

Perspektiven 2011

- **Editorial: Gute Aussichten für Deutschland**

- **Konjunktur 2011: Globaler Aufschwung setzt sich fort**
 - Deutschland: Binnennachfrage wird zur treibenden Kraft
 - Euroraum: Weiterhin große Wachstumsdifferenzen
 - USA: Mühsamer Aufstieg aus dem Tal
 - Japan: Der Exportmotor verliert an Kraft
 - Emerging Markets: Treibende Kräfte der Weltwirtschaft

- **EWU-Peripherie auch 2011 in schwerem Fahrwasser**
 - Griechenland - Ende der Krise nicht in Sicht
 - Irland - Ein zweites Griechenland?
 - Portugal - Ein Wackelkandidat für den EFSF
 - Spanien - Primus inter Pares

- **Rentenmarkt 2011: Geldpolitik weiter im Krisenmodus**
 - Geldpolitik treibt Renditen auf Rekordtief
 - Langfristige Folgen der Nullzinspolitik
 - Zinsen bleiben 2011 niedrig
 - Situation am Markt für EWU-Peripherieanleihen unverändert schwierig
 - 2010: Spreads von Unternehmensanleihen per saldo kaum verändert
 - 2011: Gutes Konjunkturmilieu bietet noch Potenzial nach unten

- **Aktienmarkt 2011: Noch Luft nach oben**
 - In 2010 kam es auf die richtige Mischung an
 - Die Unternehmensgewinne steigen auch in 2011
 - Aktien ein ‚Rund um sorglos Paket‘?
 - Aktien haben noch Luft nach oben
 - Können die BRIC's in 2011 wieder durchstarten?

- **Rohstoffe 2011: Konjunkturaufschwung stützt Preise**
 - Ölpreis: China, USA und OPEC als entscheidende Fundamentalfaktoren
 - Goldmanie hält vorerst noch an
 - Industriemetalle auch 2011 mit Rückenwind
 - Weiterhin Chancen bei Rohstoffen

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: 18.11.2010

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
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.

Gute Aussichten für Deutschland

Sehr geehrte Damen und Herren,

Auch 2010 wird als ein Jahr der Negativrekorde in die Geschichte eingehen. Anders als in den vorangegangenen Jahren waren es diesmal aber nicht mehr der Finanzsektor oder die Konjunktur, die Anlass zur Sorge gaben. Rekordeinbrüche bei der Wirtschaftsleistung oder einen reihenweisen Zusammenbruch großer Finanzhäuser gab es nicht mehr. Vielmehr waren es 2010 explodierende Haushaltsdefizite und Verwerfungen am Markt für Staatsanleihen, die für Unruhe sorgten. In vielen Industrieländern kletterten die Deckungslücken in den öffentlichen Haushalten auf bisher nie erreichte Höhen. Trauriger Spitzenreiter war hierbei Irland, wo notwendige Kapitalspritzen zur Rettung des Bankensektors das Staatdefizit auf sage und schreibe 32% des Bruttoinlandsproduktes katapultierten. Auch in einigen anderen Ländern befindet sich das Defizit im zweistelligen oder zumindest hohen einstelligen Bereich.

Deutschland steht mit einem Defizit von rund 4% unter den Industriestaaten noch relativ gut da. Innerhalb der Eurozone weisen 2010 nur Finnland, Luxemburg und Malta einen geringeren Fehlbetrag auf. Dies ist zum einen der vergleichsweise guten Ausgangslage zu verdanken, mit der Deutschland in die Krise gestartet ist. Hierzulande war der öffentliche Haushalt 2007/08 weitgehend ausgeglichen, während sich das Defizit in vielen anderen Staaten bereits auf einem recht hohen Niveau befand. Zum anderen hat die Bundesregierung die Konjunkturpakete mit Augenmaß geschnürt. Im internationalen Vergleich sind die Stützungsmaßnahmen eher bescheiden ausgefallen. Drittens trägt aber auch die rasche Konjunkturerholung in Deutschland zur Sanierung der Staatsfinanzen bei. Dank eines exportgetriebenen Wachstums sind die Steuereinnahmen 2010 sehr viel stärker gestiegen als zunächst erwartet.

2011 stehen die Zeichen weiterhin auf Expansion in Deutschland. Wir gehen davon aus, dass die reale Wirtschaftsleistung um 2% steigt. Dies wäre zwar deutlich weniger als in diesem Jahr (3,6%); im langfristigen Vergleich wäre das aber immer noch ein sehr hoher Wert. Dabei wird der Aufschwung keinesfalls mehr alleine von den Exporten getragen. Längst befinden sich auch die Investitionen wieder in einem stabilen Aufwärtstrend. Eine wirkliche Überraschung hält aber die Entwicklung des Privaten Konsums parat. Nicht zuletzt wegen einer sehr guten Arbeitsmarktentwicklung dürften die privaten Haushalte ihren Verbrauch nach jahrelanger Zurückhaltung 2011 um gut 2% ausweiten. Dabei hilft auch eine bisher noch sehr moderate Inflation. Deutschland hat sich in der Eurozone damit zu einer Konjunkturlokomotive entwickelt. Hiervon werden – mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung – auch die stark gebeutelten Peripheriestaaten der Eurozone profitieren. Dies wird es den Finanzministern in Irland, Portugal, Spanien und Griechenland leichter machen, das Haushaltsdefizit wieder auf ein erträgliches Maß zurückzufahren.

Gleichwohl werden die öffentlichen Defizite auch in 2011 ein wesentlicher Risikofaktor für die Märkte bleiben. Angesichts exorbitant hoher Fehlbeträge in vielen Staatshaushalten wird es ein langer und steiniger Weg bis zu einer nachhaltigen Stabilisierung der öffentlichen Finanzen werden. Bis dahin bleiben Rückschläge am Markt für Staatsanleihen wahrscheinlich. Wir gehen aber davon aus, dass größere Verwerfungen, die beispielsweise durch den Zahlungsausfall eines EWU-Mitgliedsstaates auftreten könnten, ausbleiben werden.

Ein weiterer potentieller „Störfaktor“ für die Märkte dürfte 2011 die Geldpolitik darstellen. In den letzten Monaten sind die möglichen langfristigen Auswirkungen

einer ultraexpansiven Geldpolitik immer stärker in den Fokus geraten. Hierzu zählen neben Inflation ein Kreditboom sowie eine erneute Blasenbildung an den Märkten. Kein Wunder also, dass die jüngste Entscheidung der US-Notenbank, Staatsanleihen über noch einmal 600 Mrd. US-Dollar aufzukaufen, auf ein geteiltes Echo gestoßen ist. Für die Geldpolitik besteht 2011 die große Herausforderung darin, den Normalzustand an den Geldmärkten wieder herzustellen, ohne den Aufschwung zu gefährden oder eine erneute Finanzkrise heraufzubeschwören. Zinserhöhungen dürften dabei allerdings so schnell nicht auf der Agenda stehen. Wir rechnen erst gegen Ende 2011 mit einer ersten vorsichtigen Leitzinserhöhung im Euroraum.

Der Unternehmenssektor wird nach unserer Einschätzung auch 2011 relativ solide durch das Jahr kommen. Steigende Umsätze und Effizienzgewinne durch ein striktes Kostenmanagement legen die Basis für weitere Gewinnzuwächse. Dementsprechend sehen wir bei Aktien weiteres Kurspotential im neuen Jahr, zumal die Bewertungen der Dividendentitel in den meisten Fällen immer noch sehr moderat sind. Vom Aufschwung profitieren sollten auch die produktionsnahen Rohstoffe. Gegenwind können Anleger am Rentenmarkt erwarten. Steigende Renditen dürften hier die Kursperformance belasten. Aber auch hier gibt es für risikoorientierte Anleger interessante Chancen, da der anhaltende Konjunkturaufschwung für einen Rückgang der Risikoprämien sorgen sollte.



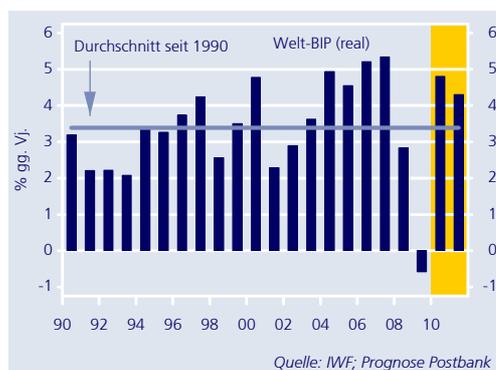
Dr. Marco Bargel

Konjunktur 2011: Globaler Aufschwung setzt sich fort

Die Weltwirtschaft erholte sich schneller als erwartet von der schweren Rezession des Jahres 2009. Das globale BIP erhöhte sich 2010 um schätzungsweise 4,8%. Damit knüpfte es fast wieder an die Werte an, die vor dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise erzielt worden waren. Zudem machte der Welthandel den 2009 erlittenen Einbruch um 11% mehr als wett. Dieses insgesamt positive Ergebnis darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass der globale Konjunkturmotor noch keineswegs rund lief. Die Entwicklungen zwischen den Regionen und auch zwischen einzelnen Ländern in den jeweiligen Regionen wiesen sogar außergewöhnlich große Divergenzen aus.

Treiber des globalen Wachstums waren im ausklingenden Jahr die Schwellenländer. Insbesondere die Emerging Markets Asiens mit China und Indien an der Spitze knüpften nahtlos an die hohen Wachstumsraten vorangegangener Jahre an. Angeführt von dem Schwergewicht Brasilien wurden auch in Südamerika beachtliche Zuwächse der Wirtschaftsleistung erreicht. Diese Region profitierte jetzt davon, dass sie ihre Abhängigkeit von den internationalen Kapitalmärkten, die früher sehr hoch gewesen war, deutlich abgebaut hatte. Auch die Industrieländer fanden insgesamt auf den Wachstumspfad zurück. Jedoch verlief die Erholung hier sehr viel zäher. Von einem selbsttragenden Aufschwung konnte in den wenigsten Fällen gesprochen werden.

Weltwirtschaft: Rascher Aufstieg aus dem Rezessionstal



Vielmehr war die Konjunktur in den meisten Industrieländern immer noch auf die Unterstützung durch eine sehr expansive Geld- und/oder Finanzpolitik angewiesen. Eine hohe Dynamik ergab sich nur in den stark exportorientierten Volkswirtschaften, die von den Emerging Markets ausgehenden Impulsen profitierten. In einigen Ländern waren die Folgen struktureller Verwerfungen jedoch so stark, dass die wirtschaftliche Erholung nicht in Gang kam, zumal diese Länder aufgrund der überbordenden Staatsverschuldung dann auch noch, konjunkturell gesehen zur Unzeit, gezwungen waren, die Sanierung der Staatsfinanzen in die Wege zu leiten. Einige Länder kamen deshalb 2010 nicht über Stagnation hinaus oder verharren sogar in einer tiefen Rezession.

Das uneinheitliche Bild der Weltwirtschaft dürfte auch 2011 erhalten bleiben. In den Industrieländern sollte sich die Erholung zwar fortsetzen. Jedoch wird sich der Aufschwung wohl auch weiterhin als eher zäh erweisen, da die strukturellen Probleme z.B. an den Immobilienmärkten noch nicht überwunden werden und zugleich der Druck zur Konsolidierung der Staatsfinanzen weiter zunimmt. Die Exportnationen dürften sogar eine Abschwächung des Wachstums verzeichnen, da die Impulse aus den Emerging Markets nachlassen sollten. Einige Schwellenländer dürften nämlich bestrebt sein, die Binnenkonjunktur zu dämpfen, um so einer drohenden Überhitzung zu begegnen und das Wachstum auf niedrigerem Niveau zu verstetigen.

Wir sind für die globale Konjunktur zwar auch weiterhin optimistisch, rechnen aber für 2011 mit einer Verlangsamung des BIP-Zuwachses auf 4,3%. Dieses Ergebnis wird aber nur zu realisieren sein, wenn sich die zuletzt gestiegenen Risiken eines zunehmenden Protektionismus oder eines Abwertungswettlaufs nicht materialisieren. Von diesen Faktoren wird auch ganz entscheidend abhängen, ob sich der globale Aufschwung ins Jahr 2012 hinein fortsetzt.

Deutschland: Binnennachfrage wird zur treibenden Kraft

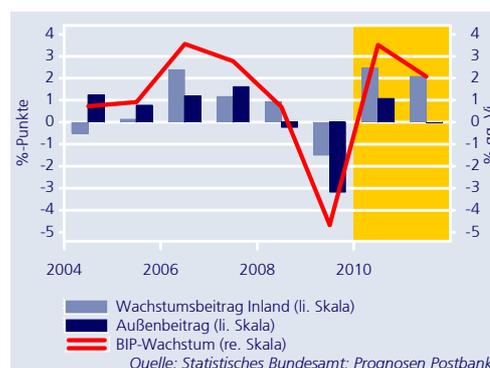
Die deutsche Wirtschaft erlebte 2010 einen unerwartet kräftigen Aufschwung. Zu verdanken war dies zunächst einmal der globalen Konjunkturerholung. Diese führte zu einer Wiederbelebung der Nachfrage nach Investitionsgütern, wovon die deutsche Exportindustrie, die in den betreffenden Sparten eine hohe Spezialisierung aufweist, in besonderem Maße profitierte, nachdem die Produktion und Ausfuhr von Investitionsgütern in der Krise zuvor aber auch extrem stark gelitten hatte. Die Belebung der Exporte hatte bereits zur Jahresmitte 2009 eingesetzt, beschleunigte sich aber im Verlauf des zu Ende gehenden Jahres markant. Mit einem Zuwachs um rund 15% sollten die Ausfuhren 2010 so stark zugenommen haben, wie nie zuvor seit der Wiedervereinigung.

Der von den Exporten ausgehende Impuls sprang überdies überraschend schnell auf andere Wirtschaftsbereiche über. Seit Beginn des Jahres 2010 zogen die Ausrüstungsinvestitionen zügig an, die im gesamten Jahr um knapp 8% zulegen konnten. Im 2. Quartal folgten dann die Bauinvestitionen, die zu Jahresanfang noch unter dem sehr harten Winter gelitten hatten. Die Impulse am Bau resultierten dabei keineswegs ausschließlich aus dem im Vorjahr aufgelegten Infrastrukturprogramm der Bundesregierung. Auch die gewerblichen Bauinvestitionen und die Wohnungsbauinvestitionen belebten sich. Insgesamt sollten die Bauinvestitionen deshalb 2010 um rund 3% gestiegen sein. Die größte Überraschung aber lieferte der Private Verbrauch. Nachdem es noch zu Jahresbeginn zu dem erwarteten negativen Rückprall auf die Abwrackprämie gekommen war, erhöhte sich die Konsumneigung der Bundesbürger ab dem Frühjahr markant. Im Vorjahresvergleich sollte der Private Verbrauch 2010 zwar nur um bescheidene 0,3% gewachsen sein. Aber selbst dieses kleine Plus kam unerwartet, kaschiert aber vor allem die Dynamik, die der Konsum im Jahresverlauf entwickelt hat.

Die deutsche Wirtschaft lief damit ab dem Frühjahr 2010 auf allen Zylindern, was im 2. Quartal zu einem gewaltigen Wachstumssprung um 2,3% gegenüber dem Vorquartal führte. Trotz einer Beruhigung im 2. Halbjahr katapultierte dies das BIP-Wachstum im Jahre 2010 auf schätzungsweise 3,6%, dem höchsten im vereinigten Deutschland erzielten Wert. Dies wirkte sich auch positiv auf den Arbeitsmarkt aus. Die Arbeitslosenquote fiel im Jahresdurchschnitt von 8,2% auf 7,7%. Gleichzeitig wurde die Zahl der Kurzarbeiter, die Mitte 2009 auf rund 1,5 Mio. gestiegen war, bis zum Jahresende auf ca. ein Zehntel dieses Höchstwertes reduziert.

Zum Jahreswechsel befindet sich die deutsche Wirtschaft in einer recht komfortablen Lage. Die aktuell sehr breite Basis der Konjunktur verspricht auch für das kommende Jahr eine Fortsetzung des Aufschwungs, dessen Dynamik aber deutlich nachlassen sollte. Nach dem Ausnahmejahr 2010 rechnen wir insbesondere bei den Exporten mit einem geringeren Zuwachs. Die Wachstumsrate sollte sich 2011 in etwa halbieren. Dabei dürfte der Nachfragesog aus den Schwellenländern mit der dort zu erwartenden Beruhigung des Wachstums nachlassen. Zudem könnten sich die Exporte in die EWU aufgrund einer dort insgesamt nur verhalten steigenden Nachfrage eher mäßig entwickeln. Bei gleichzeitig deutlich anziehenden Importen sollten vom Außenbeitrag 2011 keine Wachstumsimpulse mehr ausgehen.

Deutschland: Inländische Nachfrage steigt 2011 erneut kräftig



Eine vergleichsweise schwache Tendenz ist auch bei den Bauinvestitionen zu erwarten. Zwar sollten der Wohnungsbau und die gewerblichen Bauinvestitionen moderate Zuwächse verzeichnen. Trüber sieht es aber hinsichtlich der öffentlichen Bauinvestitionen aus. Die treibenden Effekte des Infrastrukturprogramms laufen allmählich aus, und die Kommunen, als wichtigste öffentliche Auftraggeber, sollten aufgrund ihrer vielfach angespannten Haushaltslage nicht gewillt oder auch nicht in der Lage sein, die daraus resultierende Lücke zu schließen. Zudem rechnen wir auch beim Staatsverbrauch mit einem nur schwachen Zuwachs, da die öffentliche Hand vor dem Hintergrund der insgesamt weiterhin guten Konjunktur versuchen dürfte, den Prozess der Haushaltskonsolidierung auch über die Ausgabenseite zu forcieren.

Wesentlich günstiger sieht es dagegen bei den Ausrüstungsinvestitionen aus. Trotz des kräftigen Zuwachses um nahezu 8% im Jahre 2010 ist deren Niveau immer noch vergleichsweise niedrig. Hier besteht noch ein erhebliches Nachholpotenzial. Für 2011 erwarten wir deshalb eine weitere Steigerung um 5%.

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Da steigende Ausrüstungsinvestitionen eine sehr wichtige Triebfeder der Beschäftigung sind, bleiben damit auch die Aussichten für den deutschen Arbeitsmarkt positiv. Dies schlägt sich derzeit z.B. auch in Umfragen nieder, wonach außergewöhnlich viele Unternehmen die Zahl ihrer Beschäftigten steigern wollen. Der Beschäftigungsaufbau dürfte jedoch in Teilen bereits an Grenzen stoßen. Zum Teil haben die Unternehmen jetzt schon Schwierigkeiten, offene Stellen adäquat zu besetzen. Zudem ist in Teilen Deutschlands bereits - nach internationalen Maßstäben - die Schwelle zur Vollbeschäftigung erreicht, so dass es gerade in den dynamischsten Regionen zunehmend schwieriger wird, positive Beschäftigungspläne auch umzusetzen. Dennoch spricht derzeit Alles dafür, dass sich der Aufbau der Beschäftigung und der Rückgang der Arbeitslosigkeit fortsetzen. 2011 dürfte die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt von 7,7% auf 7,1% sinken. Parallel hierzu sollte die Zahl der Erwerbstätigen um fast 300 Tsd. auf 40,75 Mio. steigen. Die Arbeitslosenquote würde damit auf ihr niedrigstes Niveau seit der Ermittlung einer gesamtdeutschen Quote fallen. Die Beschäftigung im wiedervereinigten Deutschland erreicht im Gegenzug einen neuen Höchststand. Aus der anhaltenden Verbesserung am Arbeitsmarkt sollte eine Steilvorlage für den Privaten Verbrauch werden. Wir rechnen für 2011 mit einer Steigerung der realen Konsumausgaben um 2,1%. Dies wäre das beste Ergebnis seit 10 Jahren.

Das BIP-Wachstum sollte sich aufgrund der dämpfenden Einflüsse zwar auf 2,0% verringern, womit es sich aber auf einem im langjährigen Vergleich überdurchschnittlichen Niveau behaupten würde. Zugleich dürfte die Inflationsrate mit 1,7% zwar höher ausfallen als 2010, aber immer noch verhalten bleiben. Für 2012 sehen wir gute Chancen auf eine Fortsetzung des Wirtschaftsaufschwungs. Das BIP-Wachstum sollte im Vergleich zu 2011 nur leicht nachlassen. Das Preisklima könnte sich aber sukzessive eintrüben. Wir erwarten für 2012 einen Anstieg der Inflationsrate auf 2,0% im Jahresdurchschnitt.

Euroraum: Weiterhin große Wachstumsdifferenzen

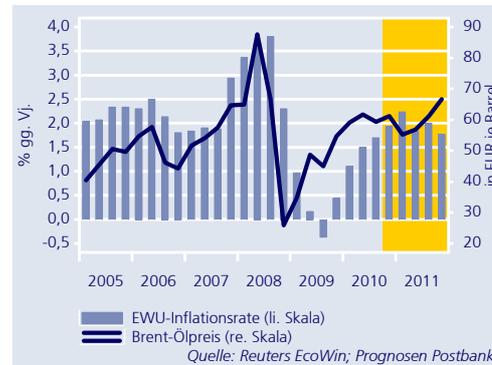
Die wirtschaftliche Entwicklung des Euro-raums war 2010 mit einem BIP-Wachstum von schätzungsweise 1,7% zwar zufriedenstellend. Dahinter verbergen sich aber extreme Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Während Deutschland eine überragende Bilanz ausweisen kann, war das Wachstum in Frankreich mit rund 1½% solide, in Italien mit gut 1% dagegen nur mäßig. In Spanien und vor allem in Griechenland ging die Wirtschaftsleistung im Vorjahresvergleich sogar weiter zurück.

Die Unterschiede erklären sich zum Teil aus den differierenden industriellen Strukturen. Während die stark auf Investitionsgüter ausgerichtete deutsche Industrie einen massiven An Schub vom globalen Aufschwung erhielt, beflügelte dieser die italienische und französische Industrie mit ihrem höheren Anteil an Konsumgütern weniger deutlich. Die sogenannten PIGS-Länder (hier: Portugal, Irland, Griechenland und Spanien) hatten darüber hinaus weiterhin mit strukturellen Problemen sowie mit der überbordenden Staatsverschuldung zu kämpfen. Diese machte bereits 2010 massive Einschnitte in Form von Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen erforderlich, was das Wachstum zusätzlich belastete.

Im Jahre 2011 sollte sich Konjunktur im Euroraum weiter erholen. Das BIP-Wachstum dürfte mit 1,6% eine ähnliche Größenordnung erreichen wie 2010. Leicht positive Impulse erwarten wir vom Außenhandel. Der Private Verbrauch dürfte um rund 1,5% zulegen und damit die gesamtwirtschaftliche Entwicklung nicht weiter bremsen. Die Bruttoanlageinvestitionen sollten um knapp 2% zulegen. Dabei rechnen wir bei den Ausrüstungen mit einem Plus von reichlich 4%, während die Bauinvestitionen per saldo nochmals leicht sinken sollte.

Die Wachstumsdifferenzen zwischen den Mitgliedsländern dürften dabei kleiner werden, aber immer noch vergleichsweise hoch bleiben. Während Deutschland trotz nachlassender Dynamik mit rund 2%

EWU: EZB-Inflationsziel noch nicht akut gefährdet



weiterhin weit oben zu finden sein wird, sollte sich das Wachstum in Frankreich und Italien leicht beschleunigen, so dass sie die Lücke zu Deutschland auch aktiv etwas werden schließen können. Dagegen sollten die PIGS-Staaten die Entwicklung des Euro-raums weiter bremsen, wobei in einzelnen Fällen sogar ein weiterer Rückgang der Wirtschaftsleistung kaum zu vermeiden sein wird. Für das Jahr 2012 rechnen wir dann mit einem ausgeglicheneren Konjunkturbild. Mit 1,9% sollte das EWU-Wachstum den gleichen Wert erreichen wie in Deutschland. Einige der Länder, die gerade massive und schmerzhaft Anpassungsprozesse durchlaufen, könnten sich dann sogar aufgrund von konsumtiven oder investiven Nachholeffekten an die Spitze des Wachstums setzen.

Die Preisentwicklung im Euroraum sollte vorerst noch ruhig bleiben. Zwar könnte die Zielgröße der EZB für die Inflationsrate von knapp 2% Anfang 2011 aufgrund höherer Verbrauchssteuern und von Basis-effekten vorübergehend überschritten werden. Im Jahresdurchschnitt 2011 sollte die Inflation mit 1,9% aber so gerade noch mit der EZB-Definition von Preisniveaustabilität vereinbar sein. Für 2012 sehen wir dagegen steigende Preisrisiken. Insbesondere bei weiter steigenden Rohstoffnotierungen könnte die Zielmarke von 2% im Verlauf des Jahres auch nachhaltiger überschritten werden.

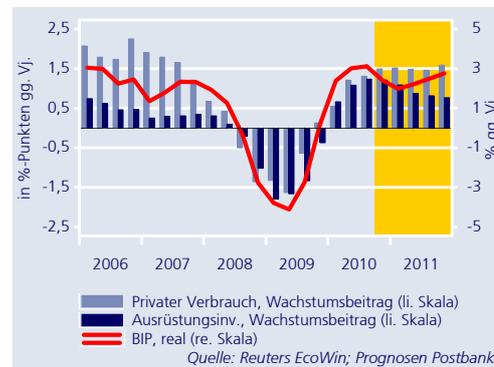
USA: Mühsamer Aufstieg aus dem Tal

Die US-Wirtschaft kam zunächst mit Schwung aus der Rezession heraus. Zum Jahreswechsel 2009/2010 fielen die Wachstumsraten recht hoch aus. Treiber des Aufschwungs war jedoch in dieser Phase ein starker Swing bei den Lagerinvestitionen, der aber nicht lange tragen konnte. Das Wachstumstempo ließ deshalb spürbar nach und lag ab dem 2. Quartal auf einem für die USA niedrigem Niveau. Das noch vergleichsweise solide BIP-Wachstum von 2,7% im Jahre 2010 ist denn auch in erster Linie dem guten Jahresauftakt zu verdanken. Die Dynamik im Jahresverlauf war dagegen sehr verhalten.

Dabei gab es durchaus auch einige überraschend positive Entwicklungen. Die Ausrüstungsinvestitionen wurden nach dem tiefen Einbruch des Vorjahres 2010 überaus stark um 15% ausgeweitet. Der Private Verbrauch legte demgegenüber zwar nur sehr verhalten um 1,6% zu. Jedoch war hier im Jahresverlauf eine leicht zunehmende Dynamik zu erkennen. Auf der Schattenseite der US-Wirtschaft standen dagegen unverändert die Bauinvestitionen. Der ohnehin bereits am Boden liegende Wohnungsbau gab nochmals um gut 3% nach. Die gewerblichen Bauinvestitionen brachen sogar um 13% ein. Überdies lieferte der Außenhandel einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum in Höhe von 0,7 Prozentpunkten. Zwar stiegen die realen Exporte um sehr beachtliche 11,5%. Dies wurde aber durch einen knapp 14 prozentigen Schub bei den Importen weit mehr als ausgeglichen.

Auch 2011 dürfte die US-Konjunktur gespalten bleiben. Bei gleichem Grundmuster wie 2010 dürfte es dabei zu einer graduellen Verschiebung der von den Wirtschaftsbereichen ausgehenden Impulse kommen. Eine etwas stärkere Belebung erwarten wir beim Privaten Verbrauch, der von der sich abzeichnenden, verhaltenen Besserung am Arbeitsmarkt leicht angeschoben werden sollte. Die Konsumausgaben sollten real um 2,2% zulegen. Zudem dürfte sich der deutliche Aufwärtstrend bei den Ausrüstungsinvestitionen fortsetzen, so dass diese beiden Komponenten das

USA: Ausrüstungen und Privater Verbrauch auf Erholungskurs



Wachstum 2011 im Wesentlichen tragen werden. Von anderer Seite sind dagegen noch keine positiven Effekte zu erwarten. Solange die Krise am Immobilienmarkt nicht überwunden ist, dürften die Bauinvestitionen kaum über Stagnation hinauskommen. Zudem könnte der Außenhandel erneut einen negativen Wachstumsbeitrag leisten, da die Exporte mit der Zunahme der Importe wohl nicht ganz mithalten können. Überdies ist für 2011 auch seitens der Lagerinvestitionen wieder eher mit einem negativen Wachstumsimpuls zu rechnen. Aus diesem Grund dürfte das BIP-Wachstum 2011 mit 2,4% hinter dem Niveau des Vorjahres zurückbleiben. Gleichwohl sehen wir keineswegs schwarz für die US-Wirtschaft. Im Verlauf des Jahres 2011 sollte sich das Wachstumstempo sogar spürbar erhöhen. Da die US-Wirtschaft deshalb mit einem gewissen Schwung ins Jahr 2012 hineingehen sollte, dürfte das BIP-Wachstum dann wieder an der 3-Prozentmarke kratzen.

Inflation wird auch 2011 in den USA kein Thema sein. Die Deflationsbefürchtungen sollten sich aber ebenfalls erledigen. Im Zuge des etwas stärkeren Privaten Verbrauchs dürfte der Spielraum für Preiserhöhungen leicht zunehmen, so dass die Inflationsrate von 1,5% auf 1,8% steigen sollte. Für 2012 sind wir dagegen schon wesentlich skeptischer. Die Ausweitung der Liquidität durch die Fed könnte sich dann in einer markanten Beschleunigung des Preisauftriebs niederschlagen.

Japan: Der Exportmotor verliert an Kraft

Japan kann ähnlich wie Deutschland auf ein sehr erfolgreiches Jahr 2010 zurückblicken. Auch im Land der aufgehenden Sonne dürfte das BIP im Vorjahresvergleich um 3,6% gewachsen sein. Allerdings gibt es einen entscheidenden Unterschied. Das japanische Wachstum wurde noch viel stärker von den Exporten getrieben als das deutsche. Die Ausfuhren legten 2010 um ein Viertel zu, während die Einfuhren lediglich um gut 10% expandierten. Die Außenwirtschaft war damit allein für zwei Drittel des Wachstums verantwortlich. Binnenwirtschaftlich überzeugte zwar der Private Verbrauch mit einem Zuwachs um 2,3%, dafür enttäuschten aber die Investitionen, die nach dem katastrophalen Vorjahr nochmals leicht gesenkt wurden.

Durch die einseitige Fokussierung auf die Exporte befindet sich die japanische Wirtschaft trotz des starken Wachstums zum Jahreswechsel 2010/2011 in keiner sonderlich guten Ausgangsposition. Die graduelle Abschwächung des globalen Wachstums dürfte im Zusammenspiel mit dem starken Yen die Basis für weitere Exportsteigerungen erodieren, so dass vom Außenhandel 2011 nur noch mäßige Wachstumsimpulse ausgehen sollten.

Die Binnennachfrage dürfte kaum in der Lage sein, dies zu kompensieren. Insbesondere rechnen wir damit, dass die japanischen Verbraucher 2011 wieder etwas vorsichtiger agieren. Bedenklich finden wir aber vor allen Dingen, dass die Investitionen anders als in anderen Industrieländern noch keinerlei Anzeichen einer markanten Belebung gezeigt haben. Dies zeugt von einem tiefen Misstrauen der Unternehmen in die wirtschaftlichen Perspektiven. Hieran dürfte sich vorläufig kaum etwas ändern, zumal das globale Umfeld für Japan eher wieder schwieriger wird. Wir erwarten deshalb für 2011 einen deutlichen Rückgang des BIP-Wachstums auf 1,5%. Unter der Voraussetzung, dass die globale Konjunktur 2012 wieder stärker anzieht, dürfte das japanische BIP dann wieder etwas schneller wachsen.

Die Deflation hatte Japan 2010 weiterhin im Griff. Die Verbraucherpreise fielen im Jahresdurchschnitt um 0,9%. In den letzten Monaten hat der Abwärtsdruck auf die Preise sowohl in der Gesamt- als auch in der Kernrate jedoch etwas nachgelassen. Dies berechtigt zu der Hoffnung, dass der Rückgang des Preisniveaus 2011 spürbar nachlässt. Sofern die Konjunktur mitspielt, könnte 2012 bei der Inflationsrate auch mal wieder eine schwarze Null erreicht werden.

Prognosen Postbank

% ggü. Vj.	Euroland		USA		Japan	
	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e
Reales BIP	1,7	1,6	2,7	2,4	3,6	1,5
Privater Verbrauch	0,8	1,5	1,6	2,2	2,3	0,7
Bruttoanlageinvestitionen	-0,6	1,9	3,9	7,7	-0,4	0,9
Staatsverbrauch	1,3	1,9	1,2	2,0	1,4	0,8
Exporte	9,3	4,8	11,5	7,6	25,4	6,7
Importe	9,4	4,2	13,8	7,1	10,4	4,4
Außenbeitrag*	0,0	0,3	-0,7	-0,2	2,2	0,6
Lagerinvestitionen*	1,1	-0,4	1,4	-0,4	-0,2	0,2
Inflation	1,5	1,9	1,5	1,8	-0,9	-0,3

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Emerging Markets: Treibende Kräfte der Weltwirtschaft

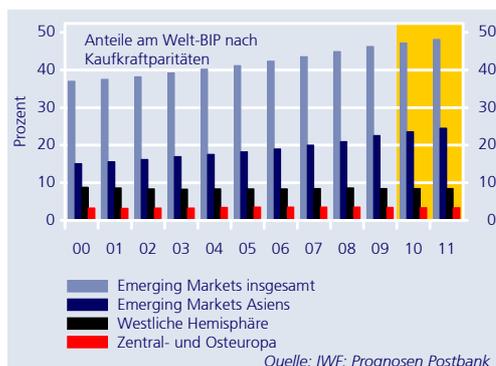
Nach einer kurzen Unterbrechung durch die globale Finanz- und Wirtschaftskrise setzte sich die Erfolgsgeschichte der Emerging Markets im Jahre 2010 fort. Angeführt wurde diese erneut von den asiatischen Schwellenländern, wobei Indien mit einem BIP-Wachstum von annähernd 10% ein noch stärkerer Anschluss an die rasante Entwicklung Chinas gelang, das seine Wirtschaftsleistung um etwa 10,5% steigerte. Kaum weniger beeindruckend war aber der Aufschwung in Lateinamerika, wo vor allem die größten Volkswirtschaften Brasiliens und Argentiniens mit Wachstumsraten von jeweils 7,5% glänzten. Die GUS-Staaten fanden nach ihrem tiefen Einbruch im Vorjahr, der im Wesentlichen dem vorübergehenden Verfall der Öl- und Gaspreise geschuldet war, 2010 fast durchweg wieder auf den Wachstumspfad zurück. Dagegen war die Entwicklung in den zentral- und osteuropäischen Staaten sehr gemischt. Während einige Länder, wie insbesondere Polen, wieder ein robustes Wachstum erzielten, konnten andere Länder wie z.B. die baltischen Staaten, die einen harten Sanierungskurs einschlagen mussten, lediglich ein geringes Wachstum erzielen oder verharrten sogar in der Rezession.

Für 2011 rechnen wir mit einem anhaltend starken Wachstum in den Emerging Markets. Dieses dürfte zwar nicht ganz an des Ergebnis von 2010 anknüpfen, dafür aber ausgeglichener ausfallen. Aus unterschiedlichen Gründen dürften gerade die derzeit dynamischsten Schwellenländer eine Interesse daran haben, ihr Wachstum etwas zu dämpfen. In Teilen Asiens gibt es bereits Überhitzungserscheinungen, die zu einem markanten Anstieg der Inflation führen könnten. In Lateinamerika ist eine schleichende Verschlechterung der Leistungsbilanzen festzustellen, die sich bei einem anhaltend starken Wachstum der Binnennachfrage rasch beschleunigen könnte. Nach den negativen Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte mit hohen Leistungsbilanzdefiziten und der daraus resultierenden Abhängigkeit von ausländischen Kapitalgebern sollten die betreffenden Staaten versuchen, ihren Außenhandel weitgehend im Gleichgewicht zu halten. Hier wie dort würde eine gewisse Dämpfung des Expansionstempos die Voraussetzungen verbessern, das Wachstum in den kommenden Jahren auf hohem Niveau zu stabilisieren. Im Gegenzug sehen wir gute Chancen, dass sich das Wachstum in Zentral- und Osteuropa sowie in den GUS-Staaten verbreitert.

Auch über das kommende Jahr hinaus werden die Emerging Markets wesentlich schneller wachsen als die 'alten' Industrieländer. Die Multipolarität der Weltwirtschaft wird sich verstärken, und mit der zunehmenden Emanzipation der Schwellenländer wird der Prozess der Globalisierung in eine neue Phase eintreten.

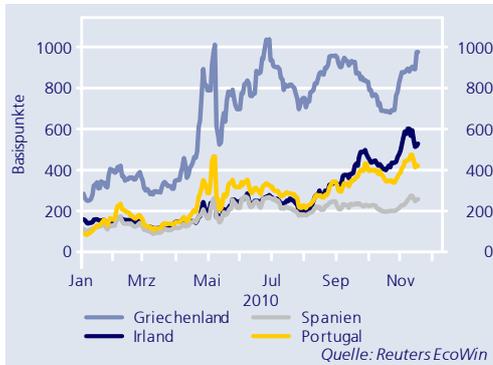
Heinrich Bayer

Anteil der Emerging Markets am Welt-BIP steigt weiter



EWU-Peripherie auch 2011 in schwerem Fahrwasser

CDS-Spreads - Ausfallrisiken bleiben hoch



Griechenland - Ende der Krise nicht in Sicht

Seit der erstmaligen Korrektur des Staatshaushaltes für 2009 im September letzten Jahres konnten die Hellenen das Vertrauen der Kapitalmärkte nicht zurück gewinnen. Trotz Rettungsschirm des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der EU und eines harten Sanierungskurses der Regierung stiegen die Spreads gegenüber den als ausfallsicher geltenden Bundesanleihen weiter. Die Zweifel der Märkte an den Konsolidierungsanstrengungen sind berechtigt. Zwar sind die Sparbemühungen enorm, insbesondere die Ausgabenkürzungen im Staatshaushalt sind drastisch. Trotzdem zeigt sich an der Entwicklung der Staatseinnahmen, dass Griechenland hinter den Vorgaben des IWF und der EU zurückbleibt. Insbesondere für 2011 stehen diese aber im Mittelpunkt des Sanierungsplans. Doch selbst bei Zielerreichung wird im Jahr 2013, hier soll der gespannte Rettungsschirm wieder eingezogen werden, die Schuldenquote bei rund 150% des BIP liegen. Im internationalen Vergleich eine fast einmalige Höhe. Die hieraus resultierende Zinslast ist so hoch, dass kein fiskalischer Spielraum mehr zur Verfügung steht. Die Gläubiger des Landes fragen sich daher zurecht, wie der Staat nach Auslaufen des Rettungsschirms ohne Restrukturierung der Schulden wieder an den Kapitalmarkt zurückkehren kann. Letzteres muss er spätestens Anfang 2012, da auch nach den Planungen des IWF/EU

der Haushalt in den kommenden Jahren weiterhin Defizite ausweisen wird und die Refinanzierung durch den Rettungsschirm 2012 nur noch zum Teil gedeckt ist. Die konjunkturelle Situation wird mittelfristig keine Entspannung bringen. Für das kommende Jahr ist mit einem abermaligen Rückgang des BIP zu rechnen. Die Arbeitslosigkeit bleibt hoch. Bestehende Wettbewerbsnachteile durch zu hohe Löhne, geringe Produktivität und rigide Arbeitsmärkte werden nur langsam abgebaut.

Irland - Ein zweites Griechenland?

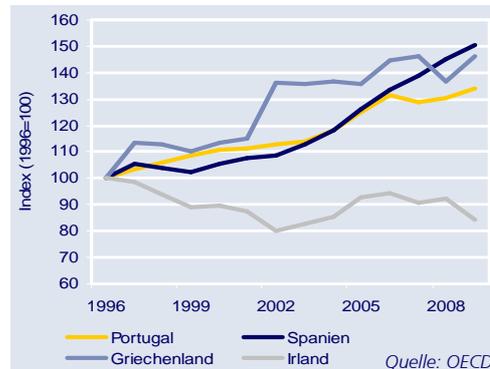
Anders als in Griechenland liegt die Misere Irlands nicht im Staatshaushalt sondern im Bankensektor, genauer gesagt bei der gewerblichen und privaten Baufinanzierung. Die Krise der gewerblichen Immobilien bescherte den Banken seit 2008 immer wieder hohe Verluste. Seitdem musste die irische Regierung 31 Mrd. Euro an Kapitalmaßnahmen in den Finanzsektor investieren. Die Anglo Irish Bank musste sogar teilweise verstaatlicht werden. Die Regierung betont, dass dies Einmalzahlungen sind. Dies ist allerdings fraglich, da für 2011 eine zweite, wenn auch nicht so große Pleitewelle auf den Bankensektor zurollt, nämlich die der privaten Baufinanzierung. In Anbetracht einer Arbeitslosenquote von fast 14% und der kritischen Vermögenssituation der privaten Haushalte kommt dies nicht überraschend. Bis Mitte des Jahres stiegen die „bad loans“ auf 4,6% der gesamten ausgereichten Hausfinanzierungen. Die Tendenz ist hier deutlich steigend. Mit der Stabilisierung der Arbeitslosenquote auf aktuellem Niveau auch über den Verlauf des Jahres 2011 hinweg, erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Kreditausfälle. Amerikanische Verhältnisse von mehr als 9% sind (noch) nicht zu erwarten, trotzdem wird dies den Bankensektor und damit den Staatshaushalt in diesem Zeitraum weiter belasten. Infolge der Belastungen durch den Bankensektor ist das Haushaltsdefizit für 2010 auf 32 % des BIP gestiegen. 2011 erwarten wir weiterhin ein zweistelliges Defizit von ca.

14% des BIP. Dies führt zu einer nicht mehr nachhaltigen Schuldenentwicklung. Frühestens ab 2014 kann mit einer Stabilisierung der Schuldenquote gerechnet werden. Für die Finanzmärkte stellt dies ein zu unsicheres Szenario dar. Angesichts der gestiegenen Refinanzierungskosten des Staates am Kapitalmarkt sowie der weiter zu erwartenden Belastungen aus dem Finanzsektor ist eine Inanspruchnahme des Rettungsfonds (EFSF) ein realistisches Szenario. Noch bleibt der Regierung in Dublin Zeit, das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen. Die Ende Oktober neu vorgelegten Einsparungen in Höhe 6 Mrd. Euro für das nächste Jahr sind hierfür ein wichtiger Schritt. Allerdings muss dieser erneute Sparvorschlag noch im Dezember vom Parlament verabschiedet werden. Die Regierungsmehrheit hierfür ist sehr dünn, ein Auseinanderbrechen der Koalition möglich. Durch die geplanten Einsparungen wird die ohnehin schwache Konjunktur weiter belastet werden. Für 2011 ist bestenfalls mit einer Stagnation des BIP zu rechnen. Allein die Exporte werden einen positiven Wachstumsbeitrag liefern. Da diese für Irland typischerweise kaum Beschäftigungsimpulse liefern, muss der Arbeitsmarkt noch bis 2012 auf Lichtblicke warten. Irland hätte unter Inanspruchnahme des EFSF gute Aussichten, seine Probleme im Bankensektor in den Griff zu bekommen. Die irische Wirtschaft ist im Kern wettbewerbsfähig. Die Arbeitsmärkte sind flexibel und die Arbeitnehmer gut qualifiziert. Die Lohnstückkosten fallen seit Ende 2008. Das Leistungsbilanzdefizit, das 2008 noch 5,2% des BIP betrug, wird Ende des Jahres verschwunden sein. Im Moment sind dem keltischen Tiger die Zähne gezogen, mittelfristig ist aber von einer deutlichen Erholung auszugehen.

Portugal - Ein Wackelkandidat für den EFSF

Trotz der Tatsache, dass Portugal im Vergleich zur restlichen Eurozone nur eine moderate Rezession in 2009 erlebte, kein Platzen einer Immobilienkrise verkraften und der Staat kaum für den Bankensektor gerade stehen musste, kämpft das Land um das Vertrauen der Finanzmärkte.

Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe, relativ zu Deutschland



Ein Blick in die vergangenen zehn Jahre zeigt warum. Während das BIP der restlichen Eurozone durchschnittlich um 3% p.a. wuchs, schaffte Portugal nur die Hälfte davon. Selbst das Wachstum Deutschlands, früher als kranker Mann Europas verschrien, war in diesem Zeitraum größer. Wichtigste Ursachen hierfür sind eine zu einseitige Fokussierung auf den Binnenkonsum in Verbindung mit geringer Arbeitsproduktivität und fehlender Lohnzurückhaltung. Dies führte zu einem Mangel an Wettbewerbsfähigkeit und einem hohen permanenten Leistungsbilanzdefizit. Die Rezession verschlimmerte diese Situation nur noch, indem das Wachstumspotenzial des Landes nachhaltig beschädigt worden ist. Durch Konjunkturprogramme und automatische Stabilisatoren erhöhte sich die Verschuldung und konterkarierte die Sparbemühungen der Jahre 2005-2007. Mit Blick auf das prognostizierte anämische Wirtschaftswachstum der Jahre 2010-2012 erklärt sich, warum die Finanzmärkte an der Solvenz des Landes zweifeln. Die glaubwürdigen Sparanstrengungen der Regierung bergen das Risiko, dass das Land 2011 wieder in die Rezession rutscht. Insbesondere der private Konsum wird aufgrund höherer Einkommens- und Mehrwertsteuer schwach bleiben. Zudem gesellt sich eine hohe Arbeitslosigkeit von aktuell 11% hinzu. Diese Quote ist gering, etwa im Vergleich zu Spanien, allerdings zeichnet sich ab, dass davon ca. 8 Prozentpunkte als Sockelarbeitslosigkeit zu bezeichnen sind, d.h. dass diese durch eine bessere Konjunktur nicht abgebaut werden können.

Der Staat wird also mittelfristig kaum auf das Wirtschaftswachstum zur Bekämpfung seiner Schulden setzen können.

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass Portugal bis 2012/2013 ein Haushaltsdefizit von 3% erreichen kann. Größtes Risiko hierfür ist aber das „double dip“, das abermalige Abgleiten in die Rezession. Dies würde die Steuerbasis schwächen und den Staatshaushalt weiter belasten. Trotzdem sehen wir die Konsolidierung der Staatsfinanzen als Priorität an. Das Anzapfen des Rettungsfonds erachten wir unter diesen Umständen als konstruktiv. Andernfalls wird sich die Refinanzierung im privaten Sektor weiter verteuern und die Konjunktur weiter hemmen.

Spanien - Primus inter Pares

Die spanische Volkswirtschaft ist die viertgrößte der Eurozone. Die Angst vor einer möglichen Insolvenz/Illiquidität des Landes ist daher verständlich, aber zur Zeit unbegründet. Die Sparanstrengungen der Regierung sind glaubhaft, die Konsolidierungsschritte liegen für 2010 im Zielkorridor. Zudem ist die Schuldenquote des Landes auch im EWU-Vergleich im Moment moderat. Auch die Refinanzierungsbedingungen blieben stets deutlich unter den Konditionen des EFSF, ein wichtiger Indikator für den potenziellen Anreiz, den Rettungsschirm in Anspruch zu nehmen. Positiv ist anzumerken, dass auch der Bankensektor in deutlich ruhigerem Fahrwasser unterwegs ist. Die Restrukturierung des Sparkassensektors kommt ebenfalls gut voran. Dass Spanien trotzdem im Zusammenhang mit Griechenland & Co. genannt wird, ist vor allem der geplatzten Immobilienblase zu verdanken. Infolgedessen kam der Bausektor, eine der Hauptstützen des Wachstums, zu einem abrupten Halt und die Arbeitslosenquote stieg auf 20%. Zudem gerieten die Sparkassen als Hauptfinanzierer des Baubooms in schweres Fahrwasser. Dadurch wird sich die Verschuldung im Zeitraum 2007 bis 2011

verdoppeln. Trotzdem sehen wir diese als tragfähig an. Wir erwarten in unserem Basisszenario einen Höchststand von 74% des BIP für 2014.

Das Wirtschaftswachstum wird mittelfristig nur einen geringen Anteil an der Haushaltskonsolidierung leisten können. Während der ersten Jahreshälfte 2010 verließ Spanien zwar die Rezession. Für das Gesamtjahr 2010 erwarten wir einen Rückgang des BIP. Im Verlauf der Jahre 2011/2012 prognostizieren wir aber nur ein moderates Wachstum, da in diesem Zeitraum die Korrekturen der Ungleichgewichte in der Bauwirtschaft und in den Immobilienpreisen noch nicht abgeschlossen sind. In diesem Zusammenhang belasten auch die hohe Verschuldung der Konsumenten sowie das hohe Leistungsbilanzdefizit die Konjunktur.

Matthias Göthel

Prognosen Postbank

	2010e	2011e	2012e
BIP-Wachstum			
Griechenland	-4,4	-3,2	0,0
Irland	-0,7	0,8	1,5
Portugal	1,0	-0,9	0,2
Spanien	-0,3	0,7	1,1
Haushaltsdefizit*			
Griechenland	-7,9	-6,9	-5,2
Irland	-38,5	-15,5	-11,7
Portugal	-7,5	-5,8	-4,5
Spanien	-9,6	-7,0	-6,2
Schuldenstand*			
Griechenland	136,9	147,7	152,9
Irland	98,5	125,2	133,1
Portugal	83,2	89,2	92,9
Spanien	63,3	70,6	72,7

* in % des BIP

Rentenmarkt 2011: Geldpolitik weiter im Krisenmodus

Geldpolitik treibt Renditen auf Rekordtief

Inhaber deutscher Bundesanleihen können sich im zu Ende gehenden Jahr über eine gute Performance ihrer Anlage freuen. Die Rendite 10-jähriger Papiere sank von 3,4% auf aktuell 2,6%. Ende August wurde mit 2,1% sogar ein neuer historischer Tiefstand erreicht. Treiber der Renditeentwicklung in 2010 war einmal mehr die Wirtschafts- und Finanzkrise, die zu einer Verschuldungskrise mutierte. Angesichts rekordhoher Defizite der Staatshaushalte im Euroraum waren Bundesanleihen als sicherer Hafen für Anleger stark gefragt. Hinzu kamen Konjunktursorgen in den USA, wo eine substanzielle Erholung des Arbeitsmarktes bislang ausblieb und Sorgen vor einer erneuten Rezession aufkeimten.

Die Rekordtiefs bei Renditen wurden aber auch durch eine Geldpolitik begünstigt, die sich weiterhin im Krisenmodus befindet und zur Bekämpfung der Wirtschafts- und Finanzkrise auf das Rezept einer üppigen Liquiditätsversorgung setzt. Die US-Notenbank hat ihre Sondermaßnahmen in Form der sogenannten „quantitativen Lockerung“ sogar noch einmal ausgeweitet, indem sie US-Staatsanleihen über weitere 600 Mrd. USD kauft. Die Europäische Zentralbank hat den Ausstieg aus den unkonventionellen Maßnahmen dagegen weitgehend planmäßig fortgesetzt. Allerdings sah sich die EZB angesichts einer sich verschärfenden Verschuldungskrise im Euroraum gezwungen, ihre Anleihekäufe zuletzt wieder aufzunehmen, nachdem sie diese im Jahresverlauf bereits weitgehend eingestellt hatte. Von einer Leitzinsanhebung sind die Notenbanken dies- wie jenseits des Atlantiks nach wie vor weit entfernt. Zumindest auf kurze Sicht droht keine Zielverfehlung, da sich die Inflation zuletzt günstiger entwickelt hat als vielfach erwartet.

EZB: Erste Leitzinserhöhung Ende 2011



Langfristige Folgen der Nullzinspolitik

Vor allem aus dem Euroraum mehren sich aber die Stimmen, die vor den langfristigen Folgen einer ultraexpansiven Geldpolitik warnen. So kann es bei einer Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs in Verbindung mit einem üppigen Liquiditätsangebot sehr schnell zu einem Anstieg der Inflation kommen, wenn die Notenbanken nicht schnell genug gegensteuern. Die Möglichkeiten der Währungshüter, die Leitzinsen anzuheben, dürften angesichts der hohen Staatsdefizite zumindest eingeschränkt sein. Denn bei einer raschen oder starken Zinsanhebung könnte sich die Lage der öffentlichen Haushalte sehr schnell verschärfen. „Lieber ein wenig mehr Inflation als das Risiko einer erneuten Finanz- oder Wirtschaftskrise“ dürfte daher das Motto der Geldpolitik in den kommenden Jahren lauten. Eine anhaltende Niedrigzinspolitik kann aber auch zu einer Blasenbildung an den Märkten führen. Schließlich zeigen die Erfahrungen aus vorangegangenen Krisen, dass Anleger angesichts niedriger Zinsen häufig in sehr risikoreiche Vermögensarten investieren, um eine höhere Rendite zu erzielen, und damit die Kurse in schwindelerregende Höhen treiben. Kommt ein starkes Wachstum der Verschuldung – in welchem Bereich auch immer – hinzu, sind alle Zutaten für die nächste Krise vorhanden.

Die Notenbanken befinden sich angesichts dieser Risiken in einer sehr schwierigen Situation. Das Zurückfahren der ultraexpansiven Geldpolitik kommt einer Gratwanderung gleich: Auf der einen Seite lauert die Gefahr einer erneuten Rezession und wachsender Finanzprobleme, auf der anderen das Risiko einer steigenden Inflation oder neuer Finanzmarkt- und Kreditblasen.

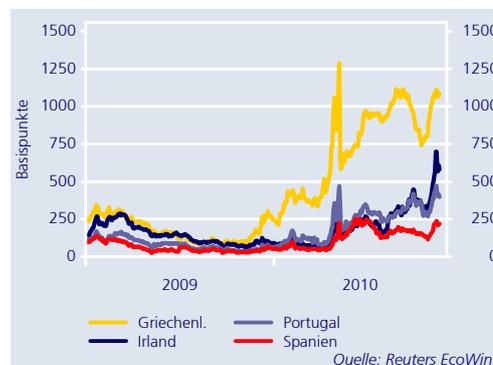
Zinsen bleiben 2011 niedrig

Wir erwarten, dass sich die EZB in diesem Spannungsfeld Ende 2011 für eine erste vorsichtige Leitzinsanhebung entscheiden wird. Die US-Notenbank dürfte mit Verzögerung erst im darauffolgenden Jahr folgen. Die Erfahrung spricht zwar gegen ein solches Szenario, da die Währungshüter in den USA bei Zinsanhebungen meist die Nase vorn hatten. Allerdings ist die Geldpolitik in den USA in stärkerem Maße auf konjunkturelle Ziele ausgerichtet als im Euroraum. Hinzu kommt, dass die strukturellen Probleme in der Währungsunion - trotz massiver Belastungen in einzelnen Mitgliedstaaten - insgesamt geringer sind als in den USA. So dürfte beispielsweise das öffentliche Defizit im Euroraum 2011 bei knapp 5% liegen, während die USA auf einen Wert von 7% kommen. Infolge einer anhaltend expansiven Geldpolitik sollten die Renditen deutscher Bundesanleihen auch in 2011 auf einem niedrigen Niveau verharren. Die Inflation wird zwar im Trend zunehmen. Wir gehen aber davon aus, dass sie im Jahresverlauf kaum über das EZB-Ziel von knapp 2% hinaus ansteigen wird. Dies dürfte sicherlich nicht ausreichen, um die für einen signifikanten Renditeanstieg erforderlichen Inflationserwartungen anzuheizen. Auch in den USA dürften die Renditen bis Ende 2011 vom heutigen Niveau aus nur wenig ansteigen.

Situation am Markt für EWU-Peripherieanleihen unverändert schwierig

Die Anleihen von EWU-Peripheriestaaten werden nach unserer Einschätzung 2011 weiter unter Druck bleiben. Zwar zeichnet sich in vielen Mitgliedstaaten der Eurozone mit Blick auf die Haushaltslage eine Entspannung ab. Die öffentlichen Defizite werden im neuen Jahr deutlich unter den Rekordständen von 2010 liegen. Von einer nachhaltig stabilen Finanzlage werden die meisten Staaten aber auch im kommenden Jahr noch weit entfernt sein. Insbesondere mit Blick auf Griechenland, Irland und Portugal dürften die Sorgen vor einem möglichen Zahlungsausfall nach Auslaufen des EU/IWF-Rettungsschirms im Frühjahr 2013 weiterbestehen. Die fiskalische Entwicklung in diesen Ländern wird unseres Erachtens sehr stark davon abhängen, inwieweit sie vom Konjunkturaufschwung in den großen EU-Staaten profitieren können. Denn die für eine Haushaltskonsolidierung notwendigen Steuereinnahmen können nur in einer wachsenden Volkswirtschaft in ausreichendem Maße generiert werden. Wachstumsimpulse für die betreffenden Staaten dürften in erster Linie vom Außenhandel ausgehen, da die Binnennachfrage wegen notwendiger Steuererhöhungen und Kürzungen bei den Staatsausgaben wohl noch für einige Zeit gedämpft verlaufen wird.

Peripherieanleihen unter Druck (Spread gg. 5-j. Bunds)



2010: Spreads von Unternehmensanleihen per saldo kaum verändert

Die Einengungstendenz der Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen, die um den Jahreswechsel 2008/2009 einsetzte, fand auch zu Beginn dieses Jahres zunächst ihre Fortsetzung. Im Zuge der eskalierenden EWU-Verschuldungskrise stiegen die Spreads im Frühjahr jedoch wieder kurzfristig an. Allerdings fielen die Anstiege - gemessen an den Reaktionen nach dem Bankrott von Lehman-Brothers - äußerst moderat aus. Per saldo haben sich die Spreads seit Jahresbeginn damit seitwärts bewegt. Dass es im Frühjahr nicht zu stärkeren Spread-Ausweitungen am Anleihenmarkt kam, dürfte insbesondere an der in hohem Maße von den Notenbanken zur Verfügung gestellten Liquidität gelegen haben. Der üppigen Liquiditätsausstattung stand auch in diesem Jahr wieder ein großes Angebot an Unternehmensanleihen gegenüber. Vor allem im High-Yield-Bereich nutzten die Unternehmen das niedrige Zinsniveau, um sich günstig zu refinanzieren. So übertraf das weltweite Emissionsvolumen in diesem Marktsegment in den ersten drei Quartalen bereits das Gesamtvolumen des Jahres 2009.

2011: Gutes Konjunkturmilieu bietet noch Potenzial nach unten

Für 2011 rechnen wir zunächst mit einer weiteren Einengung der Corporate Spreads. Denn im Zuge der von uns erwarteten Konjunkturerholung dürften die Ausfallraten von Unternehmensanleihen weiter sinken. Auf dem Höhepunkt der Krise erreichte die von Moody's ermittelte globale Ausfallrate für High-Yield-Bonds knapp 10%. Mittlerweile liegt diese bei 3,4% und damit deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt. Zur Jahresmitte 2011 dürfte sie gemäß der Moody's-Prognose sogar unter 3% fallen. Vor diesem Hintergrund sind Unternehmensanleihen unter Renditegesichtspunkten für Anleger durchaus weiterhin interessant.

Leichte Spread-Einengung im Verlauf von 2011



Außerdem dürfte die noch immer reichlich vorhandene Liquidität in den Märkten die Spreads vorerst weiter drücken. Allerdings werden sowohl die EZB als auch die Fed im Verlauf von 2011 wohl ihre Sondermaßnahmen zur Liquiditätsversorgung zurückfahren und erste Zinsanhebungsschritte vorbereiten bzw. durchführen. Dies dürfte das Potenzial für weitere Rückgänge begrenzen, so dass die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen im Verlauf des nächsten Jahres in eine Seitwärtsbewegung übergehen dürften. Dabei erwarten wir, dass das extrem niedrige Spreadniveau von vor der Krise jedoch nicht mehr erreicht wird.

Dr. Marco Bargel, Thilo Heidrich

Prognosen Postbank

		18.11.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen				
Euroraum	%	1,00	1,00	1,25
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	1,00
Renditen 10 Jahre				
Bundesanleihen	%	2,70	2,50	3,20
US-Treasuries	%	2,90	2,80	3,40
Japanische JGB's	%	1,12	1,20	1,40
Britische Gilts	%	3,40	3,10	4,10
Spreads ggü. Bunds				
10j. Swap	Bp	34	30	25
EWU-Corporates	Bp	100	100	80

Aktienmarkt 2011: Noch Luft nach oben

2010: Des Einen Freud - des Anderen Leid



In 2010 kam es auf die richtige Mischung an

Langsam neigt sich 2010 dem Ende zu, und die Analyse der globalen Leitindizes trennt deutlich die Spreu vom Weizen. Rund zwei Drittel der globalen Leitindizes weisen seit dem Jahreswechsel 2009/2010 einen Kursanstieg auf und ca. ein Drittel notiert aktuell unter seinem Startniveau. Bei den vier von uns analysierten Indizes ist das Ergebnis nicht so gut. Zwei notieren im Plus, DAX und Standard & Poors 500, und zwei, Euro Stoxx 50 und Topix, im Minus. Mit einem aktuellen Plus von gut 10% weist der DAX die beste Kursentwicklung der vier auf. Der Standard & Poors 500 folgt ihm mit einem Zugewinn von knapp 6%. Um die ‚rote Laterne‘ kämpfen der japanische Topix und der Euro Stoxx 50 mit einem Minus jeweils von mehr als 6%.

Für den DAX ist damit eine positive Performance für das Gesamtjahr 2010 schon greifbar nahe. Er entwickelte sich im bisherigen Jahresverlauf annähernd so dynamisch wie der MSCI Emerging Markets, in dem die wichtigsten Aktien der Schwellenländer rund um den Globus zusammengefasst sind. In 2009 schlug dieser den DAX mit einem Kurszuwachs von mehr als 80% noch um Längen, der seinerzeit auf ein Plus von 24% kam.

Wieso zeigen die Indizes weltweit in 2010 so unterschiedliche Kursentwicklungen? Warum liegt der DAX deutlich im Plus, während der Euro Stoxx 50, von dessen 50 Index-Mitgliedern 13 aus Deutschland kommen, im laufenden Jahr ca. 6% im Minus liegt?

Mehrheitlich glänzten deutsche Industrieunternehmen im laufenden Jahr - getragen von einem guten Exportgeschäft - mit deutlichen Gewinn- und Umsatzsteigerungen. Sie haben ein hohes Gewicht im DAX. Bank- und Versorgeraktien dagegen, die im laufenden Jahr in ganz Europa gemessen an den Branchenindizes für Deutschland, der Eurozone oder Europa die schwächsten Kursentwicklungen zeigen, stellen mit jeweils zwei Werten aus jeder Branche weniger als 15% der Indexmitglieder. Im Euro Stoxx 50 sind es mehr als zehn Unternehmen diesen Sektoren zuzurechnen, was einem Anteil von knapp einem Viertel entspricht. Ursache der schwachen Performance der Bankaktien sind Belastungen aus der Schuldenkrise von Peripheriestaaten der Eurozone sowie immer noch spürbare Nachwirkungen der globalen Finanzmarktkrise. Einige Versorger enttäuschten mit ihren Zahlen bzw. Geschäftsausblick. In Deutschland lasteten die ergebnismindernden Belastungen aus der Brennelementesteuer zusätzlich auf den Kursen der heimischen Versorger. Die jeweilige Indexzusammensetzung ist der zentrale Punkt für die unterschiedliche Kursentwicklung der beiden Indizes im bisherigen Jahresverlauf.

Überzeugende Unternehmensergebnisse hieften auch den Standard & Poors 500 in den letzten Monaten zurück in die Gewinnzone. In Japan verhagelte die Stärke des japanischen Yen zum US-Dollar das Geschäft vieler exportorientierter Unternehmen und so auch eine mögliche positive Kursentwicklung des Topix.

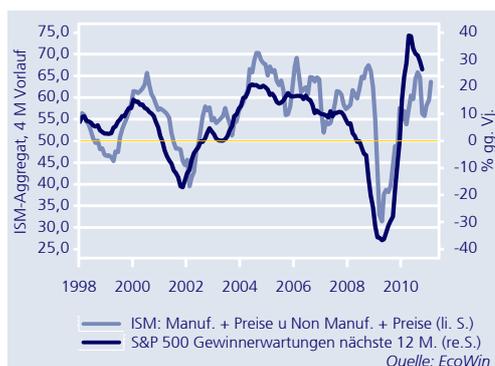
Was bringt 2011? Kann der DAX seine Outperformance fortsetzen oder setzen Euro Stoxx 50 und Topix zur Aufholjagd an?

Die Unternehmensgewinne steigen auch in 2011

Steigende Firmengewinne sind eine Grundvoraussetzung für nachhaltige Kurszuwächse. Denn laufen nur die Kurse, und die Gewinne treten auf der Stelle oder können gemessen an ihren Zuwachsraten den Kursanstiegen nicht folgen, geht den Börsen über kurz oder lang die Puste aus. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) klettern über vertretbare Niveaus und wir erleben im schlimmsten Fall einen Crash wie im Jahr 2000. Seinerzeit waren sowohl DAX als auch Standard & Poors 500 in der Spitze mit deutlich mehr als dem doppelten der aktuellen KGV bewertet.

Für die ersten drei Quartale 2010 präsentierten die Unternehmen beiderseits des Atlantiks mehrheitlich sehr gute Bilanzen mit deutlichen Gewinn- aber auch Umsatzzuwächsen. Für den Standard & Poors 500 oder den DAX sind nach unseren Berechnungen für das Gesamtjahr 2010 Gewinnsteigerungen auf aggregierter Indexebene von 30 bis 40% im Vergleich zu 2009 erreichbar. Aber diese Daten zählen für die Börsen schon weitgehend zur Vergangenheit und sind nach unserer Einschätzung schon überwiegend in den aktuellen Kursniveaus eskomptiert. Bei Veröffentlichung in den ersten Monaten 2011 dürften sie nach unserer Ansicht daher maximal noch einen kurzfristigen Kursimpuls geben. Wesentlich für die Kursentwicklung in 2011 wird die Geschäftsentwicklung der Firmen in 2011 und im späteren Verlauf des kommenden Jahres ein erster Geschäftsausblick auf 2012 sein.

USA: Die Unternehmensgewinne dürften auch in 2011 weiter steigen



Entscheidend beeinflusst wird die Gewinnentwicklung der Firmen von der nationalen und zunehmend auch der globalen konjunkturellen Entwicklung. Auf globaler Ebene steht die Ampel auf ‚grün‘. Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet für 2011 eine konjunkturelle Belebung von gut 4% nach knapp 5% in 2010. Auf nationaler Ebene steht die Ampel auf ‚hellgrün‘. Wir erwarten für Deutschland, Euroland, Japan und die USA jeweils ein moderates konjunkturelles Wachstum in 2011. Die Musik spielt allerdings in den Schwellenländern. Der IWF rechnet für sie aggregiert mit einer deutlich über dem globalen Niveau liegenden Belebung von 6,4% in 2011 nach gut 7% in 2010.

Die vom IWF und von uns erwartete konjunkturelle Belebung sollte ausreichend sein, um bei vielen Unternehmen eine weitere Steigerung von Gewinn und auch Umsatz in 2011 zu ermöglichen. Die Profiteure werden wie in 2010 vor allem international operierende Unternehmen sein. Allein die Dynamik der konjunkturellen Belebung wird nach Einschätzung des IWF auf globaler Ebene um rd. ein Fünftel nachlassen. Dies dürfte nach unseren Berechnungen zu deutlich verringerten Zuwachsraten bei Firmengewinnen und auch -umsätzen im Vergleich zu den in 2010 ausgewiesenen Raten führen. Beiderseits des Atlantiks haben einige Unternehmen bei der Präsentation ihrer jüngsten Quartalszahlen auf das Risiko einer weniger dynamischen Geschäftsentwicklung in 2011 im Vergleich zu 2010 bereits aufmerksam gemacht. Niedrigere Zuwachsraten bei Gewinn und/oder Umsatz dürfte die Stimmung der Anleger zumindest vorübergehend leicht eintrüben. Allerdings sollten die von uns auf aggregierter Basis für DAX und Co. erwarteten Gewinnzuwächse von jeweils rd. 10% in 2011 ausreichend sein, um den Aktienkursen von Seiten der Gewinnentwicklung eine positive Unterstützung zu geben.

Aktien ein ‚Rund um sorglos Paket‘?

Von der fundamentalen Seite ist mit moderat steigenden Firmengewinnen vor allem bei exportorientierten Unternehmen die Basis für steigende Aktienkurse gelegt. Dennoch ist ein Engagement in Aktien kein ‚Rund um sorglos Paket‘. Einige Themen sind in 2010 immer wieder aufgekommen, und sie dürften uns auch in der Zukunft weiter begleiten. Andere dürften frühestens Ende 2011 auf der Agenda stehen.

Die größte Volkswirtschaft der Welt, die USA, hat bislang noch nicht auf den soliden Wachstumspfad von vor der Krise zurückgefunden. Sie läuft eher mit ‚halber Kraft‘. Die großen, international operierenden Unternehmen legen mehrheitlich solide Geschäftszahlen, gespeist aus ihren Auslandsaktivitäten, vor. Gleichzeitig weisen sie auf immer noch anhaltende Schwächen im Binnenmarkt hin. Schwächere Konjunkturnachrichten aus den USA im Verlauf von 2011 sind nach unserer Ansicht daher nicht auszuschließen, und bei einer Häufung könnte eine neuerliche Diskussion über die konjunkturelle Verfassung der USA aufkommen und zu Belastungen an den Börsen führen. Einen Rückfall der USA in die Rezession erwarten wir allerdings nicht. Die Irritation sollte daher schnell wieder abebben und die Aktienkurse sich wieder erholen.

Mehrmals stand in 2010 die Schuldenkrise von Peripheriestaaten der Eurozone im Fokus des Interesses. Es ist nicht auszuschließen, dass die Thematik auch in 2011 nochmals aktuell wird. Kursbelastungen dürften sich aber auf die nationalen Aktienmärkte dieser Länder konzentrieren.

Ein Ende des ‚billigen Geldes‘, mit dem Fed und EZB die Märkte versorgen, dürfte einen Kursanstieg behindern. Aktienkurse reagieren selten positiv auf Leitzinserhöhungen. Allerdings erwarten wir frühestens gegen Ende 2011 einen ersten Zinsschritt der EZB. Zudem hat sich nach unserer Ansicht in der jüngeren Vergangenheit gezeigt, dass Maßnahmen der EZB im Vergleich zu solchen der Fed eher schwach an den Börsen wahrgenommen werden. Da wir keine Zinserhöhungen der Fed in 2011

Kursanstieg für den DAX erwartet



erwarten, dürften sich die Kurse von einer ersten Zinserhöhung durch die EZB nur wenig beeindruckt lassen.

Aktien haben noch Luft nach oben

Aktien sind zwar kein ‚Rund um sorglos Paket‘. Aus heutiger Sicht erscheinen die Risiken aber überschaubar. Zumal Aktien gemessen an ihren KGV im historischen Vergleich attraktiv bewertet sind. Vielmehr sollten die von uns erwarteten Gewinnsteigerungen den vier von uns analysierten Indizes Kurspotenzial in Höhe der Zuwächse eröffnen.

Allerdings wird sich der Kursanstieg nicht linear vollziehen. Nach unserer Einschätzung wird, wie in 2010, die Schwankungsintensität hoch bleiben. Neben den angeführten Punkten sollten die von uns erwarteten geringeren Zuwachsraten bei Unternehmensgewinnen und -umsätzen sowie moderat rückläufige Konjunkturindikatoren die Anleger vorübergehend enttäuschen und temporäre Kursrücksetzer auslösen.

Auf Jahressicht erwarten wir DAX und Co. über ihren aktuellen Niveaus. Der DAX dürfte, wie auch in diesem Jahr, die Nase vorne haben. Kräftiges Wachstum im Binnenmarkt und die Exportstärke der im Index enthaltenen Firmen sprechen für ihn.

BRIC's in 2010 keine Überflieger



Können die BRIC's in 2011 wieder durchstarten?

Der MSCI Emerging Markets konnte keine deutlich bessere Kursentwicklung als der DAX im bisherigen Jahresverlauf erreichen ebenso wenig die Leitindizes der vier BRIC-Länder. Lediglich der indische Sensex 30 performte marginal besser als der deutsche Leitindex. Nach Kurszuwächsen je nach Index von 80% bis 130% in 2009 nehmen die vier im Moment eine Verschnaufpause. Die Fragen sind, warum und wie lange hält sie an?

Eine Ursache der schwächeren Entwicklung der Indizes der BRIC's ist das rückläufige Gewinnwachstum vieler Firmen. In 2010 werden sie nach aktueller Datenlage aggregiert für den jeweiligen Leitindex nur noch Gewinnzuwächse von je rd. 25% im Vorjahresvergleich erreichen. Die Erwartung einiger Anleger wird mit diesen Raten enttäuscht. Die Anleger hatten mehr erhofft. Zumal für 2009 noch deutlich höhere Gewinnsteigerungen ausgewiesen wurden. In 2011 dürften die Unternehmensgewinne in den BRIC-Staaten gestützt von einer fortgesetzten konjunkturellen Belebung mit jeweils rd. 20% steigen. Langfristig sollten die BRIC-Indizes daher DAX und Co. wieder outperformen. Kurszuwächse wie in 2009 gesehen erwarten wir aber nicht.

In den chinesischen Aktienmarkt würden wir aktuell nicht investieren. Die Unsicherheit über die weitere Vorgehensweise der chinesischen Notenbank ‚Peoples Bank of China‘ bzw. der chinesischen Regierung zur Bekämpfung von Inflation und Immobilienpreisblase lastet auf der Börse.

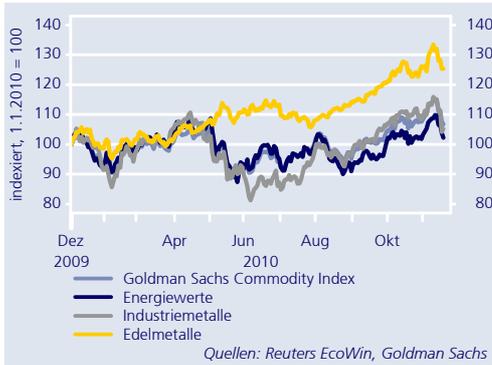
Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	18.11.	in 3 M	in 12 M
DAX	6.832	7150-7350	7150-7350
Euro Stoxx 50	2.855	2900-3100	2875-3075
S&P 500	1.197	1225-1325	1210-1310
Topix	869	850-950	840-940

Rohstoffe 2011: Konjunkturaufschwung stützt Preise

Holpriger Pfad bei konjunktursensiblen Rohstoffen



Im zu Ende gehenden Jahr haben viele konjunkturabhängige Rohstoffpreise zunächst keinen klaren Trend gezeigt. Vielmehr spiegelten sich Konjunkturoffnungen und -sorgen in einer volatilen Bewegung wider. Im Zuge der massiven Verschuldungsnot einiger Staaten der Eurozonen-Peripherie, die große Besorgnis auch mit Blick auf die Beständigkeit der Konjunkturerholung hervorriefen, haben die Preise für viele Rohstoffe in den Frühjahrsmonaten nachgegeben. Dazu dürfte auch der in dieser Phase aufwertende Dollar, der von der Euro-Schwäche profitierte, beigetragen haben. Mit Überwindung der akuten Verschuldungsorgen konnten aber viele Rohstoffpreise wieder zulegen. Von erheblicher größerer Bedeutung für Agrarrohstoffe waren dagegen die Wetterkapriolen in diesem Jahr. Dürren und großflächige Brände bzw. Flutmassen bei einigen wichtigen Exporteuren von Agrarrohstoffen schürten Knappheitsängste bei einigen Agrarrohstoffen wie Weizen oder Mais, so dass deren Preise kräftig anzogen.

Ölpreis: China, USA und OPEC als entscheidende Fundamentalfaktoren

Der Preis für Rohöl, gemessen an der Sorte Brent, zeigte sich im Jahresverlauf sehr anfällig für Stimmungswechsel bezüglich der Konjunktur. Dabei wies er auch eine sehr enge Korrelation mit der Aktienkurs-

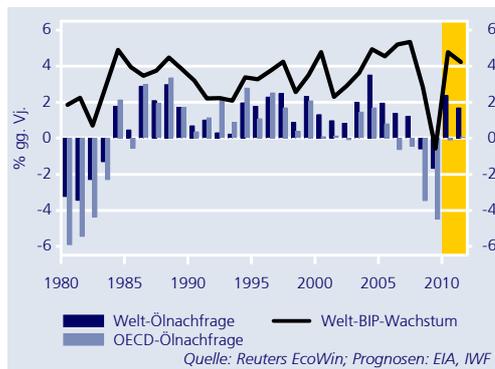
kursentwicklung auf, so dass sich Rohstoffe in diesem Fall - entgegen der sonst üblichen Verhältnisse - nicht zur Risikodiversifikation eignen. Von einem Niveau bei rund 78 Dollar je Barrel zu Jahresbeginn schwankte der Ölpreis im Jahresverlauf recht ausgeprägt zwischen 67 und 88 Dollar je Barrel. Grundsätzlich schien die Versorgungslage mit Rohöl aber stets reichlich bzw. nicht annähernd an der Grenze zu einem bedrohlich knappen Niveau. Eine wichtige Rolle spielte hierbei das Ölangebot durch die OPEC-Staaten, die es gemessen an ihren offiziellen Förderquoten erheblich an Disziplin mangeln ließen und permanent mehr förderten als vereinbart. Auch im Oktober produzierten die offiziell den Quoten unterworfenen Staaten 26,66 Millionen Fass Rohöl pro Tag, und damit etwa 1,8 Millionen Fass täglich mehr als laut Förderziel. Die Nicht-OPEC-Staaten weiteten in der ersten Jahreshälfte die Ölförderung aus, setzten dies aber in der zweiten Jahreshälfte offenbar nicht fort.

Gestützt wird die Angebotsseite derzeit auch noch von hohen Lagerbeständen. Dies gilt für die gesamte OECD und insbesondere für den größten Ölnachfrager weltweit, die USA. Bei einer stärkeren Nachfrage nach dem schwarzen Gold könnte diese also zunächst aus den Lagern bedient werden. Gerade mit Blick auf die USA ist allerdings noch keine allzu deutliche Belebung der Ölnachfrage festzustellen. Immerhin wird für das Gesamtjahr 2010 aber erstmals seit 2005 wieder ein gestiegener Verbrauch zu Buche stehen.

Vorerst sprechen die fundamentale Nachfrage- und Angebotssituation zumindest gegen einen Durchmarsch des Ölpreises. Bei einer anhaltenden Aufwärtsentwicklung der weltweiten Konjunktur dürfte 2011 allerdings das Thema Lagerabbau in den Fokus rücken. Schrumpfen die Lagerbestände auf „normale“ Niveaus, werden wohl allmählich wieder Knappheitsängste am Ölmarkt aufkommen und die Ölpreise stützen.

Das US-Energieministerium (EIA) rechnet für 2011 mit einem anhaltenden Wachstum der globalen Ölnachfrage. Allerdings dürfte dieses Wachstum aufgrund einer langsameren Konjunkturdynamik geringer ausfallen als im Jahr 2010. Insbesondere geht die Behörde für die OECD-Länder sogar nur von einer weitgehend stagnierenden Ölnachfrage aus, wohingegen der Bedarf der Nicht-OECD-Länder, darunter China, weiter zunehmen sollte.

Ölbedarf steigt 2011 weiter



Die relativ deutlichen Reaktionen des Ölpreises mit Blick auf Nachrichten - positive wie negative - bezüglich der chinesischen Konjunktur bzw. Geldpolitik lassen darauf schließen, dass in der jüngst etwas stärkeren Ölpreisentwicklung einiges an Phantasie bezüglich der chinesischen Konjunktur eingepreist ist. Gerüchte, dass es zu weiteren Zinserhöhungen in China kommen könnte, um einer möglichen Überhitzung entgegen zu wirken, führen deshalb zu merklichen Abschlagen des Ölpreises. Allerdings dürfte die Wachstumsdynamik im asiatischen Raum insgesamt stark genug bleiben, um eine gute Unterstützung für den Ölpreis zu bieten.

Entscheidend für die Erwartungen bezüglich der Ölnachfrage ist neben China die Stärke der US-Konjunkturerholung. Bislang wird diese überwiegend als blutleer wahrgenommen. Eine hohe Wachstumsdynamik unterstellen wir hier für 2011 nicht. Sollte sich aber eine positive Überraschung abzeichnen, was wir für durchaus möglich halten, dürfte dies die Ölpreise nachhaltiger beflügeln. Zumindest weichen offenbar die Sorgen bezüglich eines Rückfalls in

die Rezession. Zuletzt wetteten denn auch nicht-kommerzielle Anleger in rekordhohem Maße auf weiter steigende Ölpreise. Insgesamt sehen wir unsere Prognose von etwa 90 Dollar je Barrel auf Jahressicht für Brentöl mit einem Aufwärtsrisiko behaftet.

Goldmanie hält vorerst noch an

Der Preis für Gold, der „ganz besondere Rohstoff“, bleibt auf Rekordkurs. Von Anfang 2010 bis Mitte November dieses Jahres legte der Preis für das Edelmetall, gemessen in US-Dollar, um bis zu 30% zu, so dass zwischenzeitlich mehr als 1400 Dollar für eine Feinunze zu zahlen waren. Im Verlauf des Jahres dürfte vor allem das Unsicherheitsmotiv einige Anleger in Gold getrieben haben. So stand in den Frühjahrsmonaten mit Blick auf die Verschuldungskrise in der Eurozone kurzzeitig die Frage nach dem Überleben der Europäischen Gemeinschaftswährung im Raum. Ein anhaltend niedriges Zinsniveau, das die Opportunitätskosten der Goldhaltung gering hält, dürfte ebenfalls zum anhaltenden Goldboom beigetragen haben. Zusätzlich dürfte auch die zunächst nur erwartete und dann bestätigte neue Runde von Staatsanleihekäufen durch die US-Notenbank den Run auf Gold gefördert haben. Zum einen, weil die Marktflutung mit Liquidität die Sorgen über ein auf längere Sicht auftretendes Inflationsproblem befeuern dürfte und somit Gold als vermeintlichen Inflationsschutz attraktiv hält. Darüber hinaus schwächt die nochmals expansivere US-Geldpolitik tendenziell den Dollar, was traditionell dem Goldpreis zugute kommt.

Dass börsengehandelte Fonds, die mit dem physischen Rohstoff unterlegt sind, sich im Laufe des Jahres wieder großer Beliebtheit erfreuten, belegen die entsprechenden Zuflüsse. In den letzten Wochen ist es hier aber zu einer Stabilisierung auf hohem Niveau gekommen. Aktuell stellt sich mit Blick auf einige Staaten der Euroland-Peripherie erneut die Frage, ob auf Finanzhilfe aus dem von EU und IWF aufgelegten Stabilisierungsfonds zurückgegriffen werden muss. Insofern ist diese Krise noch nicht ausgestanden.

Aus den genannten Gründen gehen wir davon aus, dass das Umfeld für Gold vorerst noch günstig bleibt. Wir rechnen kurzfristig mit einem anhaltenden Aufwärtstrend, der auch die 1500-Dollar-Marke noch ins Spiel bringen könnte. Allerdings dürfte auf Jahressicht mehr Gegenwind aufkommen, wenn, wie wir erwarten, erste Leitzinserhöhungen auch von westlichen Notenbanken durchgeführt werden, die das Zinsniveau an den Kapitalmärkten leicht steigen lassen sollten. Zudem gehen wir nicht davon aus, dass die USA oder gar die globale Wirtschaft wieder in die Rezession zurück fallen. Auf Sicht von zwölf Monaten rechnen wir daher mit einer Abwärtskorrektur des Goldpreises auf dann etwa 1400 Dollar je Feinunze.

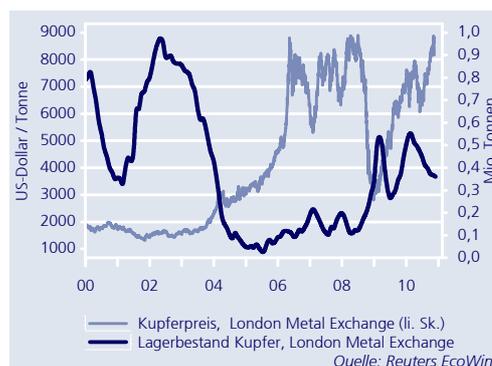
Auch der Preis für Platin stieg im Laufe der zweiten Jahreshälfte wieder deutlicher an, wenn auch nicht so stark wie bei Gold und erst recht nicht so stark wie bei Silber. Da sowohl Silber als auch Platin im Vergleich zu Gold stärkere industrielle Verwendung finden und nicht den ausgeprägten Währungscharakter des Goldes genießen, sind diese beiden Edelmetalle grundsätzlich stärker dem konjunkturellen Zyklus unterworfen als Gold. Allerdings haben in den vergangenen Monaten bzw. Jahren wohl auch zunehmend Investmentinteressen bzw. spekulative Gründe eine Rolle gespielt. Durch Vehikel wie z.B. börsenhandelte Indexfonds ist inzwischen der Zugang zu diesem Markt erleichtert. Ähnlich wie bei Gold dürfte auch die Skepsis gegenüber etablierten Währungen - ob Euro oder Dollar - der Nachfrage nach Platin und Silber Auftrieb verliehen haben. Wir teilen daher die Ansicht, dass die Faktoren, die dem Goldpreis zum anhaltenden Höhenflug verholfen haben, auch den Silber- und Platinpreis vorerst stützen dürften, ehe auf Jahressicht bei einem steigenden Zinsniveau und einer anhaltenden Konjunkturerholung das Investmentmotiv an Kraft verlieren dürfte und es zu einer Abwärtskorrektur bei Edelmetallen kommt. Allerdings könnte Silber und Platin dann die gegenüber Gold stärkere Verwendung in der Industrie zugute kommen.

Industriemetalle auch 2011 mit Rückenwind

Die Preise für Industriemetalle haben ihre Erholung 2010, wenn auch mit Unterbrechungen, fortgesetzt. Vor allem Kupfer stach zuletzt heraus. Getrieben wurde der Preis für das Buntmetall von einer steigenden Nachfrage Chinas. Aber auch die europäische Kupfernachfrage erholte sich stärker als zuvor erwartet. Ein wichtiger Grund hierfür dürften staatliche Konjunkturprogramme sein, die zu einem großen Teil Bauprojekten zugute kamen. Nach einem Rücksetzer der Industriemetalle in den Frühjahrsmonaten 2010, der der hoch kochenden EWU-Verschuldungskrise und der damit einhergehenden Dollaraufwertung geschuldet war, nahm der Kupferpreis wieder Fahrt auf und notierte kürzlich nahe dem Allzeithoch von Juli 2008 bei 8900 Dollar je Tonne. Gegenüber dem Stand zu Jahresbeginn 2010 entsprach dies einem Preisanstieg von 19%.

Die fundamentale Lage am Kupfermarkt, der insgesamt im Jahr 2010 zum zweiten Mal in Folge einen Angebotsüberschuss aufweisen dürfte, sollte sich im kommenden Jahr weniger komfortabel darstellen. So erwartet die International Copper Study Group für 2011 eine im Vergleich zum laufenden Angebot höhere Nachfrage, so dass die historisch nach wie vor nicht allzu üppigen Lagerbestände weiter abgebaut werden dürften. Ein Abbau ist bereits in Gange, und mittlerweile scheint die eher enger werdende Marktlage bei Kupfer ins Bewusstsein vieler Anleger zurückgekehrt zu sein. Die Wetten von spekulativ

Kupfer auf Rekordkurs



orientierten Anlegern auf weiter steigende Preise haben nämlich jüngst ein mehrjähriges Hoch erreicht.

Die Kupfernachfrage seitens Chinas ist ein wesentlicher fundamentaler Faktor, so dass der Preis recht empfindlich auf weitere politische Bremsmanöver für die Konjunktur bzw. Inflation reagieren dürfte und kurzfristig deutlicher nach unten korrigieren könnte. Sollte der US-Immobilienmarkt im Verlauf von 2011 klare Anzeichen einer Belebung aufweisen, wäre dies ein positives Signal für den Kupfermarkt. Darüber hinaus bleibt die Kupferproduktion in wichtigen Abbauländern weiterhin störanfällig.

Auch der Aluminiumpreis hat seit den Sommermonaten deutlicher angezogen, kann aber nicht an die rasante Entwicklung bei Kupfer anknüpfen. Zwar wurde zuletzt bei über 2440 Dollar je Tonne ein neues Jahreshoch erreicht. Vom Rekordstand aus dem Jahr 2008 bei über 3200 Dollar je Tonne bleibt der Preis für das Buntmetall aber weit entfernt. Nach wie vor stellt sich die Situation bei den Lagerbeständen deutlich komfortabler dar als etwa bei Kupfer. Zwar hat die globale Aluminiumproduktion im Zeitraum von Januar bis September 2010 gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum nur um 2,7% zugenommen. Dafür hat aber China seine Produktion um knapp 38% in diesem Zeitraum hochgefahren. Während sich beim ebenfalls wichtigen Nachfrager USA die Autoindustrie zu erholen beginnt, liegt die Neubautätigkeit noch am Boden. Eine Verbesserung in diesem Bereich wäre auch für den Aluminiumpreis als stützendes Element anzusehen. Da die Gewinnung von Aluminium sehr energieintensiv ist, besteht ein recht enger Zusammenhang zur Entwicklung des Ölpreises. Auf Basis unserer Ölpreisprognose rechnen wir auf Jahressicht allerdings nicht mit massiven Belastungen von dieser Seite.

Insgesamt sollten die Industriemetallpreise nach kurzfristig drohenden Rückschlägen moderates Aufwärtspotenzial im Jahr 2011 besitzen, wenn die globale Konjunkturerholung weiter vorankommt und im zweiten Halbjahr 2011 etwas mehr Fahrt aufnehmen kann.

Weiterhin Chancen bei Rohstoffen

Die Nachhaltigkeit und Stärke des globalen Konjunkturaufschwungs sowie Fortschritte bei den Exit-Strategien der Notenbanken werden auch 2011 die Rohstoffpreise beeinflussen. Grundsätzlich dürften bei einer anhaltenden, wenn auch ein wenig verlangsamten, weltweiten Konjunkturerholung die konjunktursensiblen Rohstoffe profitieren. Insofern sehen wir diese weiterhin als interessante Beimischung an. Bei etwas deutlicheren Korrekturbewegungen ergeben sich Einstiegschancen. Die längerfristigen Argumente, die auf eine allmähliche Rückkehr der westlichen Industrieländer zu alten Produktionsniveaus und auf einen anhaltenden Aufholprozess der Schwellenländer abstellen, behalten weiterhin ihre Gültigkeit. In den kommenden Monaten könnte aber auch Störfeuer kommen, u.a. wegen Befürchtungen, China könnte stärker auf die konjunkturelle Bremse treten. Etwas an Attraktivität als Anlageklasse könnten Rohstoffe, u.a. Gold, auch bei einem tendenziell steigenden Kapitalmarktzinsniveau einbüßen. Darüber hinaus könnten protektionistische Maßnahmen von Staaten die Volatilität der Rohstoffpreise insgesamt erhöhen.

Fabienne Riefer

Prognosen Postbank

	18.11.	in 3 M	in 12 M
Brent Ölpreis			
in USD/Barrel	84,78	80	90
Gold Spotpreis			
in USD/Feinunze	1.353	1500	1400

Marktprognosen Dezember 2010

Zinsen in %	18.11.	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Euroraum					
Refisatz	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25 (1,00)
3-Monats-Euribor	1,04	1,1	1,2 (1,1)	1,3 (1,1)	1,5 (1,3)
2-j. Bunds	1,11	1,0 (0,9)	1,1 (1,0)	1,2 (1,1)	1,6 (1,4)
10-j. Bunds	2,70	2,5	2,7	2,9	3,2 (3,1)
USA					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25
3-Monats-Libor	0,28	0,3	0,3	0,4	0,4
2-j. Treasuries	0,50	0,5 (0,4)	0,6	0,7	0,9 (0,8)
10-j. Treasuries	2,90	2,8 (2,6)	2,9	3,1	3,4 (3,2)
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	76	80	90 (80)	90 (70)	110 (90)
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-20	-30 (-10)	-20	-20	-20 (-10)
Japan					
Overnight Call Rate	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	1,12	1,2 (0,9)	1,3 (1,0)	1,3 (1,0)	1,4 (1,1)
UK					
Base Rate	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00 (0,75)
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	3,40	3,3 (3,1)	3,4 (3,3)	3,6	4,1 (3,9)
Swap/Credit Spreads in Basispunkten					
		in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
10-j. Swaps ./ Bunds	34	30	20	20	25 (20)
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	8	10	10	10	10
EWU Corporates A-Rated ./ Bunds	100	100	90	80	80
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	503	500	470	450	450
Wechselkurse					
		in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
US-Dollar (EUR/USD)	1,3616	1,45	1,40	1,38	1,35
Japanischer Yen (EUR/JPY)	113,83	115	118	121	125
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8494	0,86	0,85	0,83	0,82
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,3592	1,34	1,34	1,35	1,38 (1,35)
Commodities					
		in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	84,78	80	80	85	90
Gold Spot (\$/Feinunze)	1353	1500	1500	1450	1400
Aktien					
		KGV	KGV	Kursziel	Kursziel
		2010e	2011e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	6.832	13,9	12,7	7150-7350	7150-7350
Euro Stoxx 50	2.855	10,9	10,1	2900-3100	2875-3075
Standard & Poors 500 *	1.197	15,5	14,1	1225-1325	1210-1310
Topix	869	21,3	19,4	850-950	840-940

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Konjunkturprognosen Dezember 2010

BIP, real in % QoQ, sa	2010				2011				BIP in % YoY			Inflation in % YoY		
	Q1	Q2	Q3	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e
Deutschland	0,6	2,3	0,7	0,4	0,3	0,2	0,5	0,5	3,6 (3,5)	2,0	1,9	1,1	1,7	2,0
Euroraum	0,3	1,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,7	1,6 (1,3)	1,9	1,5	1,9	2,0
USA	0,9	0,4	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	2,7 (2,8)	2,4 (2,1)	2,9	1,5	1,8 (2,0)	2,7
Japan	1,6	0,4	0,9	0,0	0,4	0,3	0,5	0,4	3,6 (3,0)	1,5 (1,7)	1,9	-0,9	-0,3	0,0

Vormonatsprognosen in Klammern

Wichtige geldpolitische Ereignisse im Jahr 2011

			
13. Januar	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
26. Januar		Zinsentscheidung	
03. Februar	Zinsentscheidung		
10. Februar			Zinsentscheidung
16. Februar			Inflation Report
03. März	Zinsentscheidung		
10. März			Zinsentscheidung
15. März		Zinsentscheidung	
07. April	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
27. April		Zinsentscheidung	
05. Mai	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
11. Mai			Inflation Report
09. Juni	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
22. Juni		Zinsentscheidung	
07. Juli	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
04. August	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
09. August		Zinsentscheidung	
10. August			Inflation Report
08. September	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
20. September		Zinsentscheidung	
06. Oktober	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
02. November		Zinsentscheidung	
03. November	Zinsentscheidung		
10. November			Zinsentscheidung
16. November			Inflation Report
08. Dezember	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
13. Dezember		Zinsentscheidung	