



6. Oktober 2004

Nr. 302

# Aktuelle Themen

## Asien: Mit raschem Tempo voran

- **Athens Medaillenspiegel** – ein Spiegel der Weltwirtschaft? Die USA vorn, China nicht weit dahinter, und mit Australien und Japan zwei weitere Länder aus dem asiatisch-pazifischen Raum auf den Plätzen vier und fünf. Europa – der Gastgeber – zeigte stolz seine wunderbaren historischen Stätten, aber nicht viel mehr.
- Asien befindet sich **wieder im Aufwind**. Sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor verzeichnen die großen Volkswirtschaften Asiens robustes Wachstum, und die Handelsvolumina haben überall Rekordhöhen erreicht. **Singapur** hat sich von der SARS-Epidemie vollständig erholt, ebenso Hongkong. Im vierten Jahr unter Premier Thaksin stürmt **Thailand** weiter voran. Der **chinesische Motor** brummt in diesem Sommer mit einem BIP-Wachstum von nahezu 10% - trotz Bemühungen der Regierung, Überinvestitionen in bestimmten Sektoren zu verhindern.
- Allerdings haben drei asiatische Länder an dieser Dynamik nur begrenzt Anteil. In **Korea** steht dem explosionsartigen Anstieg der Handelsvolumina Stagnation beim Verbrauch und den Investitionen gegenüber. Die **Philippinen und Indonesien** haben das positive Reformumfeld der letzten Jahre nur zögerlich genutzt; aufgrund ihrer Aus- und Inlandsverschuldung bleiben sie für künftige Schocks anfällig.
- Vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Lage **fürchte ich, dass es 2006 (2005 wahrscheinlich noch nicht) zu einem Konjunkturabschwung kommen könnte**. Der Ölpreis dürfte auf seinem hohen Niveau verharren und der Druck auf die europäischen sowie asiatischen Währungen anhalten.
- **In China dürfte es 2004/2005 weder zu einer harten noch zu einer weichen Landung kommen**. Ich erwarte eine Fortsetzung des Gleitflugs bei etwas geringerer Flughöhe (8%).
- Ebenso dürfte in **Indien das derzeitige BIP-Wachstum von 6 1/2% Bestand haben** (zumindest unter der Voraussetzung eines normalen Monsuns). **Korea ist mir nach wie vor ein Rätsel**. Ich bin aber der Ansicht, dass das Land mit seinem Ehrgeiz, immer auf dem neuesten Stand der Forschung zu sein, und seinen großen Fähigkeiten in der Lage sein wird, seine gegenwärtigen Probleme zu bewältigen. 2005 wächst Korea dynamisch.

Norbert Walter, +49 69 910-31810 (norbert.walter@db.com)



### Editor

Maria L. Lanzeni  
+49 69 910-31723  
maria-laura.lanzeni@db.com

### Publikationsassistentz

Bettina Giesel  
+49 69 910-31745  
bettina.giesel@db.com

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
**Internet:** [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
**E-mail:** [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
**Fax:** +49 69 910-31877

**DB Research Management**  
Norbert Walter

## Heißer Konjunktursommer in Asien

**Während meiner Asienreise im August hat sich mein Eindruck verfestigt, dass sich der Kontinent wieder im Aufwind befindet.**

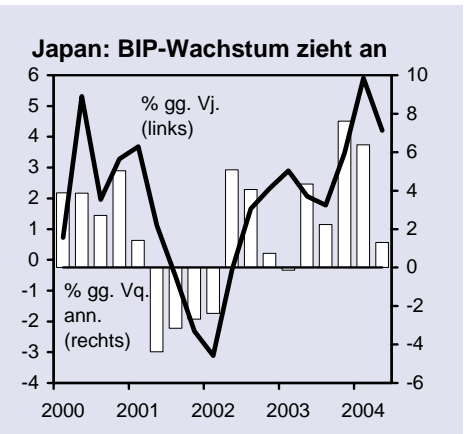
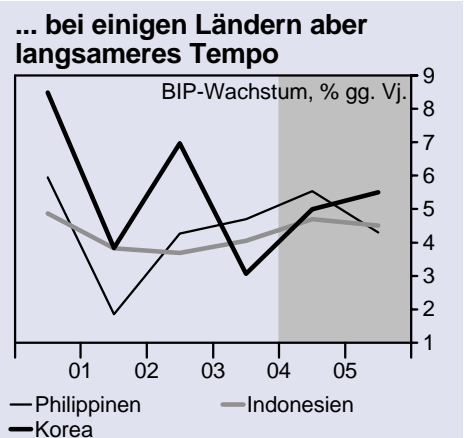
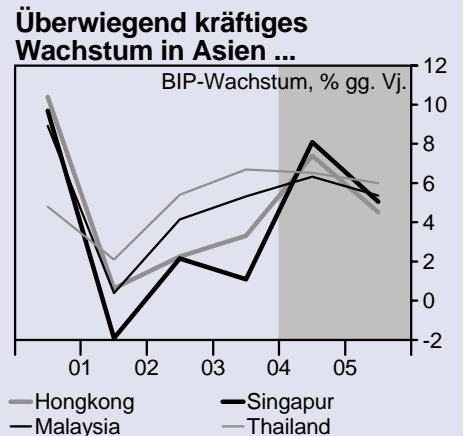
Allerdings trüben auch einige Wolken den ansonsten blauen Himmel: die Verlangsamung des BIP-Wachstums im 2. Quartal in Japan, die Anzeichen einer konjunkturellen Verlangsamung in den USA, steigende Ölpreise, im Rückzug befindliche Aktienmärkte sowie die anhaltende terroristische Bedrohung.

Sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor wird in allen großen Volkswirtschaften Asiens robustes Wachstum verzeichnet. In all diesen Ländern erreichen die Handelsvolumina Rekordhöhen. In zahlreichen Wirtschaftssektoren sind Engpässe zu erkennen. In China kommt es häufiger zu Stromausfällen und die Rohstoffpreise sind nachhaltig in die Höhe gegangen. Allorts wird mit den Lieferanten von Öl und Gas, Eisenerz und Koks, Altpapier und Altmittel um langfristige Sonderkonditionen gefeilscht.

Bei meiner Ankunft in **Indien und Pakistan** setzte gerade mit voller Kraft der lang erwartete Monsun ein, 2004 wird also ein gutes Jahr für die Landwirtschaft. Angesichts des weltweiten Aufschwungs im IT-Sektor und der Amtsübergabe an den neuen Premierminister macht sich in **Malaysia** Erleichterung breit. **Singapur** hat sich von der SARS-Epidemie vollständig erholt, ebenso **Hongkong**. Im vierten Jahr unter Premier Thaksin stürmt **Thailand** weiter voran. Das BIP-Wachstum in **China** betrug in diesem Sommer nahezu 10% – trotz der Bemühungen der Regierung, Überinvestitionen in bestimmten Sektoren zu verhindern. Shanghai zeigt auch nach zwei Jahrzehnten einer boomenden Wirtschaft keine Anzeichen von Müdigkeit. Jedes Jahr entsteht dort ein neues Frankfurt; dies ist besonders augenfällig in Pudong und zwar nicht nur bei den Büro- und Wohngebäuden, sondern auch den Autobahnen und der gesamten Infrastruktur.

Allerdings teilen drei asiatische Länder diese Aufwärtsdynamik nur teilweise. Erstens **Korea**: Dem explosionsartigen Anstieg der Handelsvolumina steht hier Stagnation beim inländischen Verbrauch und den Investitionen gegenüber (auch im Baugewerbe). Hier zeigt sich, dass das Zerplatzen der Kreditkarten-„Bubble“ der Jahre 2001/2002 noch nicht verkräftet ist und der Pessimismus zunimmt. Anlass zur Sorge gibt zudem die alternde Bevölkerung, die sinkende Zahl der Eheschließungen, die rückläufige Geburtenrate sowie die aus einer eventuellen Wiedervereinigung mit Nordkorea entstehende hohe finanzielle Belastung. Meines Erachtens sind auch zwei weitere Länder – die **Philippinen** und **Indonesien** – noch nicht über den Berg, obwohl sie Wachstumsraten von über 4% verzeichnen. Die Philippinen und Indonesien haben das positive Reformumfeld der letzten Jahre nur zögerlich genutzt; aufgrund ihrer Aus- und Inlandsverschuldung bleiben sie für künftige Schocks anfällig. Im Zusammenhang mit den Präsidentschaftswahlen in diesen beiden Ländern stellt die Korruption ein großes Problem dar. Allerdings sollte keines der beiden Länder abgeschrieben werden, da Indonesien über große Erdgasreserven und die Philippinen über eine engagierte, kreative und zumeist Englisch sprechende Bevölkerung von 82 Millionen Menschen verfügen.

**Japan** scheint sich gegenüber der Entwicklung der letzten zehn Jahre deutlich verändert zu haben: überall herrscht Zuversicht. Der Rückschlag beim BIP-Wachstum im 2. Quartal wird zum Teil als statistischer Effekt angesehen. Das Selbstvertrauen einiger Großunternehmen wie Toyota ist kaum zu überbieten; nach dem feindlichen Übernahmeangebot für UFJ hat sich der geordnete Tokioter Finanz-





distrikt in einen Hexenkessel nach New Yorker Muster verwandelt. Ungewöhnliche Zustände so nahe an der Ruhe des Kaiserlichen Palastes.

## Das weltwirtschaftliche Umfeld – gefährlich aufgeheizt?

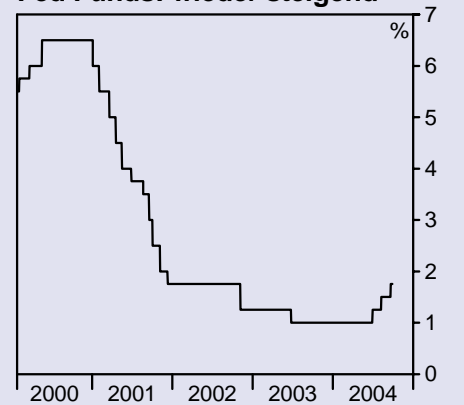
**Fast überall auf der Welt war die konjunkturelle Lage zu Beginn des Sommers außerordentlich positiv.** Mit Ausnahme Europas wurden überall überraschend hohe Wachstumsraten verzeichnet. Der Welthandel zog so kräftig an wie schon seit einem Jahrzehnt nicht mehr. Jetzt aber gibt es offenkundig einige Gründe zur Skepsis. In den Englisch sprechenden Ländern begann ein Zinsanhebungszyklus, an dem auch die US-Notenbank teilnahm. Die Rohstoffpreise stiegen rasant an. Überall herrschte Verknappung, vom Koks bis zum Altpapier. Neue Preiserhöhungsspielräume entstanden, zumindest bei den Inputpreisen. Entgegen den Erwartungen stieg der Ölpreis in schwindelnde Höhen.

**Als Ergebnis trübte sich die Stimmung ein,** die Aktienmärkte kamen ins Stolpern und die kontinuierlichen Aufwärtsrevisionen der Prognose-Institute kamen zum Stillstand. Streng nach "Murphy's Law" kamen weitere negative Entwicklungen hinzu: In den USA geriet das Beschäftigungswachstum ins Stocken, in Deutschland zeigten die Montagsdemonstrationen eine massive Gegenwehr gegen die vorsichtigen Reformversuche, und in unmittelbarer Nähe großer Ölquellen kam es zu neuerlichen Terroranschlägen. Das konjunkturelle Tempo verlangsamte sich überall. Die Erwartungen am Finanzmarkt kehrten sich um. Der Optimismus ließ nach, mit Zinserhöhungen wurde nicht mehr gerechnet (oder erst zu einem späteren Zeitpunkt) und das Risiko einer harten Landung der Konjunktur (in China) wurde zum Tagesgespräch.

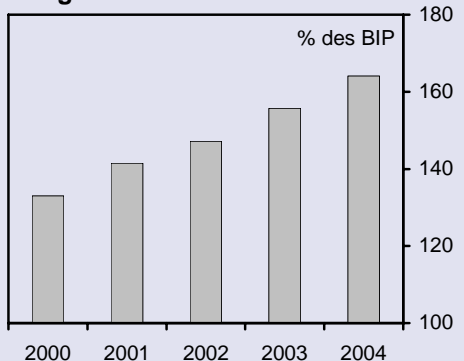
## Einschätzung der G3-Politik

Um das Umfeld für 2005 korrekt einschätzen zu können, muss zunächst die Wirtschaftspolitik des Spätsommers 2004 sachgerecht abgeschätzt werden. Dazu sind die hektisch variierenden Urteile der Finanzmärkte von geringem Nutzen. Nach wie vor verfolgen die **USA eine deutlich expansive Geldpolitik:** Bei einem nominalen BIP-Wachstum von ca. 6 1/2 % liegen die Fed Funds bei 1 3/4%. Nie zuvor bestand eine solche Diskrepanz zwischen der konjunkturellen Dynamik und den monetären Bedingungen. Die geldpolitische Haltung Alan Greenspans ist klar permissiv. **Sowohl auf der Ausgaben- als auch auf der Einnahmenseite bleibt die US-Fiskalpolitik expansiv:** die Steuersätze sinken weiter und die Regierung gibt das Geld mit beiden Händen aus. **Japan hat mit seiner Nullzinspolitik den Weg für eine Ausweitung der Liquidität geebnet,** und die öffentliche Verschuldung erreicht immer neue Rekordhöhen (Verschuldungsgrad 163% des BIP Ende 2004). Aufgrund seiner Probleme mit Not leidenden Krediten zögert China, die Zinsen trotz eines Wachstums von nahezu 10% und einer Inflationsrate von über 5% anzuheben. **Budgetsünder finden sich – siehe Nichteinhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts – auch in Europa** (allerdings erscheinen die europäischen Länder in diesem Vergleich eher wie arme Waisenkinder in einem Meer von Maharakas). Wie soll es in einem solchen makroökonomischen Umfeld irgendwo zu der viel zitierten harten Landung kommen? Die Dividendenrenditen zahlreicher Unternehmen, die auf allen Kontinenten soliden Cash-Flow erzeugen, liegen deutlich über den risikofreien Bondrenditen. Was sagt uns dies? Liegen die Inflationserwartungen deutlich unter dem als realistisch anzusehenden Niveau? Ist an den

Fed Funds: wieder steigend



Japan: Bruttoverschuldung steigt massiv an



Aktienmärkten demnächst mit einem Ausbruch nach oben zu rechnen?

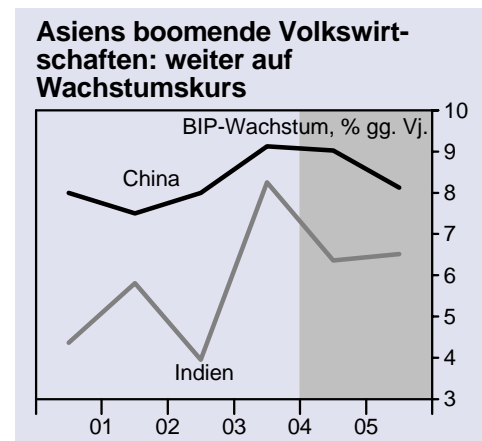
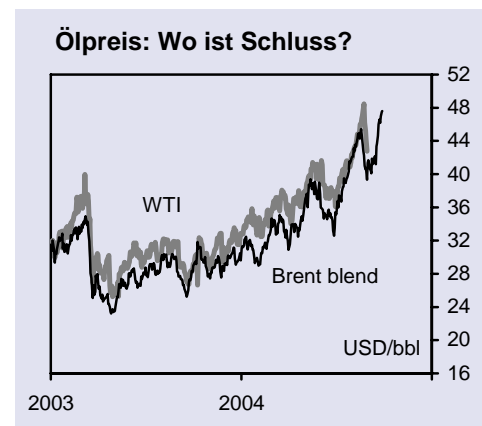
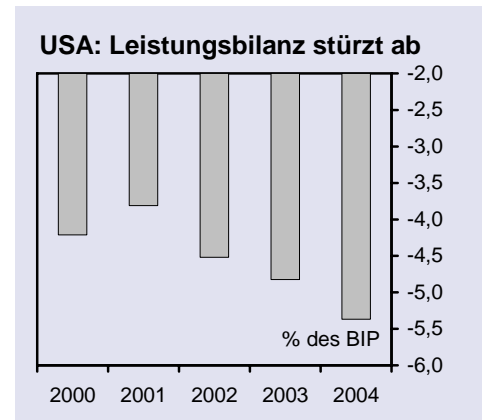
### Asien und die Welt im Jahr 2005

**Meines Erachtens ist mit einem Konjunkturabschwung weder im 2. Halbjahr 2004 noch (vermutlich) 2005 zu rechnen.** Nach meiner Einschätzung wird Georg W. Bush die Präsidentschaftswahl am 2. November 2004 gewinnen. Und dies nicht etwa, weil die Intellektuellen der Welt oder der beiden amerikanischen Küsten ihn unterstützten, sondern weil er den amerikanischen Wählern imponiert, die doch konservativer und patriotischer sind, als wir Intellektuelle es gerne sähen. Es steht zu vermuten, dass Präsident Bush in einer neuen Amtsperiode weiter Steuersenkungen vornehmen und keine Maßnahmen ergreifen wird, um das Budgetdefizit einzudämmen. Unter dieser Annahme dürften die US-Zinsen am kurzen und langen Ende höher liegen als unter Kerry. Das Leistungsbilanzdefizit hingegen (auf astronomischem Niveau und ohne Hinweise auf einen Rückgang) dürfte den Dollarkurs belasten. Der Aufwärtsdruck auf die europäischen und asiatischen Währungen dürfte anhalten.

**Der Ölpreis dürfte auf seinem hohen Niveau verharren.** Meines Erachtens ist ein Ölpreis von 50 oder mehr USD nicht nachhaltig zu erwarten. Ich rechne allerdings mit einem durchschnittlichen Ölpreis von USD 40 pro Barrel WTI im Verlauf der nächsten 15 Monate. Dies resultiert aus dem überproportionalen Anstieg der Energienachfrage, da sich das Wachstum auf Länder konzentriert, die nicht gerade für ihren effizienten Umgang mit Energie bekannt sind – Indien, China und die USA. Das anhaltend hohe Preisniveau resultiert aus der politischen Bedrohung für die beiden Länder mit den größten Ölreserven (Irak und Saudi Arabien); diese dürfte auf absehbare Zeit bestehen bleiben. Daher wird sich der Aufbau strategischer Reserven fortsetzen, insbesondere in den asiatischen Ländern, da diese ihr Öl hauptsächlich aus dem Mittleren Osten beziehen. Außerdem haben die Ölproduzenten aufgrund der Expertenmeinung, dass der Ölpreis bald wieder auf ein Niveau unter USD 30 pro Barrel fallen würde, nur geringere Aktivitäten zur Erschließung weiterer Ölvorkommen unternommen. Damit erhöht sich das Ölangebot für die nächsten Jahre nur wenig.

Daher dürften die Ölimporteure leiden, die Ölproduzenten – insbesondere in politisch stabilen Regionen – jedoch profitieren. Die Fluggesellschaften und der Langstreckentourismus dürften insbesondere in muslimischen Ländern mit terroristischer Bedrohung stark in Mitleidenschaft gezogen werden. Allerdings ist zu beachten, dass auch die Länder profitieren werden, die Investitionsgüter in Erdöl produzierende Länder exportieren oder Güter zur Förderung einer effizienteren Nutzung von Energie liefern. Hier werden wiederum Japan und Kontinentaleuropa als Anbieter von Technologien zur Nutzung erneuerbarer Energien unter den (relativen) Gewinnern sein.

**In China dürfte es 2004/2005 nicht zu einer harten, ja nicht einmal einer weichen Landung kommen.** Ich erwarte eine Fortsetzung des Gleitflugs bei etwas geringerer Flughöhe (8%). Die Annahme einiger anderer Investmentbanken, dass es zu einem erdrutschartigen Wertverlust an den chinesischen Immobilienmärkten (wie z.B. in Sydney, New York und London) und einem aus den entsprechenden Vermögenseffekten resultierenden Rückgang beim privaten Verbrauch kommen wird, dürfte sich als unzutreffend erweisen. In China gilt es, so viele Engpässe zu bewältigen (den Bau neuer Kraftwerke und Autobahnen, die Entwicklung des chinesischen Westens und den Ausbau des Bildungssystems), dass m. E.





ein drastischer Einbruch der Investitionstätigkeit dort unvorstellbar ist.

Ebenso dürfte sich in **Indien das derzeitige BIP-Wachstum von 6 1/2% fortsetzen** (zumindest unter der Voraussetzung eines normalen Monsuns). Die englischsprachige und Computer- und Internetbegabte Bevölkerung des Subkontinents wird immer mehr in die weltweite Arbeitsteilung integriert. Die sich daraus ergebenden positiven Entwicklungen werden allmählich auch in den ländlichen Gebieten zu spüren sein. Auch im Verarbeitenden Gewerbe zeigt sich die gute Performance Indiens. Bleibt nur zu hoffen, dass die Bürokratie ihre Lethargie überwindet und die physische Infrastruktur des Landes modernisiert wird.

**Korea** ist mir nach wie vor ein Rätsel. Ich bin aber immer noch der Ansicht, dass das Land mit seinem Ehrgeiz und seinen großen Fähigkeiten in der Lage sein wird, seine gegenwärtigen Probleme zu bewältigen, und dies insbesondere angesichts boomender Exporte.

Meine Leser mögen mir verzeihen, doch **ich bin nicht willens, eine mutige Prognose für die künftige wirtschaftliche Entwicklung in Japan abzugeben**. Im vergangenen Jahr habe ich die 4% Wachstum, die wir nun für die letzten 12 Monate verzeichnen können, nicht antizipiert. Die halboffizielle Prognose, der zufolge im Jahr 2005 3% Wachstum erreicht werden, halte ich für wenig realistisch. Meine Einschätzung geht eher in Richtung 1 1/2% bis 2 % für das kommende Jahr (das liegt etwas über dem von mir angenommenen Trendwachstum von knapp 1 1/2%). Japan wird weiterhin von den Exporten in die dynamischen Nachbarregionen profitieren. Ebenso werden die japanischen Unternehmen weitere Investitionen vornehmen, um ihren Ruf als modernste Anbieter zu verteidigen. Allerdings kann ich nicht glauben, dass der private Verbrauch das in den letzten vier Quartalen vorgelegte Tempo beibehalten kann. Dafür sind zu viele belastende Faktoren zusammen gekommen. Die Überalterung und die Verschuldungssituation stellen große Probleme für die Zukunft dar. Aber Vorsicht! Hören Sie nicht auf mich! Ich habe mich bereits 2004 geirrt!



## Spannungen zwischen China und Taiwan sowie demografische Entwicklungen

Was ist mir in den vier schwülheißen Wochen in Asien noch aufgefallen? Da ist zum einen die Besorgnis in Singapur hinsichtlich der Spannungen zwischen dem chinesischen Festland und Taiwan. Hier besteht das Risiko, dass es zwischen der alten Führung in China (Jiang Zemin) und dem Militär, der US-Verteidigungsindustrie und dem taiwanesischen Präsidenten, der kein Blatt vor den Mund nimmt, zu **mehr als nur verbalen Auseinandersetzungen in der Taiwan-Frage** kommt.

**Zudem kam in vielen Gesprächen ein Thema auf, das zwar keine aktuelle Brisanz, aber langfristig große Bedeutung hat: die demografische Entwicklung.** Nicht nur Japan, sondern auch Singapur und Korea ahnen bereits die drohenden Konsequenzen einer alternden Bevölkerung. Sogar China und Indien wissen, dass sie sich in ca. 20 Jahren einem ungekannten Problem gegenübersehen werden: dem geringen Anteil junger Frauen an der Bevölkerung. ehen die Unternehmen voraus, welche Konsequenzen sich aus diesen demografischen Entwicklungen für ihr Geschäft ergeben werden? Entwickeln die Investmentbanker adäquate Geschäftsstrategien für diese alternde Welt? Sind unsere Mitarbeiter im Bereich Asset Management darauf vorbereitet, in Asien entsprechende Produkte im Bereich der Altersvorsorge anzubieten? Ich sehe bislang

keine ausreichende strategische Neuausrichtung. Oder habe ich etwas Wichtiges übersehen?

Norbert Walter, +49 69 910-31810 (norbert.walter@db.com)

Thema	Nr.	Erschienen am
Japanische Autos: nachhaltiger Aufschwung erwartet	301	16. September 2004
Zur Reform des Föderalismus	300	13. September 2004
Weltwirtschaft wächst auch 2005 über Potenzial	299	23. August 2004
Deutschland auf dem Weg zu längeren Arbeitszeiten	298	10. August 2004
Deutsche Investitionen in China - Chance für deutsche Unternehmen?	-	6. August 2004
Unternehmensreform und Aktienmarktentwicklung in China	-	9. Juli 2004
Innovationsstandort D: Die Gunst der Stunde	297	7. Juli 2004
Stahlmarkt in China: Engpässe verhindern stärkeres Wachstum	-	23. Juni 2004
Infrastruktur als Basis für eine nachhaltige Entwicklung von Regionen	296	2. Juni 2004
Arbeitsmarkt Deutschland: wenig Chancen auf Besserung ohne echte Reformen	295	11. Mai 2004

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60272 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© 2004. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60325 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen. Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg.