht darum, den Expansionsgrad der Geldpolitik etwas zurückzunehmen, um Übertreibungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken, die einen neuen Boom-Bust-Zyklus auslösen können.

Die Diskussion über einen allmählichen Ausstieg aus der expansiven Geld- und Fiskalpolitik sollte auf internationaler Ebene geführt werden und der Weg aus der „Krisenpolitik“ der vergangenen Monate sollte international abgestimmt sein. Wenn die Notenbanken Amerikas, Europas und Asiens gleichgerichtete Schritte unternehmen, können größere Spannungen im Wechselkursgefüge womöglich vermieden werden. Sollten die Vereinigten Staaten vorerst an einer expansiven Geldpolitik festhalten wollen, dürfte der Dollar unter Druck kommen. Es kann dann nicht allein der Europäischen Zentralbank überlassen werden, eine geldpolitische Korrektur anzugehen. Auch die asiatischen Volkswirtschaften müssten dann eine geordnete Aufwertung akzeptieren und ihrerseits den Expansionsgrad der Geldpolitik reduzieren. Dies wäre ein Beitrag zum Abbau der internationalen Ungleichgewichte, die im ganzen weniger den Euroraum als viel mehr den asiatischen Wirtschaftsraum betreffen.

Eine „isolierte“ Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und anderen wichtigen Handelswährungen würde der Konjunkturerholung im Euroraum erheblich zusetzen. Es sind zwar sicherlich noch Produktivitätsspielräume in der Produktion handelbarer Güter vorhanden, aber deren Nutzung würde die Beschäftigung vermindern und damit auch die Inlandsnachfrage schwächen. Überdies würden die schon komprimierten Gewinnmargen des Exportsektors weiter unter Druck geraten. Wenn weiter an dem Prinzip kompetitiver Abwertungen festgehalten wird, werden neue Finanzmarktblasen mit entsprechenden Folgen für die Realwirtschaft entstehen.

Die Einschätzungen stehen wie immer unter den nachfolgend angegebenen Vorbehalten.

#### **VORBEHALT BEI ZUKUNFTSAUSSAGEN**

Soweit wir in dieser Meldung Prognosen oder Erwartungen äußern oder unsere Aussagen die Zukunft betreffen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen ergeben sich eventuell Abweichungen aus Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, aus Akquisitionen sowie der anschließenden Integration von Unternehmen und aus Restrukturierungsmaßnahmen. Abweichungen können außerdem auch aus dem Ausmaß oder der Häufigkeit von Versicherungsfällen, Stornoraten, Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen und, insbesondere im Bankbereich, aus der Ausfallrate von Kreditnehmern resultieren. Auch die Entwicklungen der Finanzmärkte und der Wechselkurse, sowie nationale und internationale Gesetzesänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, können entsprechenden Einfluss haben. Terroranschläge und deren Folgen können die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen. Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung Zukunftsansagen zu aktualisieren.

#### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die in dieser Meldung enthaltenen Aussagen zu aktualisieren.