Perspektiven

Perspektiven 2012

- **Editorial**: **Lösung der Schuldenkrise auf Kosten der Preisniveaustabilität**

- **Konjunktur 2012: Weltwirtschaft mit gebremstem Schwung**
  Deutschland: Eine Pause im Aufschwung
  Euroraum: Zum Teil in die Rezession
  USA: Leichte konjunkturelle Belebung voraus
  Emerging Markets: Der Aufwärtstrend setzt sich fort

- **Schuldenkrise schwappt auf Kernländer der EU über**
  Frankreich: Triple A go away?
  Solides BIP-Wachstum
  Hohe potenzielle Lasten im Staatshaushalt
  Italien: Ein weiterer Dominostein?
  Italien kann mittelfristig nicht aus den Schulden herauswachsen

- **Rentenmarkt 2012: Notenbanken als Nothelfer**
  EWU-Schuldenkrise treibt Bund-Renditen auf neue Tiefststände
  EZB auf den Spuren der Fed
  Leitzins sinkt noch weiter und bleibt dann sehr niedrig
  Kapitalmarktzinsen steigen leicht - aber Rückschlagspotenzial erheblich
  Unternehmensanleihen auch in 2012 mit stabilem Trend

- **Aktienmarkt 2012: Nervosität wird bleiben**
  2011 war nichts für schwache Nerven
  Viele Firmen beeindruckten in 2011 mit guten Geschäftszahlen
  Können die Firmen in 2012 nach- bzw. vielleicht sogar noch zulegen?
  Aktien langfristig mit Kurspotenzial

- **Rohstoffe 2012: Globale Nachfrage lässt Preise steigen**
  Ölpreis legte zunächst kräftig zu und tendierte dann seitwärts
  Industriemetalle nach Rückgängen in 2011 mit Potenzial in 2012
  Gold und Silber dürften Rekordniveaus aus 2011 nicht wieder erreichen
  Entwicklung in der Schuldenkrise entscheidend für Rohstoffpreise

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

Heinz-Gerd Sonnenschein
heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 23.11.2011

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.

Lösung der Schuldenkrise auf Kosten der Preisniveaustabilität

Sehr geehrte Damen und Herren,

Nach einer kurzen Verschnaufpause in 2010 war 2011 wieder ein Jahr, das in starkem Maße durch krisenhafte Entwicklungen an den Märkten geprägt war. Die Auslöser der aktuellen Krise ließen sich bereits in 2010 erahnen. Explodierende Haushaltsdefizite in Folge staatlicher Hilfsmaßnahmen für Banken und Konjunktur, einer scharfen Rezession und eines jahrelangen fiskalpolitischen Fehlverhaltens schürten wachsende Zweifel an der dauerhaften Tragfähigkeit der Staatsschulden in den Industrieländern. Bemühungen zur Rückführung der Defizite verliefen im Sande oder wurden erst gar nicht ernsthaft angegangen. So stehen viele Mitgliedstaaten der Eurozone mit Blick auf ihre Haushalte 2011 nicht viel besser da als in den vorangegangenen Jahren. Aber auch außerhalb der Eurozone ist die Situation kaum weniger dramatisch. Sowohl die USA wie auch Großbritannien werden das noch laufende Jahr mit einem ähnlich hohen Defizit beenden wie 2010.

Besonders drastisch traten die fiskalpolitischen Probleme 2011 in Griechenland zutage. Mit einem Schuldenstand von aktuell gut 160% des BIP und einer laufenden Neuverschuldung von immer noch fast 10% stieß das erste Hilfspaket, das von der EU und dem IWF im Mai 2010 geschnürt wurde, bereits nach einem Jahr an seine Grenzen. Die EWU-Staaten haben noch einmal nachgelegt, der Rettungsfonds EFSF wurde aufgestockt, den Griechen ein zweites Hilfspaket versprochen und die privaten Investoren zu einem freiwilligen Schuldenschnitt „überredet". Gleichzeitig halten die Proteste der griechischen Bevölkerung gegen die harten, aber unvermeidbaren Einschnitte unvermindert an. Für die Griechen gibt es keinen einfachen Weg aus der Überschuldung. Ob Hilfspaket oder nicht, ob Euro oder Austritt aus der Währungsunion: Die Realeinkommen müssen sinken, um die Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft wieder herzustellen. Das aktuelle Lohnniveau, Ergebnis jahrelang zu hoher Lohnsteigerungen, ist nicht tragbar und hat zu hohen Leistungsbilanzdefiziten und einer hohen Auslandsverschuldung geführt. Transfers anderer EWU-Mitgliedstaaten können den Prozess in Richtung sinkender Löhne allenfalls abmildern, aber keinesfalls verhindern. Denn eine dauerhafte Unterstützung der griechischen Wirtschaft dürfte in den Geberländern politisch kaum durchsetzbar sein. Zumal auch von anderen Peripheriestaaten, wie Irland, Portugal und Spanien erwartet wird, dass sie ihre Wettbewerbsfähigkeit durch eine Reallohnsenkung wiederherstellen.

Die Staatsschuldenkrise hat längst eine Dimension erreicht, die weit über Griechenland hinausreicht. Selbst mittelgroße und große EWU-Mitgliedstaaten wie Italien, Spanien oder sogar Frankreich sind zuletzt in den Fokus der Märkte geraten und müssen für ihre Staatsschulden inzwischen Zinsaufschläge bezahlen, die auf Dauer kaum tragbar sind. Sollte einer dieser großen Staaten zur Finanzierung seiner Haushaltsdefizite auf Hilfsmaßnahmen der Gemeinschaft angewiesen sein, würde der Rettungsfonds mit seinem effektiven Volumen von 440 Mrd. Euro sehr schnell an seine Grenzen stoßen. Allein die Staatsverschuldung Italiens liegt bei rund 1.900 Mrd. Euro. Selbst eine Hebelung des Rettungsfonds, bei der eine anteilige Haftungsübernahme von 20 bis 25% vereinbart werden könnte, würde in diesem Fall kaum mehr ausreichen, um eine nachhaltige Finanzierung der Defizite über den Kapitalmarkt zu gewährleisten. Bei fehlender politischer Bereitschaft zu einer weiteren Aufstockung des Rettungsfonds kann dann nur noch die Notenbank einen Zahlungsausfall verhindern, indem sie Anleihen der betreffenden Staaten ankauft.

Dies hat sie bereits in erheblichem Umfang getan. Bis dato beläuft sich das Forderungsvolumen der EZB gegenüber den hochverschuldeten Mitgliedstaaten auf 195 Mrd. Euro. Ein Ende der Ankäufe ist nicht in Sicht. Für die Preisniveaustabilität ist das Verhalten der Notenbanken kein gutes Zeichen. Über kurz oder lang kann die mit einem Ankauf von Staatsanleihen verbundene Ausweitung der Geldmenge zu Inflation führen. Zudem beinhaltet eine jahrelange Nullzinspolitik, die mit stark negativen Realzinsen einhergeht, Fehlanreize für realwirtschaftliche und finanzielle Investitionsentscheidungen. Langfristig können hieraus erneut massive Probleme bis hin zu neuen Krisen entstehen. Anzeichen zu einer Normalisierung der Zinslandschaft ist in keinem der großen Währungsräume erkennbar. Leitzinserhöhungen im Euroraum und in den USA sind nach unserer Einschätzung frühestens im Jahr 2013 zu erwarten. Auch in Großbritannien sind trotz einer hohen Inflationsrate von über 5% keine Ansätze zu einer geldpolitischen Trendwende erkennbar. Tatsächlich fällt es den Notenbanken zunehmend schwerer, sich aus den Klauen der fiskalpolitischen Zwänge zu befreien. Je länger sie mit einer Zinswende warten, desto schwieriger wird es werden, die Zinsen wieder auf ein annähernd normales Niveau anzuheben.

Wenn auch die Notenbank sich weigert, als „letzter" Kreditgeber für die hochverschuldeten Eurostaaten einzuspringen, bliebe nur noch der Weg eines Zahlungsschnitts, mit langfristig negativen Folgen für das Finanzsystem und die Kapitalmarktfähigkeit der betroffenen Staaten. Letztendlich wären auch bei dieser „Lösung" die Steuerzahler in allen Eurostaaten betroffen. Somit gilt auch für den Rest des Euroraums: Einen einfachen und schmerzfreien Weg aus der Staatsschuldenkrise wird es nicht geben. Es stellt sich lediglich noch die Frage, welche der genannten Optionen mit dem geringsten Kollateralschaden verbunden ist.

Die Verschuldungskrise hinterlässt auch zunehmend Spuren in der Realwirtschaft. Die mit der fiskalpolitischen Konsolidierung verbundenen Ausgabenkürzungen beeinträchtigen das Wachstum in den betroffenen Staaten. Das gleiche gilt für Steuererhöhungen, die vielfach unvermeidbar sind, um das Defizit auf ein tragbares Niveau zurückzufahren. Die jüngsten Konjunkturdaten deuten auf einen kräftigen Konjunkturabschwung im Winterhalbjahr 2011/12. Ein ähnlich starker Einbruch wie um die Jahreswende 2008/09 herum ist aber nicht zu befürchten. Damals kam es infolge des Zusammenbruchs der US-Bank Lehman Brothers zu massiven Liquiditätsengpässen, die letztendlich auch zu einem Zusammenbruch des internationalen Handels geführt haben. Die Notenbanken sind heute besser vorbereitet und stellen ein umfangreiches Instrumentarium zur Sicherstellung der Liquiditätsversorgung im Finanzsektor bereit. Wir gehen davon aus, dass sich die Konjunktur im Verlauf des kommenden Jahres allmählich wieder erholen wird. Die Wachstumsrate des BIP in Deutschland wird mit 1,2% gleichwohl deutlich geringer ausfallen als in 2011 (+3,0%).

Für Anleger wird 2012 kein einfaches Jahr. Die Renditen relativ sicherer Anlageformen wie Bankeinlagen oder deutsche Bundesanleihen werden auf einem niedrigen Niveau verharren. Nach Abzug der Inflationsrate werden die Erträge hier deutlich im negativen Bereich liegen. Gleichzeitig werden die Märkte für risikobehaftete Anlagen weiterhin großen Schwankungen unterliegen. Dies gilt beispielsweise für den Aktienmarkt, der trotz einer unseres Erachtens sehr attraktiven Bewertung immer wieder mit krisenbedingtem Gegenwind zu kämpfen hat. Anleger brauchen starke Nerven, können nach unserer Einschätzung auf längere Sicht aber mit einer interessanten Rendite rechnen. Neben Aktien sind auch andere sogenannte „Sachwerte" im Zuge der Staatsschuldenkrise verstärkt in den Fokus der Anleger geraten. Insbesondere der Goldpreis kletterte zuletzt immer wieder auf neue Rekordwerte.

Grundsätzlich bieten Sachwerte im historischen Vergleich tatsächlich einen relativ guten Schutz vor einer inflationsbedingten Vermögensentwertung. Einen vollkommenen Schutz gibt es in einem Szenario einer sehr hohen Inflation oder eines staatlichen Zahlungsausfalls allerdings auch hier nicht. Grundsätzlich ist insbesondere in Zeiten unsicherer Märkte und politischer Rahmenbedingungen eine ausgewogene Streuung des Anlagekapitals zu empfehlen.

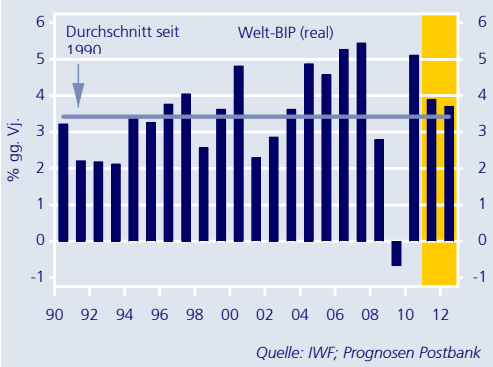
Dr. Marco Bargel

Konjunktur 2012: Weltwirtschaft mit gebremstem Schwung

Folgt man der allgemeinen Stimmungs- und Nachrichtenlage könnte man zu dem Schluss kommen, dass 2011ein sehr schlechtes Jahr für die Weltwirtschaft gewesen sein muss. Berichte über Naturkatastrophen, Schuldenkrisen und Rezessionsgefahren wechselten sich in rascher Reihenfolge ab. Tatsächlich stotterte der globale Konjunkturmotor mal auf dem einen, mal auf dem anderen Zylinder, mit dem Ergebnis, dass das globale Wirtschaftswachstum mit schätzungsweise knapp 4% spürbar hinter dem sehr guten Vorjahr zurückblieb. Aber dennoch fiel der Anstieg der Wirtschaftsleistung damit immerhin noch stärker aus als im Durchschnitt der beiden letzten Jahrzehnte. Die verschiedenen Krisenherde dämpften zwar durchaus die globale Konjunktur, blieben aber bislang im Wesentlichen regionale Ereignisse. Sie verstärkten allerdings die seit der Finanzkrise bestehende Tendenz zu sehr großen Divergenzen in den wirtschaftlichen Entwicklungen der Regionen.

Eine wesentliche Stütze der Weltwirtschaft blieben im zu Ende gehenden Jahr die Schwellenländer. Die Emerging Markets Asiens konnten die sehr hohe Dynamik des Vorjahres zwar nicht ganz halten, wiesen aber erneut unangefochten die höchsten Wachstumsraten aus. In den südamerikanischen Volkswirtschaften schwächte sich das Wachstum etwas stärker ab, was vor allem an dem regionalen Schwergewicht Brasilien lag, das unter einer steigenden

Die Weltwirtschaft wächst weiterhin leicht überdurchschnittlich



Quelle: IWF; Prognosen Postbank

Inflation sowie der zwischenzeitlichen Aufwertung des Real litt. Solide und mit kaum veränderter Dynamik entwickelten sich die Wirtschaften Mittel- und Osteuropas, der GUS-Staaten sowie dem Mittleren Osten, wobei die letztgenannten Regionen von den hohen Energiepreisen profitierten.

Die Industriestaaten hatten dagegen weiterhin mit großen Problemen zu kämpfen. Anhaltende strukturelle Verwerfungen, fiskalische Konsolidierungszwänge, die durch die zunehmende Verschuldungsproblematik noch akzentuiert wurden, sowie im Falle Japans die Folgen von Erdbeben und Tsunami führten zum Teil zu heftigen konjunkturellen Rückschlägen. Einige Länder konnten sich den negativen Einflüssen zwar noch weitgehend entziehen. Andere verharrten dagegen in der Rezession oder fielen in diese zurück, so dass sich das Wachstum in den entwickelten Volkswirtschaften per saldo nahezu halbierte.

Im Jahre 2012 dürfte sich an der sehr differenzierten Entwicklung der Weltwirtschaft nichts Grundlegendes ändern. Bislang ungebrochen ist der Aufschwung in den Emerging Marktes, deren Dynamik nur leicht nachlassen sollte. In den Industrieländern wird die Erholung wohl erneut nur sehr zäh vorankommen. Dabei könnten allerdings einige Länder, in denen das Jahr 2011 besonders enttäuschend verlaufen ist, 2012 ein stärkeres Wachstum verzeichnen, während anderen das Abgleiten in die Rezession droht.

Für die Weltkonjunktur sind wir insgesamt verhalten optimistisch. Für 2012 rechnen wir mit einem leichten Rückgang des BIP-Wachstums auf 3,7%. Dabei dürften sich aber die Auftriebskräfte im Jahresverlauf verstärken, so dass das Jahr 2013 wieder besser ausfallen sollte. Die Risiken sind jedoch erheblich. Stark steigende Rohstoffpreise oder das Platzen von Finanz- oder Immobilienblasen in den Emerging Markets könnten das Wachstums schlagartig bremsen. Von entscheidender Bedeutung dürfte aber sein, dass eine weitere Eskalation der EWU-Staatsschuldenkrise verhindert wird.

Deutschland: Eine Pause im Aufschwung

Die deutsche Wirtschaft verzeichnete 2011 das zweite sehr gute Jahr in Folge. Das BIP erhöhte sich um schätzungsweise 3,0% gegenüber dem Vorjahr, womit Deutschland erneut die Spitzenposition unter den großen Industrienationen einnahm. Überdies liegt das reale BIP seit dem 2. Quartal über dem vorherigen Höchststand aus dem Jahre 2008. Die Realwirtschaft hat somit den tiefen Einbruch infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise ausgemerzt.

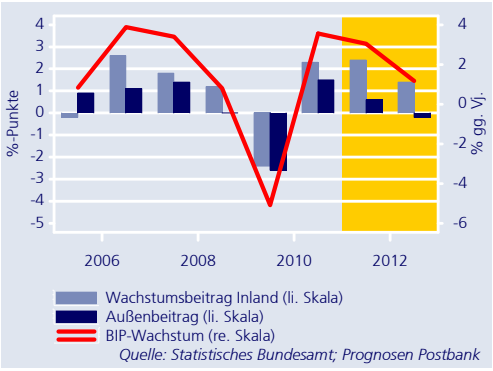
Die konjunkturellen Auftriebskräfte standen im auslaufenden Jahr auf einer breiten Basis. Impulse kamen auch weiterhin vom Außenhandel. Die Exporte expandierten mit knapp 9% zwar nicht mehr so dynamisch wie im Vorjahr. Der Zuwachs lag damit aber immerhin über seinem langjährigen Durchschnitt von rund 6%. Getragen wurde das Wirtschaftswachstum aber vor allem von der Binnennachfrage. Herausragend präsentierten sich die Ausrüstungsinvestitionen, die zum zweiten Mal in Serie um rund 10% zulegten. Außergewöhnlich stark war aber auch der Aufwärtstrend bei den Bauinvestitionen. Hier veranschlagen wir das Plus auf 5,5%, das auf einem anziehenden Wohnungsbau sowie auf steigenden gewerblichen und öffentlichen Bauinvestitionen basierte. Es wäre das beste Ergebnis seit dem Vereinigungsboom 1992. Allerdings wird die Dynamik durch einen Witterungseffekt überzeichnet. Der ungewöhnlich frühe Wintereinbruch Ende 2010 führte zu Nachholeffekten, die die Bauproduktion Anfang 2011 in die Höhe katapultierten. Als etwas enttäuschend werten wir den Zuwachs beim Privaten Verbrauch um schätzungsweise 1,2%. Zwar dürften die verfügbaren Einkommen mit 3,3% so stark wie seit zehn Jahren nicht mehr gestiegen sein. Die deutlich anziehende Inflationsrate hat aber ein besseres Ergebnis verhindert.

Der deutsche Arbeitsmarkt profitierte massiv von der starken Konjunktur. Die Zahl der Arbeitslosen fiel im Jahresdurchschnitt um gut eine Viertelmillion auf unter drei Millionen Personen. Die Arbeitslosenquote gab von 7,7% auf 7,1% nach.

Noch dynamischer war die Entwicklung bei den Erwerbstätigen. Deren Zahl erhöhte sich um mehr als eine halbe auf gut 41 Millionen. Arbeitslosenquote und Erwerbstätigkeit erreichten damit jeweils ihre besten Werte im vereinigten Deutschland.

Die durchweg guten Jahresergebnisse können aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die wirtschaftlichen Aussichten Deutschlands im Jahresverlauf sukzessive eingetrübt haben. Die Stimmung in den Unternehmen ist in den letzten Monaten deutlich gesunken, und die Industrieaufträge sind seit der Jahresmitte 2011 rückläufig. Insbesondere scheint die deutsche Industrie inzwischen von der Staatsschuldenkrise in der EWU eingeholt zu werden, da die Ordereingänge aus der Eurozone besonders stark zurückgegangen sind. Vor allem über die Exporte in die europäischen Partnerländer droht die deutsche Konjunktur deshalb um den Jahreswechsel 2011/12 einen deutlichen Dämpfer zu erhalten. Dies könnte dann auch die Investitionsneigung der Unternehmen und via Verunsicherung auch die Konsumbereitschaft der Verbraucher bremsen. Allerdings sind wir aufgrund der soliden binnenwirtschaftlichen Verfassung und der Fortsetzung des globalen Aufschwungs bei gleichzeitig hoher Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft zuversichtlich, dass der Aufschwung nach einer Stagnation im Winterhalbjahr ab dem kommenden Frühjahr seine Fortsetzung findet. Im Vergleich zu den beiden vorangegangenen Jahren wird die Dynamik der Nachfrage aber wohl in fast allen Bereichen spürbar nachgeben.

Deutschland: Der Außenhandel belastet 2012 das Wachstum



Quelle: Statistisches Bundesamt; Prognosen Postbank

Aufgrund der sich abzeichnenden Schwäche im Euroraum dürften die Exporte 2012 nur noch verhalten zulegen, so dass bei etwas stärker steigenden Importen der Außenhandel das Wachstum leicht belasten sollte. Die Ausrüstungsinvestitionen, die ihr Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht haben, dürften weiter zulegen. Bei dem von uns erwarteten Plus von gut 4% würde sich der Zuwachs aber mehr als halbieren. Bei den Bauinvestitionen gehen wir für 2012 von einem Wachstum von weniger als 2% aus. So hat sich der Aufwärtstrend bei den Bauaufträgen und den Baugenehmigungen bereits deutlich abgeschwächt. Der immer noch vorhandene investive Nachholbedarf insbesondere im Wohnungsbau dürfte aber einem deutlicheren Rückschlag entgegenwirken.

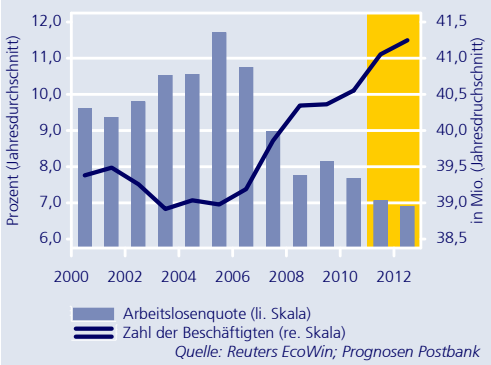
Trotz der konjunkturellen Abschwächung rechnen wir mit einer leicht positiven Entwicklung des Arbeitsmarktes. Die Nachfrage der Unternehmen ist nämlich bis zuletzt sehr hoch geblieben, was für eine hohe Anzahl unbesetzter Stellen spricht. Der Arbeitsmarkt dürfte deshalb einen begrenzten konjunkturellen Dämpfer weitgehend problemlos verkraften. Allerdings wird sich der Aufwärtstrend abschwächen. Die Beschäftigung dürfte im Jahresverlauf

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Das Beschäftigungswachstum wird sich abschwächen



2012 nur noch moderat zunehmen. Durchschnittlich sollte die Zahl der Erwerbstätigen um rund 200 Tsd. auf 41,25 Mio. steigen. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit dürfte dagegen in den kommenden Monaten auslaufen. Im Jahresdurchschnitt wird die Arbeitslosenquote aber wohl noch um 0,2 Prozentpunkte auf 6,9% fallen. Die hohe Sicherheit der Arbeitsplätze und solide Einkommenssteigerungen sollten die Verbraucher ermutigen, ihren Konsum zulasten der Sparquote zu erhöhen, sofern sie sich nicht von der Staatsschuldenkrise in der EWU nachhaltig verunsichern lassen. Wir rechnen jedenfalls für 2012 mit einem realen Konsumwachstum von 1,4%.

Das BIP sollte 2012 um 1,2% zulegen, allerdings mit einer Tendenz zur Beschleunigung nach einem schwachen Jahresauftakt. Insofern gehen wir auch davon aus, dass die Wirtschaft 2013 wieder etwas stärker wächst. Als kritisch werten wir jedoch die Aussichten für die Preisniveaustabilität. Die unserer Ansicht nach drohende Euroschwäche würde in Kombination mit neuerlichen Anstiegen der Rohstoffpreise für einen anhaltenden Aufwärtsdruck über die Importseite führen, der sich dann zum Teil mit Verzögerungen auch in den Verbraucherpreisen niederschlägt. Anschließend würde sich der Inflationsdruck über stärkere Lohnsteigerungen verselbständigen. Wir gehen deshalb für 2012 von einem Anstieg der Inflationsrate auf 2,7% aus und rechnen auch darüber hinaus mit keiner nennenswerten Abschwächung.

Euroraum: Zum Teil in die Rezession

Das BIP-Wachstum des Euroraums fiel 2011 mit schätzungsweise 1,6% insgesamt noch akzeptabel aus. Allerdings beruhte es fast ausschließlich auf dem Wachstumsüberhang aus dem Vorjahr sowie einem sehr guten 1. Quartal. Im weiteren Jahresverlauf war dagegen von einer wirtschaftlichen Erholung, geschweige denn konjunktureller Dynamik nichts mehr zu spüren. Im 2. und 3. Quartal gab es nur noch ein sehr schwaches Wachstum. Für das Schlussquartal zeichnet sich sogar ein leichter Rückgang der Wirtschaftsleistung ab.

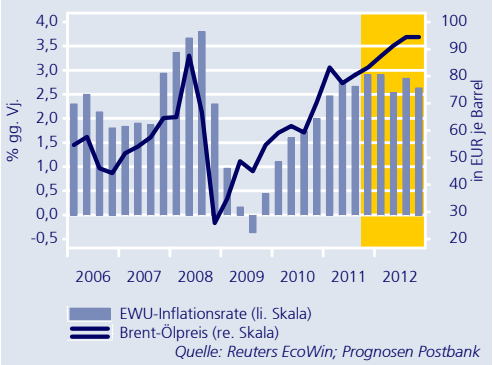
Die deutliche Abschwächung der Konjunktur im Jahresverlauf hatte zwei wesentliche Ursachen. Infolge der nachlassenden globalen Dynamik fielen die Impulse über die Exportseite geringer aus. Vor allem aber erhöhte die weitere Eskalation der Schuldenkrise den fiskalischen Konsolidierungsbedarf und führte auch zu einer Verunsicherung bei Unternehmen und Verbrauchern. Eine weitere Folge waren sehr große Wachstumsunterschiede innerhalb der EWU. Während z.B. Deutschland und Österreich nochmals ein hohes Wachstum erzielten, fiel dieses in Frankreich verhalten

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

EWU: Inflation dürfte dauerhaft erhöht bleiben



und in Italien schwach aus. Griechenland und Portugal befanden sich sogar in einer Rezession.

Die Schuldenkrise und der daraus resultierende Zwang zur Sanierung der Staatsfinanzen dürften die EWU-Konjunktur auch 2012 entscheidend prägen, d.h. vor allen Dingen dämpfen. Am schwierigsten dürfte die Lage um den Jahreswechsel 2011/12 sein. Für das 1. Quartal 2012 erwarten wir einen weiteren moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung, so dass es zu einer Minirezession in der EWU kommen sollte. Nachfolgend sollte das BIP in einem konstruktiven globalen Umfeld wieder wachsen, allerdings nicht in allen Ländern. In Italien wird das BIP wohl auch im Gesamtjahr 2012 leicht sinken, während z.B. Spanien kaum über Stagnation hinauskommen wird. Ingesamt rechnen wir für die EWU mit einem BIP-Wachstum 2012 von lediglich 0,6%. 2013 könnten dann zwischen 1,5 und 2% erreicht werden.

Die schwache Konjunktur dürfte allerdings kaum zu einem geringeren Preisauftrieb führen. Zum einen sollten sich die bisherigen Preisanstiege auf der Importseite weiter durch die Preiskette arbeiten. Zudem rechnen wir mit weiteren Belastungen über moderate Preissteigerungen bei Rohstoffen, die aber durch eine Abwertungstendenz des Euro verstärkt werden. Wir sehen ein hohes Risiko, dass die Inflationsrate der EWU 2012 nochmals leicht auf 2,8% steigt und sich der Preisauftrieb auch über 2012 hinaus nicht wesentlich abschwächt.

USA: Leichte konjunkturelle Belebung voraus

Die USA blicken auf ein schwieriges Jahr 2011 zurück. Zu Jahresbeginn wurde nur noch ein minimales BIP-Wachstum erreicht, was in erster Linie Resultat eines ungewöhnlich starken Rückgangs des Staatsverbrauchs war. Im 2. Quartal schwächelte dann der Private Verbrauch, so dass das Wachstum erneut mäßig ausfiel. Allerdings gab es auch in dem schwachen 1. Halbjahr positive Aspekte. Insbesondere setzte sich der Aufwärtstrend bei den Ausrüstungsinvestitionen ohne Unterbrechung fort. Ab dem 2. Quartal stiegen dann auch die gewerblichen Bauinvestitionen spürbar, während die Erholung bei den Wohnungsbauinvestitionen eine nahezu vernachlässigbare Größe blieb. Im Zuge einer Belebung des Privaten Konsums zog das Wirtschaftswachstum in der 2. Jahreshälfte wieder an. Die große Stütze der US-Wirtschaft waren aber klar und eindeutig die Bruttoanlageinvestitionen, die alleine für rund die Hälfte des BIP-Wachstums von voraussichtlich 1,8% verantwortlich zeichnen.

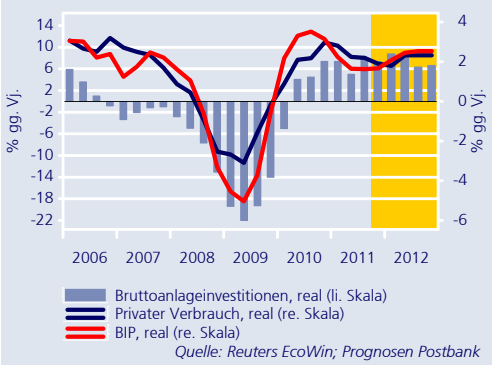
Im kommenden Jahr dürfte sich das Wachstum etwas beleben, ohne jedoch eine besondere Dynamik zu entwickeln. Träger des Wachstums dürften die Ausrüstungsinvestitionen bleiben, die sich immer noch auf einem eher moderaten Niveau bewegen. Auch bei den bislang extrem

Prognosen Postbank

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

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

USA: Bruttoanlageinvestitionen sind die wichtigste Stütze des Wachstums



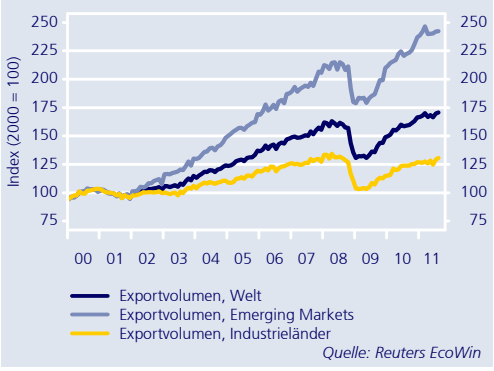
schwachen Bauinvestitionen sehen wir eine gute Chance für eine leichte Belebung. Keine nennenswerten Impulse erwarten wir dagegen vom Außenhandel, und beim Staatsverbrauch sehen wir angesichts der angespannten Haushaltslage auf allen Ebenen kein Potenzial für reale Ausgabensteigerungen. Allerdings sollte der Rückgang der Staatsausgaben deutlich geringer ausfallen als 2011, so dass diese das Wachstum wenigstens nicht mehr deutlich nach unten drücken. Entsprechendes erwarten wir auch hinsichtlich der Lagerinvestitionen. Den Privaten Verbrauch sehen wir weiterhin nur als konjunkturellen Mitläufer an, der in etwa in der Größenordnung des BIP-Wachstums ausgeweitet wird. Dessen Beschleunigung auf 2,4% würde damit überwiegend daraus resultieren, dass die 2011 wirksam gewordenen Bremseffekte entfallen. Für 2013 sehen wir dann die Chance, dass mit dem allmählichen Abbau der Ungleichgewichte am Immobilienmarkt und der Überschuldung der privaten Haushalte das Wachstum noch etwas höher ausfällt.

Hinsichtlich der Preisentwicklung sind wir jedoch skeptisch. Wir rechnen für 2012 nur mit einem leichten Rückgang der Inflationsrate von 3,2% auf 2,9%. Dabei dürfte die Kerninflation weiter auf deutlich über 2% steigen. Die markante Ausweitung der Liquidität durch die Fed muss sich unseres Erachtens über kurz oder lang im Preisniveau niederschlagen. Deshalb sehen wir auch über 2012 hinaus das Inflationsrisiko auf der Oberseite.

Emerging Markets: Der Aufwärtstrend setzt sich fort

Der Aufschwung in den Emerging Markets blieb auch 2011 robust, auch wenn sich das Wachstum durchschnittlich um knapp einen Prozentpunkt auf rund 6,5% abschwächte. Die höchste Dynamik wiesen nach wie vor die asiatischen Schwellenländer auf. Aber auch hier kam es angeführt von den Schwergewichten China und Indien zu einer Moderierung. In China war der Rückgang des BIP-Wachstums auf knapp 9,5% durchaus erwünscht. Da das Reich der Mitte mit einer deutlich steigenden Inflation zu kämpfen hatte, wurden Maßnahmen ergriffen, die einer konjunkturellen Überhitzung begegnen sollten. In Indien ist die Wachstumsabschwächung auf knapp 8% dagegen als Normalisierung nach einem außergewöhnlich guten Vorjahr zu werten. Einen relativ deutlichen Dämpfer verzeichnete 2011 Lateinamerika, wo das BIP-Wachstum von gut 6% auf rund 4,5% fiel. Hiervon war jedoch nicht der gesamte Kontinent betroffen. In etlichen Ländern verstärkte sich sogar der Aufwärtstrend. Jedoch bremste Brasilien die Gesamtbilanz, weil sich das Wachstum nach dem sehr starken Jahr 2010 auf schätzungsweise 3,8% halbierte. Hierfür war nicht zuletzt die zwischenzeitliche Aufwertung des Real verantwortlich, die aus starken Kapitalzuflüssen resultierte. Sehr stabil blieb der Aufwärtstrend nicht zuletzt Dank der hohen Energiepreise in den GUS-Staaten und im Mittleren Osten/Nordafrika, obwohl hier die Unruhen und Bürgerkriege in einigen Ländern das Wachstum leicht dämpften.

Emerging Markets tragen das Wachstum des Welthandels



Quelle: Reuters EcoWin

Für 2012 rechnen wir mit einem weiterhin soliden Wachstum in den Emerging Markets, das aber geringfügig hinter dem Ergebnis des Vorjahres zurückbleiben dürfte. Dabei ist der Ausblick aber nicht ohne Risiken, die sich für die einzelnen Regionen sehr unterschiedlich darstellen. Die stärkste Abschwächung zeichnet sich für die mittel- und osteuropäischen Länder ab. Durch ihre engen wirtschaftlichen Beziehungen mit dem Euroraum und der starken Präsenz von Banken aus der EWU ist die Gefahr, dass die finanziellen Verspannungen infolge der Staatsschuldenkrise in der EWU die dortige Realwirtschaft beeinträchtigen, vergleichsweise hoch. In Lateinamerika setzt sich die schleichende Verschlechterung der Leistungsbilanzen fort. Solange ausländisches Kapital in die Region strömt, stellt dies kein Problem dar. Sollte der Strom jedoch versiegen, könnten die Länder perspektivisch gezwungen sein, die Binnennachfrage zu dämpfen. Die asiatischen Schwellenländer würden kurzfristig sicherlich etwas leiden, wenn die Nachfrage aus den Industrieländern entgegen unseren Erwartungen nachlassen würde. Mittelfristig dürften die Risiken einer unerwarteten, starken Beschleunigung der globalen Konjunktur aber noch größer sein. Steigende Rohstoffpreise und Überhitzungserscheinungen würden die Inflation und die Gefahr der Ausbildung von Finanzmarktblasen in die Höhe treiben, was den Wachstumsprozess nachhaltiger beeinträchtigen würde. Dagegen wäre ein Einbruch der Weltkonjunktur für die GUS-Staaten und die Länder des Mittleren Ostens aufgrund dann sinkender Energiepreise wohl unweigerlich mit einer markanten Wachstumsabschwächung verbunden. Eine klare Tendenz, ob und ggf. welche dieser Risiken eintreten, ist derzeit aber nicht zu erkennen.

Ungeachtet der möglichen Gefahren dürften die Emerging Markets in den kommenden Jahren nachhaltig schneller wachsen als die Industrieländer. Die Gewichte hinsichtlich Produktion, Nachfrage und Anteile am Welthandel werden sich damit noch weiter in Richtung Schwellenländer verschieben.

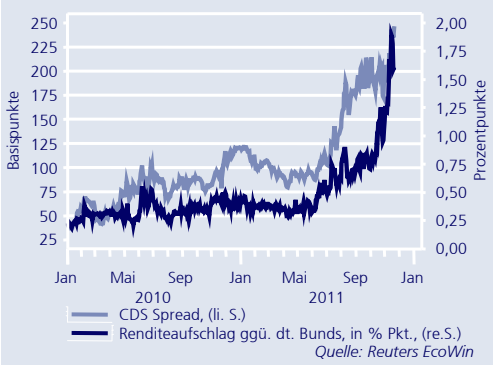
Heinrich Bayer

Schuldenkrise schwappt auf Kernländer der EU über

Frankreich: Triple A go away?

Anfang November schockte die Ratingagentur Standard&Poor's die Märkte mit einer E-Mail-Nachricht, dass die Grand-Nation herabgestuft werden würde. Die Anleihe- und CDS-Spreads reagierten deutlich auf die Nachricht. Selbst als klar wurde, dass es sich um einen Fehler der Agentur handelte, kamen die Risikoaufschläge nicht mehr von ihrem Hoch herunter. Aber bereits seit Mitte des Jahres sind die Märkte offensichtlich nicht mehr von der Top-Bonität des Landes überzeugt. Wo liegen die Gründe?

Kritischer Blick der Märkte auf Frankreich



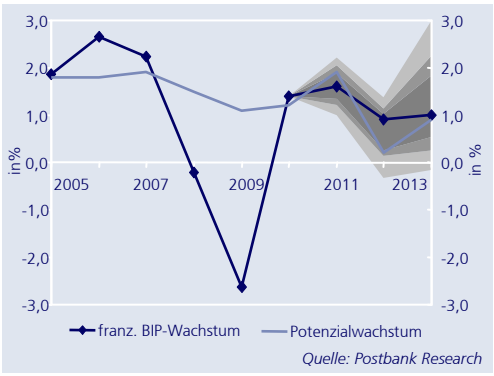
Mit dem Sparpaket, das im November verabschiedet wurde, wollte die Pariser Regierung noch einmal Kante zeigen. Allerdings kam dies etwas zu spät. Ein proaktives Handeln hätte die Märkte eher überzeugt. Trotzdem sind die Konsolidierungsanstrengungen beachtlich. 18 Mrd. Euro sollen, hauptsächlich über höhere Steuern, allein im Jahr 2012 eingenommen werden. Allerdings war es das dann auch, zumindest bis Juli 2012. Nächstes Jahr sind in den Monaten Mai und Juni Parlaments- und Präsidentschaftswahlen. Einen Burgfrieden zwischen Regierung und Opposition für weitere Reformen wird es nicht geben. Zu weit liegt Sarkozy in den aktuellen Umfragen zurück.

Die Märkte befürchten, dass - falls sich die Schuldenkrise weiter beschleunigt - Frankreich ohne eine starke politische Führung dastehen könnte.

Solides BIP-Wachstum

Mit Blick auf die Wachstumsaussichten steht Frankreich deutlich besser da als die südliche Eurozonen-Peripherie. Für das noch laufende Jahr rechnen wir mit einem Wachstum von 1,6%, das auf einer sehr breiter Basis stehen sollte. Nur der Außenbeitrag wirkt dämpfend. Am aktuellen Rand deuten die Frühindikatoren allerdings auf ein deutliches Abschwächen der Konjunktur für die kommenden Quartale hin. Ein Schrumpfen des BIP in 2012 gegenüber 2011 erwarten wir nicht. Trotzdem wird das Wachstum mit 0,9% schwach ausfallen.

Wachstum in 2012, aber Abwärtsrisiken überwiegen



Hohe Arbeitslosigkeit als Folge der Krise von 2008/2009 sowie der Zwang zum Sparen belasten den privaten wie auch den staatlichen Konsum. Wir rechnen hier aber weiterhin mit einem moderaten Wachstum, da die Hauptlast der Haushaltskonsolidierung durch Unternehmenssteuern erfolgen soll. Letztere werden bei den Investitionen zu einem deutlich gedämpften Wachstum von 0,9% (2011: 2,1%). führen. Auch Überschusskapazitäten und eine hohe Unsicherheit über die künftige Verfügbarkeit von Krediten werden

2012 auf den Investitionen lasten. Als Hauptrisiko für unsere Wachstumsprognose ist aber die externe Nachfrage nach französischen Produkten zu sehen. Frankreich ist hier sehr anfällig gegenüber den Entwicklungen in Spanien und Italien, zwei Länder die im Brennpunkt der Schuldenkrise stehen. Dennoch: Frankreich wird positive Wachstumsraten verzeichnen - anders als die südliche Europeripherie.

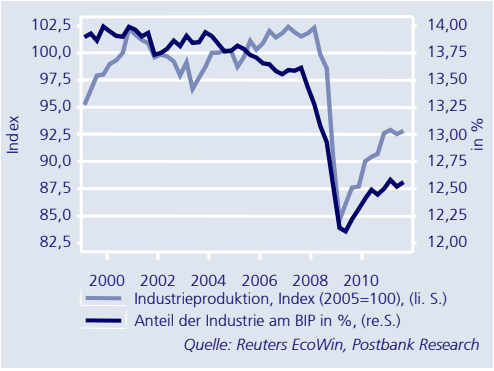
Hohe potenzielle Lasten im Staatshaushalt

Die Konjunkturaussichten sind unseres Erachtens denn auch kein Argument für den Verlust der Bestnote. Allerdings gibt es in diesem Zusammenhang Probleme, die struktureller Natur sind. Der französische Arbeitsmarkt hat sich deutlich schlechter von der Rezession 2008/2009 erholt als etwa in Belgien oder Deutschland. Das deutet auf eine höhere strukturelle Arbeitslosigkeit hin, die allein durch Wirtschaftswachstum kaum abzubauen ist. Infolge der Rezession verlangsamte sich die Kapitalakkumulation des Landes und verringerte so direkt das Wachstumspotenzial des Landes. Indirekte Effekte ergeben sich durch eine sinkende Arbeitsproduktivität. Weniger Arbeit und Kapital in Verbindung mit geringerer Produktivität deuten auf ein langfristig vermindertes Wirtschaftswachstum als vor der Krise hin. Hierunter wird auch die Bonität des Landes leiden. Hiermit in enger Verbindung steht die zu erwartende Ausweitung des bereits relativ hohen Handelsbilanzdefizits.

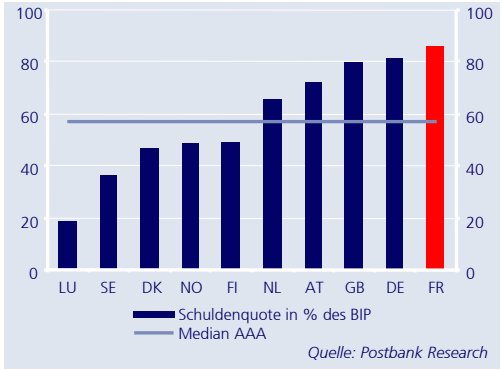
Bereits seit geraumer Zeit verliert Frankreich kontinuierlich Anteile am Weltexportmarkt. Ursache ist unseres Erachtens eine abgeschwächte Form der „britischen Krankheit“, ein stetiger Bedeutungsverlust der Industrieproduktion relativ zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Frankreich hat schlicht immer weniger Produkte für den Weltmarkt anzubieten. Durch die Krise dürfte sich dieser Prozess noch beschleunigt haben. Da die Leistungsbilanz ein wichtiges Kriterium der Agenturen zur Bonitätsbeurteilung darstellt, könnte dies auf längere Sicht eine Belastung für das Rating darstellen.

Die Kosten der Finanzkrise, insbesondere fiskalische Stimuli, der Rückgang der Staatseinahmen sowie ein Schrumpfen des Output-Potenzials führten zu einem deutlichen Anstieg des Haushaltsdefizits sowie der öffentlichen Verschuldung - und das zum Teil deutlich über das Niveau anderer Staaten mit Top-Bonität hinaus. Berücksichtigt man die Kosten, die bei einer etwaigen Bankenrekapitalisierung, ausgelöst durch weitere Schuldenschnitte bei Griechenland & Co. hinzukommen könnten, wird klar, dass Frankreich sein AAA-Rating in diesem Fall sehr schnell verlieren könnte. Das Land hat zwar bereits zwei umfangreiche Reformpakete verabschiedet. Was zur langfristigen Stabilisierung des Staatshaushaltes aber noch fehlt, ist eine Reform des kaum mehr zu finanzierenden Sozialstaats.

Stetiger Bedeutungsverlust der Industrie



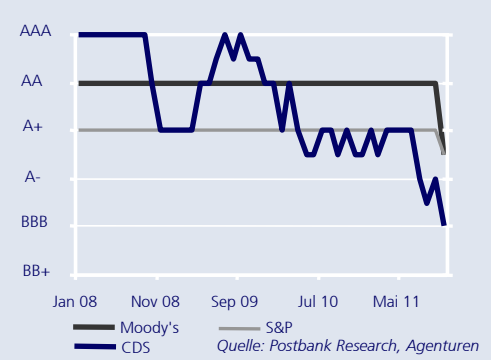
Zu hohe Verschuldung für ein AAA?



Italien: Ein weiterer Dominostein?

Mit den Prinzipien „Haushaltsdisziplin, Wachstum und soziale Gerechtigkeit“ wird Mario Monti versuchen, Italien bis 2013 aus dem Kreis der „kriselnden“ Euro-Länder zu führen. Ob dieser Zeitraum ausreicht, hängt stark vom Vertrauen der Märkte ab. Aktuell sieht es diesbezüglich allerdings nicht gut aus. Sowohl die Ratingagenturen als auch der Markt haben Italien deutlich abgestraft.

Ratings der Agenturen und CDS impliziertes Rating



Insbesondere die inkonsequente und unstete Fiskalpolitik der Regierung Berlusconi haben erheblich dazu beigetragen, dass Italien sich inzwischen so teuer wie zuletzt vor Beitritt zur Eurozone refinanzieren muss. Monti braucht aber die Märkte, um seinem Programm umzusetzen. Denn kurzfristig, auf Sicht von einem Jahr, wird der Großteil der Reformen kaum Wirkung zeigen. Wenn aber die Zinsbelastung dauerhaft hoch bleibt, kann dies die Konsolidierungsbemühungen der Regierung unterlaufen. Der Gang zum Rettungsfonds EFSF könnte die Folge sein.

Refinanzierungskosten auf Rekordniveau

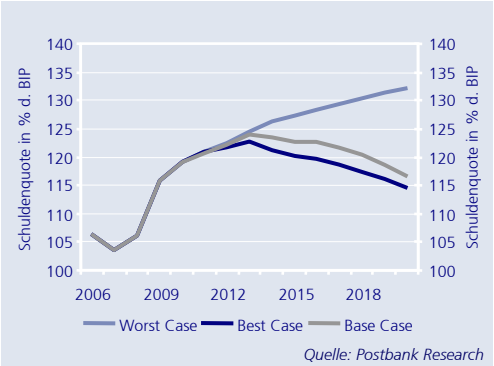
Italien kann mittelfristig nicht aus den Schulden herauswachsen

Für 2011 erwarten wir noch ein Wachstum von 0,6%. Im kommenden Jahr ist eine schwache Rezession, ausgelöst durch eine Kombination von Kürzungen im Staatshaushalt, einer Verschlechterung des Wirtschaftsvertrauens und einer schwachen Auslandsnachfrage wahrscheinlich. Für die folgenden Jahre kann ebenfalls nur von einer sehr moderaten Erholung ausgegangen werden. Der schwache Ausblick ist auf eine ganze Reihe von Faktoren zurückzuführen, die sich durch die Reformbemühungen nur schrittweise verbessern werden. Insbesondere die geringe Produktivität, relativ hohe Lohnstückkosten im Vergleich zu den Haupthandelspartnern, eine Konzentration auf Produkte, die hauptsächlich auch in Billiglohnländern produziert werden sowie ein schwacher Wettbewerb im Dienstleistungssektor des Landes, sind nur einige der Faktoren.

Bei einem nur moderat erhöhten Zinsniveau sind Italiens Staatsschulden langfristig tragbar. Falls sich die aktuellen Entwicklungen bei den Kapitalmarktzinsen verstetigen, würde die Zinsbelastung allerdings sehr schnell steigen. Noch kann Italien vom Puffer der vorangegangenen günstigen Refinanzierungen zehren. Wegen der relativ langen Laufzeiten der ausstehenden Staatsanleihen wird die

aktuelle Marktentwicklung nur schrittweise auf die Zinsbelastung durchschlagen. Hierdurch hat Italien ein Zeitfenster von 2-3 Quartalen bis die höheren Zinsen voll auf den Haushalt durchschlagen - vorausgesetzt die Zinsen steigen nicht noch schneller an. Falls es gelingt, die beschlossenen Reformen bis dahin erfolgreich umzusetzen, könnte dies zu einer Beruhigung der Märkte und damit zu einem Rückgang des Zinsniveaus für italienische Staatsanleihen beitragen.

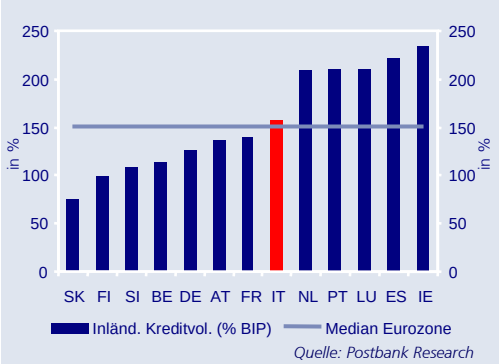
Szenario-Rechnung zur Schuldenquote, Italien bleibt nicht viel Zeit



Quelle: Postbank Research

Die Schuldenquote des Landes würde sich in diesem Falle ab 2014 reduzieren. Falls die Zinsen ab Mitte/Ende 2012 allerdings nicht wieder dauerhaft sinken, ist nicht nur die Liquidität des Landes ernsthaft gefährdet. Die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen würden schnell steigen und ein ansonsten solventes Land in die Zahlungsunfähigkeit treiben. Denn Italiens Unternehmen und Haushalte sind nur moderat verschuldet. Es gab hier keine Immobilienblase wie in Spanien. Auch waren die italienischen Banken nur in relativ geringem Ausmaß von der US-Subprime-Krise betroffen.

Moderate Verschuldung im privaten Sektor



Quelle: Postbank Research

Ein Zahlungsausfall Italiens hätte kaum absehbare Folgen für die Eurozone. Aber der „point of no return" ist noch nicht erreicht.

Matthias Göthel

Prognosen Postbank

	2011e	2012e	2013e
BIP-Wachstum			
Frankreich	1,6	0,9	1,1
Italien	0,6	-0,2	0,5
Haushaltssaldo*			
Frankreich	-5,7	-5,3	-4,3
Italien	-4,0	-3,2	-3,0
Schuldenstand*			
Frankreich	85,6	89,1	91,4
Italien	119,9	120,4	120,2
Arbeitslosenquote			
Frankreich	9,3	9,5	9,3
Italien	8,3	8,5	8,5
Leistungsbilanzsaldo*			
Frankreich	-2,3	-2,0	-2,2
Italien	-3,5	-3,0	-3,4

* in % des BIP

Rentenmarkt 2012: Notenbanken als Nothelfer

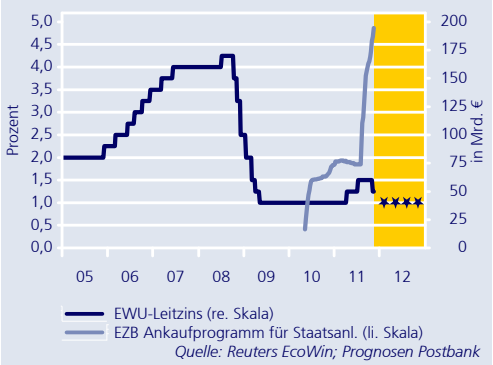
EWU-Schuldenkrise treibt Bund-Renditen auf neue Tiefststände

In den ersten Monaten des zu Ende gehenden Jahres zogen die deutschen Kapitalmarktzinsen zunächst an. Eine unerwartet gut laufende Konjunktur, Hoffnungen auf eine Bewältigung der europäischen Schuldenkrise, deutlich höhere Inflationsraten sowie die erste Leitzinserhöhung durch die EZB ließen die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen bis April von knapp 3% bis auf 3,49% in der Spitze steigen. Nachfolgend ging es dann aber wieder bergab, wobei der Renditerückgang ab der Jahresmitte extrem dynamisch verlief. Dies hatte zwei Ursachen. Zum Einen gaben die Renditen von US-Staatsanleihen aufgrund von Rezessionsängsten und der Ankündigung der Fed, ihren Leitzins voraussichtlich noch bis mindestens Mitte 2013 in der Nähe von Null Prozent zu halten, ebenfalls stark nach. Zum Anderen trieb die neuerliche Eskalation der Staatsschuldenkrise im Euroraum die Anleger in den sicheren Hafen der Bundesanleihen. Für 10-jährige Papiere fiel die Rendite im September bis auf das Rekordtief von 1,67%, um nachfolgend wieder auf gut 2,1% anzusteigen. 2-jährige Bundesanleihen wurden zeitweise mit einer Rendite von ca. 0,3% gehandelt. Die Verzinsung 3-monatiger Bubills fiel zuletzt sogar in den negativen Bereich, d.h. die Anleger sind bereit, dem Bund eine kleine Gebühr zu zahlen, dass er ihr Geld sicher verwahrt.

EZB auf den Spuren der Fed

Die EZB vollzog 2011 gleich zwei bemerkenswerte geldpolitische Schwenks. Zuerst erhöhte sie unerwartet früh, nämlich bereits im April ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,25%. Ein weiterer Zinsschritt auf 1,50 % folgte dann im Juli. Ziel dieser Maßnahmen war die Eindämmung der deutlich gestiegenen Inflation. Aber bereits einen Monat später folgte der nächste Richtungswechsel. Auf seiner regulären Sitzung Anfang August beschloss der

EZB: Erste Leitzinserhöhung Ende 2011



EZB-Rat nicht nur die Wiedereinführung eines längerfristigen Refinanzierungsgeschäftes, sondern auch die Reaktivierung seines Ankaufprogramms für Staatsanleihen. Wenige Tage später ergänzte er diesen Beschluss im Rahmen einer Sondersitzung durch die explizite Ausweitung dieses Programms auf spanische und italienische Staatsanleihen. Im Oktober wurden dann die Sonderprogramme zur Liquiditätsversorgung nochmals erweitert. Den vorläufigen Abschluss bildete die Senkung des Leitzinses auf 1,25% im November.

Ganz so weit wie die US-Notenbank geht die EZB mit ihren Beschlüssen noch nicht. Die Fed hatte im August angekündigt, ihren Leitzins noch bis mindestens Mitte 2013 zwischen 0 und 0,25% zu belassen, sofern die Arbeitslosigkeit hoch und der Inflationsausblick gedämpft bleiben. Ihr vor Jahresfrist aufgelegtes 600 Mrd. US-Dollar schweres Programm zum Ankauf von Staatsanleihen hat sie aber planmäßig zur Jahresmitte beendet und beschränkt sich bis auf Weiteres darauf, kurzlaufende in langlaufende Treasuries umzuschichten. Während die Fed bei ihren Programmen auch auf die Ankündigungseffekte setzt, verzichtet die EZB hierauf bislang weitgehend. Gründe hierfür sind sicherlich die uneinheitlichen Ansichten innerhalb des EZB-Rates zu dieser Thematik und die

komplizierte politische Situation in der EWU, aber auch die Unsicherheit, wann der erweiterte Rettungsschirm zum Einsatz kommt und inwieweit er sich als geeignet erweist, die Märkte zu stabilisieren. In der Praxis ist das Ankaufprogramm der EZB dem der Fed bislang aber gar nicht so unähnlich. Würde die EZB in dem gleichen Tempo Staatsanleihen aufkaufen, wie sie es seit der Reaktivierung des Programms getan hat, würde sie umgerechnet zum aktuellen Wechselkurs binnen Jahresfrist nur leicht hinter dem 600 Mrd. US-Dollar Programm der Fed zurückbleiben.

Leitzins sinkt noch weiter und bleibt dann sehr niedrig

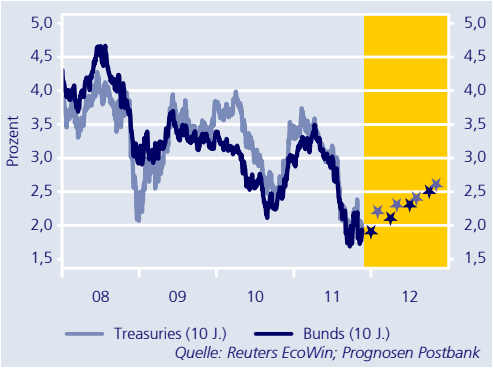
Neben der Fortführung der sogenannten unkonventionellen Maßnahmen dürfte die EZB den Leitzins im Jahr 2012 auf einem sehr niedrigen Niveau belassen. Wir rechnen kurzfristig, spätestens im Januar 2012, mit einer weiteren Senkung des Leitzinses auf 1%. Die möglichen langfristigen Folgen einer solchen Geldpolitik, wie Fehlallokation von Kapital, die Bildung von Finanzmarktblasen oder auch deutlich steigende mittelfristige Inflationsrisiken wird die EZB, die ungewollt in die Rolle des Helfers in der Not gedrängt wird, ignorieren. Denn ohne Hilfe der Notenbank könnte die Währungsunion weiter in eine existenzielle Krise abgleiten. So halten wir es für wahrscheinlich, dass die EZB mit ihrer Politik bereits kurzfristig über eine Abwertung des Euro einen weiteren Inflationsimpuls setzt. Zwar ist eine Geldpolitik, die keine Rücksichten auf die Preisniveaustabilität nimmt, inzwischen weit verbreitet, für die EZB ist sie aber neu. Dieser relative Schwenk dürfte im Kontext mit der Unsicherheit eines einheitlichen Währungsraums ohne eine dahinter stehende politische Union dazu führen, dass der Euro an den Devisenmärkten unter Druck gerät. Auf Jahressicht erwarten wir den Euro nur noch bei 1,25 US-Dollar.

Kapitalmarktzinsen steigen leicht - aber Rückschlagspotenzial erheblich

Die noch für lange Zeit extrem niedrigen Leitzinsen sollten das Niveau der Kapitalmarktzinsen auf einem sehr moderaten Niveau halten, zumal (vermeintlich) sichere Anlagen auch weiterhin von der Unsicherheit profitieren dürften, die insbesondere die Eurozone noch einige Zeit beschäftigen wird. Für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen erwarten wir auf Jahressicht einen allmählichen Anstieg auf 2,5%, vorausgesetzt die Schuldenkrise schwächt sich tendenziell ab. Die Rendite von US-Treasuries sollte in vergleichbarem Umfang zulegen.

Die Risiken sind aber auf beiden Seiten erheblich. Wenn die EZB die Märkte in ungeahntem Ausmaß mit Liquidität flutet, könnten die deutschen Kapitalmarktzinsen durchaus noch einmal nachgeben. Aber auch ein deutlich stärkerer Anstieg liegt im Bereich des Möglichen. Sollte in der EWU-Schuldenkrise unerwartet rasch eine Lösung gefunden werden, würde der Status deutscher Staatspapiere als sicherer Hafen leiden. Der derzeitige Krisenbonus würde sich dann rasch verflüchtigen. Aber auch eine weitere Verschärfung der Schuldenkrise könnte sehr negative Auswirkungen auf Bundesanleihen haben. Gerade die letzten Wochen haben gezeigt, dass auch die Bonität von Euro-Kernstaaten, wie Frankreich oder Österreich nicht sakrosankt ist. Und die deutschen Verschuldungskennzahlen sind nicht wesentlich besser.

Kapitalmarktzinsen bleiben niedrig



Quelle: Reuters EcoWin; Prognosen Postbank

Unternehmensanleihen auch in 2012 mit stabilem Trend

Mit den scharfen Kurskorrekturen am Markt für EWU-Staatsanleihen gerieten Mitte 2011 auch andere Segmente des Rentenmarktes stark unter Druck. Zumindest bei Unternehmensanleihen und High Yield Bonds fiel die Ausweitung der Risikoprämien aber deutlich geringer aus als nach dem Zusammenbruch der US-Bank Lehman Brothers im Jahr 2008. Dies dürfte der insgesamt guten fundamentalen Situation der Unternehmen geschuldet sein. Nach der Jahrtausendwende haben viele Unternehmen ihre Verschuldung reduziert und in der Finanzkrise Liquiditätsreserven gebildet. Covered Bonds bzw. Pfandbriefe waren von der krisenhaften Entwicklung in den Sommermonaten relativ stark betroffen. Hier dürfte zum einen die Nähe zum Finanzsektor und zum anderen wachsende Sorgen über die Werthaltigkeit der Immobilien und Staatskredite, die zur Besicherung dieser Produkte verwendet werden, eine Rolle gespielt haben.

Grundsätzlich bleibt auch in 2012 das von der Staatsschuldenkrise ausgehende Risiko unerwartet kräftiger Spreadausweitungen und Kursverluste in allen Rentenmarkt-segmenten bestehen. Gleichwohl gehen wir bei Unternehmensanleihen und High Yield Bonds im Trend von einer moderaten Einengung der Risikoprämien aus. Die Fundamentaldaten der Unternehmen dürften sich trotz Konjunkturabschwung nicht so schnell verschlechtern, zumal die zu erwartenden Ausfallraten auf einem niedrigen historischen Niveau verharren sollten. Ein wichtiger Stützpfeiler für die Marktentwicklung in diesem Segment bleibt darüber hinaus die sehr üppige Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken.

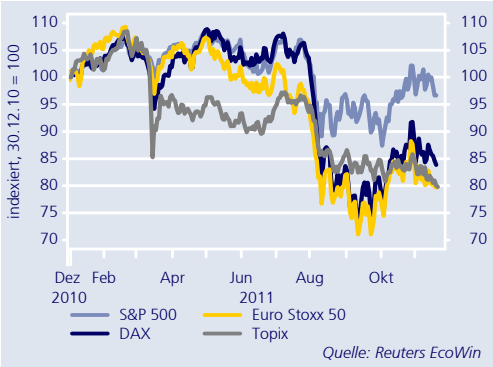
Dr. Marco Bargel, Heinrich Bayer

Prognosen Postbank

		23.11.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen				
Euroraum	%	1,25	1,00	1,00
USA	%	0-0,25	0-0,25	0-0,25
Japan	%	0-0,1	0-0,1	0-0,1
Großbritannien	%	0,50	0,50	1,00
Renditen 10 Jahre				
Bundesanleihen	%	2,15	1,90	2,50
US-Treasuries	%	1,88	2,20	2,60
Japanische JGB's	%	0,97	1,10	1,20
Britische Gilts	%	2,14	2,50	2,80
Spreads ggü. Bunds				
10j. Swap	Bp	55	60	30
EWU-Corporates	Bp	139	120	100

Aktienmarkt 2012: Nervosität wird bleiben

2011: Die meisten Märkte im Rückwärtsgang

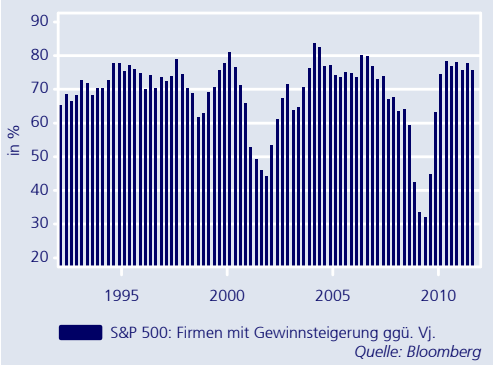


2011 war nichts für schwache Nerven

Die nach unserer Einschätzung per saldo mehrheitlich überzeugenden Unternehmensbilanzen fanden in 2011 zu oft nur wenig Aufmerksamkeit bei den Anlegern. Nach unserer Ansicht waren und sind Staatsschulden das dominierende Thema. Selbst die auch omnipräsenten Konjunkturängste wurden deutlich auf die Plätze verwiesen. Die Katastrophe in Japan oder die immer noch schwelenden politischen Unruhen im Nahen Osten gaben dagegen nur sehr kurze Gastspiele auf dem Börsenparkett.

In Anbetracht der angeführten Probleme verwundert es nicht, dass 2011 nicht zum Jahr der Aktie ausgerufen werden dürfte. Das Jahr ist zwar noch nicht zu Ende, aber nach unserer Ansicht ist in den zurückliegenden Monaten zu viel Porzellan zerschlagen worden, als dass dies in den wenigen bis zum Jahresende noch verbleibenden Wochen noch gerichtet werden könnte. 2011 war nichts für schwache Nerven. Es war geprägt von heftigen Kursschwankungen. Häufig schwankte zum Beispiel der Wert des DAX auch im Verlauf eines einzelnen Handelstages um mehrere Prozent. Die Analyse der globalen Leitindizes zeigt, dass nur sehr wenige der globalen Leitindizes per Mitte November über ihrem Schlussstand zum Jahreswechsel 2010/11 notieren. Unter diesen sind nur internationale Leichtgewichte wie die Indizes aus Venezuela, Namibia, Botswana oder Ecuador zu finden. Alle vier von uns analysierten Leitindizes weisen aktuell dagegen Kursverluste im genannten Zeitraum auf. Der Standard & Poor's 500 kommt mit einem Minus von 6% noch vergleichsweise mit einem „blauen Auge" davon. Bei DAX, Euro Stoxx 50 und Topix summieren sich die Kursverluste auf 20% bzw. 24%. Die im Vergleich zum S&P 500 schwächere Performance des Topix ist in erster Linie der Katastrophe in Japan im Frühjahr dieses Jahres geschuldet. Das Thema Staatsschuldenkrise wurde primär in Euroland und hier besonders in fünf Peripherieländern, den PIIGS, ausgefochten. Es war unter anderem der Auslöser des heftigen Kursverfalls an den Börsen ab Ende Juli dieses Jahres. In Griechenland, dem am stärksten betroffenen Land, halbierte sich im genannten Zeitraum der Athener Leitindex nahezu. Eine Branche traf die euroländische Staatsschuldenkrise besonders: die Banken. Sie mussten teils deutliche Wertberichtigungen auf ihre Anleiheportefeuilles vornehmen, da sie auch in Staatsanleihen der betroffenen Länder investiert hatten und diese deutlich an Wert verloren. Die Branchenindizes der Banken zählten mit Kursverlusten von 40 bzw. 45% zu den schwächsten Sektoren in Deutschland, Euroland oder Europa. Die Branche mit der zweitschwächsten Kursentwicklung waren in Deutschland die Versorger. Früher galten sie als der ruhende Pol in Krisenzeiten. Mit der Energiewende und der Abkehr von der Kernenergie ist dies zumindest in Deutschland Geschichte. Die Branche befindet sich in einer Selbstfindungsphase und viele Versorger ordnen ihre Aktivitäten neu. Der Fokus der Anleger ruhte im bisherigen Jahresverlauf europaweit auf Unternehmen der defensiven Gesundheitsbranche. In Deutschland weisen zudem der ebenfalls defensive Sektor Nahrungsmittel und Getränke sowie Software aufgrund sehr guter Geschäftszahlen des Branchenschwergewichtes SAP Kurszuwächse auf.

S&P 500: ¾ der Firmen steigern Gewinn im Vorjahresvergleich



Viele Firmen beeindruckten in 2011 mit guten Geschäftszahlen

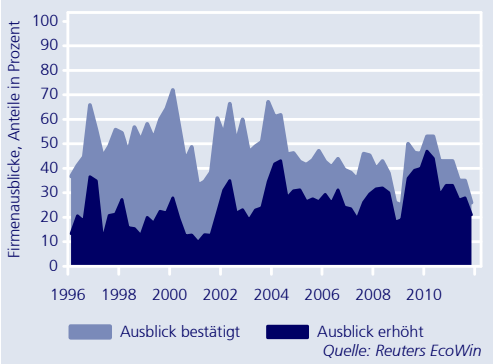
In den USA konnten die Firmen im bisherigen Jahresverlauf mit ihren Quartalszahlen punkten. In allen drei Quartalen übertrafen jeweils rd. 70% der im Standard & Poor's 500 gelisteten Unternehmen die Gewinnprognosen der Analysten. Beeindruckender noch, dass jeweils mehr als ¾ von ihnen nicht nur die Prognosen topten, sondern auch den Gewinn im Vergleich zum Vorjahreszeitraum verbesserten. Dieses Kunststück brachten beim Umsatz im Schnitt sogar fast 80% fertig. Da fällt weniger ins Gewicht, dass im 3. Quartal nur noch jedes zweite Unternehmen auch die Umsatzprognose der Analysten übertraf. In den beiden ersten Quartalen gelang dies noch rd. 60% von ihnen. Per saldo haben die Firmen des S&P 500 in den ersten drei Quartalen den Gewinn um rd. 17% und den Umsatz um ca. 10% im Vergleich zu 2010 gesteigert. Nach unserer Ansicht ist dies eine insgesamt beeindruckende Leistung der großen US-Unternehmen. Europäische Aktien im Allgemeinen und die DAX-Werte im Speziellen können da nicht ganz mithalten. Eine, wenn auch knappe, Mehrheit der 600 europäischen Unternehmen, die im Stoxx 600 gelistet sind, übertraf in den ersten drei Quartalen die Gewinn- bzw. die Umsatzerwartungen der Analysten. Der Blick ins Detail zeigt aber, dass die Dynamik in der Alten Welt langsam nachlässt. Steigerten die DAX-Konzerne ihre Gewinne im 1. Quartal noch aggregiert um rd. 30% im Vorjahresvergleich, stand hier für das 2. Quartal schon ein Rückgang zu Buche. Im 3. Quartal erreichten sie zwar wieder einen prozentual deutlich zweistelligen Zuwachs, dieser wurde aber überwiegend von einer Hand voll Firmen - Volkswagen, K+S, SAP, Bayer, Deutsche Börse - getragen. 40% der DAX-Werte kämpfte mit zum Teil deutlichen Gewinnrückgängen.

Können die Firmen in 2012 nach- bzw. vielleicht sogar noch zulegen?

Dies ist die Frage, die vielen Investoren unter den Nägeln brennt. Aber nicht nur für die USA, sondern auch für Europa und Deutschland sowie Japan und auch die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften wie China. Denn steigende bzw. zumindest die berechtigte Hoffnung auf steigende Unternehmensgewinne sind ein wichtiges Treibmittel für steigende Aktienkurse. Zwar können die Preise der Dividendentitel auch ohne die Unterstützung der Gewinne zulegen. Diese Kurszuwächse erweisen sich aber in der Regel nicht als nachhaltig. Es sind meist Übertreibungen bzw. Blasen, denen auch ganz schnell wieder die Luft entweicht.

Zunächst einmal: Was sagt der Markt? Auf dem Markt sind die gesammelten Analystengewinnerwartungen von Anbietern wie Bloomberg verfügbar. Laut ihren Statistiken sollten die Firmen des S&P 500 aggregiert ihre Gewinne im kommenden Jahr um etwas mehr als 10% im Vergleich zu 2011 steigern können. Für DAX und Euro Stoxx 50 erwarten sie ähnlich Zuwächse, für den japanischen Topix sind sie mit +25% deutlich optimistischer. Diese

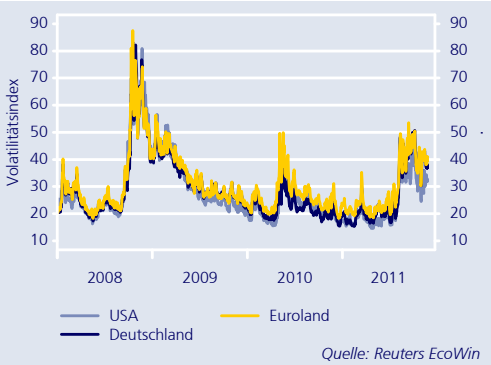
Weniger Unternehmen heben die eigenen Gewinnprognosen an



Erwartungen teilen wir so nicht. Die Richtungen der Prognosen - sprich Zuwächse - decken sich zwar mit unseren eigenen Erwartungen, die Potenziale schätzen wir aber deutlich geringer ein. Wir erwarten Zuwachsraten zwischen 1% für den Euro Stoxx 50 und 5% für den Topix.

Bei vielen Firmenlenkern rund um den Globus hängt der Himmel nicht mehr voller Geigen, wenn sie über den Geschäftsausblick ihres Unternehmens referieren. Abzulesen ist dies zum Beispiel an der deutlich gesunkenen Zahl an US-Firmen, die ihre eigenen Geschäftserwartungen im Quartalsverlauf nochmals erhöhen bzw. zumindest bestätigen. Erhöhten in der Spitze im 1. Quartal 2010 47% der Unternehmensbosse die Erwartungen, sind dies aktuell noch 21%. Dies zeigt in erster Linie nur an, dass die positiven Überraschungen in der Geschäftsentwicklung im Verlaufe eines Quartals deutlich weniger werden. Einen Ausblick auf die Geschäftserwartungen gewähren Frühindikatoren, die wie der ifo Index durch Befragungen von Firmen ermittelt werden. Diese zeigen in vielen Volkswirtschaften zunehmend Bremsspuren. Die Staatsschuldenkrisen haben einen maßgeblichen Anteil an dieser Verschlechterung der Geschäftsaussichten. Der Geschäftsführer des Vereins Deutscher Werkzeugmaschinenfabriken bringt dies klar zum Ausdruck: „Diese exogenen Einflüsse überlagern die normale zyklische Nachfrageentwicklung." Das Winterhalbjahr dürfte nach unserer Einschätzung daher in Deutschland aber auch global etwas ungemütlicher verlaufen. Im weiteren Verlauf von 2012 sollten die Unsicherheiten in puncto Staatsschulden aber nachlassen und sich die Aussichten wieder bessern. So sehen eine Vielzahl an Unternehmen auch positiv auf 2012 als Ganzes, wenn es die Geschäftsentwicklung angeht. Bei der aktuellen Herbst-Konjunkturumfrage des Instituts der deutschen Wirtschaft unter fast 2.600 deutschen Firmen erwarten immer noch je rd. 30% eine Ertrags- bzw. Produktionssteigerung in 2012. Die Bäume werden nach unserer Einschätzung aber nicht in den Himmel wachsen, denn die Exportaussichten, das Rückgrat der deutschen Wirtschaft, schätzen die Firmen deutlich schwächer ein, als noch bei der letzten Umfrage vor einem halben Jahr.

Nervosität bleibt weiter hoch



Quelle: Reuters EcoWin

Aktien langfristig mit Kurspotenzial

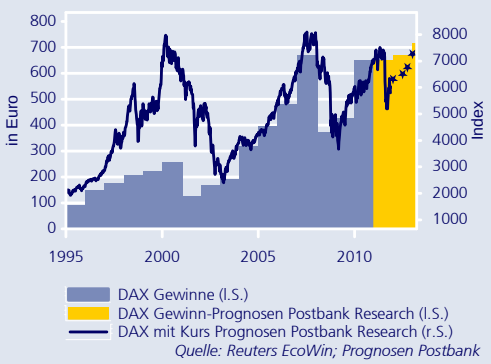
Kurz- und auch mittelfristig wird die extreme politisch getriebene Schaukelbörse nach unserer Ansicht anhalten. Deutliche Kursschwankungen auch innerhalb einzelner Handelstage werden viele Anleger zunächst von den Börsen fern halten. Dabei bieten solch unruhige Zeiten oft gute Einstiegschancen. Eine alte Börsenweisheit lautet: „buy the rumors - sell the facts". Die US-Investorenlegende Warren Buffet hat es uns jüngst vorgemacht, als er IBM-Aktien im Gegenwert von 10 Mrd. USD erwarb. Dies war seine erste nennenswerte Investition in Aktien eines Technologieunternehmens. Bis dato hielt er sich von dieser Branche fern, gemäß der goldenen Regel für Aktienkäufer: „Kaufe nur Aktien von Firmen, deren Geschäftsmodell du verstehst." Jetzt versteht er es und hat investiert.

Für den DAX erwarten wir zum Beispiel in den kommenden Wochen eine Handelsspanne zwischen etwas mehr als 6.000 und 5.000 Punkten. Deutlichere Kursrücksetzer sollte die insgesamt gute fundamentale Verfassung der Mehrzahl der Unternehmen verhindern. Bei 4.850 Punkten werden die DAX-Firmen nur noch mit dem einfachen Buchwert gepreist. Dieses Niveau wurde in den letzten beiden Baissen zum einen nur sehr kurzzeitig und zum anderen nur sehr geringfügig unterschritten. Der Buchwert stellt zudem im Vergleich zum Firmengewinn, der zur Berechnung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses herangezogen wird, eine sehr stabile Größe dar.

Zum Jahreswechsel 2012/13 erwarten wir alle vier von uns analysierten Indizes über den aktuellen Niveaus. DAX und Standard & Poor's 500 sollten mit Kurszuwächsen von jeweils rd. 30% aber deutlich die Nase vor Euro Stoxx 50 und Topix vorne haben. Gegen den Euro Stoxx 50 im Vergleich zum DAX spricht, dass der Index viele Firmen aus von der Staatsschuldenkrise betroffenen Ländern enthält, die aufgrund der in diesen Ländern schon ergriffenen bzw. noch notwendigen Sparmaßnahmen in ihren Heimatmärkten rückläufige Gewinne und Umsätze erzielen dürften. Die Wettbewerbsfähigkeit vieler japanischer Unternehmen leidet unter dem im Vergleich zum US-Dollar und Euro extrem starken Wechselkurs des Yen. Dies dürfte das Kurspotenzial limitieren. Sowohl für den DAX als auch für den S&P 500 sprechen der hohe Anteil an Firmen, die einen großen Teil ihrer Umsätze und Gewinne außerhalb des Euroraums bzw. der USA erzielen. So sollten sie vom stärkeren Wachstum profitieren, das viele Schwellen- bzw. Entwicklungsländern im Vergleich zur Eurozone bzw. den USA erreichen sollten.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Aktien langfristig mit Kurspotenzial

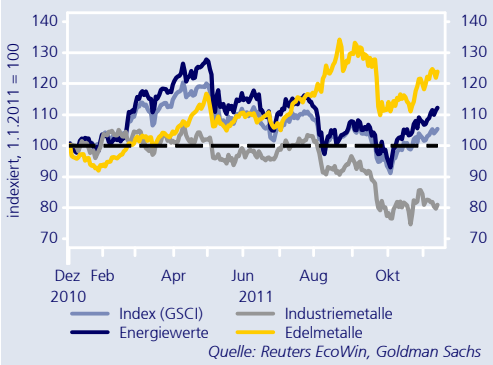


Prognosen Postbank

	23.11.	in 3 M	in 12 M
DAX	5.458	6200-6400	6650-6850
Euro Stoxx 50	2.097	2225-2425	2350-2550
S&P 500	1.162	1275-1375	1400-1500
Topix	718	700-800	775-875

Rohstoffe 2012: Globale Nachfrage lässt Preise steigen

Breit gefächerte Entwicklung der Rohstoffpreise in 2011



Im zu Ende gehenden Jahr mangelte es wahrlich nicht an Ereignissen, die die Rohstoffmärkte beeinflussten. So zeigten sich insbesondere die Energiepreise von den Unruhen in Nordafrika und dem Nahen Osten zu Beginn des Jahres beeindruckt. Erst recht, als die Revolution das Ölförderland Libyen erfasste. Auch der verheerende Tsunami vor der Küste Japans, der die Atomkatastrophe in Fukushima auslöste, findet sich in den Rohstoffpreisnotierungen wieder. Und über allem schwebte auch in diesem Jahr wieder die Verschuldungskrise. Dies gilt in erster Linie für die Eurozone, wo die Krise im Jahresverlauf deutlich an Dramatik gewann. Aber auch in den USA spitzte sich die Schuldensituation zur Jahresmitte zu, als sich Regierung und Opposition erbitterte Grabenkämpfe um die Verschuldungsobergrenze lieferten und die USA nur knapp einem Zahlungsausfall entgingen. Obwohl sich die Parteien einig wurden, verloren die USA ihr Spitzenrating, wodurch sich die Unsicherheit an den Kapitalmärkten weiter erhöhte und sich beispielsweise in steigenden Goldnotierungen niederschlug. Die Unsicherheit sprang auch auf die Konjunkturerwartungen über und Rezessionssorgen machten die Runde. Davon zeigten sich insbesondere die konjunktursensiblen Industriemetalle betroffen, deren Preise aktuell deutlich unter den Jahresanfangswerten notieren.

Ölpreis legte zunächst kräftig zu und tendierte dann seitwärts

Der Ölpreis der Sorte Brent lag zum Jahreswechsel 2010/2011 bei etwa 95 US-Dollar pro Barrel. Zu diesem Zeitpunkt befand er sich bereits in einem seit Mitte 2010 währenden Aufwärtstrend. Dieser beschleunigte sich Ende Februar noch einmal spürbar. Denn nachdem sich zunächst in Tunesien Widerstand in der Bevölkerung gegen die Staatsführung regte, erfasste die Protestwelle auch Ägypten und vor allem Libyen, welches als OPEC-Mitglied ein bedeutendes Ölförderland ist. Dadurch stieg der Preis binnen weniger Wochen auf 127 US-Dollar.

Darauf folgte eine Korrektur des Ölpreises, an die sich eine Seitwärtsbewegung mit großer Bandbreite anschloss. Das Fehlen eines klaren Trends war einerseits auf eine vergleichsweise schwache Nachfrage zurückzuführen. So gab in Nordamerika und Europa die Ölnachfrage im bisherigen Jahresverlauf gegenüber 2010 nach. Dafür stieg sie in anderen Teilen der Welt - insbesondere in China - weiter an, so dass unter dem Strich wohl ein Anstieg der weltweiten Ölnachfrage im zu Ende gehenden Jahr zu Buche steht. Allerdings war die globale Konjunkturentwicklung nicht so stark, dass Sorgen vor einer Ölknappheit entstanden.

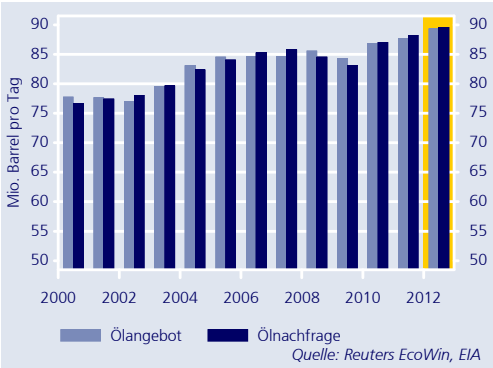
Dies lag auch daran, dass das Ölangebot stetig erhöht wurde. So haben sich die OPEC-Staaten weiterhin nicht an ihre Förderquoten gehalten und mehr Öl gefördert als vereinbart. Dieser Trend beschleunigt sich seit Mitte des Jahres bis heute noch. Gleichzeitig bleiben die freien Förderkapazitäten auf konstant hohem Niveau, so dass sich auch auf Sicht der nächsten Monate keine Engpässe abzeichnen.

Gegen einen kurzfristigen Engpass spricht auch die Entwicklung der Lagerbestände. In den USA, die der weltweit größte Nachfrager nach Öl sind, hielten sich die Lagerbestände trotz einer Berg- und Talfahrt in den letzten Monaten auf hohem Niveau. Auch in der gesamten OECD sind die Ölläger im Kontext der letzten Jahre nach wie vor gut gefüllt. Dies dient im Falle einer Verknappung des Ölangebots als Puffer und kann den Ölpreisanstieg kurzfristig dämpfen.

Aus fundamentalen Gesichtspunkten zeichnet sich für das Jahr 2012 eine moderate Erhöhung des Ölpreises ab. Denn wir erwarten, dass die Weltwirtschaft grundsätzlich weiter wächst. Auf globaler Ebene sollte die Nachfrage daher weiter steigen. Dabei wird sich die Verschiebung des Ölverbrauchs von Nordamerika und Europa hin zu China und Asien allgemein wohl weiter fortsetzen. Gleichzeitig rechnet die Energy Information Agency (EIA) mit einer Ausweitung des weltweiten Ölangebots, so dass sich der Preisanstieg in Grenzen halten dürfte. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir, dass ein Fass der Ölsorte Brent 118 Dollar kostet.

Risiken für die Ölpreisentwicklung sehen wir allerdings in beide Richtungen. Einerseits könnte der von uns erwartete konjunkturelle Abschwung im bevorstehenden Winterhalbjahr stärker ausfallen. Denn die Risiken für eine Rezession sind nach wie vor insbesondere in Form der Verschuldungsproblematik in der Eurozone und auch den USA gegeben.

Ölangebot und Ölnachfrage setzen Anstiege 2012 fort



Quelle: Reuters EcoWin, EIA

Sollte es zu einer tiefen Rezession kommen, wäre eine scharfe Abwärtskorrektur des Ölpreises höchstwahrscheinlich.

Andererseits besteht durch die extrem expansive Geldpolitik in den Industrieländern, auf die auch die EZB in diesen Tagen wieder stärker einschwenkt, das Risiko stark anziehender Ölpreise. Denn die zügellose Ausweitung der Geldmenge kann durchaus auch den Weg in die Rohstoffmärkte finden und die Preisanstiege befeuern.

Industriemetalle nach Rückgängen in 2011 mit Potenzial in 2012

Zum Jahresauftakt sorgte der Kupferpreis für Schlagzeilen, als er erstmals die Schwelle von 10.000 US-Dollar pro Tonne durchbrach. Die Gründe für das Erreichen des neuen Rekordpreises waren Störungen auf der Angebotsseite. So führten Streiks, Förderprobleme und schlechtes Wetter für ein nachlassendes Angebot bei anhaltend hoher Nachfrage. Auch die Spekulationen auf den Kupferpreis heizten den Preisanstieg weiter an. Im Nachgang verlor er dann jedoch deutlich an Boden. Für einen Kursrutsch sorgte im Juli und August die Diskussion in den USA über die Schuldenobergrenze. Wenig später gingen verstärkt Konjunktursorgen von der Verschuldungskrise im Euroraum aus, die für ein erneutes Abrutschen des Preisniveaus sorgten.

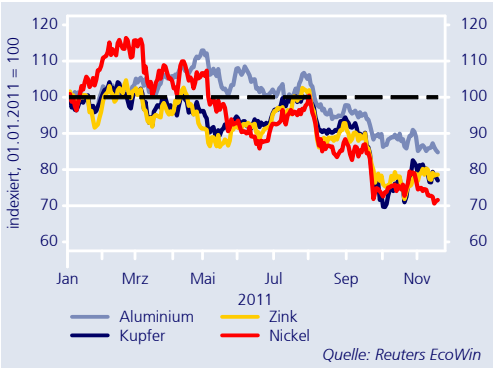
Die extrem ausgeprägte Volatilität des Kupferpreises dürfte sich auch im kommenden Jahr weiter fortsetzen. Das fundamentale Umfeld spricht jedoch für unter dem Strich steigende Preise. So rechnet die International Copper Study Group auch für 2012 mit einem Nachfrageüberschuss. Vor allem aus China, dem größten Kupferkonsumenten der Welt, wird mit einer weiter wachsenden Nachfrage gerechnet. Die Differenz zwischen weltweitem Angebot und Nachfrage wird 2012 auf 256 Tsd. Tonnen geschätzt. Diese kann zwar aus den aktuellen Lagerbeständen gedeckt werden, doch die Preise sollten dies dennoch mit einem Anstieg quittieren.

Analog zum Kupferpreis zog auch der Aluminiumpreis zu Jahresbeginn an. Allerdings erreichte der Preis für Aluminium kein neues Rekordhoch. Mit den zunehmenden Konjunktursorgen und der sich zuspitzenden Verschuldungskrise setzte auch der Aluminiumpreis Ende April zum Sinkflug an und gab von knapp 2800 auf unter 2100 US-Dollar pro Tonne nach.

Auf kurze Sicht dürfte der Aluminiumpreis seine Abwärtstendenz weiter fortsetzen. Denn die Produktion wird stetig ausgeweitet. In Verbindung mit einem stabilen Lagerbestand deutet dies darauf hin, dass die Nachfrage gedeckt werden kann. Mittelfristig sollte sich jedoch auch der Preis für Aluminium zunächst stabilisieren und dann wieder steigen. Denn die weltweite Konjunkturentwicklung spricht für eine wachsende Nachfrage. Darüber hinaus ist die Herstellung von Aluminium extrem energieintensiv, wodurch sich eine hohe Korrelation zum Ölpreis ergibt. Da wir von einem steigenden Ölpreis ausgehen, dürfte von dieser Seite ein gewisser Aufwärtsdruck auf den Aluminiumpreis ausgehen.

Andere konjunkturabhängige Metalle wie Zink und Nickel sind per saldo im bisherigen Jahresverlauf ebenfalls im Preis gefallen. In den letzten Wochen stabilisierten sich die Preise jedoch wieder. Vor dem Hintergrund einer weiter wachsenden Weltwirtschaft und einer damit verbundenen höheren Nachfrage nach Industriemetallen besteht jedoch auch hier ein Anstiegspotenzial im nächsten Jahr.

Wichtige Industriemetalle sind 2011 im Preis gesunken



Quelle: Reuters EcoWin

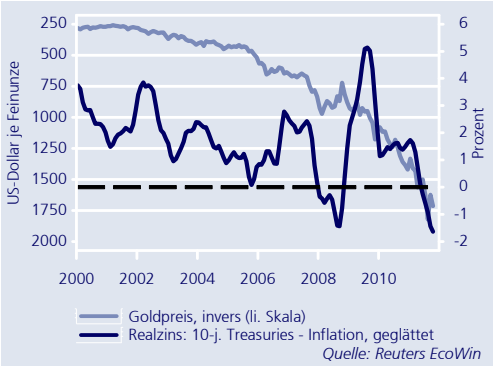
Gold und Silber dürften Rekordniveaus aus 2011 nicht wieder erreichen

Gold und Silber haben ein Rekordjahr hinter sich. Im Zuge der sich zuspitzenden Verschuldungskrise beschleunigte sich der seit Jahren anhaltende Aufwärtstrend des Goldpreises nochmals, da Gold als sicherer Hafen einen starken Nachfrageschub verzeichnete. Anfang September gipfelte diese Entwicklung in einem neuen Rekordhoch bei fast 1900 US-Dollar je Feinunze. Zwar folgte kurz darauf eine Abwärtskorrektur, doch mittlerweile hat sich der Goldpreis auf historisch betrachtet hohem Niveau stabilisiert.

Auch der Silberpreis brach in diesem Jahr sämtliche Preisrekorde. Ende April kostete die Feinunze beinahe 50 US-Dollar. Damit hatte sich der Preis binnen zweieinhalb Jahren nahezu verfünffacht. Allerdings war dieses Niveau nicht zu halten und mittlerweile hat sich der Silberpreis im Bereich von 30-35 US-Dollar eingependelt. Damit liegt auch er auf vergleichsweise hohem Niveau. Dies ist wohl damit zu begründen, dass einige Anleger auf der Suche nach sicheren Häfen für ihr Geld nicht mehr nur noch Gold ansteuern.

Fundamental spricht einiges für weiter steigende Goldnotierungen im nächsten Jahr. Zum einen dürfte die Nachfrage weiter anziehen. So sind zum Beispiel Notenbanken per saldo zu Nettokäufern geworden. Dieser Trend dürfte sich in den nächsten Jahren fortsetzen, da insbesondere die Notenbanken der Schwellenländer bislang sehr geringe Goldquoten aufweisen und nach Alternativen für ihre angehäuften Devisenreserven suchen. Darüber hinaus sollte auch die Politik der Notenbanken selbst den Goldpreis stützen. Denn die extrem expansive Geldpolitik der Industrieländer befeuert die Inflationsraten. Da Gold aufgrund seiner Werthaltigkeit als Schutz gegen Inflation angesehen wird, dürfte auch die Goldnachfrage privater und institutioneller Anleger weiter steigen. Zumal die Realverzinsung seit einiger Zeit negativ ist und die Goldanlage im Vergleich zu anderen Anlageformen damit an Attraktivität gewinnt.

Sinkende Realzinsen erhöhten Attraktivität von Gold



Mittelfristig ergibt sich für den Goldpreis dadurch jedoch ein erhebliches Korrekturpotenzial. Denn die Realverzinsung wird nicht auf Dauer im negativen Bereich verharren. Irgendwann werden sich die Notenbanken von ihrem extrem expansiven geldpolitischen Kurs verabschieden und sich wieder verstärkt der Inflationsbekämpfung widmen müssen. Dadurch verliert die Goldanlage an Attraktivität, was in einer Verkaufswelle münden könnte. Da wir jedoch für 2012 von überdurchschnittlichen Inflationsraten bei gleichzeitig niedrigem Zinsniveau ausgehen, halten wir die Gefahren einer deutlichen Kurskorrektur für überschaubar.

Wir rechnen mit einem Anstieg des Goldpreises auf Sicht von 12 Monaten auf 1850 US-Dollar je Feinunze. Diese Entwicklung sollte auch den Silberpreis wegen der bereits angesprochenen Substitutionseffekte weiter stützen.

Entwicklung in der Schuldenkrise entscheidend für Rohstoffpreise

Das zu Ende gehende Jahr war ein turbulentes mit Blick auf die Rohstoffpreisentwicklung. Auch 2012 birgt das Potenzial für stark schwankende Rohstoffnotierungen, sofern die aktuell sehr hohe Unsicherheit weiter Bestand hat. Diese beruht vor allem auf der extrem hohen Verschuldung einiger Industriestaaten. Sollte es hier nicht bald zu einer umfassenden Lösung kommen, ist das Rezessionsrisiko sehr hoch und damit auch die Gefahr stark nachgebender Rohstoffnotierungen. Andererseits kann durch eine Eindämmung der Schuldenkrise die konjunkturelle Lähmung auch sehr schnell beseitigt werden. Damit ist die Bandbreite der weiteren Entwicklung, auch im Hinblick auf die Rohstoffpreisentwicklung, sehr groß.

Da wir jedoch davon ausgehen, dass ein noch beherzteres Vorgehen der EZB bei der Bekämpfung der Verschuldungskrise zumindest kurzfristig Erfolg haben wird, und wir auch für die USA und die Schwellenländer eine robuste Konjunkturentwicklung erwarten, rechnen wir mit einem Verlauf am oberen Ende der genannten Bandbreite. Dadurch sehen wir nachfragebedingt insbesondere bei Öl und konjunktursensiblen Rohstoffen wie z.B. Industriemetallen Aufwärtspotenzial. Auch bei Gold erwarten wir ausgehend vom aktuellen Niveau einen Preisanstieg auf Jahressicht. Als Beimischung sind Rohstoffe damit auch im nächsten Jahr interessant.

Thilo Heidrich

Prognosen Postbank

	23.11.	in 3 M	in 12 M
Brent Ölpreis			
in USD/Barrel	107	111	118
Gold Spotpreis			
in USD/Feinunze	1.692	1.740	1.850

Marktprognosen Dezember 2011

Zinsen *in %*	**23.11.**	**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
Euroraum					
Refisatz	1,25	1,0 (1,5)	1,0 (1,5)	1,0 (1,5)	1,0 (1,5)
3-Monats-Euribor	1,47	1,2 (1,6)	1,1 (1,6)	1,1 (1,6)	1,1 (1,6)
2-j. Bunds	0,45	0,5 (0,7)	0,6 (1,1)	0,8 (1,3)	0,9 (1,4)
10-j. Bunds	2,15	1,9 (2,2)	2,1 (2,5)	2,3 (2,7)	2,5 (2,9)
USA					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25
3-Monats-Libor	0,51	0,4	0,4	0,4	0,4
2-j. Treasuries	0,26	0,3	0,3	0,4	0,5
10-j. Treasuries	1,88	2,2 (2,3)	2,3 (2,6)	2,4 (2,7)	2,6 (2,8)
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./. USD-Libor	96	80 (120)	70 (120)	70 (120)	70 (120)
10 J.: Bunds ./. Treasuries	27	-30 (-10)	-20 (-10)	-10 (0)	-10 (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)	0,97	1,1	1,2	1,2	1,2
UK					
Base Rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	2,14	2,5 (2,7)	2,6 (2,9)	2,7 (3,1)	2,8 (3,2)

Swap/Credit Spreads in Basispunkten		**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
10-j. Swaps ./. Bunds	55	60 (50)	50 (40)	40	30
5-j. Pfandbriefe ./. Swaps	19	10	10	10	10
EWU Corporates A-Rated ./. Bunds	139	120 (150)	120 (140)	110 (130)	100 (120)
US Corporates B-BB-Rated ./. Treasuries	695	620	580	540	500

Wechselkurse		**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
US-Dollar (EUR/USD)	1,3364	1,30 (1,35)	1,28 (1,40)	1,26 (1,40)	1,25 (1,35)
Japanischer Yen (EUR/JPY)	103,40	102 (106)	102 (112)	101 (116)	100 (118)
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8607	0,84 (0,87)	0,84 (0,87)	0,83 (0,87)	0,82 (0,87)
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,2287	1,25	1,25	1,25	1,27

Commodities		**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
Rohöl Brent Spot ($/Barrel)	107,23	111	112	114	118
Gold Spot ($/Feinunze)	1.692	1740 (1700)	1780 (1700)	1820 (1750)	1850 (1800)

Aktien		**KGV**	**KGV**	**Kursziel**	**Kursziel**
		2011e	**2012e**	**in 3 Monaten**	**in 12 Monaten**
DAX	5.458	8,4	8,2	6200-6400	6650-6850
Euro Stoxx 50	2.097	8,0	7,9	2225-2425	2350-2550
Standard & Poors 500 *	1.162	11,9	11,4	1275-1375	1400-1500
Topix	718	15,3	14,5	700-800	775-875

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Konjunkturprognosen Dezember 2011

									BIP			**Inflation**		
	2011				**2012**				in % YoY			in % YoY		
BIP, real in % QoQ, sa	**Q1**	**Q2**	**Q3**	**Q4e**	**Q1e**	**Q2e**	**Q3e**	**Q4e**	**2011e**	**2012e**	**2013e**	**2011e**	**2012e**	**2013e**
Deutschland	1,3	0,3	0,5	-0,1	0,1	0,5	0,5	0,5	3,0 (2,8)	1,2 (1,3)	1,7	2,4	2,7	2,5
Euroraum	0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	0,5	1,6 (1,7)	0,6 (0,9)	1,7	2,7	2,8	2,5
USA	0,1	0,3	0,5	0,7	0,5	0,7	0,7	0,6	1,8 (1,7)	2,4	2,7	3,2	2,9	3,0
Japan	-0,7	-0,3	1,5	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	-0,1 (-0,3)	2,8 (2,9)	1,6	-0,3	0,2	0,5

Vormonatsprognosen in Klammern

Wichtige geldpolitische Ereignisse im Jahr 2012

	EUROPEAN CENTRAL BANK	The Federal Reserve Board	BANK OF ENGLAND
12. Januar	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
25. Januar		Zinsentscheidung	
09. Februar	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
15. Februar			Inflation Report
08. März	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
13. März		Zinsentscheidung	
04. April	Zinsentscheidung		
05. April			Zinsentscheidung
25. April		Zinsentscheidung	
03. Mai	Zinsentscheidung		
10. Mai			Zinsentscheidung
16. Mai			Inflation Report
06. Juni	Zinsentscheidung		
07. Juni			Zinsentscheidung
20. Juni		Zinsentscheidung	
05. Juli	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
31. Juli		Zinsentscheidung	
02. August	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
08. August			Inflation Report
06. September	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
12. September		Zinsentscheidung	
04. Oktober	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
24. Oktober		Zinsentscheidung	
08. November	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
14. November			Inflation Report
06. Dezember	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
11. Dezember		Zinsentscheidung	