

Perspektiven 2009

- **Editorial: Höhepunkt der Krise erreicht**

- **Konjunktur 2009: Im Banne der Finanzkrise**
 - Deutschland: Wirtschaft wird 2009 schrumpfen
 - Euroraum: Konjunktur bis Mitte 2009 im Rückwärtsgang
 - USA: Ein beschwerlicher Weg durch ein breites Tal
 - Japan: Im Sog der globalen Konjunkturschwäche
 - Emerging Markets: Differenzierung der Wachstumsaussichten nimmt zu

- **Rentenmarkt 2009: Interessante Renditechancen trotz sinkender Geldmarktzinsen**
 - Hohe Renditeaufschläge auch bei erstklassigem Rating
 - Leitzinsen wieder auf historischem Tiefstand
 - Normalisierung am Geldmarkt braucht Zeit
 - Devisenmarkt: Ende der Carry Trades durch Zinskonvergenz

- **Aktienmarkt 2009: Chance auf Kursgewinne erst im späteren Jahresverlauf**
 - Börsen 2008 weltweit bis auf wenige Ausnahmen alle im Minus
 - Finanzmarktkrise ist immer noch ein Unruheherd
 - Vertrauenskrise lastet auf Realwirtschaft
 - Weltwirtschaft köchelt nur noch auf Sparflamme
 - Unternehmensgewinne sinken
 - Fallende Gewinne – Steigende Kurse?
 - Defensive Titel aktuell bevorzugen
 - Auf Jahressicht moderates Kurspotenzial an den Börsen
 - BRIC – Quo Vadis Schwellenländer?

- **Rohstoffe 2009: Boden bei Rohstoffpreisen bald erreicht**
 - Ölpreis im Rückwärtsgang
 - Volatilität bei Gold dürfte vorerst anhalten
 - Platin: Glanz vergangener Tage wird so schnell nicht mehr erreicht
 - Industriemetalle im Sog des Abschwungs
 - Rohstoffe als Beimischung werden wieder interessant

Research Team

Dr. Marco Bargel

Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Elke Brogsitter

elke.brogsitter@postbank.de

Brian Mandt

brian.mandt@postbank.de

Fabienne Riefer

fabienne.riefer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 19.11.2008

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.

Höhepunkt der Krise erreicht

Sehr geehrte Damen und Herren,

2008 erlebte die Welt eine der größten Finanzmarktkrisen der jüngeren Geschichte. Was zunächst als ein Problem in einem relativ begrenzten Segment des US-Hypothekenmarktes begonnen hatte, führte letztendlich zu einer Erschütterung der globalen Märkte. Ohne staatliches Eingreifen und umfangreiche Liquiditätshilfen der Notenbanken wäre ein Kollaps des Finanzsystems in einigen Ländern wohl nicht zu verhindern gewesen. Die Analyse der Ursachen und Identifizierung geeigneter Maßnahmen zur Vermeidung ähnlicher Krisen in der Zukunft werden Politik und Finanzmärkte noch einige Zeit beschäftigen. Sicher ist nur, dass die Krise durch ein fatales Zusammenwirken mehrerer Faktoren verursacht wurde. Diese reichen von einem mangelnden Verbraucherschutz bei der Vergabe von Hypothekendarlehen in den USA über ein jahrelang sehr niedriges Zinsniveau bis hin zu fehlender Transparenz bei der Verbriefung und Distribution von Kreditrisiken. Verschärft wurde die Krise zuletzt durch die Weigerung der US-Regierung, die US-Bank Lehman Brothers zu stützen und damit vor einer Insolvenz zu bewahren. In der Folge erreichte die Vertrauenskrise im Bankensektor einen neuen Höhepunkt, so dass der Geldmarkt, auf dem sich Banken normalerweise mit Liquidität versorgen, fast vollständig zum Erliegen kam.

Die Ursachen für die Krise sind aber nicht allein im Finanzsektor selbst zu finden. So haben die US-Amerikaner über viele Jahre ihren Konsum stark ausgeweitet und dadurch ein exorbitantes Leistungsbilanzdefizit aufgebaut, das durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland finanziert wurde. Die Erfahrung zeigt, dass derartige Ungleichgewichte meist nur eine gewisse Zeit Bestand haben und sehr häufig in eine Rezession münden. Das erste Mal seit vielen Jahrzehnten schrumpft der Private Konsum in den USA. Die negativen Folgen für andere Wirtschaftsräume sind unverkennbar. Fast alle großen EU-Staaten

befinden sich aktuell in einer Rezession. Von Rekordzuwächsen bei Exporten müssen sich Deutschland und andere Mitgliedsländer auf absehbare Zeit verabschieden. Auch der Private Konsum hierzulande leidet unter der globalen Krise, da die Haushalte in Zeiten großer Unsicherheit lieber sparen.

Deutschland befindet sich dabei noch in einer relativ günstigen Ausgangsposition. Wohnimmobilien haben sich in den letzten Jahren kaum verteuert, wobei die Privaten Haushalte ihre Verschuldung sogar leicht verringert haben. Die Verbindlichkeiten der deutschen Unternehmen sind im internationalen Vergleich nur leicht gestiegen. Eine Überschuldung wie in anderen Ländern gibt es hierzulande nicht. In einigen europäischen Ländern, darunter vor allem Großbritannien und Spanien, werden die negativen Effekte der globalen Krise dagegen durch hausgemachte Probleme verstärkt. Ähnlich wie in den USA sind dort die Hauspreise und damit auch die Verschuldung über viele Jahre zu stark gestiegen.

Auf die Zuspitzung der Krise durch die Insolvenz der US-Bank Lehman Brothers im September 2008 hat die Politik schnell und entschieden reagiert. In Verbindung mit den Maßnahmen der Notenbanken werden die staatlichen Hilfspakete einen Zusammenbruch des Finanzsystems verhindern. Die Notenbankzinsen befinden sich in einigen Währungsräumen bereits wieder auf einem historischen Tiefstand. Dies ist auch dem starken Rückgang der Rohstoffpreise zu verdanken, die den Weg für einen Rückgang der Inflation und sinkende Leitzinsen bereitet haben. Neben Zinssenkungen und einem schwächeren Euro wird eine niedrige Inflationsrate nach unserer Einschätzung eine Basis für eine konjunkturelle Erholung im Euroraum im zweiten Halbjahr 2009 bilden.

Die Anleger werden sich bis zu einer nachhaltigen Erholung der Finanzmärkte aber noch etwas gedulden müssen. Zu tief sitzt der Stachel, den die Finanzmarktkrise hinterlassen hat. Dass die Aktienmärkte nicht noch stärker eingebrochen sind, liegt an der insgesamt günstigen Bewertung der Unternehmen. Anders als zur Jahrtausendwende haben sich die Kurse in den letzten Jahren immer im Einklang mit den Gewinnerwartungen entwickelt. Einige negative Überraschungen dürften uns diesbezüglich allerdings noch bevorstehen. Daher bleiben die Kurs zumindest auf kurze Sicht unter Druck. Mit der von uns erwarteten konjunkturellen Erholung sollten dann aber auch die Gewinne der Unternehmen allmählich wieder anziehen und Potential für steigende Kurse eröffnen. Nach unserer Ansicht besteht eine gute Chance, dass auf das Krisenjahr 2008 ein Jahr der Stabilisierung für Konjunktur und Märkte folgt.



Dr. Marco Bargel

Konjunktur 2009: Im Banne der Finanzkrise

Die Weltwirtschaft startete noch recht schwungvoll ins Jahr 2008. Nach und nach erfassten die konjunkturellen Schwächetendenzen, die in den USA bereits im Vorjahr begonnen hatten, aber immer mehr Länder und Regionen. Der massive Anstieg der Rohstoffpreise und insbesondere die Explosion der Ölnotierungen trieb die Inflation in der ersten Jahreshälfte weltweit in die Höhe und belastete die wirtschaftliche Entwicklung in den Ländern, die auf Rohstoffimporte angewiesen sind. Hinzu kam die ausgeprägte Abwertungstendenz des Dollars, der vor allem der Exportwirtschaft im Euroraum und in Japan in steigendem Maße zusetzte. Zwar drehte im Jahresverlauf die Entwicklung sowohl an den Devisen- als auch an den Rohstoffmärkten. Die hieraus zu erwartenden positiven Impulse verpufften aber infolge der Eskalation der Finanzkrise im September. Die Kombination der verschiedenen Schocks hat fast alle Industrieländer in der 2. Jahreshälfte in die Rezession getrieben oder zumindest an deren Rand. Auch die Schwellenländer, die sich bis dahin im Großen und Ganzen recht robust gezeigt hatten, gerieten zuletzt in diesen Strudel und hatten zunehmend mit Wachstumsproblemen zu kämpfen. Das Welt-BIP wuchs deshalb 2008 nur noch um rund 3¼%.

Die globale Wirtschaftslage ist derzeit ausgesprochen schwierig. Die Finanzkrise beeinträchtigt die reale Wirtschaft massiv. Wir rechnen deshalb auch nicht mit einer

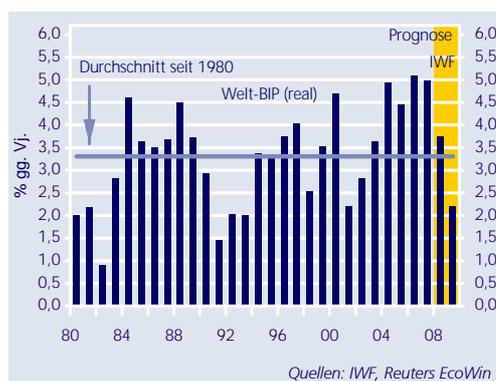
baldigen Erholung der Konjunktur. Im Winterhalbjahr ist vielmehr eine Fortsetzung der rezessiven Tendenzen zu erwarten. Im Laufe des Jahres 2009 sollten dann die Stabilisierungsmaßnahmen für die Finanzmärkte, die immer expansiver werdende Geldpolitik und die Vielzahl der bereits beschlossenen oder sich abzeichnenden staatlichen Konjunkturprogramme beginnen, sich positiv auf die Konjunktur auszuwirken. Dennoch wird 2009 insgesamt ein Rezessionsjahr werden. Mit gut 2% könnte es das geringste Weltwirtschaftswachstum seit den frühen 90er Jahren geben. Das Jahr 2010 dürfte dann allerdings wieder eine Belebung bringen.

Deutschland: Wirtschaft wird 2009 schrumpfen

Für die deutsche Wirtschaft war 2008 ein sehr gespaltenes Jahr. Das BIP-Wachstum von voraussichtlich 1,6% ist im langfristigen Vergleich als durchschnittlich anzusehen. Dahinter standen aber extreme Bewegungen. Das positive Jahresergebnis ist ausschließlich einem sehr guten Jahresauftakt zu verdanken, dem dann fast unvermittelt der Absturz in die Rezession folgte.

Diese Entwicklung spiegelt sich vor allem bei den Exporten und den Ausrüstungsinvestitionen wider. Im 1. Quartal konnten beide noch kräftig zulegen. Es folgten dann aber jeweils absolute Rückgänge in den beiden Folgeperioden. Die nachlassende globale Nachfrage und die Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit drückten auf die Ausfuhren und das Investitionsklima, das überdies noch durch die explodierenden Energiepreise belastet wurde. Die sich für das Gesamtjahr abzeichnenden Zuwächse um knapp 4% bei den Ausrüstungen und gut 4½% bei den Exporten überdecken damit die im Jahresverlauf erfolgte massive Verschlechterung. Die Bauinvestitionen entwickelten sich dagegen recht solide. Sie stiegen mit rund 3% deutlich stärker als das BIP, ohne dass sich im Jahresverlauf Abschwächungstendenzen bemerkbar machten. Die

Globale Rezession 2009

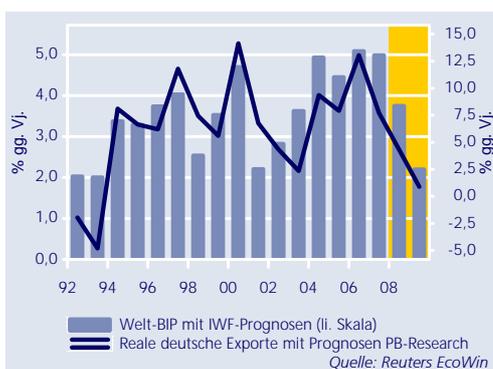


Enttäuschung des Jahres war der Private Verbrauch. Der massive Anstieg der Energiepreise und der daraus resultierende Inflationsschub verdrarb den Deutschen die Konsumlaune derart gründlich, dass der Konsum in realer Rechnung erneut sank.

Zum Jahreswechsel 2008/2009 befindet sich Deutschland in der Rezession. Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaft zu Jahresbeginn weiter schrumpft und im Frühjahr stagniert, bevor in der 2. Jahreshälfte wieder positive Wachstumsraten erzielt werden. Dies setzt allerdings voraus, dass die Stabilisierung des Finanzsektors in den nächsten Monaten vorankommt und die Zinssenkungspolitik der Europäischen Zentralbank durch expansive fiskalpolitische Maßnahmen unterstützt wird.

Ausgesprochen schwierig wird 2009 für die deutsche Exportwirtschaft. Zwar dürfte die Nachfrage nach deutschen Produkten aufgrund des inzwischen wieder günstigeren Euro-Kurses und der erwarteten Stabilisierung der Weltwirtschaft im Jahresverlauf allmählich zunehmen. Aufgrund des niedrigen Exportniveaus zu Jahresbeginn dürften die deutschen Ausfuhren aber lediglich um rund 1% zulegen. Bei etwas stärker steigenden Importen dürfte der Außenhandel das deutsche BIP 2009 um 0,5 Prozentpunkte drücken. Ein weiterer Schwachpunkt werden 2009 die Ausrüstungsinvestitionen mit einem Rückgang um fast 4% sein. Hingegen rechnen wir bei den Bauinvestitionen mit einer Fortsetzung des Aufwärtstrends, wenn auch mit +1,5% in einem verhaltenen Tempo.

Deutsche Exporte leiden unter weltweitem Abschwung



Leichte Hoffnungen setzen wir für 2009 auf den Privaten Verbrauch. So ist der deutsche Arbeitsmarkt bis zuletzt robust geblieben. Die Arbeitslosigkeit wird 2009 zwar steigen, und die Beschäftigung wird sinken. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Reformen der vergangenen Jahre die Flexibilität und damit die Stabilität des Arbeitsmarktes erhöht haben, so dass der konjunkturelle Abschwung hier geringere Auswirkungen haben wird als in früheren Rezessionsphasen. Zugleich dürften die Realeinkommen vieler Bundesbürger recht kräftig steigen. Für 2009 sind für viele Arbeitnehmer bereits solide Lohn- und Gehaltssteigerungen vereinbart. Zugleich wird der Preisauftrieb spürbar nachlassen. Wir erwarten einen Rückgang der Inflationsrate von 2,8% in diesem auf 1,5% im kommenden Jahr. Dabei könnte diese zwischenzeitlich sogar unter 1% sinken. Dies sollte den sehr preissensiblen deutschen Verbraucher dazu anregen, seinen Konsum 2009 zumindest leicht auszuweiten.

Dies wird das Ergebnis allerdings nicht retten. Wir erwarten für 2009 einen Rückgang des BIP um 0,4% und damit das schlechteste Jahr seit 1993. Dabei sollte sich die Wirtschaft aber ab der 2. Jahreshälfte wieder leicht erholen, so dass wir für 2010 mit einem positiven BIP-Wachstum von 1,0% rechnen, wobei zugleich der Preisauftrieb moderat bleiben wird.

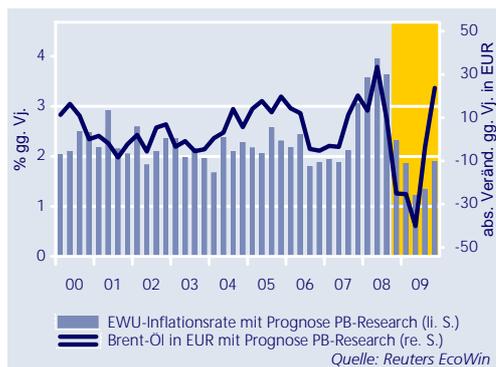
Euroraum: Konjunktur bis Mitte 2009 im Rückwärtsgang

Das BIP-Wachstum des Euroraums ist 2008 mit 1,0% deutlich schwächer ausgefallen als in Deutschland. Den entscheidenden Unterschied machte dabei der Jahresauftakt, der in den europäischen Partnerländern sehr viel weniger dynamisch ausfiel als hierzulande. Parallel zu Deutschland schrumpfte das BIP aber auch in der EWU ab dem 2. Quartal, was ein Novum seit der Einführung des Euros im Jahre 1999 darstellt. Über das gesamte Jahr betrachtet hielt sich der Private Verbrauch etwas besser als in Deutschland. Dafür verzeichneten einige Länder aber scharfe Einbrüche bei den Bauinvestitionen.

Für 2009 erwarten wir für den Euroraum eine Entwicklung, die der in Deutschland sehr stark ähneln wird. Die Exporte sollten allenfalls geringfügig wachsen und vor allem schwächer als die Importe, so dass der Außenhandel einen negativen Wachstumsbeitrag liefern wird. Die Investitionen, hier aber nicht nur in Ausrüstungen sondern auch in Bauten, sollten sinken. Der Private Verbrauch dürfte dagegen leicht zulegen. Auch in der gesamten EWU sollte sich dabei der kräftig nachlassende Aufwärtstrend der Preise positiv auswirken. Für 2009 erwarten wir in der EWU einen Rückgang des BIP um 0,4%, auch wenn ab der Jahresmitte wohl wieder leichte Zuwächse verzeichnet werden können.

Positiv sind dagegen die Perspektiven für die Inflation. Die rückläufigen Energiepreise werden den Preisauftrieb kräftig einbremsen. Die Inflationsrate dürfte von 3,4% in diesem Jahr auf nur noch 1,7% sinken. Zwischenzeitlich könnten Werte von lediglich gut 1% erreicht werden. Im Euroraum gibt es derzeit sicherlich eine Fülle von Problemen. Inflation gehört aber zumindest vorläufig nicht mehr dazu. Auch 2010 dürfte die Inflationsrate unter der 2-Prozent-Marke bleiben.

Energie lässt EWU-Inflation sinken



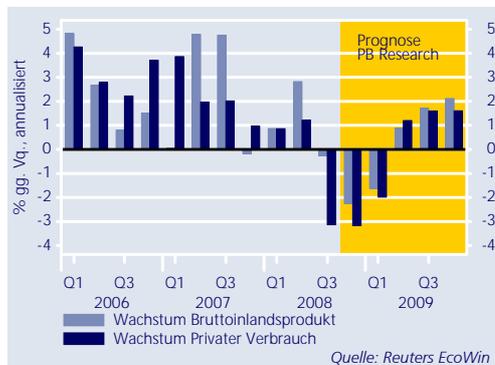
USA: Ein beschwerlicher Weg durch ein breites Tal

In den USA begann die konjunkturelle Tal-fahrt bereits im 4. Quartal 2007. Angeführt wurde die Abwärtsbewegung von den Wohnungsbauinvestitionen. Anfang 2008 folgten dann die Ausrüstungsinvestitionen, und ab der Jahresmitte schrumpfte dann auch der Private Verbrauch, der aber für US-Verhältnisse schon zuvor ungewöhnlich schwach gewesen war. Lediglich das starke Wachstum der Exporte, die von dem schwachen Dollar profitierten, rettete die US-Wirtschaft davor, schon in der 1. Jahreshälfte in eine gesamtwirtschaftliche Rezession abzugleiten. So resultierte auch das BIP-Wachstum des zu gehenden Jahres von 1,4% fast ausschließlich aus der deutlichen Verbesserung des Außenbeitrags.

Im Zuge der Eskalation der Finanzkrise, der globalen Wachstumsschwäche und der Wiedererstarkung des Dollar droht jetzt allerdings auch der Export an Dynamik zu verlieren. Die USA stehen damit kurz vor der Jahreswende ohne zuverlässigen Wachstumsträger da. Wir rechnen deshalb im Winterhalbjahr mit recht kräftigen Rückgängen des BIP, bevor dann ab der Jahresmitte 2009 auch jenseits des Atlantiks die expansiven Impulse seitens der Geldpolitik und wohl auch der Fiskalpolitik greifen und der negative Einfluss der Finanzkrise allmählich schwindet. Zu einer positiven Wachstumszahl wird es aber auch hier nicht reichen. Wir gehen für 2009 von einem Rückgang des BIP um 0,2% aus. Dies wäre das erste Minus in einem gesamten Jahr seit 1991.

Insbesondere rechnen wir damit, dass der üblicherweise zuverlässigste US-Wachstumsträger, der Private Verbrauch, im Zuge der sehr schwachen Entwicklung des Arbeitsmarktes, der hohen Verschuldung und der großen Probleme, neue Kredite zu erhalten, diesmal nicht zum Tragen kommt. Der Private Verbrauch dürfte mit -0,9% vielmehr den stärksten Rückgang seit 1974 verzeichnen. Bau- und Ausrüstungsinvestitionen dürften ebenfalls schrumpfen. Letztlich werden es der Staatsverbrauch und die sinkenden Importe sein, die ein noch negativeres

USA: BIP und Konsum sinken zunächst weiter



Ergebnis beim BIP verhindern. Im Jahre 2010 erwarten wir dann eine moderate Erholung der US-Konjunktur auf breiter Front, die zu einem Wachstum in der Größenordnung von 1,8% führt.

Den positivsten Aspekt für das kommende Jahr liefert noch die Preisentwicklung. Sinkende Energiepreise dürften die US-Inflationsrate von 4,2% auf 1,8% fallen lassen. Für das darauf folgende Jahr rechnen wir nur mit einer leichten Beschleunigung des Preisauftriebs.

Japan: Im Sog der globalen Konjunkturschwäche

Die japanische Wirtschaft startete noch mit Schwung ins Jahr 2008. Bereits im 2. Quartal kam es aber zu einem abrupten Einbruch der Konjunktur. Die Exporte gaben spürbar nach. Die Unternehmen schränkten ihre Investitionen ein und auch der Private Verbrauch schwächte sich ab. Mit wohl lediglich 0,3% verzeichnete Japan 2008 unter den großen Währungsräumen das schwächste BIP-Wachstum.

Das Jahr 2009 dürfte noch wesentlich schlechter ausfallen. Zwar ist Japan weniger als andere Länder unmittelbar von der Finanzkrise betroffen, jedoch wird das Land aufgrund seiner hohen Exportabhängigkeit von deren Folgeeffekten eingeholt. Die globale Rezession wird die Nachfrage nach japanischen Produkten weiterhin schwächen. Hinzu kommt die scharfe Aufwertung des Yen in den letzten Monaten, die mit einem erheblichen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verbunden ist. Die Exporte dürften erstmals seit 2001 sinken, und in der Folge dürften auch die Investitionen weiter nachgeben. Wir gehen davon aus, dass Japan die Schwächephase erst überwindet, wenn sich das globale Umfeld verbessert, so dass die rezessiven Tendenzen hier noch länger anhalten könnten als in anderen Industrieländern.

Prognosen Postbank Research

% ggü. Vj.	Deutschland		EWU		USA		Japan	
	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
Reales BIP	1,6	-0,4	1,0	-0,4	1,4	-0,2	0,3	-0,7
Privater Verbrauch	-0,4	0,4	0,4	0,6	0,4	-0,9	0,7	0,6
Bruttoanlageinvestitionen	3,6	-1,0	1,4	-2,5	-4,0	-4,1	-3,4	-4,0
Staatsverbrauch	2,2	2,5	1,6	2,0	2,9	2,5	0,3	1,0
Exporte	4,6	0,9	3,5	0,8	8,2	1,8	5,6	-0,5
Importe	4,3	2,2	3,0	1,3	-2,4	-1,2	0,7	1,3
Außenbeitrag*	0,4	-0,5	0,2	-0,2	1,4	0,4	0,8	-0,2
Lagerinvestitionen*	0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,2
Inflation	2,8	1,5	3,4	1,7	4,2	1,8	1,5	0,0

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Für 2009 erwarten wir deshalb einen Rückgang des BIP um 0,7%. Dies wäre das schlechteste Ergebnis seit 1998. Für 2010 rechnen wir dann wieder mit einem verhaltenen Wachstum von 0,8%.

Getrieben von steigenden Energiepreisen ist die japanische Inflationsrate in diesem Jahr auf etwa 1,5% geklettert. 2009 dürfte sie wieder auf die Nulllinie zurückfallen. Das Deflationsgespenst kehrt damit zurück und dürfte auch 2010 noch nicht vollständig verdrängt werden.

Emerging Markets: Differenzierung der Wachstumsaussichten nimmt zu

Einige Zeit gelang es dem Gros der Schwellenländer, nicht zuletzt Dank hoher Währungsreserven, ihre Realwirtschaften vor den Folgen der internationalen Finanzmarkturbulenzen abzuschirmen. Letztlich zeigten sich aber auch viele Emerging Markets verwundbar. Die einzige große Region, die von der Wachstumsabschwächung verschont blieb, war der Mittlere Osten, was angesichts des lange Zeit sehr hohen Ölpreises nicht verwundern kann. In den anderen Regionen waren die Ursachen der konjunkturellen Abkühlung sehr unterschiedlich. Eine Reihe von Ländern litt unter den steigenden Rohstoffpreisen. Andere spürten die nachlassende Nachfrage aus den Industrieländern. Am stärksten wurden aber einige mittel- und osteuropäische Länder getroffen, die in der Folge nur noch ein sehr geringes Wachstum erzielen konnten oder sogar negative Wachstumsraten zu verbuchen hatten. Diese Länder litten nicht nur unter den bereits genannten Faktoren. Sie wiesen zudem recht hohe Leistungsbilanzdefizite auf, was sie von Kapitalimporten abhängig machte, die aber unter dem Eindruck der Finanzkrise nicht mehr wie selbstverständlich flossen. Erstmals seit einigen Jahren wurde deshalb ab dem Herbst auch wieder in zunehmendem Maße die Unterstützung durch den Internationalen Währungsfonds gesucht.

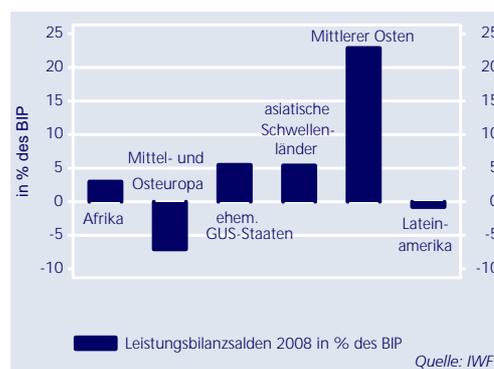
An der Schwelle zum Jahre 2009 stehen die Emerging Markets vor sehr differenzierten Herausforderungen. Rohstoff exportierende Länder dürften mit sinken-

den Leistungsbilanz- und Haushaltsüberschüssen bzw. steigenden Defiziten konfrontiert werden, was sie zu einer Politik der Konsolidierung zwingen könnte. Volkswirtschaften, die in den letzten Jahren auf den Export als Motor der Entwicklung gesetzt haben, werden wohl einen Rückschlag erleiden, sofern sie nicht in der Lage sind, die nachlassende internationale Nachfrage durch eine Belebung der Binnenwirtschaft aufzufangen. Diesen Weg hat China mit der Auflegung eines massiven Infrastrukturprogramms eingeschlagen. Diese Strategie setzt aber bei sehr eingeschränktem Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten voraus, dass Leistungsbilanzüberschüsse erzielt werden oder Währungsreserven in ausreichendem Maße vorhanden sind. Ausgesprochen schwierig dürfte das kommende Jahr deshalb für Länder mit hohen Außenhandelsdefiziten werden, da hier das Potenzial für ein Gegensteuern der Geld- und Finanzpolitik gegen die Auswirkungen der globalen Wachstumsschwäche am geringsten ist.

Die deutlichste Wachstumsabschwächung erwarten wir denn auch für 2009 in Mittel- und Osteuropa. Die asiatischen Schwellenländer dürften dagegen trotz geringerer Dynamik erneut die höchsten Wachstumsraten erzielen. Die Gegebenheiten sind aber von Land zu Land sehr unterschiedlich, was sich in der Krise viel stärker niederschlägt als im Aufschwung. Letztlich werden die Wachstumsperspektiven davon abhängen, wie jedes Land seine spezifischen Herausforderungen meistert.

Heinrich Bayer

Emerging Markets: Zahlungsbilanzprobleme in Mittel- und Osteuropa

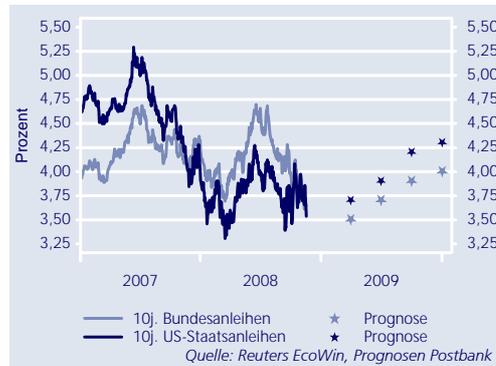


Rentenmarkt 2009: Interessante Renditechancen trotz sinkender Geldmarktzinsen

Die Renditeentwicklung am Rentenmarkt in 2008 war im Wesentlichen durch zwei Trends bestimmt. In der ersten Jahreshälfte dominierten zunächst Inflations Sorgen und trieben die 10-Jahresrendite deutscher Bundesanleihen auf ein mehrjähriges Hoch bei rund 4,6%. Mit dem Anstieg der Inflationsrate bis auf 4% im Euroraum nahm trotz vermehrter Anzeichen für eine konjunkturelle Verlangsamung aus Marktsicht die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinsanhebung durch die EZB zu. Tatsächlich erhöhte die Notenbank ihren Leitzins Mitte 2009 noch einmal um einen Viertel Prozentpunkt auf ein zyklisches Hoch von 4,25%. In der zweiten Jahreshälfte dominierten dann aber wachsende Sorgen vor einem Zusammenbruch des Finanzsystems und einer globalen Rezession das Marktgeschehen. Deutsche Bundesanleihen und US-Treasuries wurden ihrer Rolle als sicherer Hafen ein weiteres Mal gerecht. Gleichzeitig kam es bedingt durch einen starken Ölpreisverfall zu einem unerwartet schnellen Rückgang der Inflationsrate im Euroraum, so dass Inflations Sorgen zuletzt kaum mehr eine Rolle spielten. Die EZB nutzte den sich öffnenden Spielraum für eine rasche Senkung der Leitzinsen. In zwei Schritten reduzierte sie den Leitzins um insgesamt einen Prozentpunkt auf 3,25% per Ende November, um den wachsenden Rezessionstendenzen im Euroraum entgegenzuwirken. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sank bis zuletzt auf knapp unter 3,5% und war damit auf dem tiefsten Stand seit Anfang 2006.

In den USA verlief die Renditeentwicklung im Grundtrend ähnlich wie im Euroraum. Allerdings erreichte die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bereits im Frühjahr ein Zwischentief, da die US-Notenbank früher als andere Notenbanken begonnen hatte, ihren Leitzins massiv zu senken. Aufgrund sehr schlechter Konjunkturdaten und sinkender Inflationsraten kam es auch bei US-Treasuries zuletzt zu einem starken Renditeverfall. Nachdem 10-jährige US-Treasuries im Oktober das erste Mal seit

Langfristige US-Renditen bald wieder mit Vorsprung



einem Jahr wieder höher rentierten als Bundesanleihen, erreichte der Renditeabschlag zu deutschen Staatsanleihen zuletzt wieder knapp einen Viertel Prozentpunkt.

Hohe Renditeaufschläge auch bei erstklassigem Rating

2008 war darüber hinaus durch eine deutliche Differenzierung der Renditeabstände zwischen einzelnen Rentenmarktsegmenten gekennzeichnet. Die Spreads strukturierter Anleihen, die mit dem Auslöser der Finanzmarktkrise in einen engen Zusammenhang gebracht werden, weiteten sich zeitweise nochmals deutlich aus und erreichten neue Rekordstände. Mit der weiteren Zuspitzung der Krise verschärfte sich auch der Kursverfall bei anderen Rentenwerten, insbesondere bei Unternehmensanleihen und Anleihen der Schwellenländer. Auch hier erreichten die Renditeaufschläge gegenüber sicheren Staatsanleihen teilweise neue Rekordstände. Vom Kursverfall betroffen waren ausnahmslos alle Bonitätsklassen. Zuletzt war selbst bei relativ sicheren Wertpapieren, die über ein erstklassiges Rating verfügen, eine starke Ausweitung der Spreads zu verzeichnen. Dies gilt beispielsweise für deutsche Pfandbriefe, aber auch für einige Staatsanleihen im Euroraum, die erstmals seit Einführung des Euro im Jahr 1999 wieder einen nennenswerten Renditeaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen aufweisen.

Für die massive Ausweitung der Renditedifferenzen am Rentenmarkt war zunächst die sich zuspitzende Finanzmarktkrise verantwortlich. So stieg die Risikoaversion der Anleger im Zuge der Krise dramatisch an und belastete bis auf wenige Staatsanleihe-segmente, die als sicherer Hafen angesehen werden, praktisch die Kurse aller Wertpapierarten. Aktuell spiegelt die starke Renditedifferenzierung zumindest teilweise aber auch die wachsende Sorge vor einer langanhaltenden Rezession wider. Üblicherweise nehmen die Ausfälle bei Krediten und Anleihen in einer konjunkturellen Abschwungphase zu, so dass die Risikoprämien bspw. für Unternehmensanleihen ansteigen. Auffallend ist allerdings, dass vom aktuellen Spreadanstieg auch Segmente betroffen sind, die in Phasen eines konjunkturellen Abschwungs normalerweise ein hohes Maß an Stabilität aufweisen. Dies gilt beispielsweise für deutsche Pfandbriefe sowie für Staatsanleihen der EWU-Mitgliedsländer. Wir halten die Ausweitung der Renditeaufschläge in einigen Segmenten denn auch für stark übertrieben und sehen für Anleger darin eine interessante Chance, sich auf lange Sicht einen höheren laufenden Ertrag zu sichern.

Leitzinsen wieder auf historischem Tiefstand

Im Euroraum haben sich die geldpolitischen Rahmenbedingungen im Verlauf von 2008 stark verändert. Während die US-Notenbank zur Bekämpfung der Finanzmarktkrise von Anfang an auch auf Leitzinssenkungen setzte, verfolgt die EZB zunächst eine andere Strategie. Wie die meisten Notenbanken in den anderen großen Währungsräumen stellte sie den Banken über eine Ausweitung ihrer Offenmarktgeschäfte Sonderliquidität zur Verfügung, um existenzbedrohende Liquiditätsengpässe zu verhindern. Erst als sich im Jahresverlauf ein deutlicher Rückgang der Inflation sowie eine Verschärfung der Konjunkturkrise abzeichneten, schwenkte sie zusammen mit anderen Notenbanken in einer konzertierten Aktion Anfang Oktober auf einen Zinssenkungskurs ein. Wir halten eine weitere

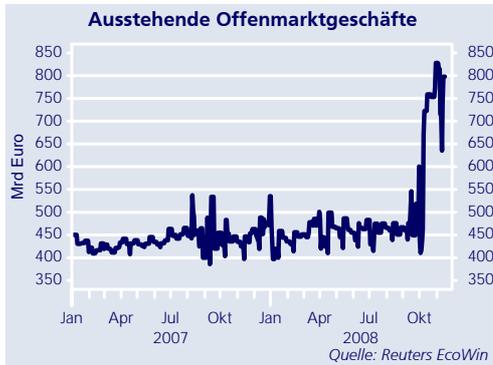
Absenkung der Leitzinsen im Euroraum aufgrund des freundlichen Inflationsumfelds für sehr wahrscheinlich. Bereits in den kommenden Monaten dürfte sich die Inflationsrate im Euroraum dem Stabilitätsziel der EZB von knapp 2% annähern. Die Inflationserwartungen des Marktes sind in den letzten Monaten deutlich zurückgegangen und dürften die Sorge der EZB vor Zweitrundeneffekten vollständig zerstreut haben. Wir erwarten daher, dass die Währungshüter den Leitzins im Euroraum im Verlauf des ersten Halbjahres 2009 wieder auf das bisherige Tief von 2% zurücknehmen werden.

Obgleich sich der Handlungsspielraum der Notenbanken durch die rückläufige Inflationsrate insgesamt vergrößert hat, stehen sie im kommenden Jahr vor einer immensen Herausforderung. Wie andere Notenbanken auch hat die EZB im Zuge der Finanzmarktkrise die Rolle als „Lender of Last Resort“ übernommen. Nach der Insolvenz der US-Bank Lehman Brothers war der Geldmarkt, auf dem sich die Banken untereinander mit Liquidität versorgen, praktisch vollständig zusammengebrochen. Dies brachte insbesondere Banken in Schwierigkeiten, die nicht über eine stabile Einlagenbasis verfügen und damit in hohem Maße auf den Geldmarkt angewiesen sind. Ein Zusammenbruch weiterer Banken mit dem Risiko eines Dominoeffektes konnte in der Folge nur noch durch staatliche Rettungspakete und weitere Liquiditätsmaßnahmen

Auch sehr sichere Anleihen bieten attraktiven Renditeaufschlag



EZB springt als Liquiditätsanbieter ein



der Notenbanken abgewendet werden. So hat die EZB das Volumen der ausstehenden Offenmarktgeschäfte nach der Lehman-Pleite in der Spitze um mehr als 300 Mrd € ausgeweitet.

Normalisierung am Geldmarkt braucht Zeit

Für eine endgültige Beurteilung der Wirksamkeit der staatlichen Maßnahmen ist es zwar noch zu früh. Am Geldmarkt sind aber bereits erste Anzeichen für eine leichte Entspannung erkennbar. So ist der Zinssatz für 3-Monatsgeld seit Bekanntgabe des Rettungspaketes der Bundesregierung deutlich zurückgegangen. Der Abstand zum Leitzins liegt mit fast 1 Prozentpunkt allerdings immer noch deutlich über dem Niveau, das für gewöhnlich als normal angesehen wird. In eine ähnliche Richtung weist auch die Zinsdifferenz zwischen besicherten und unbesicherten Geldmarktgeschäften im Euroraum, die sich zuletzt leicht reduziert hat und auf eine schrittweise Normalisierung hindeuten könnte. Unseres Erachtens wird es allerdings noch bis weit in das kommende Jahr hinein dauern, bevor die normale Funktionsfähigkeit des Geldmarktes wieder annähernd hergestellt ist. Für die Notenbanken gleicht der Rückzug aus ihrer Rolle als „Lender of Last Resort“ einer Gratwanderung. Einerseits wird der Geldmarkt von Banken erst dann wieder in vollem Umfang zur Liquiditätsbeschaffung genutzt werden, wenn der Zugriff auf Notenbank-Liquidität eingeschränkt wird. Andererseits könnte ein zu

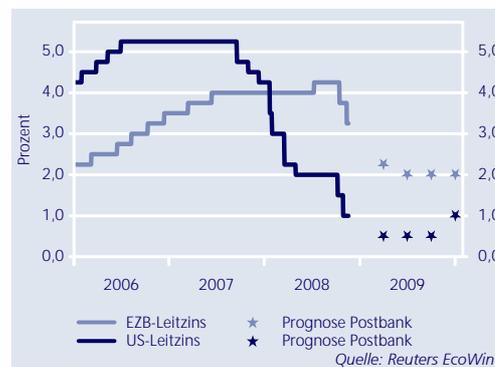
früher Rückzug der Notenbanken eine erneute Zuspitzung der Liquiditätsprobleme bei einzelnen Banken nach sich ziehen.

Die US-Notenbank steht mit Blick auf die Sicherstellung der Liquiditätsversorgung im Bankensektor grundsätzlich vor ähnlichen Herausforderungen wie die EZB. Auch die makroökonomischen Rahmenbedingungen für die Geldpolitik unterscheiden sich in beiden Währungsräumen kaum mehr voneinander. Ebenso wie der Euroraum befindet sich die US-Wirtschaft in einer Rezession, während der Inflationsdruck aktuell deutlich abnimmt. Jenseits des Atlantiks ist der Spielraum für weitere Leitzinssenkungen allerdings eng begrenzt. Mit 1% befindet sich der Notenbankzins bereits nahe an der Nulllinie. Wir rechnen kurzfristig noch mit einer moderaten Absenkung der Federal Funds Rate auf 0,5%. Auf Sicht von 12 Monaten halten wir auf Basis einer konjunkturellen Erholung in den USA und einem Abebben der Liquiditätsprobleme im Finanzsektor eine leichte Zinserhöhung durch die US-Notenbank für wahrscheinlich.

Devisenmarkt: Ende der Carry Trades durch Zinskonvergenz

Insgesamt dürfte es damit in 2009 zu einer starken Konvergenz der Zinssätze in den großen Währungsräumen kommen. Damit wäre aber auch den sogenannten Carry Trades am Devisenmarkt weitgehend die Basis entzogen. Im Rahmen von Carry Trades haben sich vor allem institutionelle

Rekordtiefs bei Leitzinsen



Anleger in den letzten Jahren in Ländern mit einem niedrigen Zinsniveau verschuldet und das Kapital dann in Hochzinsländern angelegt. Diese Transaktionen führten dazu, dass sich die Wechselkurse teilweise deutlich von ihren fundamental gerechtfertigten Niveaus entfernt haben. Mit der Konvergenz der Zinssätze sehen wir eine gute Chance, dass sich in 2009 die fundamentalen Faktoren am Devisenmarkt stärker durchsetzen und Übertreibungen wie in den Vorjahren ausbleiben werden. Gemessen an den relativen Wachstums- und Renditeaussichten für den Euroraum und die USA halten wir ein EUR/USD-Niveau von 1,25 USD aktuell für angemessen. Die nach unserer Einschätzung übertriebene US-Dollarschwäche der vergangenen Jahre ist damit weitgehend abgebaut. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir noch eine leichte Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro in Richtung 1,20 USD. Auch der japanische Yen dürfte sich nach Auflösung der Carry Trades gegenüber dem US-Dollar und Euro auf dem aktuell starken Niveau stabilisieren.

Staatsanleihen: Angebotsausweitung bei steigenden langfristigen Renditen

Die langfristigen Renditen deutscher Bundesanleihen dürften im Verlauf von 2009 leicht ansteigen. Zwar besteht aufgrund des noch nicht beendeten Zinssenkungszyklus im Euroraum theoretisch noch Potential für niedrigere Renditen. Zu einem moderaten Rückgang dürfte es allerdings nur auf kurze Sicht kommen. Denn auf lange Sicht dürfte die Sorge vor einer wachsenden Staatsverschuldung infolge der umfangreichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor eher für höhere Renditen sorgen. Der Kreditbedarf der Staaten wird auf globaler Basis in den nächsten Jahren stark ansteigen. Der Rettungsplan in den USA beläuft sich auf etwa 7% des US-BIP. In Deutschland entspricht die im öffentlichen Haushalte eingeplante Belastung durch das Rettungspaketes zwar nur etwa 4% des BIP. Zudem ist noch unklar, ob das vorgesehene Volumen überhaupt vollständig ausgeschöpft wird. Viele

Vorangegangene Übertreibung beim EUR/USD-Wechselkurs korrigiert



Staaten, darunter auch Deutschland, haben in jüngster Zeit aber auch Konjunkturpakete verabschiedet, die den Haushalt zusätzlich belasten. Zudem ist davon auszugehen, dass auch für andere Branchen, die vom globalen Konjunkturabschwung oder der Finanzmarktkrise stark betroffen sind, Hilfsmaßnahmen verabschiedet werden. Insofern ist es sehr wahrscheinlich, dass die öffentliche Verschuldung und damit auch das Angebot an Staatsanleihen in den kommenden Jahren zunehmen werden. Nach unserer Einschätzung werden die Investoren hierfür eine höhere Verzinsung erwarten. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bei 4%, die von US-Treasuries gleicher Laufzeit bei 4,3%.

Dr. Marco Bargel

Prognosen Postbank Research

		19.11.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen				
Euroraum	%	3,25	2,25	2,00
USA	%	1,00	0,50	1,00
Japan	%	0,30	0,30	0,30
Großbritannien	%	3,00	2,00	2,00
Renditen 10 Jahre				
Bundesanleihen	%	3,54	3,50	4,00
US-Treasuries	%	3,32	3,70	4,30
Japanische JGB's	%	1,48	1,50	1,70
Britische Gilts	%	4,04	4,00	4,50

Aktienmarkt 2009: Chance auf Kursgewinne erst im späteren Jahresverlauf

2008 – kein schönes Aktienjahr



Börsen 2008 weltweit bis auf wenige Ausnahmen alle im Minus

Die globale Finanzmarktkrise und eine sich immer mehr verschlechternde weltwirtschaftliche Lage waren in 2008 eine zu große Last für die Aktienmärkte. Das Fazit für die Aktienanlage 2008 fällt daher bescheiden aus. Nach fünf Jahren mit steigenden Kursen sowohl für den DAX als auch für den Euro Stoxx 50 und den Standard & Poors 500 verbucht die Aktienanlage gemessen an diesen Indizes in 2008 einen deutlichen Kursrückgang.

Man soll es nicht für möglich halten. Es gibt selbst im laufenden Jahr Aktienmärkte, die eine positive Kursentwicklung aufweisen. Diese kann man aber ‚an einer Hand abzählen‘ und es handelt sich um Exoten wie zum Beispiel Trinidad & Tobago oder Ghana.

Bis auf diese wenigen Ausnahmen zeigen die Börsen weltweit mehr oder weniger deutliche Kursverluste im Vergleich zum jeweiligen Schlussstand 2007. Auch die vier von uns analysierten Indizes stellen keine Ausnahme dar. Im genannten Zeitraum weisen sie Kursrückgänge zwischen 42% beim Standard & Poors 500 und 47% beim Euro Stoxx 50 aus. Mit diesen Kursverlusten belegen sie tendenziell Plätze im vorderen Mittelfeld in einem Vergleich der globalen Aktienindizes.

Auch die Börsen der Schwellenländer konnten sich den fallenden Notierungen nicht entziehen. Allein die Ausprägung der Kursverluste differiert stark. Dies wird bei einem Blick auf die Börsen der BRIC-Länder Brasilien, Russland Indien und China deutlich. Während der brasilianische Bovespa mit einem Minus von 44% aktuell auf Augenhöhe mit dem DAX liegt, gaben die übrigen Indizes stärker nach. Bei ihnen summiert sich der Kursrückgang auf -56% für den indischen Sensex 30, -65% für den chinesischen Shanghai 180 und -75% für den russischen RTS.

Nach diesem überwiegend doch sehr schwachen Kursverlauf an den Börsen der Welt in 2008 drängt sich die Frage nach der möglichen Kursentwicklung von Aktien im kommenden Jahr auf. Kurz und knapp lässt sich diese Frage wie folgt beantworten: Die Ampel für steigende Kurse von Dividentiteln steht aktuell nicht auf grün und 2009 wird nach unserer Ansicht auch kein einfaches Jahr für die Assetklasse Aktien. Dennoch erwarten wir gegen Ende nächsten Jahres eine leichte Kurserholung bei Aktien und kalkulieren die vier von uns analysierten Indizes per Ende 2009 moderat über ihren aktuellen Kursniveaus. Der Weg dorthin weist aber etliche Schlaglöcher auf, die geschlossen werden müssen, damit der Börsenzug langsam wieder Fahrt aufnehmen kann.

Finanzmarktkrise ist immer noch ein Unruheherd

Die Finanzmarktkrise, die im Frühjahr 2007 ihren Ursprung in Zahlungsausfällen und Zahlungsschwierigkeiten bei US-Hypotheken schlechter Bonität hatte und die inzwischen ein globales Ausmaß angenommen hat, lastet weiterhin auf den Kapitalmärkten. Die Belastung hat im Verlauf von 2008 entgegen der allgemeinen und auch unserer Erwartung deutlich zu- statt abgenommen.

Weltweit haben die Finanzinstitute seit dem Ausbruch der Krise Abschreibungen auf betroffenen Anlagen und Kreditausfälle von mehr als 760 Mrd. Euro verbuchen müssen. Aktuell scheint noch kein schnelles Ende in Sicht. Die Hauptlast der Abschreibungen tragen mit einem Anteil von gut zwei Drittel die amerikanischen Institute. Auf europäische Finanzunternehmen entfielen knapp dreißig Prozent. Mit einem ‚blauen Auge‘ und Belastungen von nur drei Prozent kamen bisher die asiatischen Institute vergleichsweise unbeschadet davon.

In den ersten Monaten des Jahres verlief die Krise noch in vergleichsweise ‚geordneten Bahnen‘. Vor allem in den USA gingen zwar kleinere Finanzinstitute in Insolvenz, bei größeren wie Bear Stearns oder Fannie Mae und Freddie Mac wurde dies aber stets mit staatlicher Unterstützung abgewendet. Mitte September diesen Jahres geschah daher etwas vollkommen unerwartetes. Die US-Investmentbank Lehman Brothers geriet in eine existenzbedrohende Schieflage und niemand fing sie auf. In der Folge eskalierte die Krise und sie konnte nur durch staatliche Rettungsmaßnahmen und umfangreiche Liquiditätssichernde Maßnahmen der wichtigsten Notenbanken der Welt eingedämmt werden. Allein das Vertrauen der Kreditinstitute untereinander, das seit dem Ausbruch der Krise schon belastet war, erlitt unter dem Eindruck dieser unerwarteten Insolvenz eines großen Hauses erheblichen Schaden.

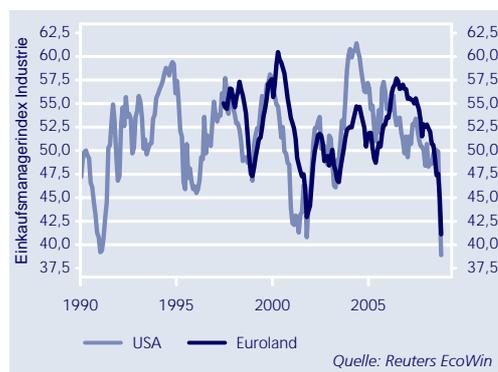
Den Vertrauensverlust der Finanzinstitute untereinander konnten bisher weder die Rettungspakete, die viele Länder rund um den Globus inzwischen aufgelegt haben, noch die Liquiditätssichernden Maßnahmen der Notenbanken wieder herstellen. Nach unserer Einschätzung sind die eingeleiteten Maßnahmen, die von Eigenkapitalzufuhr über Garantien bis zu einer rollierenden Liquiditätsversorgung reichen, aber ausreichend, die Finanzmarktkrise mittelfristig einzudämmen. Allein von heute auf morgen werden dauerhafte Erfolge ausbleiben.

Vertrauenskrise lastet auf Realwirtschaft

Inzwischen hat diese Vertrauenskrise der Finanzinstitute spürbar negative Auswirkungen in der realen Wirtschaft hinterlassen. Mit den selben kritischen Augen, mit denen die Kreditinstitute die Kontrahenten im Interbankenhandel betrachten, nehmen sie Privat- und Firmenkunden in Augenschein. Die Folge ist, Kredite, die vor Monaten noch ohne Probleme gewährt worden wären, werden heute abgelehnt.

So fallen zum Beispiel beim deutschen Maschinenbau Aufträge weg, weil der Kunde die Kosten für den Auftrag nicht mehr finanzieren kann. Einige Unternehmen, die über eine gute Liquiditätsausstattung verfügen, gewähren ihren Kunden aus den eigenen Firmenmitteln Kredit zur Finanzierung des Auftrags im eigenen Haus. Die restriktivere Kreditvergabe wird zum Beispiel in der aktuellen Umfrage der US-Notenbank bei US-Banken und Versicherungen deutlich. Die von uns mittelfristig erwartete Entspannung im Interbankenhandel dürfte mit einer gewissen Verzögerung auch zu einer wieder etwas mutigeren Kreditvergabe führen.

Stimmung der Unternehmen deutlich abgekühlt



Weltwirtschaft köchelt nur noch auf Sparflamme

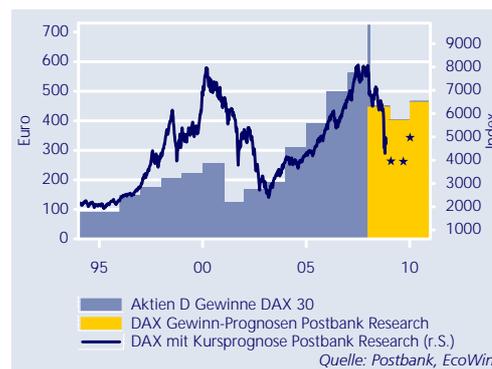
Die Stimmung der Unternehmen hat sich in den letzten Monaten weltweit deutlich abgekühlt. Gleich ob in Deutschland der ifo-index, der Tankan in Japan oder die Einkaufsmanagerindizes der Industrie für Euroland oder die USA, alle weisen aktuell deutlich gen Süden. Ein Blick auf die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone und der USA zeigt zudem, dass sie aktuell in der Nähe bzw. tiefer als während der letzten Rezession stehen. Diese negative Stimmung zeigt sich auch schwarz auf weiß in den letzten Wochen in vielen negativen Nachrichten von Unternehmen aus vielen Teilen der Welt. Entweder verfehlten sie mit ihren Quartalsberichten die gesteckten Ziele oder haben den Ausblick für den weiteren Geschäftsverlauf gesenkt oder waren zu keinem Ausblick mehr bereit. Kurz gesagt, sie haben in großer Zahl die Erwartungen der Anleger enttäuscht. Selbst Intel, der weltgrößte Chipkonzern und ein Gradmesser für die Verfassung der Weltkonjunktur, revidierte nach nur wenigen Wochen seine Umsatzprognose. Mitte Oktober erwartete Intel noch einen Umsatzanstieg von rd. drei Prozent für das 4. Quartal im Vergleich zum Vorjahresquartal. Anfang November war diese Prognose nur mehr Makulatur und nun geht Intel von einem deutlichen Umsatzrückgang von zwölf Prozent im Vergleich zum Vorjahr aus!

Unternehmensgewinne sinken

Unter dem Eindruck der noch andauernden Finanzkrise und der rezessiven Tendenz in vielen Wirtschaftsräumen rechnen wir in den nächsten Monaten nur mit wenig positiven Nachrichten von Seiten der Unternehmen. Die Gewinnaussichten vieler Firmen haben sich nach unserer Einschätzung sowohl in Deutschland und der Eurozone als auch in den USA und Japan im Verlauf von 2008 deutlich eingetrübt. Nach unseren Berechnungen werden die in den vier von uns analysierten Indizes aggregierten Unternehmensgewinne sowohl in 2008 als auch in 2009 im jewei-

ligen Vorjahresvergleich sinken. Für den DAX erwarten wir einen Gewinnrückgang von 20% in 2008 gefolgt von einem weiteren Minus bei den Gewinnen von 10% in 2009. Für 2010 sind wir wieder leicht optimistisch. Die weltweit avisierten Konjunkturprogramme und die Maßnahmen der Notenbanken dürften im späteren Verlauf von 2009 langsam Wirkung entfalten und in 2010 eine konjunkturelle Belebung bringen. Dies sollte sich positiv auf die Geschäftsentwicklung vieler Unternehmen auswirken und moderate Gewinnsteigerungen ermöglichen. Nach zwei Jahren mit Gewinnrückgängen rechnen wir daher in 2010 bei allen vier Indizes wieder mit Gewinnsteigerungen, die wir beim DAX mit 15% kalkulieren.

DAX mit rückläufigen Gewinnen



Fallende Gewinne – Steigende Kurse?

Sinkende Unternehmensgewinne und dennoch steigende Aktienkurse, dies geht nur selten und wenn dann nur für kurze Zeit gut. So erwarten wir kurz- und auch mittelfristig keine steigenden Aktienkurse. Vielmehr wird die unruhige Fahrt mit deutlichen Kursausschlägen nach oben und unten in den nächsten Monaten an den Börsen anhalten. Das Rückschlagspotenzial stufen wir aktuell als überschaubar ein. Anders als 2000 und 2001 weisen die Indizes keine übertriebenen Bewertungen gemessen an ihren Kurs-Gewinn-Verhältnissen auf. In den genannten Jahren wurde der DAX zum Beispiel mit deutlich mehr als

dem 20-fachen erwarteten Gewinn bewertet. Aktuell ist er nach unseren Gewinn-schätzungen mit dem 10-fachen erwarteten Gewinn für 2008 bzw. dem 11-fachen erwarteten Gewinn für 2009 bewertet. Die übrigen drei Indizes zeigen ähnliche Werte. Trotzdem rechnen wir in den nächsten Wochen und Monaten unter dem Eindruck weiterer schlechter Nachrichten von Unternehmens- oder Konjunkturseite mit Kursrücksetzern, die den DAX in Richtung auf 4.000 Punkte führen können. Risikoscheue Anleger sollten daher aktuell ihr Pulver trocken halten.

Defensive Titel aktuell favorisieren

Trotz der Unruhe, die aktuell das Börsengeschehen kennzeichnet, stellen Aktieninvestments nach unserer Ansicht einen festen Bestandteil im Depot des Anlegers dar. Wenig attraktiv sind mit Blick auf die Konjunktursorgen zyklische Titel. Hier sind unter dem Eindruck schlechter Konjunkturnachrichten eher weitere Kursrücksetzer zu erwarten. Defensive Titel wie Versorger zeigten auch in vergangenen Zyklen meist eine bessere Kursentwicklung als der Gesamtmarkt. Ihre hohe Dividendenrendite empfiehlt sie zusätzlich. Eine weitere interessante Branche ist Health Care. Sie sind ebenfalls vergleichsweise wenig konjunktursensitiv und zeigen ebenfalls in der historischen Betrachtung eine positive Kursentwicklung im Vergleich zum Gesamtmarkt.

Auf Jahressicht moderates Kurspotenzial an den Börsen

Erst nach einer erfolgreichen Eindämmung der Finanzkrise und ersten Anzeichen einer konjunkturellen Belebung besteht nach unserer Ansicht die Aussicht auf eine tragfähige Kurserholung. Diese erwarten wir aber frühestens in den letzten Monaten des nächsten Jahres.

BRIC – Quo Vadis Schwellenländer?

Nach den in 2008 gesehenen Kursrückgängen weisen die BRIC-Länder keine höheren Bewertungen gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen, als die vier von uns analysierten Indizes, auf. Dies gilt auch für den indischen und den chinesischen Markt, die vor Jahresfrist noch deutlich höher bewertet waren.

Lohnt nun ein Investment? Besonders die genannten Schwellenländer besitzen zwar weiterhin ein deutliches wirtschaftliches Nachholpotenzial im Vergleich zu den Industrieländern. Aktuell leiden sie aber genauso wie diese unter der schwachen Weltkonjunktur. So plant zum Beispiel China ein Konjunkturprogramm mit einem Volumen von 600 Mrd. US-Dollar und auch Russland erwägt konjunkturelle Stützungsmaßnahmen. Im Zuge einer konjunkturellen Belebung der Weltwirtschaft lohnt dann auch ein Blick auf diese Märkte. Denn von einer Belebung dürften sie stärker als die Industrieländer profitieren. Schwellenländer und hier besonders die BRIC-Länder sind daher nach unserer Ansicht unter langfristigen Anlagegesichtspunkten eine attraktive Depotbeimischung für den risikobereiten Anleger.

Heinz-Gerd Sonnenschein

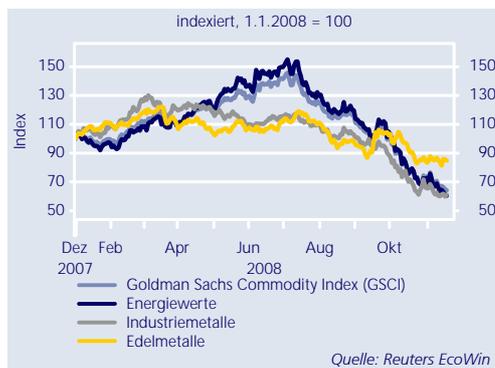
Prognosen Postbank Research

	19.11.	in 3 M	Ulti 2009
DAX	4.354	4.150-4.350	5.150-5.350
Euro Stoxx 50	2.295	2.150-2.350	2.600-2.800
S&P 500	807	775-875	950-1.050
Topix	827	775-875	900-1.000

Rohstoffe 2009: Boden bei Rohstoffpreisen bald erreicht

Ein turbulentes Jahr auch für Rohstoffe neigt sich dem Ende zu. Viele Rohstoffpreise, die in der ersten Jahreshälfte noch auf Rekordkurs waren, haben in der zweiten Jahreshälfte stark gelitten. Die Gründe für den Preisverfall sind in der immer weiter zugespitzten Finanzmarktkrise und der mittlerweile zur Gewissheit gewordenen rezessiven Entwicklung in wichtigen Industrieländern sowie einer konjunkturellen Abschwächung in wichtigen Schwellenländern zu sehen. Gemessen am Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) auf Dollarbasis haben die Rohstoffpreise seit dem Hoch von Anfang Juli um 56% nachgegeben. Besonders hart traf es dabei den ehemaligen Outperformer Energiewerte. Während die Preise für Edelmetalle dank Gold nicht ganz so stark verloren, sanken die Preise für Industriemetalle als besonders konjunkturtaugliche Rohstoffe deutlich kräftiger. Gemessen ab Jahresanfang hat der GSCI um knapp 38% nachgegeben.

Vom Gipfel ins Tal



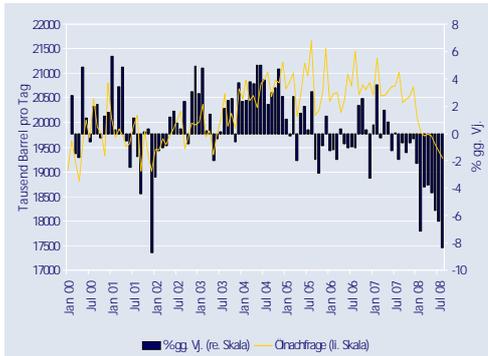
Die Verwerfungen an den Finanzmärkten haben offenbar viele institutionelle Anleger gezwungen, Positionen aufzulösen, um für Liquidität zu sorgen bzw. um Verbindlichkeiten einzulösen. Eine Flucht aus risikoreicheren Anlageformen dürfte auch die Abwärtsbewegung bei Rohstoffen beschleunigt haben.

Ölpreis im Rückwärtsgang

Von seinem Allzeithoch bei gut 145 Dollar je Barrel gemessen an Öl der Sorte Brent hat sich der Ölpreis seit Juli mehr als halbiert. Mit zuletzt nur noch knapp unter 50 Dollar je Barrel notierte Brentöl auf dem niedrigsten Niveau seit Mitte 2005. Die bereits länger anhaltende schwächere Nachfrage aus Industriestaaten und die sich inzwischen zeigende konjunkturelle Verlangsamung auch bei wichtigen Schwellenländern hat den Ölpreis massiv sinken lassen. Allerdings stellt sich ebenso wie bei der rasanten Aufwärtsbewegung in der ersten Jahreshälfte 2008 hier die Frage, ob solche Bewegungen tatsächlich vollständig mit dem physischen Angebot und der Nachfrage nach dem Rohstoff zu erklären sind, oder ob spekulative Einflüsse hierbei auch eine Rolle spielen.

Nach Zahlen der Internationalen Energieagentur (IEA) war das Ölangebot bereits im 1. Quartal des zu Ende gehenden Jahres höher als die weltweite Ölnachfrage. Dies hat sich im Lauf des Jahres weiter fortgesetzt, auch wenn die nicht der OPEC angehörenden Förderstaaten im Jahresverlauf mit ihrer Produktion hinter den Erwartungen zurückblieben. Dagegen hatte die OPEC die Förderung schon Ende 2007 deutlich angehoben und bis weit ins Jahr 2008 hinein auf diesem hohen Niveau gehalten. In den USA, dem mit Abstand größten Ölverbraucher weltweit, bewegte sich die Ölnachfrage im August bereits um mehr als 8% unter dem Vorjahresniveau. Auch die Benzinnachfrage hat dabei kräftig nachgegeben. Insgesamt erwartet die US-Energiebehörde für 2008 erstmals seit 1980 einen jährlichen Rückgang der Ölnachfrage um mehr als 1 Million Barrel pro Tag bzw. -5,4% gegenüber dem Vorjahr. Auch für das kommende Jahr ist von einer negativen Gesamtjahresentwicklung auszugehen, wengleich in geringerem Ausmaß.

USA: Größter Ölnachfrager schwächelt



Während das US-Energieministerium in seinen Prognosen für die weltweite Ölnachfrage für das Jahr 2009 nur noch von Stagnation ausgeht, gibt sich die IEA noch etwas optimistischer mit einem erwarteten Anstieg der globalen Ölnachfrage um 320.000 Barrel pro Tag. Dabei steht einem schwächeren Nachfragewachstum der Nicht-OECD-Staaten eine erneut sinkende Ölnachfrage der OECD-Staaten gegenüber. Gleichwohl hat sie damit ihre Prognose erneut gesenkt, aufbauend auf der Wachstumsprognose des Internationalen Währungsfonds, der für 2009 nur noch mit einem globalen Wachstum von 2,2% rechnet, was eine weltwirtschaftliche Rezession bedeutet.

Angesichts des drastischen Preisverfalls sieht sich die OPEC zu Förderkürzungen veranlasst. Ihr Beschluss, per 1. November die Ölförderung um 1,5 Millionen Barrel pro Tag auf dann 27,3 Millionen Barrel pro Tag für 11 der Mitglieder zu kürzen, scheint auch tatsächlich umgesetzt zu werden. So informierten etwa neben den Vereinigten Arabischen Emiraten und Nigeria auch der Iran und Kuwait ihre Abnehmer über eine Kürzung der Lieferungen von 5% im November und Dezember. Auch deuten sich mittlerweile bei Saudi Arabien, dem wichtigsten Lieferanten, Förderkürzungen an. Fraglich ist wie immer, inwieweit die Förderdisziplin aufrechtzuerhalten ist. Groß dürfte wohl die Versuchung einzelner sein, durch eine höhere Liefermenge den Preisrückgang auszugleichen. Denn bei einigen Förderländern stellt mit Blick auf den

Staatshaushalt, der auf Basis eines höheren Ölpreises kalkuliert ist, das jetzt niedrigere Ölpreisniveau bereits ein größeres Problem dar. Derzeit deutet sich an, dass es sogar noch vor dem nächsten regulären OPEC-Treffen Mitte Dezember zu einer weiteren Absprache kommen könnte, die Fördermenge erneut zu drosseln, um einem fortgesetzten Preisverfall entgegenzuwirken.

Vorerst dürfte die schwache Nachfrage im Fokus bleiben und das Marktgeschehen beim Öl dominieren. Spekulanten wetten gegenwärtig denn auch wieder in stärkerem Maße auf fallende Ölpreise. Wenn sich unser konjunkturelles Szenario bewahrheitet und im späteren Verlauf des nächsten Jahres die Konjunktur in wichtigen Industrieländern allmählich wieder Tritt fasst, dürfte die Nachfrage nach Öl wieder zunehmen. Für zwischenzeitliche Unterstützung des Ölpreises sorgte prompt das von China angekündigte konjunkturelle Stützungs paket in Höhe von fast 600 Mrd. Dollar, das unter anderem vermehrte Ausgaben für Infrastrukturmaßnahmen vorsieht. Die Unterstützung währte allerdings nur kurz und konnte den Abwärtstrend des Ölpreises nicht stoppen.

Erst wenn sich ein Abklingen der Finanzmarktkrise abzeichnen sollte, könnte die Angebotsseite allmählich wieder stärker ins Blickfeld rücken. Je länger die Schwächephase am Ölmarkt anhält, desto länger werden geplante Instandsetzungen bzw. mit längerfristigem Blick Investitionen in die Ölförderung und Raffineriekapazitäten auf Eis gelegt, weil sie zu den niedrigen Preisen unwirtschaftlich wären. Längerfristig könnte es durch die Finanzmarktkrise und infolge dessen durch unzureichende Investitionen in die Ölförderung bzw. -verarbeitung also zu Angebotsengpässen kommen oder doch zumindest zu größeren Ängsten davor.

Insgesamt rechnen wir zwar damit, dass der Ölpreis auf Sicht der nächsten 12 Monate im Trend wieder etwas zulegen wird. Eine Voraussetzung dafür ist aber

sicherlich, dass es nicht zu einer lange anhaltenden weltweiten Rezession kommt. Diesbezüglich ist die Unsicherheit allerdings derzeit hoch. Für unsere Ölpreisprognose von 80 Dollar je Barrel auf Jahressicht sehen wir deshalb insgesamt ein Abwärtsrisiko.

Volatilität bei Gold dürfte vorerst anhalten

Der Goldpreis zeigte im Verlauf von 2008 eine sehr enge Korrelation mit dem Dollar dergestalt, dass Gold bei einer Abschwächung des Greenback profitieren konnte und umgekehrt. Gestartet bei gut 830 Dollar Anfang Januar sprengte der Preis für das Edelmetall bei einem deutlich nachgebenden Dollar und einem stärkeren Aufflackern der Finanzmarktkrise Mitte März die 1000 Dollar-Marke, sank in der Folge aber wieder. Die in der ersten Jahreshälfte kräftig gestiegenen Inflationsraten dürften gleichzeitig Gold als Inflationsschutz wieder mehr in Mode gebracht haben und insofern ebenfalls den Preis für das Edelmetall gestützt haben.

Aufgrund des massiven Anstiegs beim Goldpreis kam es bei der Schmucknachfrage gemessen in Tonnen zu einem deutlichen Rückgang im ersten Halbjahr 2008 gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum. Der hohe Preis führte auch im Fall der Investmentnachfrage zu einem im Vergleich zum Vorjahreszeitraum etwas schwächeren Ergebnis, was zu einem guten Teil mit Gewinnmitnahmen zu erklären sein dürfte. In Bezug auf die Nachfrage nach Barren und Münzen dürfte sich dieses Bild allerdings im zweiten Halbjahr mit der Zuspitzung der Finanzmarktkrise geändert haben. Von vielen Seiten war und ist von Lieferschwierigkeiten die Rede, um der Nachfrage nach Münzen und Barren nachzukommen. Auch der Blick auf die Goldbestände bei börsengehandelten Indexfonds in New York und London legt nahe, dass die Investmentnachfrage im zweiten Halbjahr wieder merklich zugelegt hat. Insbesondere im September wurde bei diesen Beständen ein kräftiger Anstieg verzeichnet. Per Ende Oktober übertrafen die Goldbestände in

Gold von Dollaraufwertung belastet



New York und London das Niveau per Ende 2007 um 20%.

Die Minenproduktion von Gold ging im ersten Halbjahr 2008 gegenüber dem Vorjahr leicht zurück, gleichzeitig stand mehr wiederverwertetes Gold als Angebot zur Verfügung. Die Zentralbanken veräußerten das Edelmetall dagegen in deutlich geringerem Umfang als im Vorjahr. Insgesamt übertraf das Goldangebot im ersten Halbjahr die Nachfrage. Im zweiten Halbjahr könnte sich die Situation gedreht haben.

Der Dollar dürfte vorerst ein wichtiger Bestimmungsfaktor für den Goldpreis bleiben. Unsere Dollarprognose, die mehr oder minder eine Seitwärtsentwicklung auf Jahressicht unterstellt, spräche dann weder für einen Verfall noch für einen kräftigen Anstieg. Inflations Sorgen sind derzeit weitgehend erledigt, und es ist fraglich, ob diese auf Jahressicht schon wieder ein größeres Thema werden. Das Argument, dass negative Realzinsen den Goldpreis stützen, erscheint im Rückblick weniger überzeugend. Ohnehin sollten diese im Verlauf der nächsten 12 Monate im Zuge sinkender Inflationsraten wieder positiver werden. Ein stützender Faktor bleiben die immer noch erheblichen Verwerfungen an den Finanzmärkten. Je länger die Märkte noch von der jüngsten Krise beeinträchtigt bleiben, desto länger wird auch die Funktion des Goldes als sicherer Hafen bzw. als zuverlässiges Wertaufbewahrungsmittel Bestand haben. Insgesamt erwarten wir den Goldpreis auf Jahressicht bei etwa 800 Dollar.

Platin: Glanz vergangener Tage wird so schnell nicht mehr erreicht

Sehr viel stärker als der Goldpreis wurde Platin im Zuge der Finanzmarktkrise in Mitleidenschaft gezogen, weil ihm anders als Gold der Währungscharakter fehlt bzw. es in sehr viel höherem Maße industrielle Verwendung findet. Entsprechend kräftig hat der Preis für das Edelmetall mit sinkenden Wachstumsraten und – prognosen weltweit nachgegeben. Besonders die zunehmenden Schwierigkeiten der Automobilbranche, dem größten Absatzmarkt für Platin aufgrund der Verwendung für Autokatalysatoren, dürften dem Preis für das Edelmetall nochmals schwer zugesetzt haben. Zu Jahresbeginn belief sich dieser für eine Feinunze auf 1520 Dollar, stieg dann in den ersten Monaten noch kräftig bis auf 2240 Dollar Anfang März an und markierte ein Rekordhoch. Anschließend hielt sich der Preis relativ stabil um 2000 Dollar, um dann ab Juli zügig auf zeitweise unter 800 Dollar zu sinken.

Anhaltende Probleme auf der Angebotsseite fanden in den letzten Monaten keine Beachtung. Immer wieder treten Produktionsschwierigkeiten beim weltweit wichtigsten Produzenten Südafrika auf. Unzureichende Sicherheitsvorkehrungen in Minen, Streiks und Stromengpässe führen häufig zu Produktionsunterbrechungen. Auf dem zuletzt erreichten niedrigen Stand des Platinpreises können zudem viele Minen schon nicht mehr profitabel fördern und schränken die Produktion ein. Trotz der nachlassenden Nachfrage könnte daher das Defizit des Platinmarktes im zu Ende gehenden Jahr stärker als 2007 ausfallen.

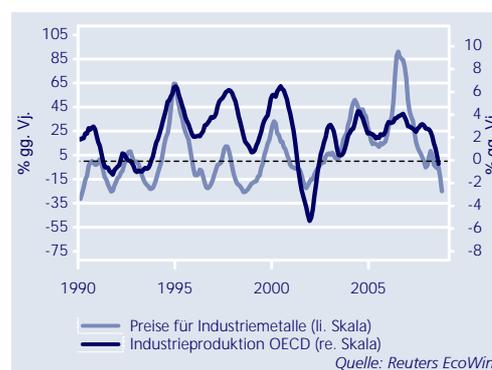
Zwar dürfte der niedrige Preis die Schmucknachfrage deutlich anziehen lassen – gerade in asiatischen Ländern ist hier das Interesse groß. Allerdings macht das Schmucksegment nur etwa ein Viertel der Verwendung von Platin aus. Zumindest sehen wir aber weiteres Rückgangspotenzial bei Platin damit als eingeschränkt an. Längerfristig bleibt mit einer in der Tendenz steigenden Nachfrage nach

Dieselfahrzeugen und strengeren Abgasbestimmungen der Bedarf an diesem Edelmetall hoch. Eine deutlichere Erholung des Platinpreises schon im kommenden Jahr dürfte aber die so schnell noch nicht überwundene Schwächephase der Automobilbranche verhindern.

Industriemetalle im Sog des Abschwungs

Das Kippen der Konjunktur weltweit im Verlauf von 2008 spiegelte sich auch in deutlich sinkenden Preisen für wichtige Industriemetalle wie Kupfer und Aluminium, nachdem in den ersten Monaten des Jahres noch deutliche Preisaufschläge verzeichnet worden waren. Von gut 3300 Dollar je Tonne Anfang Juli hat der Aluminiumpreis zuletzt auf unter 1900 Dollar pro Tonne nachgegeben. Der Kupferpreis hat sich vom Sommerhoch bei über 8700 Dollar je Tonne sogar mehr als halbiert. Auslöser sind auch hier der nachlassende Konsum in den wichtigsten Verbrauchsländern China, der EU-15 und den USA. Parallel haben etwa im Fall von Kupfer die nicht-kommerziellen Händler seit Mitte des Jahres ihre Wetten auf steigende Preise kräftig heruntergefahren bzw. setzten in zunehmendem Maße auf fallende Preise.

Im Gleichklang mit der Konjunktur



Der Kupfermarkt, der im ersten Halbjahr noch ein Angebotsdefizit aufwies, dürfte dies durch die deutlich nachlassende Nachfrage im zweiten Halbjahr für das Gesamtjahr mehr als ausgeglichen haben. Die Lagerbestände an der London Metal

Exchange sind mittlerweile auf den höchsten Stand seit Anfang 2004 geklettert. Die International Copper Study Group geht auch für das kommende Jahr von einem Angebotsüberschuss aus. Mit dem US-Bausektor dürfte ein wichtiger Nachfragebaustein vorerst schwach bleiben. Die US-Wohnungsbauinvestitionen werden vorerst noch sinken, zudem erwarten wir für den Wirtschaftsbau, der bislang immer noch mit ansehnlichen Zuwachsraten glänzen konnte, für die kommenden Quartale ebenfalls eine rückläufige Entwicklung.

Laut International Aluminium Institute ist die Ausbringung von Aluminium von Januar bis September 2008 weltweit um 4,4% gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum gesteigert worden. In China wurde die Produktion von Primäraluminium im gleichen Zeitraum um 9,7% erhöht. Die Produktionssteigerungen bei einer gleichzeitig nachlassenden Nachfrage haben zu einem zuletzt kräftigen Aufbau der Lagerbestände geführt. An der London Metal Exchange erreichen die Lagerbestände inzwischen den höchsten Stand seit Mitte der neunziger Jahre. Damit dürfte der Abwärtsdruck auf den Aluminiumpreis vorerst erhalten bleiben. Dafür sprechen auch die niedrigeren Energiepreise, die die sehr energieintensive Aluminiumgewinnung kostengünstiger werden lassen. China hat zudem eine Exportsteuersenkung unter anderem für bestimmte Arten von Kupfer und Aluminium angekündigt, so dass auch über ein höheres Angebot auf dem Weltmarkt vorerst der Abwärtsdruck anhalten dürfte.

Die Preisentwicklung bei Industriemetallen sollte damit vorerst sehr gedämpft bleiben. Erst mit einer beginnenden konjunkturellen Erholung im späteren Verlauf des kommenden Jahres ist hier wieder mit einer Aufwärtstendenz zu rechnen.

Rohstoffe als Beimischung werden wieder interessant

Die Abwärtsbewegung vieler Rohstoffpreise scheint bereits weit fortgeschritten. Kurzfristig dürfte der Abwärtsdruck noch anhalten – gerade bei konjunktur reagiblen Industriemetallen ist dies zu erwarten. Allmählich dürften aber Niveaus – auch beim Ölpreis - erreicht sein, die zu einem Einstieg für risikobereite Anleger geeignet sind. Denn mit einer wieder anziehenden weltweiten Konjunktur sollte die Nachfrage nach Rohstoffen steigen, so dass auch von heutigem Niveau aus wieder höhere Kursnotierungen zu erwarten sind. Hierfür sprechen insbesondere der anhaltend hohe Rohstoffbedarf der schnell wachsenden Schwellenländer sowie die bei vielen Rohstoffen eng begrenzten Angebotskapazitäten.

Fabienne Riefer

Prognosen Postbank Research

	19.11.	in 3 M	in 12 M
Brent Ölpreis			
in USD/Barrel	48,67	50	80
Gold Spotpreis			
in USD/Feinunze	736,50	780	800

Marktprognosen Dezember 2008

Zinsen in %	19.11.08	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Euroraum					
Refisatz	3,25	2,25 (3,25)	2,00 (3,00)	2,00 (3,00)	2,00 (3,00)
3-M-Euribor	4,15	3,2 (4,4)	2,7 (3,8)	2,5 (3,5)	2,5 (3,5)
2-j. Bunds	2,18	1,9 (2,8)	2,0 (2,8)	2,1 (2,9)	2,3 (3,0)
10-j. Bunds	3,54	3,5 (4,0)	3,7 (4,1)	3,9 (4,2)	4,0 (4,3)
USA					
Fed Funds Rate	1,00	0,50 (1,00)	0,50 (1,00)	0,50 (1,00)	1,00
3-Monats-Libor	2,22	1,4 (2,7)	1,2 (2,0)	1,0 (1,7)	1,5 (1,7)
2-j. Treasuries	1,06	1,2 (1,4)	1,3 (1,5)	1,6 (1,8)	2,1 (2,3)
10-j. Treasuries	3,32	3,7	3,9	4,2	4,3
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	194	180 (170)	150 (180)	150 (180)	150 (180)
10 J.: Bunds ./ Treasuries	22	-20 (30)	-20 (20)	-30 (0)	-30 (0)
Japan					
Overnight Call Rate	0,30	0,30 (0,50)	0,30 (0,50)	0,30 (0,50)	0,30 (0,50)
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	1,48	1,5	1,5	1,6	1,7
UK					
Base Rate	3,00	2,00 (4,00)	2,00 (3,50)	2,00 (3,50)	2,00 (3,50)
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	4,04	4,0 (4,3)	4,2 (4,3)	4,4	4,5
Swap/Credit Spreads in Basispunkten					
		in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
10-j. Swaps ./ Bunds	64	55	50	40	40 (35)
EWU Corporates A-Rated ./ Bunds	343	310	280 (250)	260 (200)	240 (180)
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	1612	1300	1200 (1000)	1100 (800)	1000 (700)
Wechselkurse					
		in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
US-Dollar (EUR/USD)	1,2590	1,25 (1,40)	1,23 (1,38)	1,20 (1,38)	1,20 (1,35)
Japanischer Yen (EUR/JPY)	121,61	123 (145)	122 (142)	120 (138)	120 (135)
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8361	0,82 (0,80)	0,81 (0,80)	0,80 (0,78)	0,79 (0,75)
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,5253	1,49 (1,55)	1,49 (1,54)	1,48 (1,53)	1,46 (1,52)
Commodities					
		in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	48,67	50 (70)	50 (70)	60 (80)	80 (90)
Gold Spot (\$/Feinunze)	736,50	780 (900)	800 (820)	750	800
Aktien					
		KGV	KGV	Kursziel	Kursziel
		2008 e	2009 e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	4.354	9,7	10,8	4.150 - 4.350	5.150 - 5.350
Euro Stoxx 50	2.295	8,7	9,7	2.150 - 2.350	2.600 - 2.800
Standard & Poors 500 *	807	12,2	12,9	775 - 875	950 - 1.050
Topix	827	11,8	13,1	775 - 875	900 - 1.000

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Konjunkturprognosen Dezember 2008

	2008				2009				BIP			Inflation		
	Q1	Q2	Q3e	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	in % YoY			in % YoY		
BIP, real in%QoQ, sa									2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e
Deutschland	1,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	0,1	0,4	0,5	1,6 (1,8)	-0,4 (0,4)	1,0	2,8	1,5 (2,0)	1,5
Euroraum	0,7	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,3	0,4	1,0 (1,1)	-0,4 (0,2)	0,9	3,4 (3,5)	1,7 (2,1)	1,9
USA	0,2	0,7	-0,1	-0,6	-0,4	0,2	0,4	0,5	1,4 (1,6)	-0,2 (1,1)	1,8	4,2 (4,4)	1,8 (2,5)	2,2
Japan	0,7	-0,7	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,5 (0,7)	-0,7 (0,1)	0,8	1,5	0,0 (0,5)	0,3

Vormonatsprognosen in Klammern

Wichtige geldpolitische Ereignisse im Jahr 2009

			
08. Januar			Zinsentscheidung
15. Januar	Zinsentscheidung		
28. Januar		Zinsentscheidung	
5. Februar	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
11. Februar			Inflation Report
05. März	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
17. März		Zinsentscheidung	
02. April	Zinsentscheidung		
09. April			Zinsentscheidung
29. April		Zinsentscheidung	
07. Mai	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
13. Mai			Inflation Report
04. Juni	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
24. Juni		Zinsentscheidung	
02. Juli	Zinsentscheidung		
09. Juli			Zinsentscheidung
06. August	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
11. August		Zinsentscheidung	
12. August			Inflation Report
03. September	Zinsentscheidung		
10. September			Zinsentscheidung
22. September		Zinsentscheidung	
08. Oktober	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
04. November		Zinsentscheidung	
05. November	Zinsentscheidung		Zinsentscheidung
11. November			Inflation Report
03. Dezember	Zinsentscheidung		
10. Dezember			Zinsentscheidung
15. Dezember		Zinsentscheidung	