

März 2011

➤ **Thema des Monats:**

Rohstoffpreisanstieg hat deutscher Konjunktur bislang kaum geschadet

Steigende Rohstoffpreise erhöhen Sorge der Industrieunternehmen
Dämpfende Effekte auf Konjunktur über mehrere Kanäle
Geschwindigkeit der Preisanpassung entscheidend für Konjunktur
Rohstoffpreisanstieg bietet Chance für deutsche Wirtschaft

➤ **EWU-Konjunktur: Verhaltener Aufschwung im Schlussquartal 2010**

Schnee und Eis bremsen die deutsche Konjunktur
Keine Sorgen um die Fortsetzung des Wachstums
Preisdruck auf den Vorstufen nimmt weiter zu

➤ **US-Konjunktur: Aufschwung wird stabiler**

US-BIP steigt 2010 um 2,9%
Durchwachsener Start ins neue Jahr
Preisdruck auf den Vorstufen verstärkt sich

➤ **Portugal: Wird der Rettungsschirm bald aufgespannt?**

Privater Konsum belastet Wachstum
Moderate Inflation - hohes Leistungsbilanzdefizit
Risikoprämien für portugiesische Staatsanleihen bleiben hoch

➤ **Rentenmarkt: Trotz wachsender Inflationssorgen keine schnelle Zinswende**

Gute US-Konjunkturdaten treiben Renditen
Arbeitsmarkt bereitet Fed weiterhin Sorge
Keine Signale für Zinsanhebung im Euroraum
Leichte Abwärtskorrektur der Renditen wahrscheinlich

➤ **Aktienmarkt: Kurze Atempause ist angebracht**

Starker Start ins neue Jahr
Überzeugende Berichtssaison beiderseits des Atlantiks
Ausblicke nicht ungetrübt, aber die Welt ist noch in Ordnung

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

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 21.02.2011

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.

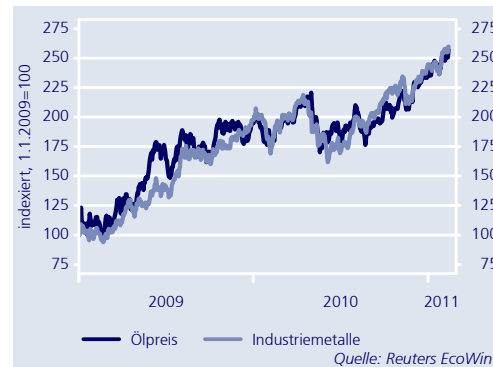
Rohstoffpreisanstieg hat deutscher Konjunktur bislang kaum geschadet

Die deutsche Wirtschaft befindet sich derzeit in einer robusten Aufschwungsphase. Nach dem mit 3,6% stärksten BIP-Wachstum seit der Wiedervereinigung im vergangenen Jahr zeichnet sich auch 2011 wieder ein solides Wirtschaftswachstum ab. Vor allem das Verarbeitende Gewerbe ist für die gute Konjunktorentwicklung verantwortlich. Die Stimmung in den Unternehmen ist, gemessen am ifo-Geschäftsklimaindex, so gut wie nie zuvor. Denn die Auftragslage ist blendend und die Produktion läuft auf Hochtouren. Auch die deutschen Verbraucher haben die Krise längst abgeschüttelt. Die Kaufbereitschaft ist so hoch wie seit einigen Jahren nicht mehr, und die Konjunktur- und Einkommenserwartungen deuten darauf hin, dass es in diesem Jahr zu einem überdurchschnittlich starken Anstieg des Privaten Verbrauchs kommt.

Steigende Rohstoffpreise erhöhen Sorge der Industrieunternehmen

Trotz der weltweit anziehenden Nachfrage und voller Auftragsbücher mehren sich derzeit die Sorgen in den Industrieunternehmen. Schuld sind die auf breiter Front gestiegenen Preise für Industrierohstoffe. Neben Rohöl, welches seit Ende Mai 2010 um mehr als 40% teurer geworden ist, zählen hierzu insbesondere die Industriemetalle. Vor allem Kupfer verteuerte sich in den letzten Monaten kräftig und erreichte Anfang Februar mit über 10.000 US-Dollar pro Tonne einen neuen Rekordwert. Das vielseitige Metall findet unter anderem im Bausektor und der Elektroindustrie Verwendung. Maßgeblich verantwortlich für den Preisanstieg war in den letzten Jahren die stark steigende Nachfrage aus China, dem weltweit größten Abnehmer von Kupfer. Auch Nickel, Zink und Aluminium stiegen seit dem Ende der Krise stetig und deutlich im Preis.

Öl und wichtige Industriemetalle werden teurer



Da Deutschland über kaum nennenswerte Rohstoffvorkommen verfügt, müssen die hiesigen Unternehmen die für die Produktion benötigten Materialien importieren. Im Jahr 2009 betrug der Wert der eingeführten Rohstoffe 67 Mrd. Euro, während der Wert der ausgeführten Rohstoffe bei gerade einmal 7,5 Mrd. Euro lag. Steigen die Preise, verteuert sich die Güterherstellung entsprechend. Bei den aktuellen Preisen für Rohöl, Aluminium, Kupfer, Nickel und Zink wäre die Rechnung deutscher Unternehmen für diese Rohstoffe um 22,5 Mrd. Euro höher als 2009 (neuere Daten liegen noch nicht vor). Steigende Preise würden diese Summe noch mehr in die Höhe treiben. Vor diesem Hintergrund verwundert es daher nicht, dass in einer aktuellen Umfrage des DIHK drei Viertel der befragten Industrieunternehmen angaben, dass steigende Rohstoffpreise für sie die größte Gefahr für die wirtschaftliche Entwicklung darstellen.

Dämpfende Effekte auf Konjunktur über mehrere Kanäle

Grundsätzlich haben die Unternehmen zwei Möglichkeiten, mit steigenden Produktionskosten umzugehen. Sie können entweder die höheren Kosten auf die Konsumenten überwälzen, oder sie

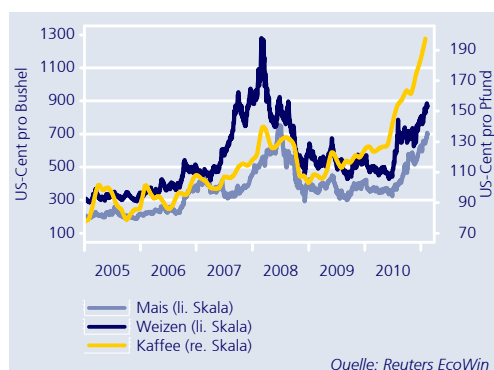
müssen Abstriche bei den Gewinnmargen machen. In beiden Fällen können sich negative Effekte für die Konjunktur ergeben. Nehmen die Unternehmen Gewinneinbußen hin, weil sie die gestiegenen Preise nicht auf die Konsumenten überwälzen können, haben sie weniger Spielraum für Investitionen, was das Wachstumspotenzial schmälert. 2010 dürften die gestiegenen Rohstoffpreise allerdings kaum negative Effekte auf die Investitionen gehabt haben, da die Unternehmen ihre Kosten infolge der Krise stark gesenkt hatten und hohe Gewinne realisieren konnten.

Gelingt es den Unternehmen, die Preiserhöhungen an die Verbraucher weiterzugeben und liegen diese über dem Einkommenswachstum der privaten Haushalte, sinkt deren real verfügbares Einkommen. Durch die gesunkene Kaufkraft ergeben sich dämpfende Effekte seitens des Privaten Verbrauchs. In der Regel wird die Lösung irgendwo zwischen den beiden Möglichkeiten liegen. Das heißt, den Unternehmen gelingt es, einen Teil der Kosten umzulegen, während der Rest zu Lasten der Gewinne geht. Der Grad, inwieweit den Unternehmen die Kostenüberwälzung gelingt, ist stark von der jeweiligen Branche abhängig. Wenn die Verbrauchernachfrage vergleichsweise starr ist und kaum auf Preisänderungen reagiert, können die Unternehmen einen größeren Anteil der Kosten weitergeben. Hierzu zählt klassischerweise die Nachfrage nach Lebensmitteln und - zumindest kurzfristig - nach Kraft- und Heizstoffen. Deren Anteil liegt bei etwa 14% des Warenkorbs.

Im Jahr 2010 lag die Belastung der privaten Haushalte durch Preissteigerungen in diesen Segmenten bei etwa 5 Mrd. Euro bzw. 0,2% des BIP. Da die Preise zu Beginn dieses Jahres weiter gestiegen sind, werden die privaten Haushalte wohl auch 2011 eine Belastung durch die Rohstoffpreise zu verkraften haben.

Neben den Investitionen und dem Privaten Verbrauch können sich steigende Rohstoffpreise auch über den Außenhandel auf die Konjunktur auswirken. Der Effekt steigender Rohstoffpreise auf das BIP ist allerdings unbestimmt. So dürften die Importe aufgrund eingeschränkter Investitionen sowie eines gedämpften Privaten Verbrauchs in Deutschland zurückgehen. Dies wäre für sich betrachtet positiv für das BIP, da es dadurch zu einem Anstieg des Außenbeitrags käme. Allerdings könnten steigende Rohstoffpreise auch die Auslandsnachfrage dämpfen, da auch dort die Investitionen und der Private Verbrauch eingeschränkt werden würden. Dies hätte wiederum einen dämpfenden Effekt auf die deutschen Exporte, wodurch sich der Außenbeitrag verringern würde. Die Fokussierung der deutschen Exportwirtschaft auf hoch spezialisierte Kapitalgüter, die zum Teil auch in die dynamisch wachsenden Schwellenländer ausgeführt werden, dürfte unter dem Strich dazu führen, dass die Exporte nicht allzu stark unter steigenden Rohstoffpreisen gelitten haben. Die Konjunkturreffekte steigender Rohstoffpreise über den Außenbeitrag dürften damit bislang weitestgehend neutral gewesen sein.

Auch Agrarrohstoffe steigen im Preis



Geschwindigkeit der Preisanpassung entscheidend für Konjunktur

Bislang haben sich dämpfende Konjunkturreffekte aufgrund gestiegener Rohstoffpreise also lediglich über den Privaten Verbrauch ergeben. Über die Investitionen und den Außenbeitrag dürften sich dagegen kaum nennenswerte dämpfende Effekte auf die Konjunktur eingestellt haben. Grundsätzlich entscheidend für die Konjunkturauswirkung ist jedoch die Geschwindigkeit, mit der sich Preisänderungen vollziehen. Ein jäher und starker Preisschub bei Rohstoffen dürfte spürbar negative Auswirkungen auf die Konjunktur haben. Die Unternehmen könnten die resultierende Kostenexplosion kurzfristig nicht an die Verbraucher weitergeben. Dadurch würden sich ihre Gewinnaussichten verringern und mit ihnen auch die Investitionsmöglichkeiten.

Vollzieht sich der Preisanstieg jedoch stetig und über einen längeren Zeitraum, könnten sich langfristig sogar positive Nachfrageeffekte für die deutsche Wirtschaft einstellen. Gewisse dämpfende Effekte auf die binnenwirtschaftliche Nachfrage wären zwar auch dann nicht zu vermeiden. Jedoch würden die Rohstoff exportierenden Unternehmen bzw. Staaten, die von der Preissteigerung profitieren, ihrerseits Gewinne bzw. Wohlfahrtssteigerungen verzeichnen. In der Folge würden sie ihre Investitionen bzw. Importe tendenziell ausweiten, wovon wiederum die deutsche Wirtschaft mit ihrer Ausrichtung auf Kapitalgüter und deren Export profitieren würde.

Weizenernte in Russland aufgrund einer Dürre extrem niedrig aus. Zudem dürfte die sehr lockere Geldpolitik in den Industrienationen den Preisanstieg bei Rohstoffen verschärft haben. Denn mit einem Teil der großzügig zur Verfügung gestellten Liquidität dürfte auf den Rohstoffmärkten spekuliert worden sein, wodurch sich die Preisanstiege verschärft haben. Da wir davon ausgehen, dass die Notenbanken in den Industrienationen in absehbarer Zeit wieder in Richtung einer weniger expansiven Geldpolitik streben, dürfte die Preisdynamik bei Rohstoffen daher nachlassen. Auch die Bestrebungen Chinas und anderer Schwellenländer, einer drohenden Überhitzung der Wirtschaft mit Anhebungen der Leitzinsen zu begegnen, sprechen gegen einen steilen Aufwärtstrend bei den Rohstoffpreisen.

Der trendmäßig wachsende Rohstoffhunger in den Schwellenländern – allen voran in China – sowie die insgesamt robuste Konjunkturentwicklung sprechen jedoch grundsätzlich für einen mittelfristig fortwährenden Aufwärtstrend bei Rohstoffen. Wenn sich dieser moderat und über einen längeren Zeitraum hinzieht, könnte die deutsche Wirtschaft langfristig sogar davon profitieren. Denn je höher die Rohstoff- und Energiepreise sind, desto stärker kommt ein Technologievorsprung in Form Ressourcen schonender Produktionsverfahren zum Tragen. Da die deutsche Wirtschaft in vielen Branchen über diesen Vorsprung verfügt, dürfte die Nachfrage nach Waren „Made in Germany“ mittelfristig anziehen.

Thilo Heidrich

Rohstoffpreisanstieg bietet Chance für deutsche Wirtschaft

Sofern sich der aktuell zu beobachtende breite Preisanstieg bei Rohstoffen mit diesem Tempo fortsetzt oder gar beschleunigt, dürften sich negative Konjunkturreffekte einstellen. Allerdings halten wir dies für eher unwahrscheinlich. Denn zum Teil waren die Anstiege auf Naturkatastrophen im vergangenen Jahr zurückzuführen. So fiel beispielsweise die

EWU-Konjunktur: Verhaltener Aufschwung im Schlussquartal 2010

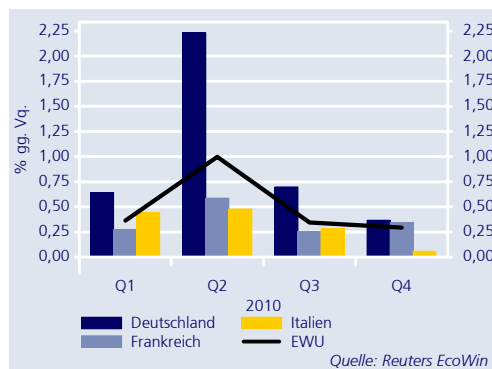
Schnee und Eis bremsen die deutsche Konjunktur

Im 4. Quartal 2010 ist die Wirtschaftsleistung des Euroraums um 0,3% gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Das Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums wurde um 2,0% übertroffen. Dies ist immerhin der höchste Wert seit dem 1. Quartal 2008. Im Gesamtjahr 2010 legte das EWU-BIP um 1,7% zu.

In den vier größten EWU-Mitgliedsländern stieg das BIP im Schlussquartal 2010 jeweils schwach bis verhalten. Italien verzeichnete ein Plus von 0,1%, Spanien einen Zuwachs um 0,2%. In Frankreich nahm die Wirtschaftsleistung um 0,3% zu, in Deutschland um 0,4%. Damit sind die Wachstumsdifferenzen zwischen den großen EWU-Staaten so niedrig ausgefallen wie seit Langem nicht mehr. Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung war damit zwar zuletzt verhalten, stand aber dafür auf einer breiten regionalen Basis, was für die Solidität des Aufschwungs spricht.

Zumindest in Deutschland dürfte die nur verhaltene Zunahme des BIP im 4. Quartal auf das harte Winterwetter zurückzuführen sein. Massive Bremsspuren hatten Schnee und Eis im Dezember in der Bauproduktion hinterlassen, die im Vergleich zum Vormonat um 24% gefallen war. Aber auch der Private Verbrauch dürfte sich witterungsbedingt schwächer entwickelt haben, als nach der deutlichen Verbesserung des Verbrauchervertrauens zu erwarten war, weil Kälte und glatte Straßen etlichen Bundesbürgern die Lust am vorweihnachtlichen Shoppen wohl verleidet haben. Die genaueren Effekte werden aber wohl erst am 24. Februar abzuschätzen sein, wenn das Statistische Bundesamt die Detaildaten zum BIP bekannt gibt. Bereits jetzt steht aber fest, dass Deutschland 2010 mit einem Plus von 3,6% das höchste Wachstum seit der Wiedervereinigung erreicht hat.

EWU-BIP legt im 4. Quartal 2010 moderat zu



Keine Sorgen um die Fortsetzung des Wachstums

Die Vorzeichen für ein anhaltendes Wachstum in diesem Jahr sind positiv. Dies gilt für den Euroraum insgesamt und für Deutschland im Besonderen. So hat der ifo-Geschäftsklimaindex im Februar zum vierten Mal in Folge ein Rekordhoch erklommen, und laut einer DIHK-Umfrage planen die deutschen Unternehmen eine überaus kräftige Aufstockung ihrer Investitionen. Zudem dürften die witterungsbedingten Ausfälle bei den Bauinvestitionen nachgeholt werden, was der deutschen Wirtschaft entweder im 1. oder im 2. Quartal 2011 zusätzliche Schubkraft verleihen sollte. Auch im Euroraum ist die Stimmung in den Unternehmen gut, insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe. Dies zeigt sich z.B. am Vertrauensindex der EU-Kommission für die Industrie, der im Januar 6,0 Punkte erreicht hat und damit nur noch marginal unter seinem historischen Hoch von 6,6 Punkten liegt.

Für eine Änderung unseres Wachstumsausblicks sehen wir derzeit keinen Anlass. Für Deutschland rechnen wir weiterhin mit einem BIP-Wachstum von 2,4% im Jahre 2011, wobei die Dynamik im Jahresverlauf aber etwas nachlassen sollte. Für die EWU rechnen wir erneut mit einem Zuwachs um 1,7%. Im kommenden Jahr dürften sich

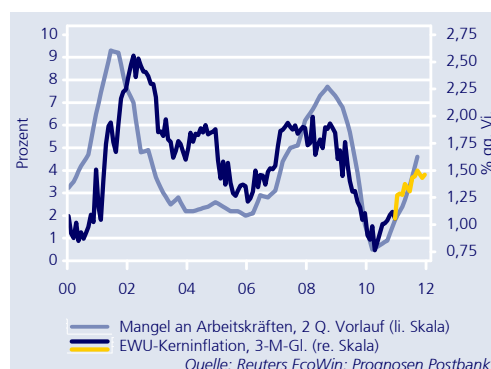
die Gewichte dann verschieben. Während in den derzeitigen Problemländern des Euroraums die konjunkturelle Erholung an Schwung gewinnen sollte, weil der fiskalische Konsolidierungsdruck nachlässt, erwarten wir für Deutschland eine weitere Abschwächung des bereits weit fortgeschrittenen Aufschwungs.

Preisdruck auf den Vorstufen nimmt weiter zu

Die EWU-Inflationsrate ist im Januar von 2,2% auf 2,4% gestiegen, in Deutschland von 1,7% auf 2,0%. Dies lag im Rahmen der Erwartungen. Entwarnung kann aber deshalb nicht gegeben werden. Auf den Vorstufen der Verbraucherpreise hat sich der Aufwärtsdruck nämlich weiter verstärkt. So lagen die EWU-Erzeugerpreise im Dezember bereits um 5,3% über ihrem Vorjahresniveau. Einige Preisindikatoren aus Deutschland sind noch alarmierender. Die Großhandelspreise übertrafen im Januar ihr Vorjahresniveau um 9,4%, die Importpreise zogen im Dezember sogar um 12,0% an.

Gebremst wird der Preisauftrieb derzeit noch durch die hohe Arbeitslosigkeit in der EWU. Aber dennoch berichtet bereits eine zunehmende Zahl von Unternehmen über

Kerninflation dürfte allmählich steigen, aber 2011 noch moderat bleiben



einen Mangel an Arbeitskräften. Perspektivisch dürfte deshalb die vom Arbeitsmarkt ausgehende Bremskraft auf die Inflation nachlassen. Sollte sich der Aufwärtstrend der Preise über die Importseite noch einige Zeit fortsetzen, wäre durchaus zu befürchten, dass die EWU-Inflation weiter Fahrt aufnimmt, und dies möglicherweise schon sehr rasch. Da wir allerdings von einer Beruhigung an den Rohstoffmärkten ausgehen, sehen wir aktuell noch keinen Anlass, unsere EWU-Inflationsprognosen von 2,1% für 2011 und 2,0% für 2012 anzuheben.

Heinrich Bayer

Prognosen Postbank

	Deutschland			Euroraum		
	2010	2011e	2012e	2010	2011e	2012e
Reales BIP (% ggü. Vj.)	3,6	2,4	1,7	1,7	1,7	1,8
Privater Verbrauch	0,5	2,0	1,5	0,8e	1,4	1,6
Bruttoanlageinvestitionen	5,5	4,6	3,1	-1,0e	1,3	2,1
Staatsverbrauch	2,2	1,4	0,9	0,8e	1,7	1,5
Exporte	14,2	7,5	5,9	9,9e	6,1	4,8
Importe	13,0	7,6	6,2	10,0e	4,5	4,5
Außenbeitrag*	1,1	0,3	0,2	0,0e	0,8	0,2
Lagerinvestitionen*	0,8	-0,2	0,0	1,2e	-0,5	0,0
Arbeitslosenquote (in %)	7,7	7,2	6,8	10,0	9,8	9,3
Inflation (in %)	1,1	2,0	2,0	1,6	2,1	2,0
Staatl. Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-3,5	-2,4	-1,9	-6,0e	-4,6	-3,8

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

US-Konjunktur: Aufschwung wird stabiler

US-BIP steigt 2010 um 2,9%

Die Wirtschaftsleistung der USA ist im Schlussquartal 2010 annualisiert um 3,2% gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Besonders positiv entwickelte sich dabei der Private Verbrauch, der um 4,4% zulegte. Dies war der stärkste Zuwachs seit fast vier Jahren. Die Bruttoanlageinvestitionen wurden um 4,2% im Vergleich zum 3. Quartal ausgeweitet. Dabei blieben zwar die Ausrüstungsinvestitionen mit +5,8% deutlich hinter den Ergebnissen der Vorquartale zurück, dafür gab es aber bei den gewerblichen Bauinvestitionen und den Wohnungsbauinvestitionen ebenfalls Anstiege. Spürbare Wachstumsimpulse konnten diese jedoch nicht liefern.

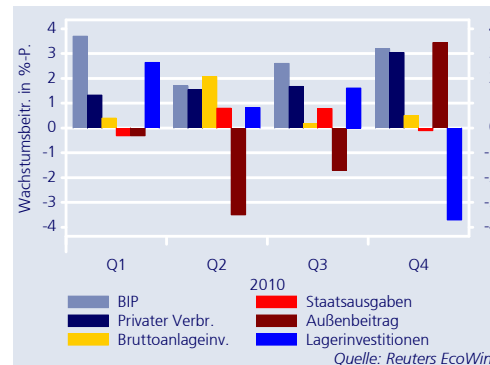
Diese waren vielmehr beim Außenhandel zu verzeichnen, der seinen ersten positiven Wachstumsbeitrag seit einem Jahr lieferte, und der mit 3,4 Prozentpunkten sehr kräftig ausfiel. Die Exporte setzten dabei ihre Anstiegsserie der vergangenen Quartal nahtlos fort, während bei den Importen erstmals seit der ersten Jahreshälfte 2009 ein Rückgang zu verzeichnen war. Die positiven Effekte des Außenhandels wurden jedoch durch die Lagerkomponente konterkariert. Der Lageraufbau verlor im 4. Quartal deutlich an Dynamik, wodurch das BIP-Wachstum um 3,7 Prozentpunkte gedrückt wurde.

Das BIP-Wachstum der USA fiel dadurch im Schlussquartal zwar nicht wesentlich stärker aus als im Durchschnitt der drei vorangegangenen Perioden. Die Zusammensetzung ist jedoch deutlich günstiger und verspricht damit ein höheres Maß an Nachhaltigkeit.

Durchwachsener Start ins neue Jahr

Die bislang verfügbaren Konjunkturdaten für 2011 fielen sehr gemischt aus. Auf der positiven Seite sind dabei eindeutig die Stimmungsindikatoren zu verbuchen. Die ISM-Indizes für das Verarbeitende und das Nicht-Verarbeitende Gewerbe markierten

BIP-Wachstum im 4. Quartal durch Lagerinvestitionen stark gebremst



im Januar jeweils neue zyklische Höchststände, und einzelne, für Februar verfügbare regionale Indikatoren weisen darauf hin, dass das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht sein muss. Überdies stiegen auch die Vertrauensindikatoren für die mittelständische Wirtschaft und die Konsumenten, dies aber jeweils noch auf vergleichsweise niedrigen Niveaus.

Die realen Daten konnten da nicht ganz mithalten. Die Industrieproduktion fiel im Januar um 0,1%. Dies war allerdings ausschließlich auf die Energieversorger zurückzuführen, während das Verarbeitende Gewerbe seinen Ausstoß weiter steigerte. Zudem lag das Produktionsniveau im Januar noch deutlich über dem Durchschnitt des 4. Quartals, so dass der Aufwärtstrend der US-Industrie weiterhin intakt ist. Die Einzelhandelsumsätze enttäuschten im Januar mit einem Plus von lediglich 0,3% ebenfalls. Auch hier ist der Aufwärtstrend aber nicht gefährdet. Gleichwohl werten wir die Abschwächung im Einzelhandel aber als klaren Hinweis, dass es sich bei der starken Zunahme des Privaten Verbrauchs im 4. Quartal wohl um einen Ausreißer nach oben gehandelt hat.

Zwiespältige Signale gab es auch vom Arbeitsmarkt. Einerseits stieg die Zahl der Beschäftigten außerhalb des Agrarsektors im Januar lediglich um 36 Tsd. Andererseits gab die Arbeitslosenquote sehr stark

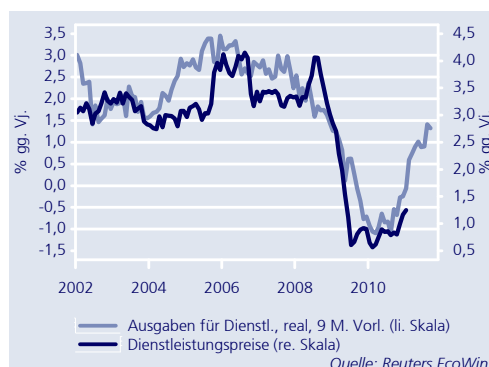
von 9,4% auf 9,0% nach. Verantwortlich für diese eigentlich unvereinbaren Tendenzen waren wohl Witterungseinflüsse, die eine Vielzahl von Menschen gehindert haben, ihrer Beschäftigung nachzugehen, andere dagegen sich aktiv um eine Arbeitsstelle zu bemühen. Insofern ist bei den Arbeitsmarktkindikatoren in den nachfolgenden Monaten jeweils mit Gegeneffekten zu rechnen.

Insgesamt bleiben wir bei unserem verhalten positiven Ausblick für die Wirtschaft der USA. Sowohl für dieses als auch für das kommende Jahr rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von knapp 3%. Besonderes Augenmerk ist dabei auf die Entwicklung bei Wohnimmobilien zu legen. Sollte es hier in absehbarer Zeit zu einem weiteren, markanten Abbau des Angebotsüberhangs kommen, sich daraufhin die Immobilienpreise und letztlich auch die Neubautätigkeit erholen, würde die US-Konjunktur einen zusätzlichen Motor erhalten, der das Wachstum spürbar beschleunigen könnte.

Preisdruck auf den Vorstufen verstärkt sich

Die US-Verbraucherpreise sind im Januar im Vergleich zum Vormonat um 0,4% gestiegen. Die Jahresrate erhöhte sich von 1,5% auf 1,6%. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel kletterte um 0,2% binnen Monatsfrist. Die Jahresrate stieg

Extreme Preiszurückhaltung bei Dienstleistungen geht zu Ende



von 0,8% auf 1,0%. Die Preisentwicklung auf der Verbraucherebene ist damit immer noch sehr verhalten.

Von den Vorstufen kann man dies nicht behaupten. Sowohl die Import- als auch die Erzeugerpreise sind zuletzt mehrere Monate in Folge sehr kräftig gestiegen. Die Jahresraten sind mit 5,3% bzw. 3,6% zwar noch nicht allzu hoch. Dies ist aber nur positiven Basiseffekten zu verdanken. Diese laufen aber jetzt aus, d.h. sollte sich der Preisauftrieb auf diesen Stufen ungebremst fortsetzen, würden die Jahresraten bis zur Jahresmitte in die Höhe schießen. Dies würde nicht ohne Auswirkungen auf die Verbraucherpreise bleiben. Hinzu kommt, dass die massiv dämpfenden Effekte, die bislang von dem sehr schwachen Anstieg der Servicepreise ausgegangen sind, allmählich auslaufen dürften, da die Ausgaben der US-Bürger für Dienstleistungen wieder stärker steigen, was die Preisüberwälzungsspielräume der Unternehmen tendenziell erhöht.

Aktuell sehen wir zwar noch keine Notwendigkeit unsere US-Inflationsprognosen von 1,8% für dieses und 2,7% für das kommende Jahr anzuheben, da wir von einer Beruhigung an den Rohstoffmärkten ausgehen. Die Risiken, dass sich der Preisauftrieb nachhaltig verstärkt, würden bei einer anhaltenden Hausse bei Rohstoffen und/oder einer höheren Dynamik der US-Konjunktur jedoch rasch zunehmen.

Heinrich Bayer

Prognosen Postbank

	USA		
% ggü. Vj.	2010	2011e	2012e
Reales BIP	2,9	2,9	2,9
Privater Verbrauch	1,8	2,8	2,4
Bruttoanlageinvestitionen	3,8	7,8	7,6
Staatsverbrauch	1,1	2,1	0,6
Exporte	11,7	8,2	8,3
Importe	12,6	6,7	6,1
Außenbeitrag*	-0,5	0,0	0,1
Lagerinvestitionen*	1,3	-0,4	0,0
Inflation	1,6	1,8	2,7

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

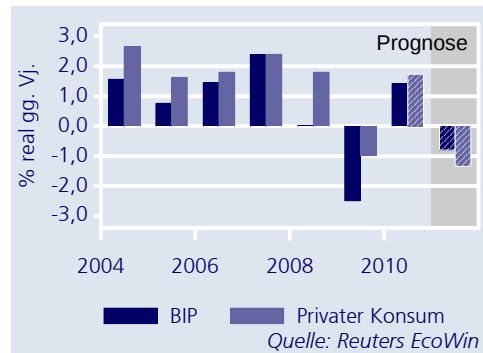
Portugal: Wird der Rettungsschirm bald aufgespannt?

Privater Konsum belastet Wachstum

Der Konjunkturausblick für Portugal bleibt auf mittlere Sicht frostig. Nachdem 2010 mit einem BIP-Zuwachs von real 1,4% noch ein überraschend guter Wert erreicht wurde, wird die Wirtschaftsleistung in diesem Jahr wohl um knapp 0,7% zurückgehen. Auch in 2012 dürfte das BIP nochmals leicht sinken. Der Einbruch ist in erster Linie eine Folge der scharfen Konsolidierungsmaßnahmen im Staatshaushalt. Insbesondere der Private Konsum wird durch die Sparanstrengungen deutlich in Mitleidenschaft gezogen. 2010 wuchsen die Konsumausgaben mit einem Plus von 1,7% noch recht deutlich. Mit der Anhebung der Mehrwertsteuer und der Einkommensteuer im laufenden Jahr wird der Private Verbrauch um ca. 1,3% schrumpfen. Erst ab 2013, wenn die "schlimmsten" fiskalischen Einschnitte vorbei sind, ist hier wieder mit einem positiven Wachstumsbeitrag für das BIP Portugals zu rechnen. Allerdings wird dieser auf absehbare Zeit sehr moderat bleiben, da die hohe Verschuldung der Konsumenten und das schwache Lohnwachstum eine deutlichere Erholung verhindern. Die staatlichen Konsumausgaben werden bis 2014 ebenfalls schrumpfen, um die auferlegten Haushaltsziele (Erfüllen des Defizitkriteriums von maximal 3% in 2013) zu erreichen. Angesichts der schwachen Wachstumsaussichten muss der Sparbeitrag in den öffentlichen Haushalten wahrscheinlich sogar noch stärker ausfallen als aktuell geplant.

Die Unternehmensinvestitionen gehen aktuell ebenfalls zurück. Zwar wurde hier der Tiefpunkt bereits in 2009 durchschritten, für 2010 bis 2011 ist aber ebenfalls weiterhin von einem Schrumpfen auszugehen. Erst 2012 ist wieder mit einer graduellen Verbesserung zu rechnen. Sehr schwach entwickelte sich bis zuletzt auch die Bauwirtschaft, die unter den staatlichen Sparmaßnahmen und der Investitionszurückhaltung stark zu leiden hat, während von Seiten der Export-

Schwache Konjunkturaussichten

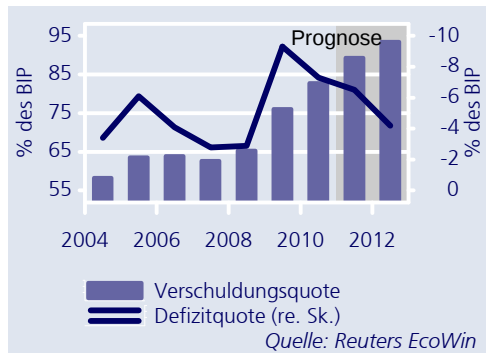


industrie positive Signale kommen. Die Arbeitslosigkeit hat einen neuen Rekordstand erreicht, liegt aber immer noch deutlich unter der im Nachbarland Spanien.

Moderate Inflation - hohes Leistungsbilanzdefizit

Die Inflation wird aufgrund der Steuererhöhungen und der Preisanstiege bei Rohstoffen in 2011 vorläufig ihren Höhepunkt erreichen. Mittelfristig wird die Inflationsentwicklung durch die schwache Inlandsnachfrage gedämpft, so dass bis 2014 von einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1,5% p.a. auszugehen ist. Portugal leidet unter einem sehr hohen Leistungsbilanzdefizit. Das Defizit i.H.v. 8,5% des BIP im abgelaufenen Jahr ist das höchste im Euroraum. Zwar wird es sich wegen der schwachen Entwicklung der Binnennachfrage schrittweise verringern - es wird aber deutlich negativ bleiben. Die Folge dieses seit den frühen 1990 Jahren bestehenden Defizits sind hohe Verschuldungsraten im privaten Sektor. Seit dem Jahr 2001 ist das Land dadurch zum Nettoschuldner gegenüber der restlichen Welt geworden. Wichtigste Ursache für diese Entwicklung sind eine zu einseitige Fokussierung auf den Binnenkonsum in Verbindung mit geringer Arbeitsproduktivität und fehlender

Öffentliche Finanzen unter Druck



Lohnzurückhaltung. Dies führte zu einem Mangel an Wettbewerbsfähigkeit und zu einem permanenten Leistungsbilanzdefizit.

Infolge der sehr schwachen Konjunktur-entwicklung in den letzten Jahren hat sich die Verschuldungsquote des portugiesischen Staates stark erhöht. Ende 2007 lagen die Schulden der öffentlichen Hand noch bei moderaten 64% des BIP. 2010 wurde bereits ein Wert von 82,8% verzeichnet. Nicht zuletzt infolge eines unverändert schwachen BIP-Wachstums dürfte die Verschuldungsquote trotz des ambitionierten Sparprogramms in den kommenden Jahren weiter ansteigen. Das laufende Defizit der öffentlichen Hand hat sich nach Erreichen eines Höhepunktes bei 9,4% des BIP im Jahr 2009 bereits reduziert. Im laufenden Jahr dürfte es noch bei 6,5% liegen.

Risikoprämien für portugiesische Staatsanleihen bleiben hoch

Um die Staatsfinanzen auf einem nachhaltig tragbaren Niveau zu stabilisieren, benötigt Portugal unseres Erachtens tiefgreifende wachstumsfördernde Reformen. Dies gilt vor allem mit Blick auf eine dringend notwendige Flexibilisierung des Arbeitsmarktes. Es ist allerdings fraglich, ob die aktuell amtierende Minderheitsregierung, die bei allen legislativen Vorhaben auf "ad hoc"-Koalitionen angewiesen ist, überhaupt die Kraft zur Umsetzung solcher Reformen hat. Sollte die Situation an den Anleihemärkten weiterhin angespannt bleiben, ist eine Inanspruchnahme des EWU-Rettungsschirms (EFSF) durch Portugal noch in diesem Jahr wahrscheinlich. Denn 2011 werden portugiesische Staatsanleihen im Volumen von gut 27 Mrd. € fällig. Die Neuverschuldung hinzugerechnet, ergibt sich ein Finanzierungsvolumen von insgesamt 42 Mrd. € in diesem Jahr. Dies ist für ein relativ kleines Land wie Portugal ein sehr hoher Wert. Angesichts eines Risikoaufschlags von aktuell 450 Basispunkten für 5-jährige portugiesische Staatsanleihen ggü. deutschen Bundesanleihen wird ein Gang zum EFSF dabei immer attraktiver.

Dr. Marco Bargel, Matthias Göthel

Prognosen Postbank

	Portugal		
% ggü. Vj.	2010e	2011e	2012e
Reales BIP	1,4	-0,7	-0,2
Privater Konsum	1,7	-1,3	-0,4
Bruttoanlageinvestitionen	-3,8	-0,6	0,4
Inflation	1,4	1,9	1,7
Arbeitslosenquote (%)*	10,8	11,6	12,1
% des BIP			
Leistungsbilanzsaldo*	-8,5	-3,2	-2,9
Öffentliches Defizit	-7,3	-6,5	-4,2
(zum Vergl.: Deutschland)	(-3,0)	(-1,7)	(-1,0)
Öffentliche Verschuldung	82,8	89,3	93,5
(zum Vergl.: Deutschland)	(75,5)	(76)	(75,5)

* Prognosen EIU

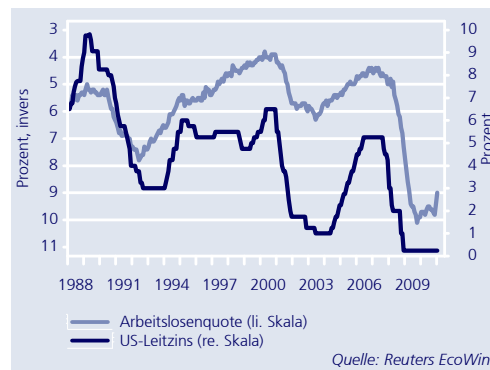
Rentenmarkt: Trotz wachsender Inflationssorgen keine schnelle Zinswende

Der Renditeanstieg im Euroraum hat sich im Februar fortgesetzt, wenn auch in deutlich verringertem Tempo. 10-jährige Bundesanleihen rentieren aktuell bei 3,2% und damit nur knapp über dem Vormonatsstand. Zu einer kräftigen Aufwärtsbewegung der Renditen kam es dagegen in den USA. Mit 3,6% rentieren 10-jährige US-Treasuries so hoch wie seit April letzten Jahres nicht mehr. Dementsprechend hat sich der Renditeabstand zu deutschen Bundesanleihen kräftig ausgeweitet. Im 10-Jahresbereich liegt der Spread aktuell bei 40 Basispunkten und damit in etwa wieder auf dem Niveau, auf dem er sich Ende 2010 befand.

Gute US-Konjunkturdaten treiben Renditen

Der kräftige Renditeanstieg in den USA resultierte im Wesentlichen aus guten Konjunkturdaten, die um den Monatsultimo herum veröffentlicht wurden. Insbesondere die kräftigen Anstiege der ISM-Indizes für das Verarbeitende und das Nicht-Verarbeitende Gewerbe machen Hoffnung, dass der Aufschwung in den USA an Breite gewonnen hat. Der ISM-Index für das Dienstleistungsgewerbe gilt allgemein als ein guter Indikator für die Entwicklung des Privaten Konsums. Im vierten Quartal 2010 verzeichneten die Ausgaben der privaten US-Haushalte denn auch das höchste Wachstum seit 5 Jahren. Dabei blieb die Sparquote mit gut 5% auf einem für US-amerikanische Verhältnisse hohen Niveau, so dass der Konsumanstieg auch als nachhaltig angesehen werden kann. Die Erholung am Arbeitsmarkt lässt zwar weiter auf sich warten. Allerdings ist die Zeit des kräftigen Beschäftigungsabbaus eindeutig vorbei. Sollte die Erwerbstätigkeit in diesem Jahr anziehen, ist mit Blick auf den Privaten Konsum erneut mit einer positiven Überraschung zu rechnen.

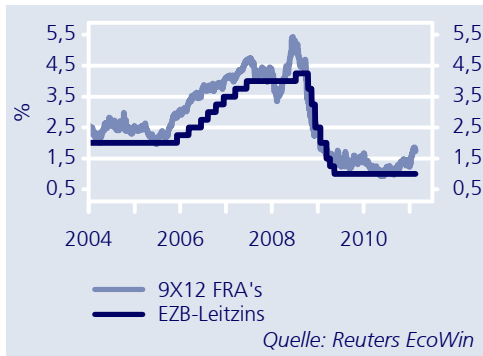
USA: Arbeitslosigkeit noch zu hoch für Leitzinserhöhungen



Arbeitsmarkt bereitet Fed weiterhin Sorge

Mit der positiven Entwicklung wichtiger Konjunkturdaten in den USA nimmt die Zahl der Mitglieder im FOMC, die ein baldiges Ende der quantitativen Lockerung im Auge haben, zu. Allerdings zeigt sich die US-Notenbank immer noch besorgt über die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit, so dass die für eine schnelle Trendwende in der Geldpolitik notwendige Mehrheit im FOMC wohl nicht so schnell erreicht werden dürfte. Es ist daher davon auszugehen, dass die zweite Runde des Ankaufprogramms für Anleihen durch die Fed wie geplant zu Ende gebracht wird. Dreh- und Angelpunkt der Geldpolitik in den USA bleibt somit die Entwicklung des Arbeitsmarktes. Wir gehen hier von einer kontinuierlichen Verbesserung in diesem Jahr aus. Zu einem schnellen Rückgang der Arbeitslosenquote auf ein für die Notenbank akzeptables Niveau dürfte es dabei aber noch nicht kommen. Allerdings könnte der Druck für ein Zurückfahren der ultraexpansiven Geldpolitik mit einem weiteren Anstieg der Inflationsrate zunehmen. Das aktuell niedrige Niveau der Inflation und die Höhe der Arbeitslosigkeit machen einen Zinsschritt bereits in diesem Jahr aus unserer Sicht dennoch unwahrscheinlich. Wir gehen somit unverändert von einer ersten Leitzinsanhebung im ersten Quartal 2012 aus.

EWU: Leitzinserwartungen ziehen stark an



Keine Signale für Zinsanhebung im Euroraum

Wer sich von der EZB auf der Pressekonferenz Anfang Februar weitere Hinweise auf eine bevorstehende Zinsanhebung erhoffte, wurde enttäuscht. Die geldpolitischen Sondermaßnahmen werden unverändert fortgeführt. Noch bis in den April hinein werden damit die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Tender voll zugeteilt. Ob diese Maßnahmen noch einmal verlängert werden oder ob die EZB den Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik vorantreibt, wird erst auf der Zinssitzung Anfang März beschlossen. Mit Blick auf die Inflationsentwicklung hat sich die Bewertung der EZB gegenüber der vorangegangenen Sitzung nicht geändert. So sieht der EZB-Rat zwar weiterhin auf kurze Sicht eine durch Öl- und Rohstoffpreise steigende Inflationsrate. Mittelfristig erwartet die EZB jedoch, dass die Inflationsrate in der von ihr angepeilten Zone von knapp unter 2% bleibt. Sie sieht daher aktuell auch keinen Anlass, den Leitzins zu erhöhen. Einen ersten Anhebungsschritt erwarten wir nach wie vor im 4. Quartal dieses Jahres. Nur bei einem weiteren deutlichen Anstieg der Inflation halten wir einen früheren Zinsschritt für wahrscheinlich.

Leichte Abwärtskorrektur der Renditen wahrscheinlich

Das Potenzial für einen Renditeanstieg ist unseres Erachtens auf kurze Sicht erst einmal ausgereizt. Zwar wird die Inflationsrate im Euroraum in den kommenden Monaten erhöht bleiben. Aufgrund von statistischen Basiseffekten dürfte es im Frühjahr aber eher zu einem leichten Rückgang der Jahresrate in Richtung 2% kommen. Erst in der zweiten Jahreshälfte könnte die Inflation nach unserer Einschätzung ihren Aufwärtstrend wieder fortsetzen und dann den Druck auf die EZB die Zinsen anzuheben, erhöhen. Die Leitzinserwartungen des Marktes haben in den letzten Wochen deutlich angezogen. Der heute gehandelte Zinssatz für den 3-Monats Euribor in 9 Monaten (9x12 FRA) hat um rund 50 Basispunkte auf aktuell 1,75% angezogen. Wir halten die Zinserwartungen des Marktes für überzogen. Eine schnelle Anhebung der Leitzinsen durch die EZB wird es unseres Erachtens nicht geben. Insofern dürften klare Signale für einen solchen Zinsschritt in den kommenden Monaten ausbleiben. Dies dürfte zu einer Abwärtskorrektur der Zinserwartungen des Marktes bewirken. Im Zuge dessen dürfte sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen leicht ermäßigen. Auf Sicht von 12 Monaten dürften dann aber die Leitzinserhöhungen der EZB auch eine Aufwärtsbewegung der langfristigen Renditen im Euroraum nach sich ziehen.

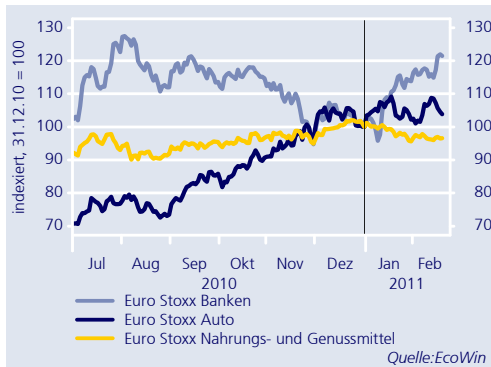
Dr. Marco Bargel

Prognosen Postbank

		21.02.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen				
Euroraum	%	1,00	1,00	1,50
USA	%	0-0,25	0-0,25	0,50
Japan	%	0-0,1	0-0,1	0-0,1
Großbritannien	%	0,50	0,50	1,25
Renditen 10 Jahre				
Bundesanleihen	%	3,18	3,20	3,40
US-Treasuries	%	3,59	3,60	3,80
Japanische JGB's	%	1,32	1,30	1,50
Britische Gilt's	%	3,73	3,80	4,20
Spreads ggü. Bunds				
10j. Swap	Bp	27	30	25
EWU-Corporates	Bp	96	100	90

Aktienmarkt: Kurze Atempause ist angebracht

Euro Stoxx Branchen: Verlierer aus 2010 sind bisher die Gewinner



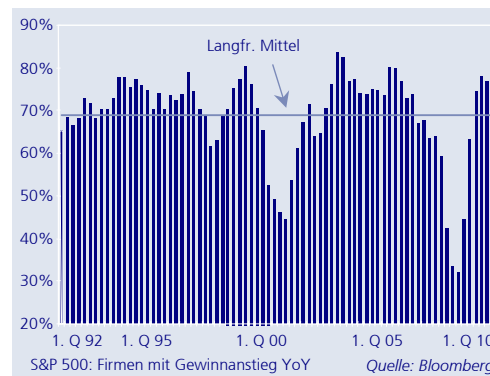
Starker Start ins neue Jahr

Alle vier von analysierten Indizes sind sehr gut ins neue Jahr gestartet. Zum Ende der 7. Kalenderwoche weisen sie im Vergleich zum Jahreswechsel 2010/2011 Kurszuwächse von gut 6% für den Standard & Poors 500 und bis zu knapp 10% für den Euro Stoxx 50 auf. Im internationalen Vergleich von knapp 100 Indizes verschiedener Länder rangieren sie mit diesen Kursentwicklungen im oberen Fünftel.

An den Börsen scheint in diesem Jahr das Motto zu gelten: „Es ist noch immer gut gegangen“, eine alte Weisheit aus Köln. Zu den Top 10 der Leitindizes, gemessen an der Kursentwicklung im genannten Zeitraum zählen der griechische Athex Composite, der italienische FTSE MIB und der spanische IBEX 35. Die Sorgen um die Finanzierung der Staatshaushalte dieser Länder spielen auf dem Parkett scheinbar nur noch eine untergeordnete Rolle. Alle drei Indizes weisen Kurszuwächse von mehr als 10% auf, beim hellenischen Leitindex sind es sogar schon mehr als 17%! Dieser Optimismus wird auch beim Blick auf die Branchenentwicklung im bisherigen Jahresverlauf deutlich. Banken, in 2010 noch der Inbegriff für Krise und Risiko, sind im genannten Zeitraum in der Euro Zone und auch in Deutschland der Sektor mit der besten Kursentwicklung. Trotz guter Absatz- und auch Geschäfts-

zahlen können Autotitel dagegen bisher nicht an die gute Performance aus dem letzten Jahr anknüpfen. Die Branche mit der schlechtesten Kursentwicklung im genannten Zeitraum ist Nahrungs- und Genussmittel. Die Erklärung ist der eher verhaltene Geschäftsausblick von Unternehmen dieses Sektors.

USA: Vier von fünf Firmen steigerten Gewinn im Vorjahresvergleich



Überzeugende Berichtssaison beiderseits des Atlantiks

Gut 80% der im Standard & Poors gelisteten Unternehmen hat inzwischen sein Zahlenwerk zum 4. Quartal 2010 vorgelegt. Der positive Eindruck, den wir anhand der ersten Veröffentlichungen gewonnen hatten, hat sich bestätigt. Mit einer deutlichen Mehrheit konnten die Firmen mit ihren Geschäftszahlen überzeugen. Nicht nur dass die Analystenschätzungen für die Gewinne und/oder Umsätze von der überwiegenden Zahl der Unternehmen übertroffen wurden. Jeweils nahezu 80% der Firmen konnte effektive Gewinn- bzw. Umsatzsteigerungen im Vergleich zum Vorjahresquartal vorweisen. Bei der Gewinnentwicklung ist dies zum Beispiel der höchste Anteil an Firmen seit Mitte 2006, als die Konjunktur noch unter Vollampf stand. Die bisher veröffentlichten Zahlen deuten auf eine Gewinnsteigerung von mehr als 30% bei einem Umsatzzuwachs von knapp 10% im Vergleich zum

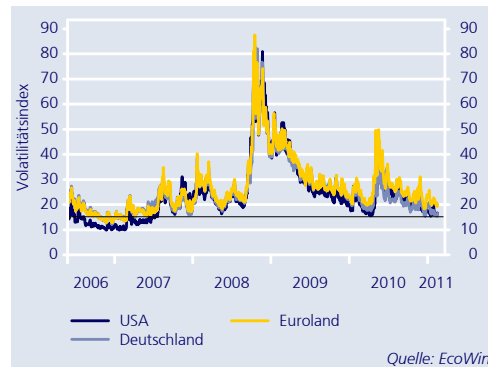
4. Quartal 2009 hin. Insgesamt sind dies nach unserer Ansicht sehr überzeugende Daten. Sie belegen, dass die Firmen ihre Hausaufgaben in Punkto Kostenreduktion und Effizienzsteigerung gemacht haben und dass sie auch an der globalen konjunkturellen Belebung mit zusätzlichem Geschäft teilhaben.

Naturgemäß hinken die europäischen Firmen mit der Veröffentlichung ihrer Geschäftszahlen hinter ihren US-Pendants zeitlich hinterher. Inzwischen hat aber auch rd. ein Drittel der im europäischen Stoxx 600 notierten Unternehmen sein Zahlenwerk vorgelegt. Jeweils mehr als 60% von ihnen konnten die Analystenschätzungen zur Umsatz- und/oder Gewinnentwicklung übertreffen. Auch in Deutschland zeichnet sich ein guter Verlauf der Berichtssaison ab. Besonders auf der Umsatzseite konnten deutsche Firmen bisher überzeugen. Während nur etwas mehr als die Hälfte von ihnen die Gewinnprognosen schlagen konnten, übertrafen drei Viertel die Umsatzerwartungen. Industrieunternehmen zeigten meist gute Zahlen und oft auch einen optimistischen Ausblick auf die Geschäftsentwicklung im laufenden Jahr. Dies trifft vor allem auf Maschinenbauer zu. Am Beispiel des DAX wird die gute Verfassung deutscher Unternehmen quer über die Branchen hinweg mehr als deutlich. Die Chancen stehen sehr gut, dass erstmals seit zehn Jahren wieder alle 30 DAX-Konzerne in 2010 schwarze Zahlen geschrieben haben.

Ausblicke nicht immer ungetrübt, aber die Welt ist noch in Ordnung

Die optimistische Sicht in die Zukunft teilen allerdings nicht alle Unternehmen. Eine zunehmende Anzahl klagt über die in den letzten Monaten doch deutlich gestiegenen Rohstoffpreise. Nach eigenem Bekunden wollen die Firmen die höheren Kosten an die Kunden weitergeben. Dies dürfte nach unserer Einschätzung aber nicht Eins zu Eins gelingen. Die besten Chancen räumen wir Unternehmen mit einem starken Markenimage ein. Insgesamt sollten die Gewinnmargen aber leicht sinken. Das von uns erwartete konjunkturelle Wachstum in 2011 sollte aber ausreichend stark sein,

Sorglose Anleger trotz Unruheherden



um weitere Umsatz- und auch Gewinnsteigerungen zu ermöglichen. Nach unseren Berechnungen dürften die Ergebniszuwächse auf aggregierter Indexebene für DAX & Co. bis zu 10% betragen. Dies sichert die Märkte nach unsere Ansicht zum einen nach unten ab und eröffnet zum anderen die Chance auf weitere, wenn auch nur moderate Kurszuwächse. Kurzfristig rechnen wir an den etablierten Märkten mit einer Verschnaufpause. Die Kursanstiege der letzten Monate vollzogen sich zu schnell und zu viele Investoren schauen zu sorglos in die Welt. Dies zeigen Anlegerbefragungen und Volatilitätsindizes beiderseits des Atlantiks. Dies birgt kurzfristig ein moderates Rückschlagspotenzial, das aber durch die attraktive Bewertung gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen begrenzt wird. Danach sollten die Kurse mit Blick auf die gute fundamentale Basis aber wieder zulegen. Da die EZB nach unserer Einschätzung im 2. Halbjahr 2011 erste Exit-Maßnahmen ergreifen und Ende 2011 erstmals die Leitzinsen anheben wird, sollten DAX und Co. schon im Sommer ihre Jahreshöchststände markieren. Beim DAX dürfte dieser leicht über der Marke von 7.500 Punkten liegen.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

	21.02.	in 3 M	in 12 M
DAX	7.322	7400-7600	7400-7600
Euro Stoxx 50	3.012	2975-3175	2975-3175
S&P 500	1.343	1325-1425	1325-1425
Topix	975	930-1030	930-1030

S&P 500: Schlussstand 18.02.

Marktprognosen März 2011

Zinsen in %	21.02.11	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Euroraum					
Refisatz	1,00	1,00	1,00	1,25 (1,00)	1,50 (1,25)
3-Monats-Euribor	1,08	1,1	1,2	1,4 (1,3)	1,7 (1,5)
2-j. Bunds	1,38	1,2	1,2	1,5 (1,3)	1,8 (1,6)
10-j. Bunds	3,18	3,2	2,9	3,2 (3,1)	3,4 (3,3)
USA					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0,5 (0-0,25)
3-Monats-Libor	0,31	0,3	0,4 (0,3)	0,4	0,8 (0,4)
2-j. Treasuries	0,76	0,7	0,7	0,8	1,2 (1,0)
10-j. Treasuries	3,59	3,6 (3,5)	3,3 (3,2)	3,6 (3,4)	3,8 (3,5)
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	77	80	80 (90)	100 (90)	95 (110)
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-41	-30	-30	-20	-10 (-20)
Japan					
Overnight Call Rate	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	1,32	1,3 (1,2)	1,2 (1,3)	1,4	1,5
UK					
Base Rate	0,50	0,50	0,50	1,00 (0,75)	1,25 (1,00)
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	3,73	3,8 (3,7)	3,8	4,0	4,2
Swap/Credit Spreads in Basispunkten					
10-j. Swaps ./ Bunds	27	30	30	25	25
5-j. Pfandbriefe ./ Swaps	8	10	10	10	10
EWU Corporates A-Rated ./ Bunds	96	100	110 (90)	100 (90)	90
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	396	410 (430)	430 (410)	410 (400)	400
Wechselkurse					
US-Dollar (EUR/USD)	1,3677	1,30	1,35	1,38	1,35
Japanischer Yen (EUR/JPY)	113,68	115	118	121	125
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8433	0,84	0,83	0,82	0,81
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,2935	1,32	1,34	1,35	1,38
Commodities					
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	107,4	100	95	90	95
Gold Spot (\$/Feinunze)	1406	1400 (1500)	1350 (1500)	1300 (1450)	1250 (1400)
Aktien					
		KGV	KGV	Kursziel	Kursziel
		2010e	2011e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	7.322	12,7	11,6	7400-7600	7400-7600
Euro Stoxx 50	3.012	11,1	10,3	2975-3175	2975-3175
Standard & Poors 500 *	1.343	15,8	14,3	1325-1425	1325-1425
Topix	975	23,8	21,6	930-1030	930-1030

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet, Schlussstand 18.02.11

Konjunkturprognosen März 2011

	2010				2011				BIP in % YoY			Inflation in % YoY		
BIP, real in % QoQ, sa	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	2010	2011e	2012e	2010	2011e	2012e
Deutschland	0,6	2,3	0,7	0,5	0,4	0,6	0,4	0,3	3,6	2,4	1,7	1,1	2,0	2,0
Euroraum	0,4	1,0	0,3	0,4	0,3	0,5	0,4	0,4	1,7	1,7	1,8	1,6	2,1	2,0
USA	0,9	0,4	0,6	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	2,9	2,9	2,9	1,6	1,8	2,7
Japan	1,5	0,5	0,8	-0,3	0,4	0,3	0,5	0,4	4,0 (4,2)	1,3	1,9	-0,7	-0,3	0,0

Vormonatsprognosen in Klammern