

November 2010

- **Thema des Monats:**
Weihnachtsgeschäft läutet Konsumboom ein
Die 3. Stufe zündet
Santa Claus sucht Personal
Beschäftigung steigt 2011 auf historischen Höchststand

- **EWU-Konjunktur: Industrie stützt Wachstum weiterhin**
Weiterhin gute Nachrichten aus der Industrie
BIP-Prognosen für 2010 nach oben revidiert
Inflationsrate steigt, bleibt aber niedrig

- **US-Konjunktur: Steigende Importe bremsen den Aufschwung**
US-Industrie verliert an Schwung
Belebung des Privaten Verbrauchs setzt sich fort
Kräftige Steigerung der Importe
Inflationsrate bleibt vorerst niedrig

- **Japanische Konjunktur: Nur moderates Wachstum in Q3**
Geld- und Fiskalpolitik noch expansiver - Wirtschaft verliert an Schwung
Die Verbraucherpreise fallen weiter

- **Rentenmarkt: Gute Konjunktur sorgt für steigende Renditen**
Inflationssorgen nehmen zu
EZB-Ratsmitglieder verschärfen die Tonlage
Voraussetzungen für Zinswende in den USA noch nicht erfüllt
Risikoprämien für EWU-Peripherieanleihen leicht rückläufig

- **Aktienmarkt: Outperformance des DAX erwartet**
DAX mit neuem Jahreshoch
Aktien am Kabuto Cho geht die Puste aus
Firmen präsentieren gute Zahlen, ...
... aber Ausblicke werden verhaltener

Research Team

Dr. Marco Bargel

Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Elke Brogsitter

elke.brogsitter@postbank.de

Matthias Göthel

matthias.goethel@postbank.de

Thilo Heidrich

thilo.heidrich@postbank.de

Viola Honerkamp

viola.honerkamp@postbank.de

Fabienne Riefer

fabienne.riefer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 28.10.2010

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228)920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Research garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

Weihnachtsgeschäft läutet Konsumboom ein

Die deutsche Wirtschaft kann jetzt bereits auf ein überaus erfolgreiches Jahr 2010 zurückblicken. Das BIP dürfte voraussichtlich um 3,5% wachsen. Dies wäre der höchste Wert seit dem Jahre 2000. Der konjunkturelle Aufschwung nahm bislang einen für Deutschland geradezu idealtypischen Verlauf an. Bereits ab der Jahresmitte 2009 zogen die Exporte kräftig an. Seit Beginn dieses Jahres folgen die Ausrüstungsinvestitionen mit beachtlichen Steigerungsraten von Quartal zu Quartal. So unerwartet zügig die Aufwärtsentwicklung in diesen Bereichen bislang aber auch gewesen ist - die eigentliche Überraschung liefert derzeit der Private Verbrauch.

Die 3. Stufe zündet

Seit dem Frühjahr ist eine deutliche Steigerung bei den privaten Konsumausgaben zu beobachten. Bereits im 2. Quartal hatte der Private Verbrauch um 0,6% im Vorquartalsvergleich zugelegt. Im 3. Quartal dürfte sich der Aufwärtstrend den bislang vorliegenden Informationen zufolge noch beschleunigt haben. Wir erwarten einen Zuwachs um 0,7%. Aufgrund des niedrigen Ausgangsniveaus würde die Wachstumsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal aber auch dann noch bei eher durchschnittlichen 0,9% liegen.

Erfreulicherweise ist aber derzeit noch kein Ende des Aufwärtstrends zu erkennen. So ist der von der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) ermittelte Konsumklimaindikator in den Herbstmonaten sogar weiter gestiegen. Besonders positiv bewerten die Verbraucher derzeit ihre Einkommensperspektiven. Der Saldo der positiven und negativen Einschätzungen ist derzeit so hoch wie zuletzt in den Jahren 2000 und 2001, als auf dem Höhepunkt des seinerzeitigen Aufschwungs der Private Verbrauch sehr kräftig ausgeweitet worden war.

Die Zutaten für das positive Stimmungsbild der Haushalte liegen auf der Hand. Die Nettogehälter sind auch Dank des markanten Abbaus der Kurzarbeit zuletzt so stark

2011 wird das Jahr des Konsums



gestiegen wie seit 9 Jahren nicht mehr, und in einem Umfeld sehr geringer Preissteigerungsraten bleibt hiervon auch real Einiges übrig. Zudem sinkt die Arbeitslosigkeit spürbar, was auch die Angst vor dem Verlust des eigenen Arbeitsplatzes reduziert. Letztlich dürfte aber auch die aktuelle Diskussion über kräftigere Lohn- und Gehaltssteigerungen die Einkommenserwartungen beflügelt haben.

Aufgrund des insgesamt runden Gesamtbildes rechnen wir mit einer Fortsetzung des Aufwärtstrends bei den privaten Konsumausgaben. Bereits im 4. Quartal dürfte der Private Verbrauch das Vorjahresniveau um 1,7% übertreffen, was für deutsche Verhältnisse bereits ein recht hoher Wert wäre. Dies dürfte aber lediglich das Startsignal für einen kleinen Konsumboom sein. Für 2011 erwarten wir eine Steigerung um real 2,1%. Dies wäre dann der größte Zuwachs der letzten 10 Jahre.

Santa Claus sucht Personal

Besonders erfreulich ist die zunehmende Konsumneigung der Bundesbürger für den Einzelhandel. Während die Steigerung des realen Verbrauchs in den letzten 15 Jahren per saldo weitgehend an den Einzelhändlern vorbeiging, können diese aktuell sogar überproportionale reale Umsatzsteigerungen verzeichnen. Im Durchschnitt der letzten drei Monate, für die Daten vorliegen (Juni - August), übertrafen die realen

Umsätze das Vorjahresniveau um 2,8%. Um eine dynamischere Entwicklung zu finden, muss man schon bis ins Jahr 1995 zurückblicken.

Dies lässt natürlich auch auf ein reges Weihnachtsgeschäft hoffen. Die deutschen Einzelhändler erwarten jedenfalls die höchsten Umsätze seit dem Jahre 2006. Dabei ist dieser Vergleich aber sogar unfair. Ende 2006 hatte nämlich die bevorstehende Erhöhung der Mehrwertsteuer zu einem Vorziehen von Käufen geführt, wodurch das Weihnachtsgeschäft nach oben verzerrt wurde.

Einzelhandel will Stellen aufbauen



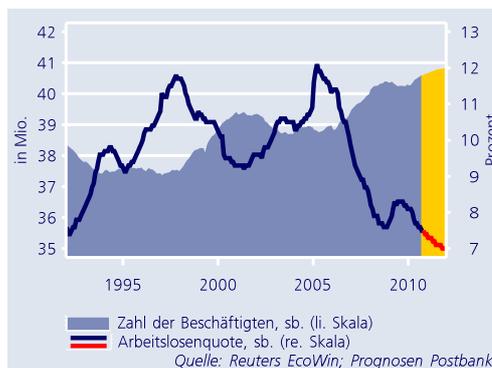
Im Zuge der kräftigen Umsatzbelebung der letzten Monate haben sich auch die Beschäftigungsperspektiven im Einzelhandel deutlich aufgehellt. Laut der regelmäßigen Umfragen des ifo-Instituts sind die Erwartungen der deutschen Einzelhändler für die Beschäftigungsentwicklung in den kommenden 3 Monaten so hoch wie nie zuvor seit dem Start der Befragungen. Dies dürfte sicherlich auch an den positiven Aussichten für das Weihnachtsgeschäft liegen, zu dessen Bewältigung zusätzliches Personal benötigt wird. Unseres Erachtens sollte dies aber nur einen Teil erklären. Wir können uns sehr gut vorstellen, dass die Einzelhändler auf dauerhaft bessere Geschäfte setzen und deshalb zusätzliche Stellen über das Weihnachtsgeschäft hinaus schaffen.

Beschäftigung steigt 2011 auf historischen Höchststand

Die Beschäftigungspläne des Einzelhandels passen in das große Bild, das der Arbeitsmarkt derzeit abgibt. Zwar war der Rückgang der Zahl der Arbeitslosen im Oktober um saisonbereinigt 3 Tsd. Personen etwas enttäuschend. Aber es war immerhin bereits die 16. Verbesserung in Serie und es wird nicht die letzte gewesen sein. In sehr vielen Branchen beabsichtigen die Unternehmen, zusätzliche Stellen zu schaffen. Wir gehen deshalb davon aus, dass sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit weiter fortsetzt. Bis Ende 2011 dürfte die Arbeitslosenquote in saisonbereinigter Rechnung von derzeit 7,5% auf 7,0% sinken. Parallel hierzu sollte die Zahl der Erwerbstätigen von knapp 40,6 Mio. auf gut 40,8 Mio. steigen. Die Arbeitslosenquote würde damit auf ihr niedrigstes Niveau seit der Ermittlung einer gesamtdeutschen Quote fallen. Die Beschäftigung im wiedervereinigten Deutschland erreichte im Gegenzug einen neuen Höchststand.

Bei dieser Prognose berücksichtigen wir, dass es eher schwieriger werden dürfte, die zu schaffenden Stellen aufgrund hoher Anforderungsprofile adäquat zu besetzen. was den Beschäftigungsaufbau bremsen sollte. Aber gerade vor diesem Hintergrund könnte sich das Anziehen des Privaten Verbrauchs als sehr positiv für den Arbeitsmarkt erweisen. In konsumnahen Bereichen ist es oftmals leichter, auch weniger gut qualifizierte Arbeitskräfte sinnvoll einzusetzen, als in hoch technisierten Bereichen. In der Investitionsgüterindustrie

Arbeitsmarkt auf Rekordkurs



und in anderen exportintensiven Branchen ist zudem die Arbeitsproduktivität im Durchschnitt erheblicher höher. Das heißt aber im Umkehrschluss, dass ein Wirtschaftswachstum, das auf Steigerungen des Privaten Verbrauchs basiert, tendenziell beschäftigungsintensiver ist als ein Wachstum, das fast ausschließlich aus einer Ausweitung der Exporte und Investitionen resultiert.

Der Aufschwung des Konsums bietet damit die Chance auf eine Verbreiterung des Aufschwungs am Arbeitsmarkt. Tendenziell steigen damit auch die Beschäftigungschancen für gering Qualifizierte und Wiedereinsteiger oder auch für Arbeitnehmer, die aus einer ungewollten Teilzeit- in eine Vollzeitbeschäftigung wechseln möchten.

Da diese Personengruppen üblicherweise einen hohen Anteil ihres Einkommens für Konsumzwecke ausgeben, käme ein derartiger Aufschwung am Arbeitsmarkt wiederum umgehend dem Privaten Verbrauch zugute. Es besteht deshalb durchaus die Möglichkeit, dass sich eine positive Spirale aus zunehmenden Konsum und steigender Beschäftigung herausbildet und die Zuwächse jeweils noch stärker ausfallen, als derzeit ohnehin schon zu erwarten ist.

Heinrich Bayer

EWU-Konjunktur: Industrie stützt Wachstum weiterhin

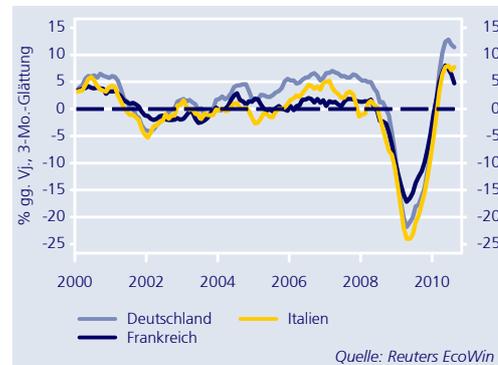
Weiterhin gute Nachrichten aus der Industrie

Die Konjunkturerholung in der Eurozone dürfte auch im 3. Quartal ihre Fortsetzung gefunden haben. Darauf deutet vor allem die Entwicklung in der Industrie hin. Im Durchschnitt von Juli und August stieg die Industrieproduktion in der Eurozone um 1% gegenüber dem Vorquartal. Überproportional fiel der Anstieg in Deutschland (+1,5%) und Italien (+1,8%) aus. Frankreich kam dagegen nicht über Stagnation hinaus.

Neben den überwiegend freundlichen Produktionsdaten konnte sich auch die Stimmung in den Unternehmen behaupten bzw. sogar verbessern. In Deutschland überraschte einmal mehr der ifo-Index positiv, welcher sich im Oktober von 106,8 auf 107,6 Punkte verbesserte. Damit näherte er sich weiter seinem Allzeithoch von 108,9 Zählern an. Auch in den Details überzeugte der Index, da nicht nur die Lage zum wiederholten Male besser beurteilt wurde, sondern auch die Erwartungen auf Sicht von 6 Monaten. Die Zeichen für eine anhaltende Erholung der deutschen Wirtschaft stehen also weiterhin günstig.

Zumal neben dem ifo-Index im Oktober auch die Einkaufsmanagerindizes Deutschlands und der Eurozone überraschend gestiegen sind. Der Indikator für Deutschland stieg laut vorläufigen Angaben um 1 auf 56,1 Zähler, während sich das Pendant für den gesamten Euroraum um 0,4 auf 54,1 Punkte verbesserte. Der Grund für das schwächere Abschneiden des Gesamtindex war ein relativ deutlicher Rückgang des französischen Indikators. Doch auch er liegt mit nun 55,2 Punkten noch immer deutlich im Expansionsbereich. Insgesamt sollte die Industrieproduktion im Euroraum auf Sicht der kommenden Monate also weiter ausgeweitet werden.

Industrieproduktion ist EWU-weit deutlich gestiegen

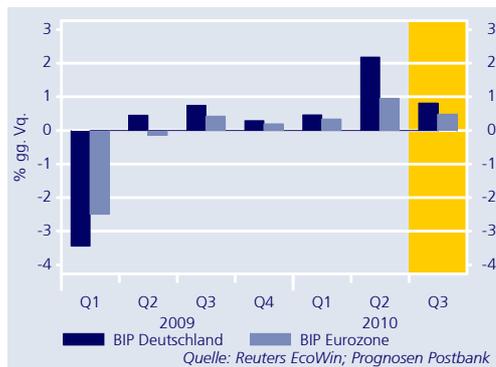


BIP-Prognosen für 2010 nach oben revidiert

Neben der aktuell gut laufenden Industrie zeichnet sich auch seitens der privaten Konsumnachfrage eine Belebung ab. In Frankreich setzten die Vertrauensindizes des Einzelhandels- sowie des Dienstleistungssektors im Oktober ihren Aufwärtstrend fort. Vor allem die Erwartungen konnten in diesen Bereichen zulegen, was auf eine anhaltende Belebung hoffen lässt. In Italien konnte das Verbrauchervertrauen in den vergangenen Monaten wieder Fuß fassen und auch die Einzelhandelsumsätze befinden sich in einem leichten Aufwärtstrend. Damit dürften neben Deutschland, wo sich aus Sicht des Privaten Verbrauchs ein sehr gutes 3. Quartal abzeichnet, auch die anderen großen Volkswirtschaften ihren Teil zu einer wachsenden Binnennachfrage in der Eurozone beitragen.

Aufgrund der positiven Signale seitens der Industrie und des Privaten Verbrauchs haben wir unsere BIP-Prognosen für das laufende Quartal angepasst. Für Deutschland, welches weiterhin die Vorreiterrolle in Europa einnimmt, rechnen wir nun mit einem Wachstum von 0,8% gegenüber dem Vorquartal. Für die EWU erwarten wir ein Plus von immerhin noch 0,5%. Dadurch fallen auch die Prognosen für die Jahresraten etwas besser aus.

Solide BIP-Wachstumsraten in Q3



In Deutschland rechnen wir nun für 2010 mit einem BIP-Wachstum von 3,5%. Die EWU dürfte mit 1,7% nur etwa halb so stark wachsen. Hier spiegelt sich zum einen der überproportional starke Aufschwung Deutschlands wider. Zum anderen befinden sich einige Peripheriestaaten noch immer in oder nahe einer Rezession und dämpfen somit die EWU-Wachstumsrate.

Inflationsrate steigt, bleibt aber niedrig

Die Inflationsrate im Euroraum ist im September von 1,6% auf 1,8% geklettert.

Damit erreichte sie den höchsten Stand seit zwei Jahren. Dagegen verharrte die Kerninflationsrate, die Nahrungsmittel- und Energiepreise unberücksichtigt lässt, zum dritten Mal in Folge bei 1,0% und damit auf einem sehr niedrigen Niveau. Zwar dürften die Verbraucherpreise in den kommenden Monaten leicht steigen, besorgniserregenden Inflationsdruck können wir jedoch weiterhin nicht ausmachen. Vor allem die vielerorts unterausgelasteten Kapazitäten sprechen weiterhin klar gegen eine unmittelbar bevorstehende Inflationsphase.

Da die Preisentwicklung sich weiterhin mit unseren Erwartungen deckt, haben wir unsere Inflationsprognosen unverändert gelassen. Für Deutschland erwarten wir weiterhin eine jahresdurchschnittliche Teuerungsrate von 1,1% in diesem Jahr. Die Inflationsrate der Eurozone dürfte mit 1,5% etwas höher ausfallen. Im kommenden Jahr rechnen wir im Zuge einer weiter voranschreitenden Konjunkturerholung mit 1,7% (Deutschland) und 1,9% (EWU) mit jeweils etwas höheren Raten als in diesem Jahr.

Thilo Heidrich

Prognosen Postbank

	Deutschland			Euroraum		
	2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
Reales BIP (% ggü. Vj.)	-4,7	3,5	2,0	-4,1	1,7	1,3
Privater Verbrauch	-0,1	0,3	2,1	-1,1	0,8	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	-10,0	5,0	3,1	-11,3	-0,6	1,9
Staatsverbrauch	2,9	3,1	1,4	2,4	1,3	1,9
Exporte	-14,3	15,0	7,6	-13,1	9,3	4,7
Importe	-9,4	13,9	8,5	-11,8	9,4	4,2
Außenbeitrag*	-3,2	1,1	0,0	-0,8	0,0	0,2
Lagerinvestitionen*	-0,3	0,7	0,0	-0,7	1,1	-0,4
Arbeitslosenquote (in %)	8,2	7,7	7,0	9,4	10,0	9,8
Inflation (in %)	0,4	1,1	1,7	0,3	1,5	1,9
Staatl. Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-3,1	-4,1	-3,5	-6,2	-6,5	-5,5

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

US-Konjunktur: Steigende Importe bremsen den Aufschwung

US-Industrie verliert an Schwung

Die Industrieproduktion in den USA entwickelte sich in den letzten Monaten schwach. Im August stieg die Produktion nur noch geringfügig an. Im September gab sie sogar zum ersten Mal nach 14 Monaten wieder leicht nach. Im gesamten 3. Quartal übertraf sie aber dennoch das Niveau des Vorquartals um 1,2%. Die Industrieproduktion dürfte somit weiterhin einen deutlich positiven Beitrag zum BIP-Wachstum geleistet haben, das wir für das 3. Quartal in annualisierter Rechnung aufmäßige 2,0% schätzen. Für die laufende Periode sieht es noch etwas trüber aus. Die Auftragseingänge langlebiger Güter stiegen im 3. Quartal nur noch um 1,3%. Dies lässt für die Produktion im 4. Quartal allenfalls einen geringen Zuwachs erwarten. Die konjunkturelle Erholung sollte deshalb zum Jahreswechsel weiter an Schwung verlieren.

Belebung des Privaten Verbrauchs setzt sich fort

Dabei sieht es seitens der binnenwirtschaftlichen Endnachfrage aktuell gar nicht so schlecht aus. Nachdem diese im 2. Quartal um beachtliche 4½% gestiegen war, erwarten wir für das 3. Quartal ein Plus von 2,8%. Einem Rückgang der Bauinvestitionen dürfte dabei ein weiterer ordentlicher Zuwachs bei den Ausrüstungsinvestitionen gegenüber stehen.

Dazu hat sich aber auch der Private Verbrauch in den letzten Monaten kräftiger belebt, als zu erwarten war. Die nominalen Einzelhandelsumsätze sind im August um 0,7% gegenüber dem Vormonat gestiegen, im September um 0,6%. In realer Rechnung ergaben sich jeweils Zuwachsraten von 0,5%. Dies lässt darauf schließen, dass der Private Verbrauch im 3. Quartal mit einer annualisierten Rate von 2,8% gewachsen ist. Dies wäre das beste Quartalsergebnis seit fast 4 Jahren. Die USA erleben derzeit aber eine gesplante Konsumkonjunktur. Während das Plus bei den

Nachfrage nach Waren steigt deutlich, nach Dienstleistungen nur schwach

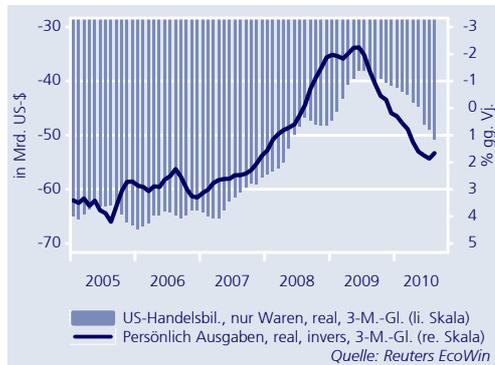


Einzelhandelsumsätzen auch im Vorjahresvergleich fast wieder an die hohen Wachstumsraten vergangener Jahre heranreicht, ist bei der Nachfrage nach Dienstleistungen bislang lediglich eine sehr verhaltene Erholung festzustellen. Es liegt deshalb die Vermutung nahe, dass der Zuwachs im Einzelhandel teilweise auf der Befriedigung eines aufgestauten Nachholbedarfs basiert. Mit dem Auslaufen dieses Effekts dürfte der Private Verbrauch wieder schwächer wachsen, so dass wir an unserer Einschätzung festhalten, dass die vom Konsum ausgehenden Impulse auch 2011 eher verhalten sein werden.

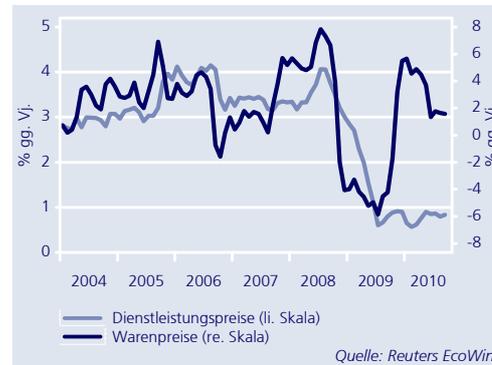
Kräftige Steigerung der Importe

Die Beschleunigung der privaten Konsumnachfrage hat zudem für die USA einen negativen Nebeneffekt. Sie hat zu einem spürbaren Anstieg der Importe geführt. Die reale Einfuhr von Waren ist in den letzten Monaten deutlich schneller gestiegen als die reale Ausfuhr. Da somit ein Teil der zusätzlichen Nachfrage ins Ausland abfließt, profitiert die US-Wirtschaft von der ersehnten Belebung des Privaten Verbrauchs nur in eingeschränktem Maße. Angesichts der immer noch sehr niedrigen Kapazitätsauslastung werten wir dies auch als Hinweis auf strukturelle Probleme der US-Industrie. Sie ist offensichtlich nicht in der Lage, in ausreichendem Maße die

Steigender Konsum lässt Handelsbilanzdefizit anschwellen



Preisauftrieb bei Waren normalisiert, Servicepreise bleiben im Keller



Bedürfnisse der einheimischen Nachfrager zu befriedigen, sei es aufgrund von Lücken im Angebot oder mangelnder Konkurrenzfähigkeit hinsichtlich Preisgestaltung oder Qualität.

Der Private Verbrauch dürfte deshalb erst zum Treiber des US-BIP-Wachstums werden, wenn sich die Nachfrage wieder stärker auf Dienstleistungen konzentriert, da hier der heimische Wertschöpfungsanteil viel höher ist als bei Waren. Bislang ist die Belegung im Sektorservice zwar erst ein zartes Pflänzchen. Wir gehen aber davon aus, dass auch die Nachfrage nach Dienstleistungen im Zuge der zwar zähen, aber gleichwohl fortschreitenden Erholung allmählich anziehen sollte.

Obwohl der Private Verbrauch jetzt etwas günstiger aussieht als zuvor, halten wir an unseren BIP-Prognosen von +2,8% für 2010 und +2,1% für 2011 fest, da im Gegenzug der Außenbeitrag stärker ins Minus rutschen sollte.

Inflationsrate bleibt vorerst niedrig

Die US-Verbraucherpreise sind im September um 0,1% gegenüber dem Vormonat gestiegen. Die Inflationsrate verharrte damit bei 1,1%. Noch moderater zeigte sich mit 0,8% die Kerninflation, die die Preise für Energie und Nahrungsmittel außer acht lässt. In dieser Abgrenzung stagnierte das Niveau der Verbraucherpreise erneut gegenüber dem Vormonat.

Wie bei der privaten Konsumnachfrage ist auch bei den Verbraucherpreisen die Entwicklung gespalten. Die Steigerungsrate bei Waren liegt mit aktuell 1,8% im Vergleich zum Vorjahr in der Nähe ihres langjährigen Durchschnitts. Gleiches gilt für die Warenpreise ohne die Komponenten Energie und Nahrungsmittel. Dagegen ist die Preissteigerung bei den Dienstleistungen seit Mitte 2009 so niedrig wie nie zuvor. Dies dürfte in erheblichem Maße der schwachen Nachfrage geschuldet sein. Da wir hier mit einer allmählichen Verbesserung rechnen, dürfte sich der Preisauftrieb sukzessive beschleunigen. Wir gehen deshalb unverändert davon aus, dass die US-Inflationsrate nach 1,5% in diesem Jahr auf 2,0% im Jahre 2011 anzieht.

Heinrich Bayer

Prognosen Postbank

% ggü. Vj.	USA		
	2009	2010e	2011e
Reales BIP	-2,6	2,8	2,1
Privater Verbrauch	-1,2	1,6	1,8
Bruttoanlageinvestitionen	-18,3	4,0	6,4
Staatsverbrauch	1,6	1,2	1,7
Exporte	-9,5	11,9	6,8
Importe	-13,8	13,1	7,2
Außenbeitrag*	1,1	-0,5	-0,3
Lagerinvestitionen*	-0,6	1,3	-0,2
Inflation	-0,4	1,5	2,0

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Japanische Konjunktur: Nur moderates Wachstum in Q3

Exportdynamik lässt nach



worden sein und somit die Wirtschaftsentwicklung positiv beeinflusst haben. Allerdings gaben in der jüngsten Tankan-Umfrage viele Unternehmen an, ihre Investitionen in den nächsten Monaten drosseln zu wollen. Hier dürfte ebenfalls der starke Yen eine gewichtige Rolle gespielt haben.

Insgesamt erwarten wir für das BIP im 3. Quartal einen Anstieg von 0,3% gegenüber dem Vorquartal. Damit würde sich die Erholung zwar weiter fortgesetzt haben, doch hat die Dynamik seit Beginn des Jahres markant nachgelassen.

Geld- und Fiskalpolitik noch expansiver - Wirtschaft verliert an Schwung

Auf ihrer Sitzung Anfang Oktober senkte die japanische Notenbank überraschend ihren Leitzins von 0,1% auf die Spanne von 0 bis 0,1% und kündigte darüber hinaus den Ankauf von Staatsanleihen an. Auch die Politik wurde aktiv und setzte ein Konjunkturpaket von umgerechnet 45 Mrd. Euro auf, welches primär für den Ausbau des Gesundheitssystems und höhere Sozialleistungen verwendet werden soll. Sowohl die geld- als auch die fiskalpolitischen Maßnahmen haben zum Ziel, die Deflation zu bekämpfen und die Wirtschaft zu stimulieren.

Letzterer macht zunehmend der starke Yen zu schaffen. Gegenüber dem Dollar ist der Yen so stark wie seit Mitte der 90er Jahre nicht mehr. Dies macht japanische Waren im Ausland teurer und trifft damit vor allem den Exportsektor. Im 3. Quartal dürften die Exporte nur wenig zugelegt haben, während sich bei den Importen ein recht deutlicher Anstieg abzeichnet. In der Summe dürfte der Außenbeitrag damit einen negativen Wachstumsbeitrag im abgelaufenen Quartal geleistet haben.

Dafür dürfte der Private Verbrauch im 3. Quartal als Wachstumsstütze fungiert haben. Mit Blick auf die Haushaltsausgaben ist von dieser Seite mit einem Anstieg zu rechnen. Auch die Bruttoanlageinvestitionen sollten erneut ausgeweitet

Die Verbraucherpreise fallen weiter

Die Verbraucherpreise gaben im August um 0,3% gegenüber Juli nach. Die Inflationsrate sank dadurch von -0,9% auf -1,0%. Die Kerninflationsrate, bei der Nahrungsmittel und Energie nicht berücksichtigt werden, lag im August zum dritten Mal in Folge bei -1,5%. Der Preistrend bleibt in beiden Abgrenzungen abwärtsgerichtet. Damit ist eine Stabilisierung der Preise oder gar ein Ende der Deflation in Japan bislang nicht auszumachen. Wir rechnen weiterhin mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von -0,9% in diesem Jahr. Auch 2011 werden die Verbraucherpreise wohl weiter sinken.

Thilo Heidrich

Prognosen Postbank

% ggü. Vj.	Japan		
	2009	2010e	2011e
Reales BIP	-5,2	3,0	1,7
Privater Verbrauch	-1,0	1,8	0,8
Bruttoanlageinvestitionen	-13,9	-0,9	0,7
Staatsverbrauch	1,5	1,5	0,8
Exporte	-24,1	25,2	8,2
Importe	-16,8	10,6	4,0
Außenbeitrag*	-2,0	2,2	0,9
Lagerinvestitionen*	-0,3	-0,2	0,2
Inflation	-1,4	-0,9	-0,3

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Rentenmarkt: Gute Konjunktur sorgt für steigende Renditen

Der Trend steigender Renditen hat sich im Vormonat fortgesetzt. 10-jährige Bundesanleihen rentierten zuletzt bei knapp 2,6%, US-Treasuries gleicher Laufzeit bei gut 2,7%. Da der Renditeanstieg bei US-amerikanischen Staatsanleihen etwas geringer ausfiel, hat sich der Renditeabstand zu deutschen Bundesanleihen im Vormonatsvergleich leicht verringert. Zu dieser Entwicklung dürften mehrere Faktoren beigetragen haben. Erstens fielen die Konjunkturdaten am aktuellen Rand insgesamt recht solide aus. Nach wie vor deuten sie zwar auf eine konjunkturelle Beruhigung in der zweiten Jahreshälfte. Allerdings wird ein Rückfall in eine Rezession - insbesondere auch in den USA - immer unwahrscheinlicher. In Deutschland dürfte in diesem Jahr mit einem Plus von 3,5% der höchste BIP-Zuwachs seit der Jahrtausendwende erreicht werden. Auch in anderen Kernländern der EWU wie Frankreich und Italien dürften recht hohe Wachstumsraten erreicht werden. Dies relativiert die immer noch recht trüben Konjunkturaussichten für einige Peripheriestaaten, da sich ein Aufschwung in den großen Ländern mit zeitlicher Verzögerung in der Regel auch positiv auf das Wachstum anderer Mitgliedsländer auswirkt.

Inflationssorgen nehmen zu

Ein weiterer Grund für den jüngsten Renditeanstieg dürfte in wachsenden Inflationssorgen des Marktes zu finden sein. Zwar fielen die Verbraucherpreisdaten bis zuletzt eher moderat aus. Im Euroraum lag die Inflation im September bei 1,8% und damit auf einem Niveau, das aus geldpolitischer Sicht noch nicht besorgniserregend ist. Immerhin wird ein Überschreiten der 2%-Marke in den kommenden Monaten aber immer wahrscheinlicher. Mehr Sorgen als die aktuelle Inflationsrate bereitet aber die Entwicklung der Preise auf den sogenannten vorgelagerten Stufen. So stiegen die Erzeugerpreise in Deutschland im Vorjahresvergleich zuletzt um fast 4%, die Importpreise sogar um fast 10%. Preistreiber waren

Markt rechnet mit steigender Inflation



dabei keinesfalls allein die Energiepreise, die in den vergangenen Jahren sehr häufig zu ähnlichen Ausschlägen in den Preisindizes geführt haben. Dies deutet auf einen grundlegenden Trend zu steigenden Preisen bei wichtigen Handelspartnern Deutschlands. Auf mittlere Sicht können steigende Import- und Erzeugerpreise letztendlich auch in einer höheren Inflationsrate münden. Dies ist aus unserer Sicht umso wahrscheinlicher, als wir in Deutschland in den kommenden Quartalen kräftige Zuwächse beim Privaten Konsum erwarten.

EZB-Ratsmitglieder verschärfen die Tonlage

Für höhere Renditen sprechen nicht zuletzt aber auch Äußerungen von Notenbankern im Euroraum. So meldeten sich in jüngster Zeit in wachsendem Maße die „Falken“ aus dem EZB-Rat zu Wort. Ihre Kritik am aktuellen Vorgehen der Notenbank entzündet sich vor allem an den Ankäufen von Staatsanleihen, der aus ihrer Sicht mit dem Mandat der EZB als Hüter der Preisstabilität nicht mehr vereinbar ist. Offensichtlich wächst innerhalb des obersten Entscheidungsgremiums der EZB der Druck zu einem baldigen Ausstieg aus den Sondermaßnahmen. De facto hat die Notenbank im Euroraum mit dem Ausstieg aus den krisenbedingten Maßnahmen bereits begonnen. Auch wurden zuletzt kaum mehr Staatsanleihen angekauft, auch wenn das Programm offiziell noch

nicht beendet wurde. Befürworter des Ankaufprogramms im EZB-Rat verweisen auf den „Droh-Charakter“ der Maßnahme, der ein tatsächliches Handeln überflüssig mache. Denn oftmals reiche schon die Ankündigung von Maßnahmen, um den Markt in eine gewünschte Richtung zu lenken. Eine Erfolgsgarantie hierfür gibt es allerdings nicht. Denn die Erfahrung an den Devisenmärkten zeigt, dass Notenbanken im Zweifelsfall hohe Beträge aufwenden müssen, um den Markttrend durch Interventionen in eine andere Richtung zu lenken.

Wir gehen davon aus, dass der Druck für eine endgültige Beendigung der Sondermaßnahmen vor dem Hintergrund solider Konjunkturdaten insbesondere im kommenden Jahr deutlich wachsen wird. Allerdings könnte die von uns erwartete konjunkturelle Schwäche um die Jahreswende herum hier noch einmal für etwas Entlastung sorgen und den „Tauben“ im EZB-Rat neuen Auftrieb verleihen. Insofern halten wir eine schnelle Rückkehr zu geldpolitischer Normalität für unwahrscheinlich. Gegen Ende 2011 dürften dann aber die Sorgen vor einer beschleunigten Inflation überwiegen und den Boden für eine Zinsanhebung im Euroraum bereiten.

Voraussetzungen für Zinswende in den USA noch nicht erfüllt

In den USA weisen die Vorzeichen der Geldpolitik in eine andere Richtung als im Euroraum. Jenseits des Atlantiks wird unverändert über eine mögliche Ausweitung der Sondermaßnahmen in Form der sogenannten „quantitativen Lockerung“ diskutiert. Dies könnte bedeuten, dass die US-Notenbank nochmals in erheblichem Umfang US-Staatsanleihen ankauft, um die langfristigen Zinsen auf einem niedrigen Niveau zu stabilisieren und damit letztendlich die Konjunktur zu stützen. Grundsätzlich dürfte sich der Konjunkturaufschwung zwar auch in den USA fortsetzen. Die jüngsten Daten gaben indes keinen Anlass zu Euphorie. Insbesondere der US-Immobilienmarkt erweist sich unverändert als eine Achillesverse des Aufschwungs. Die Sorgen vor einem

anhaltenden Preisdruck bei Immobilien und neuen finanziellen Belastungen im US-Bankensektor haben durch Meldungen über möglicherweise unrechtmäßige Zwangsvollstreckungen neue Nahrung erhalten. Sollte sich die Erholung am Immobilienmarkt hierdurch weiter verzögern, wäre dies aus Sicht der Fed sicherlich ein Argument gegen ein baldiges Ende der Sondermaßnahmen oder gar eine Normalisierung der Zinssätze. Wir erwarten zumindest für das kommende Jahr noch keine Zinsanhebung in den USA.

Risikoprämien für EWU-Peripherieanleihen leicht rückläufig

Die Lage am Markt für Staatsanleihen der EWU-Peripherieländer hat sich in den vergangenen Wochen leicht entspannt. Hierzu dürfte neben den guten Konjunkturdaten aus den großen Mitgliedsländern auch die Abwärtsrevision der erwarteten Haushaltsdefizite für einige Staaten beigetragen haben. Insgesamt dürfte sich damit aus Marktsicht das Risiko von Zahlungsausfällen von EWU-Staatsanleihen verringert haben, was in einer Abnahme der Risikoprämien gegenüber deutschen Bundesanleihen zum Ausdruck kommt. Wir sehen weiterhin die Möglichkeit von Rückschlägen, da der Prozess der Haushaltskonsolidierung in einigen Staaten sehr zäh verlaufen wird, sehen die jüngsten Rückgänge der Risikoaufschläge aber durchaus als gerechtfertigt an. Für deutsche Bundesanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren erwarten wir auf 12-Monatssicht unverändert ein Renditeniveau von 3,1%.

Dr. Marco Bargel

Prognosen Postbank

		28.10.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen				
Euroraum	%	1,00	1,00	1,00
USA	%	0-0,25	0-0,25	0-0,25
Japan	%	0-0,1	0-0,1	0-0,1
Großbritannien	%	0,50	0,50	0,75
Renditen 10 Jahre				
Bundesanleihen	%	2,56	2,5	3,1
US-Treasuries	%	2,66	2,6	3,2
Japanische JGB's	%	0,92	0,9	1,1
Britische Gilts	%	3,15	3,1	3,9

Aktienmarkt: Outperformance des DAX erwartet

Euroland und USA freundlich - Japan verliert den Anschluss



Exportorientierte japanische Firmen ächzen unter starkem Yen



DAX mit neuem Jahreshoch

Aufwärts ging es seit dem Redaktionsschluss unserer letzten ‚Perspektiven‘ für die meisten internationalen Leitindizes. Sehr freundlich entwickelten sich von den vier von uns analysierten Indizes DAX, Standard & Poors 500 und Euro Stoxx 50. Sie weisen Kurszuwächse zwischen knapp 7% und nahezu 4% auf. Besonders positiv präsentierte sich der DAX. Mit Kraft überwand der Index den Bereich von 6.300 bis 6.400 Punkten, an dem er im bisherigen Jahresverlauf schon mehrfach abgewiesen wurde. Mit 6.639 markierte der DAX ein neues Jahreshoch. Dies gelang weder dem Standard & Poors 500 noch dem Euro Stoxx 50.

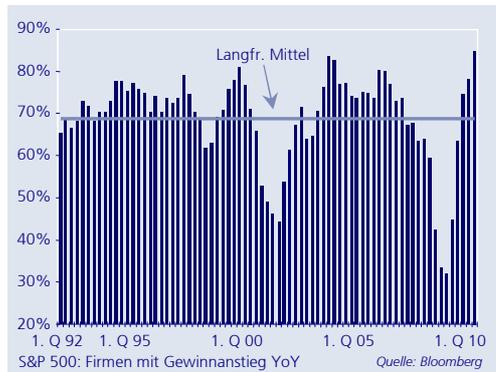
Interessant ist auch der Blick auf die Kursentwicklung der Leitindizes der BRIC-Staaten. Mit Kurszuwächsen zwischen 1% und gut 3% blieben indischer Sensex, brasilianischer Bovespa und russischer RTS hinter der Kursentwicklung der o.g. Indizes im gleichen Zeitraum zurück. Die Ausnahme stellt der chinesische Shanghai 180 dar. Die Kurse explodierten regelrecht im ‚Land der aufgehenden Sonne‘ und der Index verzeichnete ein Kursplus von mehr als 20%. Ein Bestwert auch im globalen Performancevergleich. Chinesische Aktien entpuppten sich in den ersten neun Monaten dieses Jahres als Ladenhüter. Die Angst vor einer Überhitzung der chinesischen Wirtschaft, einer Immobilienkrise bzw. einem Handelskrieg mit den USA trieben die

Anleger in Scharen aus chinesischen Dividentiteln. In den letzten Wochen sind diese Ängste geringer geworden. Die chinesische Regierung hat auch nach unserer Ansicht gezeigt, dass sie beherzt gegen eine Überhitzung der Wirtschaft und eine Immobilienkrise vorgeht. Zudem hat sie über eine gewisse Aufwertung des chinesischen Yuan zum US-Dollar das Risiko eines Handelsstreits mit den USA deutlich verringert. Unter langfristigen Anlageaspekten eignen sich chinesische Aktien in Abhängigkeit von der persönlichen Risikomentalität des einzelnen Anlegers nach unserer Ansicht zur Depotbeimischung.

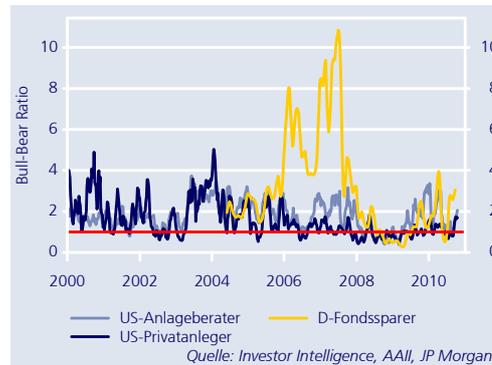
Aktien am Kabuto Cho geht die Puste aus

Zu den schwächsten Börsenplätzen der letzten Wochen und auch im bisherigen Jahresverlauf zählt der Kabuto Cho. Der Topix zählt in beiden Fällen zu den Indizes mit den größten Kursverlusten. Ein wesentlicher Grund für das schlechte Abschneiden vieler Dividentitel aus dem ‚Land des Lächelns‘ ist der internationale Wettbewerbsnachteil, der für die stark exportabhängige japanische Wirtschaft aus der Stärke des japanischen Yen zum US-Dollar entstanden ist. Am 25. Oktober kostete ein Dollar nur noch 80,78 Yen. Dies ist nur noch einen Wimpernschlag vom bisherigen Rekordtief von 80,62 Yen aus dem April 1995 entfernt. Im bisherigen Jahresverlauf hat der Greenback schon knapp 15% zum Yen nachgegeben. Die Intervention der

USA: Rekordzahl an Unternehmen steigert Gewinn im Vorjahresvergleich



Zahl der Optimisten ist beiderseits des Atlantiks wieder gestiegen



Bank of Japan Mitte September dieses Jahres brauchte auch nur eine sehr kurzzeitige Entlastung. Die Yen-Stärke tut vielen Firmen aber richtig weh. Jeder Yen, den der Greenback zur japanischen Währung verliert, kostet zum Beispiel den Autobauer Honda rd. 150 Mio. Euro Geschäftsgewinn. Auch die Produktionsverlagerung ins Ausland ist keine optimale Lösung. Zum Einen ist dies in den meisten Fällen kurzfristig nicht zu realisieren. Zum Anderen schrumpfen die im Ausland erzielten Gewinne beim Rücktransfer nach Japan. Mittelfristig dürften japanische Aktien daher weiterhin nur eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung erreichen.

Firmen präsentieren gute Zahlen, ...

Die Berichtssaison der Unternehmen zum Geschäftsverlauf im 3. Quartal 2010 ist beiderseits des Atlantiks sehr erfreulich angelaufen. Inzwischen haben rd. 1/3 der im S&P 500 und knapp 10% der im europäischen Stoxx 600 gelisteten Firmen ihre Zahlen und zum Teil auch ihre Geschaftsausblicke präsentiert. In den USA haben fast 85% der Firmen ihren Gewinn im Vorjahresvergleich gesteigert und knapp 80% konnten die Analystenprognosen übertreffen. Beides Rekordwerte in unseren Aufzeichnungen seit Anfang der 90er Jahre. Beim Umsatz gelang dies knapp 80% bzw. 55% der Firmen. In Europa zeigt sich ein vergleichbar positives Bild. Mehr als 70% übertrafen bisher die Gewinn- und deutlich mehr als 60% die Umsatzschatzungen der Analysten. Dies sind insgesamt sehr erfreuliche Werte und die Verbesserungen beim Umsatz belegen, dass die Fortschritte auf

der Ertragsseite nicht nur der Kostendisziplin geschuldet sind.

... aber Ausblicke werden verhaltener

Das Haar in der Suppe der Berichtssaison ist, dass eine zunehmende Zahl an Unternehmen beiderseits des Atlantiks ihre Geschaftsausblicke weniger optimistisch als noch in den letzten Quartalen formuliert. Teils ist auch von rückläufigen Gewinnen die Rede. Dies bestätigt unsere Einschätzung, dass der Peak der prozentualen Gewinn- und Umsatzsteigerungen langsam überschritten ist. Dies birgt ein gewisses Ruckschlagspotenzial für die Märkte, da enttäuschende Firmennachrichten auf optimistische Anleger treffen. Zum Jahreswechsel 2010/11 erwarten wir den DAX daher bei 6.500 Punkten. Umsätze und Gewinne dürften aber auch in 2011 bei der Mehrheit der Firmen beiderseits des Atlantiks zumindest moderat steigen. Dies sollte ausreichend sein, um ein moderates Kurspotenzial zu ermöglichen. Der DAX sollte auf Jahressicht aufgrund der Stärke vieler deutscher Firmen im internationalen Vergleich die Nase vorne haben. Wir erwarten ihn dann im Bereich von 7.000 Punkten.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	28.10.	in 3 M	in 12 M
DAX	6.595	6650-6850	6900-7100
Euro Stoxx 50	2.846	2800-3000	2900-3100
S&P 500	1.184	1160-1260	1200-1300
Topix	814	770-870	790-890

Marktprognosen November 2010

Zinsen in %	28.10.10	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Euroraum					
Refisatz	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
3-Monats-Euribor	1,05	1,1 (1,0)	1,1 (1,0)	1,1	1,3 (1,2)
2-j. Bunds	1,03	0,9 (0,7)	1,0 (0,9)	1,1	1,4 (1,3)
10-j. Bunds	2,56	2,5 (2,4)	2,7 (2,6)	2,9 (2,8)	3,1
USA					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25
3-Monats-Libor	0,29	0,3 (0,4)	0,3 (0,4)	0,4	0,4
2-j. Treasuries	0,36	0,4 (0,5)	0,6	0,7	0,8
10-j. Treasuries	2,66	2,6 (2,7)	2,9	3,1 (3,0)	3,2
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor / . USD-Libor	76	80 (60)	80 (60)	70	90 (80)
10 J.: Bunds / . Treasuries	-10	-10 (-30)	-20 (-30)	-20	-10
Japan					
Overnight Call Rate	0-0,1	0-0,1 (0,1)	0-0,1 (0,1)	0-0,1 (0,1)	0-0,1 (0,1)
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	0,92	0,9 (1,0)	1,0 (1,1)	1,0 (1,1)	1,1
UK					
Base Rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	3,15	3,1	3,3	3,6 (3,5)	3,9 (3,8)
Swap/Credit Spreads in Basispunkten					
10-j. Swaps / . Bunds	28	30 (25)	20	20	20
5-j. Pfandbriefe / . Swaps	10	10	10	10	10
EWU Corporates A-Rated / . Bunds	98	100 (90)	90	80	80
US Corporates B-BB-Rated / . Treasuries	498	500 (570)	470 (550)	450 (520)	450 (500)
Wechselkurse					
US-Dollar (EUR/USD)	1,3930	1,45 (1,35)	1,40 (1,35)	1,38 (1,30)	1,35 (1,25)
Japanischer Yen (EUR/GBP)	112,87	115 (113)	118 (113)	121 (115)	125 (116)
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8738	0,86 (0,85)	0,85 (0,84)	0,83	0,82
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,3700	1,34 (1,32)	1,34 (1,33)	1,35 (1,33)	1,35
Commodities					
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	82,55	80	80	85 (80)	90 (85)
Gold Spot (\$/Feinunze)	1344	1500 (1350)	1500 (1300)	1450 (1200)	1400 (1200)
Aktien					
		KGV	KGV	Kursziel	Kursziel
		2010e	2011e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	6.595	13,4	12,2	6650-6850	6900-7100
Euro Stoxx 50	2.846	10,8	10,0	2800-3000	2900-3100
Standard & Poors 500 *	1.184	15,4	14,0	1160-1260	1200-1300
Topix	814	20,0	18,2	770-870	790-890

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Konjunkturprognosen November 2010

	2010				2011				BIP in % YoY			Inflation in % YoY		
	Q1	Q2	Q3e	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
Deutschland	0,5	2,2	0,8	0,4	0,3	0,2	0,5	0,5	-4,7	3,5 (3,3)	2,0 (1,8)	0,4	1,1	1,7
Euroraum	0,2	1,0	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	-4,1	1,7 (1,4)	1,3	0,3	1,5	1,9
USA	0,9	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	-2,6	2,8	2,1	-0,4	1,5	2,0
Japan	1,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	-5,2	3,0	1,7	-1,4	-0,9	-0,3

Vormonatsprognosen in Klammern