

## März 2009

---

➤ **Thema des Monats: Deutsche Bauwirtschaft - Ein stabilisierender Faktor in der Krise**

3. Wachstumsjahr in Folge  
Gesplante Aussichten für 2009 und 2010  
Starke Impulse für den öffentlichen Bau  
Wohnungsbau: Deutliche Belebung ab 2010

➤ **EWU-Konjunktur: Erdrutsch im 4. Quartal 2008**

Tief in der Rezession  
Erwartungen setzen zum Drehen an  
Abwärtsrevision der BIP-Prognose  
Inflationsrate weiter auf dem Rückzug

➤ **US-Konjunktur: Trendwende lässt noch auf sich warten**

BIP-Minus im 4. Quartal das stärkste seit 26 Jahren  
Wirtschaftsleistung wird auch Anfang 2009 weiter schrumpfen  
Chance auf Konjunkturbelebung in der 2. Jahreshälfte  
Erster Anstieg der Verbraucherpreise seit fünf Monaten

➤ **Japanische Konjunktur: Das Schlechteste zum Schluss**

Verheerendes Schlussquartal 2008  
Sinkende Preise in 2009

➤ **Rentenmarkt: Führen explodierende Staatsdefizite zu höheren Renditen?**

Ankauf von Staatsanleihen durch die Fed wird wahrscheinlicher  
Inflation nur bei prozyklischem Verhalten des Staates  
Verdrängung privater Kapitalnachfrage durch den Staat  
Neues Leitzinstief im Euroraum  
Renditen: Abschied von Rekordtiefs im Jahresverlauf

➤ **Aktienmarkt: Stürmische See hält weiter an**

Indizes im neuen Jahr nur wenige Tage im positiven Terrain  
Unternehmensbilanzen mit deutlichen Bremsspuren  
Firmengewinne im Rückwärtsgang  
Rasche Besserung der Geschäftsaussichten in 2009?  
Von Entspannung noch keine Spur

## 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

### **Fabienne Riefer**

fabienne.riefer@postbank.de

### **Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de/research](http://www.postbank.de/research)

Redaktionsschluss: 26.02.2009

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.

## Deutsche Bauwirtschaft – Ein stabilisierender Faktor in der Krise

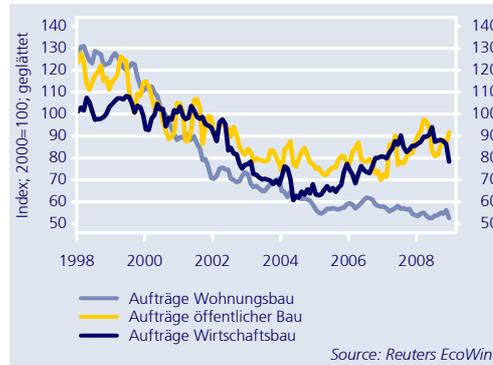
### 3. Wachstumsjahr in Folge

Die deutschen Bauinvestitionen sind im Jahre 2008 um 3% gestiegen. Damit konnte die einstige Krisenbranche der deutschen Wirtschaft bereits zum dritten Mal in Folge kräftig zulegen und wuchs zugleich auch deutlich stärker als das BIP, das 2008 lediglich um 1,3% zugelegt hat.

Das gute Ergebnis war allerdings zu einem erheblichen Teil auf den witterungsbedingt starken Jahresauftakt zurückzuführen. In der 2. Jahreshälfte machten sich dagegen deutliche Abschwächungstendenzen bemerkbar. Im 4. Quartal überstiegen die gesamten Bauinvestitionen in saison- und kalenderbereinigter Rechnung das Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals nur noch um 0,3%. Die Wohnungsbauinvestitionen, die 2008 insgesamt um 0,8% ausgeweitet wurden, fielen im Schlussquartal um 1,2% unter das Vorjahresniveau. Im gewerblichen und im öffentlichen Bau waren zwar immer noch positive Raten zu verzeichnen. Im Vorjahresvergleich ließ die Dynamik aber kräftig nach, und in beiden Segmenten wurde in der 2. Jahreshälfte die Leistung des 1. Halbjahres unterschritten. Die Wirtschaftskrise ist damit auch an der Baubranche nicht spurlos vorübergegangen.

Dies drückt sich auch in den Auftragseingängen aus, die zuletzt deutlich gesunken sind. Die Abwärtsbewegung im 4. Quartal dürfte jedoch durch einen Sonderfaktor überzeichnet sein. Hier schlug insbesondere ein extrem starker Rückgang im Dezember zu Buche, der wiederum durch eine außergewöhnliche Kalenderkonstellation gekennzeichnet war. Eine Vielzahl potenzieller Auftraggeber dürfte bereits am Freitag, den 19. Dezember, die Betriebstätigkeit für den Rest des Jahres weit heruntergefahren oder sogar komplett eingestellt haben, was dann auch zulasten der Auftragsvergabe geht. Insofern könnte es zu Beginn des neuen Jahres durchaus zu einer positiven Gegenbewegung gekommen sein.

### Bauaufträge sinken Ende 2008



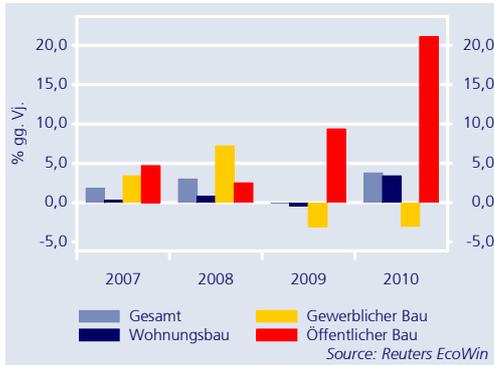
### Gespaltene Aussichten für 2009 und 2010

Trotz der Abschwächung gegen Ende 2008 hat die deutsche Bauwirtschaft unseres Erachtens gute Chancen, weitgehend unbeschadet durch die Wirtschaftskrise zu kommen. 2009 erwarten wir zwar lediglich eine Stagnation der Bauinvestitionen, womit diese aber in der aktuellen Situation bereits einen stabilisierenden Faktor darstellen würden. Für 2010 rechnen wir dann aber schon wieder mit einem kräftigen Plus von 3,8%. Anders als in den Jahren 2006 bis 2008, als alle Segmente positive Zuwachsraten verzeichnen konnten, wird die Entwicklung im laufenden und im kommenden Jahr aber extrem gespalten sein. Während die öffentlichen Bauinvestitionen kräftig zulegen sollten, ist beim Wirtschaftsbaubau eine spürbare Kontraktion wohl kaum zu vermeiden. Beim Wohnungsbau wiederum zeichnet sich zwar ein etwas schwächeres Jahr 2009 ab, für 2010 sehen wir aber gute Voraussetzungen für eine beschleunigte Aufwärtsbewegung.

### Starke Impulse für den öffentlichen Bau

Im 2. Konjunkturpaket sind bis Ende 2011 insgesamt 17 ½ Mrd. € zur Verbesserung der Infrastruktur vorgesehen. Hiervon entfallen 10 Mrd. € auf zweckgebundene Finanzhilfen des Bundes an Kommunen

### Der öffentliche Bau als Lokomotive



und Länder, die durch die Länder um ein Drittel aufgestockt werden sollen. Mit den zur Verfügung gestellten Mitteln sollen, so die Idee, grundsätzlich nur zusätzliche Investitionen getätigt werden. Überdies sind die Empfänger aufgefordert, möglichst rasch über die Verwendung der Mittel zu entscheiden und dann auch die entsprechenden Aufträge so schnell wie möglich zu vergeben, damit die Maßnahmen sehr rasch beginnen zu wirken.

In unseren Prognosen gehen wir davon aus, dass diese Ziele teilweise verwirklicht werden. So rechnen wir zwar damit, dass die Kommunen und Länder den größten Teil der ihnen zur Verfügung gestellten Mittel für zusätzliche Investitionen verwenden. Insbesondere Körperschaften, die sich in einer prekären finanziellen Lage befinden, dürften aber der Versuchung nicht vollständig widerstehen können, ins Auge gefasste Investitionen als zusätzlich zu deklarieren, um sie mit Mitteln aus dem Konjunkturpaket zu finanzieren, oder ihre sonstigen Investitionspläne zu strecken.

Die möglichst zeitnahe Umsetzung wird auch nicht überall funktionieren. Sicherlich wird es bei vielen kleineren Vorhaben auch zu einer raschen Verwendung kommen. Aber auch bei der Entscheidung über die Verteilung und Verwendung z.B. auf kommunaler Ebene handelt es sich immer noch um einen politischen Prozess, der in der Regel eine gewisse Zeit beanspruchen sollte. Und überdies gehen wir auch nicht davon aus, dass der Amtsschimmel Dank des Konjunkturpakets zum Rennpferd wird.

Wir halten es für wahrscheinlich, dass die Bauwirtschaft ab dem 2. Quartal 2009 die allerersten positiven Effekte des Infrastrukturprogramms zwar spürt. Hierbei dürfte es sich dann aber nur um den vorsichtigen Beginn einer ansteigenden Welle handeln, die ihren Höhepunkt im Verlauf des Jahres 2010 erreicht, um nachfolgend wieder deutlich abzufachen. Die öffentlichen Bauinvestitionen dürften 2009 durch das Konjunkturprogramm um 2 Mrd. € höher ausfallen. Für 2010 veranschlagen wir den positiven Effekt auf 8 Mrd. €. Dies wird, bezogen auf die öffentlichen Bauinvestitionen, zu stolzen Wachstumsraten von gut 9% in 2009 und über 20% in 2010 führen.

Den Gegenpol werden die gewerblichen Bauinvestitionen bilden. Hier rechnen wir sowohl für das laufende als auch für das kommende Jahr mit Rückgängen um jeweils 3%. Das Risiko noch wesentlicher stärkerer Rückgänge ist dabei in der derzeit extrem unsicheren Lage zweifellos erheblich.

### Wohnungsbau: Deutliche Belebung ab 2010

Die Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen sind für das laufende Jahr sehr verhalten. So lagen die Baugenehmigungen von Januar bis November 2008 um 3,8% unter ihrem Vorjahresniveau und im Dezember könnte das Minus noch etwas gewachsen sein. Aufgrund des Vorlaufcharakters der Genehmigungen vor den Investitionen stellt dies eine negative Vorlage für 2009 dar. Zudem dürfte die Neigung, ein Bauvorhaben zu beginnen, durch die Wirtschaftskrise und die damit verbundene Furcht vor einem Verlust des Arbeitsplatzes eher gering sein.

Dennoch rechnen wir nicht mit einem Einbruch beim Wohnungsbau. Zum einen sind die Finanzierungsbedingungen für Bauherren, die über einen gewissen Eigenkapitalanteil verfügen, sehr gut. Von einer Kreditklemme kann zumindest in Deutschland für diese Kundengruppe jedenfalls keine Rede sein. Zum anderen dem entfallen inzwischen rund 60% aller

Wohnungsbauinvestitionen auf Investitionen in den Bestand. Und diese dürften weiter steigen. insbesondere sollten die Investitionen in die energetische Sanierung durch die Einführung des Energieausweises und den Ölpreisschock des vergangenen Jahres weitere Impulse erhalten. Wir rechnen deshalb für 2009 nur mit einem leichten Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen um 0,4%.

Sobald die Wirtschaftskrise überwunden ist und damit die daraus resultierenden Hemmnisse entfallen, sollte der Wohnungsbau dann zu einem länger anhaltenden Aufschwung ansetzen. Unseres Erachtens nach ist die Bautätigkeit im Wohnungssektor derzeit nämlich viel zu niedrig, um den mittelfristigen Bedarf an Wohnungen zu decken. Während wir schätzen, dass im vergangenen Jahr lediglich 170 Tsd. Wohnungen neu errichtet wurden (offizielle Zahlen liegen hierzu noch nicht vor), veranschlagen wir den mittelfristigen Bedarf an neuen Wohnungen auf 275 Tsd. pro Jahr. Wir gehen davon aus, dass der Aufwärtstrend bereits sehr bald einsetzt und rechnen schon für 2010 mit einem Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen um gut 3%.

Aktuell und auch in der näheren Zukunft kommt es damit zu einem häufigeren Wechsel der Zugpferde des deutschen Baus. Wies der gewerbliche Bau noch 2008 das stärkste Wachstum auf, so wird er in den kommenden beiden Jahren wohl zum Bremsklotz. Dafür wird der öffentliche Bau 2009 und 2010 weit überproportional zulegen. Über 2010 hinaus sehen wir die besten Chancen bei den Wohnungsbauinvestitionen, während die öffentlichen Bauinvestitionen mit dem Auslaufen des Konjunkturpaketes ab 2011 zunächst wieder sinken sollten.

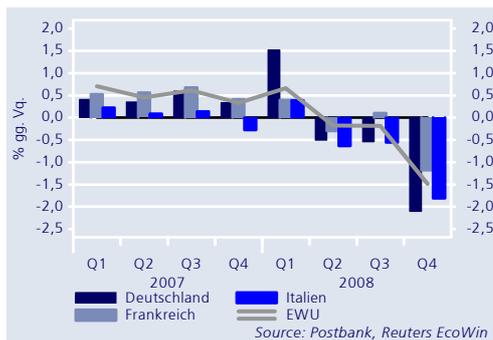
*Heinrich Bayer*

## EWU-Konjunktur: Erdrutsch im 4. Quartal 2008

### Tief in der Rezession

Die reale Wirtschaftsleistung der Eurozone ist im Schlussquartal 2008 um 1,5% gegenüber dem Vorquartal eingebrochen. Besonders schlimm traf es dabei Deutschland, dessen BIP um 2,1% gegenüber der Vorperiode nachgab. Nachdem Frankreich im 3. Quartal noch so eben eine rückläufige Wirtschaftsleistung vermeiden konnte, steht jetzt für das 4. Quartal ein Minus von 1,2% zu Buche. Mit -1,8% verzeichnete Italien den dritten Rückgang in Folge.

### Kräftige BIP-Rückgänge allenthalben



Für das deutsche BIP liegen bereits die Details vor. Demnach gab es im 4. Quartal 2008 einen extremen Einbruch um 7,3% bei den Exporten, aber auch die Ausrüstungsinvestitionen sanken kräftig um 4,9% im Vorquartalsvergleich. Einen deutlichen Rückgang wiesen zudem die Bauinvestitionen auf, die um 1,3% gegenüber der Vorperiode nachgaben. Der Private Konsum gab nach einem Anstieg im 3. Quartal im letzten Jahresviertel leicht um 0,1% nach. Da die Produktionsdrosselung vermutlich nicht mit der rapide weg brechenden Nachfrage Schritt halten konnte, erhöhten sich die Lagerbestände erheblich und lieferten damit einen positiven Wachstumsbeitrag in Höhe von 0,5 Prozentpunkten. Für das Folgequartal stellt dies eine Hypothek dar.

### Erwartungen setzen zum Drehen an

Die Zeichen für das laufende Quartal deuten auf ein abermals tiefes Ergebnis hin. Würde etwa die deutsche Industrieproduktion, die im Schlussquartal 2008 massiv eingeknickt ist, im ersten Jahresviertel auf dem im Dezember erreichten Niveau verharren, stünde im Vorquartalsvergleich immer noch ein kräftiges Minus von 4,3% zu Buche. Mit Blick auf die stark zurückgegangenen Auftragseingänge ist allerdings zu fürchten, dass es zu Jahresbeginn zu weiteren Produktionsrückgängen gekommen ist. Ähnlich trübe stellt sich die Situation bei den Exporten dar.

Entsprechendes spiegelt sich auch in den Stimmungsdaten, die sich auf die aktuelle Lage beziehen, wider. So schätzen etwa die vom Ifo Institut befragten Unternehmen die gegenwärtige Situation nochmals schlechter als in den Vormonaten ein. Auch auf EWU-Ebene haben sich die Stimmungsindikatoren mehrheitlich nochmals eingetrübt. Unsere Prognose für das laufende Quartal senken wir vor diesem Hintergrund auf jetzt -1,5% gegenüber der Vorperiode für Deutschland bzw. -1,2% für die gesamte Eurozone.

Lichtblicke gibt es bislang nur sehr vereinzelt. Während die momentane Lage immer noch negativer eingeschätzt wird, beginnt sich bei den Erwartungen der vom Ifo Institut befragten Unternehmen eine Wende abzuzeichnen. Dies speist die Hoffnung auf ein nahendes Ende der konjunkturellen Schussfahrt - mehr aber bislang auch nicht.

Insgesamt deutet sich an, dass sich eine gesamtwirtschaftliche Stabilisierung bzw. eine allmähliche Belebung angesichts der starken Unterauslastung der Kapazitäten wohl weiter hinauszögern wird. Die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen dürften dennoch ihre positive Wirkung nicht verfehlen. Dass erste Impulse durch das im Januar verabschiedete Konjunkturpaket schon recht frühzeitig zum Tragen

kommen, legt die lebhaft Resonanz auf die Abwrackprämie für alte Autos nahe. So ist hierbei von mehr als 100.000 gestellten Anträgen die Rede. Insbesondere profitieren von dieser Maßnahme erwartungsgemäß die Hersteller von Kleinwagen. Unterstützung sollte der Private Konsum in diesem Jahr zudem durch die Rückzahlung der Pendlerpauschale und der ab der Jahresmitte in Kraft tretenden Steuererleichterungen erfahren. Zudem stärkt die nachlassende Teuerung die Kaufkraft. Insoweit bleiben wir bei der Einschätzung, dass neben dem Bausektor (vgl. Thema des Monats) der Private Konsum in Deutschland einen vergleichsweise stabilisierenden Faktor in diesem Jahr darstellen sollte.

### Abwärtsrevision der BIP-Prognose

Für 2009 rechnen wir aufgrund der schwächeren Ausgangsposition aus dem Jahr 2008 und einem schwächeren Start ins Jahr 2009 jetzt mit einem BIP-Rückgang von 3,3% für Deutschland. Damit sollte die deutsche Wirtschaft aufgrund ihrer hohen Exportabhängigkeit und Spezialisierung auf Investitionsgüter stärker in Mitleidenschaft gezogen werden als die anderen großen EWU-Länder. Für die gesamte EWU, die den Jahreswechsel nicht ganz so negativ vollzogen haben dürfte, rechnen wir mit einem Minus von 2,3%. Mit einer nur sehr zögerlich einsetzenden Stabilisierung und nachfolgenden Belebung der Konjunktur

reduzieren wir unsere Prognosen für 2010 für Deutschland und die Eurozone von jeweils 1,6% auf 1,2%.

### Inflationsrate weiter auf dem Rückzug

Die Inflationsrate in der Eurozone ist im Januar laut vorläufigen Angaben unerwartet kräftig von 1,6% auf 1,1% gesunken. Damit wird bereits der niedrigste Stand seit Juni 1999 erreicht. Zur Jahresmitte wird die Inflationsrate wohl in Richtung Nullpunkt streben, dann aber gegen Jahresende wieder in deutlich positives Terrain anziehen. Hierbei spielen Basiseffekte eine tragende Rolle. Zudem rechnen wir perspektivisch wieder mit einer etwas festeren Tendenz beim Ölpreis, wenn sich die OPEC-Mitglieder weitgehend an die vereinbarten Förderkürzungen halten. Zuletzt hat sich Öl der Marke Brent bei etwa 40 Dollar je Barrel eingependelt.

Insgesamt bleibt die Verbraucherpreisentwicklung in diesem konjunkturellen Umfeld jedoch sehr gedämpft. Aufgrund des unerwartet deutlichen Rückgangs zum Jahresauftakt senken wir unsere EWU-Inflationsprognose für dieses Jahr von 1% auf 0,7%. Für 2010 rechnen wir weiterhin mit einem Anstieg in Richtung 2%.

*Fabienne Riefer*

### Prognosen Postbank Research

% ggü. Vj.	Deutschland			Euroraum		
	2008	2009e	2010e	2008	2009e	2010e
<b>Reales BIP</b>	1,3	-3,3	1,2	0,7	-2,3	1,2
Privater Verbrauch	-0,1	0,7	1,2	0,4	0,8	1,4
Bruttoanlageinvestitionen	4,4	-4,6	1,8	1,2	-6,0	0,3
Staatsverbrauch	2,0	2,1	2,4	2,0	2,2	2,0
Exporte	2,7	-8,9	5,9	1,5	-6,6	4,9
Importe	4,0	-3,1	6,7	1,5	-4,5	5,0
Außenbeitrag*	-0,3	-3,2	-0,1	0,0	-1,0	0,0
Lagerinvestitionen*	0,5	0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
<b>Inflation</b>	2,6	0,6	1,5	3,3	0,7	1,9

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

## US-Konjunktur: Trendwende lässt noch auf sich warten

### BIP-Minus im 4. Quartal das stärkste seit 26 Jahren

Die Wirtschaftsleistung der USA ist im 4. Quartal 2008 mit einer annualisierten Rate von 3,8% gefallen. Dies ist der stärkste Rückgang seit dem 1. Quartal 1982, als das BIP im Zuge der 2. Ölkrise sogar um 6,4% eingebrochen war.

Das Ergebnis für das Schlussquartal fiel damit zwar nicht ganz so schlecht aus, wie zu befürchten war. Allerdings wäre es weit übertrieben, von einer positiven Überraschung zu sprechen, zumal das Minus von 3,8% die tatsächliche Stärke des Wirtschaftseinbruchs noch verschleiern. Extrem schlecht haben sich vor allem die Bruttoanlageinvestitionen entwickelt. Sie fielen im Vergleich zum 3. Quartal um 5,5% bzw. annualisiert um 20,1%. Den stärksten Rückgang erlitten dabei die Ausrüstungsinvestitionen mit -7,8% (ann.: -27,8%), gefolgt von den Wohnungsbauinvestitionen mit -6,5% (ann.: -23,6%) und den gewerblichen Bauinvestitionen mit -0,4% (ann.: -1,8%). Der private Verbrauch schrumpfte um 0,9% (ann.: -3,5%). Dies war das zweite Minus in Folge. Der reale Konsum unterschreitet sein Vorjahresniveau jetzt um 1,3%.

Dass das BIP angesichts dieser Einbrüche nicht stärker schrumpfte, lag vor allem an der Lagerentwicklung. Die Lagerbestände wurden im 4. Quartal leicht aufgestockt. Da es im Vorquartal allerdings noch einen bedeutenden Lagerabbau gegeben hatte und in die BIP-Berechnung der Swing, also die Veränderung der Lagerbestandsveränderung, einfließt, lieferte die Lagerkomponente einen positiven BIP-Beitrag von 1,3 Prozentpunkten. Für das 1. Quartal 2009 stellt dies jedoch eine Vorbelastung dar. Da angesichts der Wirtschaftskrise davon auszugehen ist, dass der Lageraufbau des 4. Quartals nicht beabsichtigt war, dürfte es zu Beginn des laufenden Jahres zu einer Korrektur kommen.

### Schussfahrt der US-Industrie hält an



Der Außenbeitrag veränderte sich im Schlussquartal nur marginal und lieferte damit weder in positiver noch in negativer Hinsicht einen nennenswerten Wachstums- bzw. Schrumpfungsbeitrag zum BIP. Dieses Ergebnis steht unseres Erachtens aber auf sehr wackligen Beinen. Die monatlichen Handelsbilanzzahlen weisen nämlich eher darauf hin, dass der Außenhandel das BIP gedrückt haben sollte. Insofern gehen wir davon aus, dass es noch zu einer markanten Abwärtsrevision des BIP für das 4. Quartal kommt.

### Wirtschaftsleistung wird auch Anfang 2009 weiter schrumpfen

Der Start ins 1. Quartal fiel schlecht aus. Die Industrieproduktion ging im Januar gegenüber dem Vormonat um 1,8% zurück. Im Verarbeitenden Gewerbe lag das Minus sogar bei 2,5%. Angesichts der katastrophalen Entwicklung der Auftrags- eingänge, die im 4. Quartal um 14,4% eingebrochen sind und im Januar nochmals nachgaben, sind weitere Rückgänge bei der Produktion wohl kaum zu vermeiden. Baubeginne und Baugenehmigungen fielen ebenfalls weiter und markierten dabei neue historische Tiefstände. Damit dürften auch die Wohnungsbauinvestitionen trotz ihrer bereits extrem niedrigen Niveaus nochmals fallen. Die Einzelhandelsumsätze stiegen zwar im Januar gegenüber Dezember um 1,0%. Wir bezweifeln jedoch, dass es sich hierbei um

eine Trendwende zum Besseren handelt. Die ausgeprägte Skepsis der Verbraucher weist jedenfalls auf einen weiterhin sinkenden privaten Verbrauch hin. Insgesamt zeichnet sich damit ab, dass die Wirtschaftsleistung im laufenden Quartal nochmals beträchtlich schrumpfen wird.

### Chance auf Konjunkturbelebung in der 2. Jahreshälfte

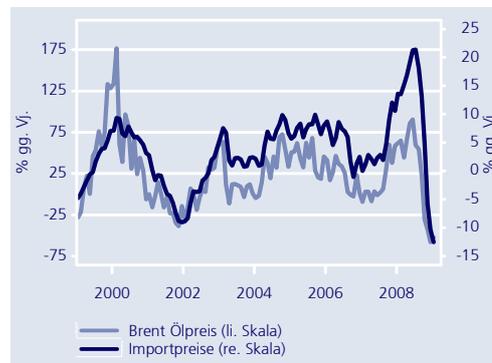
Auch das Frühjahr wird noch keine Belebung bringen. Zwar gab es im Januar seitens der Stimmungsindikatoren aus dem Unternehmenssektor einige Anzeichen, die die Hoffnung nährten, dass das Schlimmste bald überstanden sein könnte. Insbesondere stiegen die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende und das Nicht-Verarbeitende Gewerbe jeweils spürbar an. Dabei blieben sie aber weiterhin im rezessiven Bereich. Vor allem aber könnte es sich bei den Anstiegen um Fehlsignale gehandelt haben. Die bislang für Februar verfügbaren regionalen Stimmungsindikatoren, die nach Verbesserungen im Vormonat wieder markant gefallen sind, jedenfalls legen diese Vermutung nahe. Mehr als Stagnation ist damit für 2. Quartal nicht zu erwarten. Und wir können auch nicht ausschließen, dass es zu einem weiteren Rückgang des BIP kommt. Mit Blick auf das 2. Halbjahr sind wir dagegen weiterhin zuversichtlich, dass die Rezession überwunden wird. Dieser Ausblick stützt sich in erster Linie auf das inzwischen unter Dach und Fach gebrachte Konjunkturpaket im Volumen von 787 Mrd. US-Dollar. Die Erholung wird aber sehr verhalten ausfallen.

Unsere BIP-Prognose für 2009 reduzieren wir leicht von -1,1% auf -1,3%. Für 2010 rechnen wir nur noch mit einem Plus von 1,8% statt zuvor 2,4%, da der private Verbrauch vermutlich noch für längere Zeit schwach bleiben wird.

### Erster Anstieg der Verbraucherpreise seit fünf Monaten

Die Zeit markant fallender Preise in den USA dürfte vorerst vorbei sein. Im Januar gaben zwar die Importpreise nochmals spürbar nach. Hierbei handelte es sich aber in erster Linie nur noch um einen Nachlauf-

### Ölpreis drückt weiterhin aus die Preissteigerungsraten



effekt der zuvor kräftig gefallenen Ölnotierungen. Die Erzeugerpreise zogen dagegen um 0,8% gegenüber dem Vormonat an. Die Verbraucherpreise kletterten um 0,3%. Dabei stiegen die Benzinpreise nach ihrer vorherigen Talfahrt wieder an. Ex Energie und Nahrungsmittel gab es einen moderaten Anstieg des Verbraucherpreisniveaus um 0,2%. Die Jahresraten befinden sich aufgrund von positiven Basiseffekten, die noch bis etwa zur Jahresmitte wirken werden, allerdings immer noch im Sinkflug. So gab die Inflationsrate im Januar von 0,1% auf 0,0% nach. Bis zur Jahresmitte dürfte sie bis auf -2% fallen, um gegen Jahresende wieder deutlich in den positiven Bereich vorzustoßen. Unsere Inflationsprognosen von -0,7% für 2009 und +2,2% für 2010 bleiben unverändert.

Heinrich Bayer

### Prognosen Postbank Research

% ggü. Vj.	USA		
	2008	2009e	2010e
<b>Reales BIP</b>	1,3	-1,3	1,8
Privater Verbrauch	0,3	-1,3	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	-4,8	-8,5	1,8
Staatsverbrauch	2,9	2,5	2,0
Exporte	6,5	-4,8	6,2
Importe	-3,3	-5,3	3,9
Außenbeitrag**	1,4	0,2	0,2
Lagerinvestitionen**	-0,2	0,0	0,1
<b>Inflation</b>	3,8	-0,7	2,2

\*\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

## Japan: Das Schlechteste zum Schluss

### Japanisches BIP im freien Fall



Große Firmen wie Sony haben bereits angekündigt, tausende Stellen abbauen zu wollen. Dadurch würden sich die Stimmung im Land und die Binnen-nachfrage weiter verschlechtern. Eine Verbesserung der Konjunktur wird wohl nur über eine wieder ansteigende Auslandsnachfrage herbeigeführt werden können. Doch dazu müssen vor allem die USA und China wieder mehr Konsumwillen zeigen. Japan wird somit wohl als eine der letzten großen Volkswirtschaften aus dem tiefen Tal der Tränen steigen.

### Verheerendes Schlussquartal 2008

Was sich bereits angedeutet hatte ist nun, zumindest durch die vorläufigen Zahlen, bestätigt worden: das 4. Quartal geht als eines der schlechtesten in die japanische Geschichte ein. Die Wirtschaft schrumpfte im letzten Quartal 2008 um 3,3% gegenüber dem 3. Quartal. Einen derart starken Einbruch hatte es zuletzt 1974 in Folge der Ölkrise gegeben. Gegenüber dem Vorjahresquartal beträgt der Rückgang gar 4,6%. Dies ist der größte je verzeichnete Rückgang. Wie eingangs erwähnt, kam der Absturz nicht unerwartet. Regelrecht wegbrechende Exporte und Auftragseingänge im Maschinenbau deuteten zur Mitte des Quartals bereits auf einen freien Fall des Bruttoinlandsprodukts hin. Das katastrophale Ergebnis ist im Wesentlichen auf den Einbruch der Exporte zurückzuführen. Sie gaben in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres um 13,9% gegenüber dem Vorquartal nach. Doch Minuszeichen waren bei nahezu allen BIP-Komponenten auszumachen. Den einzig nennenswerten positiven Beitrag konnten die Wohnungsbauinvestitionen beisteuern. Sie stiegen im 4. Quartal um 5,7%. Doch auch sie sind keine Stütze für die extrem stark vom Export abhängige Wirtschaft.

Japanische Firmen setzen derzeit aufgrund der weltweit sinkenden Nachfrage kaum noch Waren ab. Autos und Elektroartikel stapeln sich in den Lagern.

### Sinkende Preise in 2009

Die Teuerungsrate wird in Japan im Jahr 2009 aller Voraussicht nach in den negativen Bereich abrutschen. Das sinkende BIP und die schwache Binnen-nachfrage drücken die Preise. Dazu kommen Basiseffekte im Sommer und Herbst. Denn der im letzten Jahr durch den Ölpreis getriebene Preisanstieg wird sich in diesem Jahr nicht wiederholen. Folglich wird es zu deutlichen Rückgängen bei den Vorjahres-Veränderungsraten kommen. Wir rechnen auf Jahressicht für 2009 mit einem Rückgang des Preisniveaus um 0,5%. In 2010, wenn sich Japans Wirtschaft wieder stabilisieren sollte, wird der Preisdruck nachlassen. Wir rechnen daher mit einer Inflationsrate von 0%.

Thilo Heidrich

### Prognosen Postbank Research

% qgü. Vj.	Japan		
	2008	2009e	2010e
<b>Reales BIP</b>	-0,7	-4,5	0,6
Privater Verbrauch	0,5	-0,5	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	-4,8	-7,1	-0,5
Staatsverbrauch	0,8	1,2	1,2
Exporte	1,9	-13,9	4,7
Importe	1,1	2,3	5,8
Außenbeitrag*	0,2	-2,5	0,0
Lagerinvestitionen*	-0,2	-0,1	-0,1
<b>Inflation</b>	1,4	-0,5	0,0

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

## Rentenmarkt: Führen explodierende Staatsdefizite zu höheren Renditen?

Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen fiel im Vormonat wieder zeitweise unter die 3%-Marke. Angesichts sich teilweise verbessernder Stimmungsindikatoren keimte zunächst Hoffnung auf, die Krise könnte bald überwunden sein. Dabei erreichte die 10-Jahresrendite für deutsche Staatsanleihen mit 3,4% das höchste Niveau seit November letzten Jahres. Zuletzt mehrten sich allerdings Nachrichten, die auf eine länger anhaltende Krise hindeuteten. Dabei standen einmal mehr negative Meldungen aus den USA im Vordergrund. So verzeichnete der Versicherungskonzern AIG Ende 2008 das größte Quartalsminus eines US-Unternehmens in der Geschichte. Gleichzeitig bleibt die Zukunft der Autobauer angesichts massiver Überkapazitäten und einer verfehlten Modellpolitik ungewiss. Außerdem kam es bei wichtigen Stimmungsindikatoren im Februar wieder zu Rückschlägen, nachdem sich zu Jahresbeginn eine Stabilisierung angedeutet hatte. In den USA verharrte die 10-Jahresrendite von Staatsanleihen in etwa auf Vormonatsniveau, so dass sich der Renditeabschlag gegenüber Bundesanleihen fast vollständig abbaute. Deutsche Staatsanleihen warfen zuletzt nur noch gut 10 Basispunkte mehr Rendite ab als ihr US-Pendant. Ende 2008 waren es noch fast 90 Basispunkte.

### Ankauf von Staatsanleihen durch die Fed wird wahrscheinlicher

Auf ihrer letzten Zinssitzung bekräftigte die US-Notenbank ihre Intention, den Leitzins längere Zeit auf einem sehr niedrigen Niveau zu belassen. Gleichzeitig verkündeten die Währungshüter ihre Bereitschaft, bei Bedarf langlaufende Staatsanleihen anzukaufen. Eine solche „Finanzierung der Staatsverschuldung aus der Notenpresse“ dient dazu, den Expansionsgrad der Geldpolitik weiter zu erhöhen, wenn das Instrument der Zinspolitik ausgeschöpft ist. Bei Marktteilnehmern hat die zu erwartende Ausweitung der Staatsverschuldung bereits eine intensive Diskussion um langfristige

### Inflations Sorgen treiben US-Renditen nach oben



Inflationsgefahren ausgelöst. Dies dürfte zumindest teilweise erklären, warum sich die langfristigen Renditen der US-Staatsanleihen zuletzt deutlich von ihren historischen Tiefs verabschiedet haben. Für diese Entwicklung könnte aber auch eine Verschiebung der Angebots-/Nachfrageverhältnisse am Markt für Staatsanleihen verantwortlich sein. So steigt zum einen das Angebot an Anleihen des öffentlichen Sektors angesichts explodierender Defizite massiv an. Auf der anderen Seite dürften insbesondere ausländische Investoren immer weniger bereit sein, das Defizit der USA zu den aktuell sehr niedrigen Zinsen zu finanzieren. Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, könnte es sehr bald zu Ankäufen von Staatsanleihen durch die US-Notenbank kommen, um einen weiteren Renditeanstieg zu verhindern.

### Inflation nur bei prozyklischem Verhalten des Staates

Bei aller Skepsis über die langfristige Inflationsentwicklung halten wir Sorgen vor einer massiven Geldentwertung im aktuellen Umfeld für übertrieben. Inflation entsteht vor allem dann, wenn die Produktion nicht mit der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen Schritt halten kann. Dies ist angesichts der momentan nicht ausgelasteten Produktionskapazitäten auf absehbare Zeit wenig wahrschein-

lich. Sollte es allerdings zu einer unerwartet starken Konjunkturerholung kommen, könnten die umfangreichen staatlichen Konjunkturprogramme sehr schnell prozyklisch wirken und zu einem raschen Anstieg der Inflationsraten führen. In diesem Fall wäre ein schnelles Zurückfahren der staatlichen Ausgaben notwendig, um die Preisniveaustabilität nicht zu gefährden.

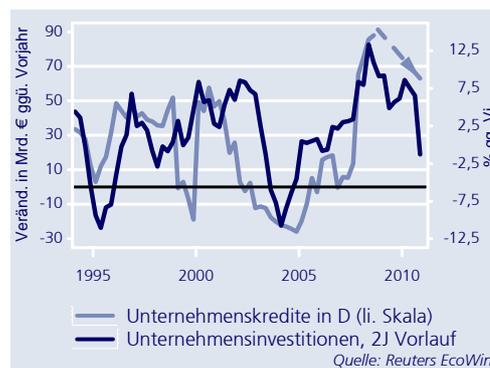
### Verdrängung privater Kapitalnachfrage durch den Staat

Eine andere Frage ist die nach einem möglichen Crowding Out, also der Verdrängung des privaten Sektors vom Kapitalmarkt durch den Staat. Eine solche Entwicklung ist in Teilbereichen bereits zu beobachten. So hat die Einführung staatlich garantierter Anleihen die Emission von Bankanleihen in bestimmten Laufzeitsegmenten erschwert. Allerdings gibt es zum Instrument der staatlichen Garantien angesichts der anhaltenden Vertrauenskrise im Finanzsektor derzeit keine Alternative. Es stellt sich aber, ebenso wie am Geldmarkt, die Frage nach einer geeigneten Exit-Strategie für die öffentliche Hand, um eine Wiederbelebung privatwirtschaftlicher Aktivitäten nicht dauerhaft zu behindern. Gesamtwirtschaftlich dürfte die Gefahr eines Crowding Out eher gering sein. Angesichts eines massiven Nachfrageeinbruchs und freiwerdender Produktionskapazitäten dürfte die Investitionsbereitschaft der Unternehmen deutlich abnehmen. Insofern wird es durch eine Umschichtung von Kapitalanlagen in Richtung staatlicher oder staatlich garantierter Anleihen kaum zu Kapitalknappheit in anderen Segmenten kommen. Der Anstieg der Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen ist denn auch in erster Linie Folge einer veränderten Risikoeinschätzung der Investoren. Hinzu kommt, dass Investoren für die relativ starke Illiquidität in einigen Segmenten des Rentenmarktes einen Ausgleich in Form einer höheren Rendite verlangen.

### Neues Leitzinstief im Euroraum

Äußerungen der EZB nach ihrer letzten Zinssitzung lassen darauf schließen, dass die Währungshüter den Leitzins Anfang März noch einmal um 50 Basispunkte auf dann 1,5% senken werden. Damit wäre ein neues historisches Zinstief in dem noch jungen Euroraum erreicht. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Widerstände gegen eine weitergehende Leitzinssenkung innerhalb des EZB-Rates stark zunehmen werden. Einzelne Mitglieder haben in den vergangenen Wochen nochmals die Haltung der EZB bekräftigt, nicht dem Beispiel anderer Notenbanken zu folgen und den Leitzins auf annähernd Null Prozent zu reduzieren. Allerdings wird die weitere Ausrichtung der Geldpolitik im Euroraum unseres Erachtens sehr stark von der konjunkturellen Entwicklung bestimmt werden. Sollte sich bei einzelnen Frühindikatoren eine weitere Verbesserung abzeichnen, halten wir eine nochmalige Senkung der Leitzinsen trotz sehr niedriger Inflationsraten für unwahrscheinlich. Auf der anderen Seite dürfte der Druck auf die EZB, den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik zu erhöhen, bei einem weiteren Absturz der Konjunkturindikatoren deutlich zunehmen. Angesichts der bereits erreichten tiefen Niveaus halten wir das Szenario einer allmählichen Verbesserung der Frühindikatoren für wahrscheinlicher und gehen davon aus, dass die EZB den Leitzins für den Rest des Jahres bei 1,5% belassen wird.

### Sinkender Kapitalbedarf von Unternehmen spricht gegen Crowding out



**Renditen: Abschied von Rekordtiefs im Jahresverlauf**

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen dürften angesichts der anhaltenden Unsicherheit über die weitere Konjunktur-entwicklung und der Lage im Finanzsektor zunächst noch nahe an ihren historischen Tiefständen verharren. Im Zuge einer moderaten Erholung der Konjunktur, wieder anziehender Inflationsraten und dem Ausbleiben weiterer Zinsschritte durch die Notenbanken dürften die Renditen im späteren Jahresverlauf dann allerdings ansteigen. Dabei dürfte die Risikobereitschaft der Investoren allmählich wieder zunehmen, so dass sich die Renditeaufschläge gegenüber deutschen Bundesanleihen leicht einengen dürften.

*Dr. Marco Bargel*

**Prognosen Postbank Research**

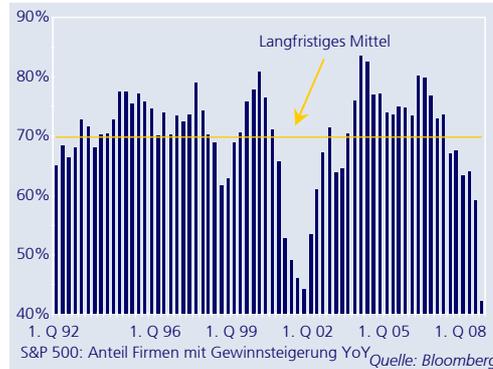
		26.02.	in 3 M	in 12 M
<b>Leitzinsen</b>				
Euroraum	%	2,00	1,50	1,50
USA	%	0-0,25	0-0,25	0,50
Japan	%	0,10	0,10	0,10
Großbritannien	%	1,00	1,00	1,00
<b>Renditen 10 Jahre</b>				
Bundesanleihen	%	3,13	3,30	3,60
US-Treasuries	%	2,99	2,90	3,20
Japanische JGB's	%	1,27	1,30	1,50
Britische Gilts	%	3,64	3,50	3,60

## Aktienmarkt: Stürmische See hält weiter an

### Aktien in der Eurozone und an der Wall Street im Gleichlauf gen Süden



### Gewinnsteigerungen sind fast schon die Ausnahme



### Indizes im neuen Jahr nur wenige Tage im positiven Terrain

Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer. Dies beschreibt trefflich die Kursentwicklung der vier von uns analysierten Indizes im bisherigen Jahresverlauf. Allein das Wort Schwalbe muss durch die Zeitangabe Woche ersetzt werden. Denn nur gut eine Woche notierten die Indizes über den Jahresendständen 2008. Seitdem gaben die Notierungen per Saldo nach. Aktuell weisen alle vier Indizes schon deutliche Kursrückgänge auf. Mit einem Minus von je knapp 15% schlagen sich der japanische Topix und der Standard & Poors 500 im Vergleich zu DAX und Euro Stoxx 50, die beide jeweils schon rund 19% hinten liegen, deutlich besser. Bei einem internationalen Performancevergleich rangieren die vier von uns analysierten Indizes weiterhin im hinteren Drittel aller Indizes. Schlechter entwickelten sich fast nur die Börsen in den kriselnden osteuropäischen Staaten.

Die globale Finanzmarktkrise und die rezessiven Tendenzen sind an den Börsen weiterhin die beherrschenden Themen, und hier überwiegen immer noch mit sehr deutlichem Abstand die negativen Nachrichten. Entsprechend zählen beiderseits des Atlantiks die Branchenindizes der Finanzwerte und der Industrials zu den schwächsten Sektoren.

### Unternehmensbilanzen mit deutlichen Bremspuren

Die aktuell laufende Berichtssaison der Unternehmen zum Geschäftsverlauf im 4. Quartal 2008 bzw. im Gesamtjahr 2008 zeigt eindeutig mehr Schatten als Licht. Die rezessiven Tendenzen rund um den Globus haben in vielen Bilanzen erhebliche Bremspuren hinterlassen. Nur noch 42% von der im Standard & Poors 500 zusammengefassten US-Unternehmen konnten ihren Gewinn im Vergleich zum Vorjahresquartal steigern. Dies sind deutlich weniger als während der letzten Rezession nach dem Platzen der Internet-Blase Anfang dieses Jahrtausends. Nur eine der zehn Branchen des Standard & Poors 500 konnte aggregiert den Gewinn im Vorjahresvergleich steigern. Der Fels in der Brandung war Health Care. Die Geschäftsentwicklung der Unternehmen dieser Branche ist nahezu unbeeinflusst vom Verlauf von Konjunkturzyklen. Schwach war die Gewinnentwicklung dagegen in konjunktursensiblen Branchen wie beispielsweise Materials.

Diese Verteilung wird auch bei einem Blick auf die Geschäftsentwicklung der Unternehmen diesseits des großen Teichs sichtbar. Henkel, Branche Health Care, präsentierte zum Beispiel eine stärker als erwartete Gewinnsteigerung. BASF, Chemie, rutsche dagegen aufgrund der schwachen

konjunkturellen Entwicklung in die Verlustzone.

### Firmengewinne im Rückwärtsgang

Zum einen hat die globale Finanzmarktkrise viele Banken in die ‚roten Zahlen‘ getrieben und zum anderen hat die weltweite konjunkturelle Schieflage die Gewinne vieler zyklisch aufgestellter Unternehmen wie den Schnee in der Sonne schmelzen lassen. Die aggregierten Firmengewinne der vier von uns analysierten Indizes sind daher in 2008 deutlich im Vergleich zum Vorjahr eingebrochen. Wir erwarten Gewinnrückgänge zwischen 25% beim Euro Stoxx 50 und 40% beim japanischen Topix. Die Unternehmen aus dem Land der aufgehenden Sonne leiden aufgrund ihrer hohen Exportabhängigkeit besonders stark unter den Auswirkungen der Konjunkturkrise. Die aktuelle Stärke des japanische Yen zu anderen Währungen wie dem US-Dollar oder dem Euro belastet die Geschäftsentwicklung der exportorientierten Firmen zusätzlich.

### Rasche Besserung der Geschäftsaussichten in 2009?

Die aktuelle Informationslage gibt wenig Hoffnung auf eine rasche Verbesserung der Geschäftsaussichten der Unternehmen. Kurzarbeit, Entlassungen und drastische Kostensenkungsprogramme stehen zur Zeit bei den meisten Firmen ganz oben auf der Agenda. Volle Auftragsbücher sind eher die Ausnahme. Dies spiegeln auch die Geschäftserwartungen einzelner Branchen wider. So dürfte der Markt für chemische Produkte im laufenden Jahr schrumpfen und der weltweite Chipabsatz wird nach Schätzungen der Branchenverbände um mehr als 20% im Vergleich zum Vorjahr einbrechen. Wir erwarten daher nach 2008 nochmals deutliche Rückgänge der aggregierten Gewinne für die vier von uns analysierten Indizes im laufenden Jahr.

Im späteren Jahresverlauf sollten die internationalen Konjunkturprogramme, die insgesamt ein Volumen von rd. 3.000 Mrd. US-Dollar haben, aber langsam ihre Wirkung entfalten und wieder ein moderates Wirtschaftswachstum ermöglichen.

### Unsicherheit bei Marktteilnehmern weiter hoch



### Von Entspannung noch keine Spur

Die Nervosität der Marktteilnehmer hat sich - gemessen an den Volatilitätsindizes - zwar im Vergleich zum Oktober und November letzten Jahres wieder deutlich reduziert. Von Entspannung kann aber bei weitem noch nicht die Rede sein. Denn das aktuelle Niveau entspricht den Ständen während der Asien- oder Russland-Krise der 90er-Jahre. Viele Investoren halten sich zur Zeit mit Aktienengagements zurück und betrachten das Marktgeschehen nur aus der sicheren Deckung. Die heftigen Kursschwankungen der letzten Wochen haben auch ihren Ursprung in dieser Zurückhaltung der Investoren. Da wir keine rasche Verbesserung der Lage erwarten, werden die Anleger erst später an den Markt zurückkehren und die unruhige Phase dürfte noch einige Monate anhalten.

Wenn die konjunkturelle Erholung gegen Ende 2009 langsam Gestalt annimmt und sich die Geschäftsaussichten der Firmen etwas bessern, sollte eine moderate Kurs-erholung einsetzen. Auf Jahressicht erwarten wir, dass die vier von uns analysierten Indizes über den aktuellen Niveaus notieren.

*Heinz-Gerd Sonnenschein*

### Prognosen Postbank Research

	26.02.	in 3 M	in 12 M
DAX	3.943	3.900-4.100	5.150-5.350
Euro Stoxx 50	2.021	1.900-2.100	2.500-2.700
S&P 500	753	725-825	900-1.000
Topix	743	700-800	825-925

## Marktprognosen März 2009

Zinsen in %	26.02.09	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
<b>Euroraum</b>					
Refisatz	2,00	1,50 (2,00)	1,50 (2,00)	1,50 (2,00)	1,50 (2,00)
3-Monats-Euribor	1,84	1,8 (2,4)	1,8 (2,4)	1,8 (2,4)	1,8 (2,4)
2-j. Bunds	1,34	1,5 (1,6)	1,8 (2,0)	1,9 (2,1)	2,0 (2,3)
10-j. Bunds	3,13	3,3 (3,1)	3,2 (3,5)	3,5 (3,6)	3,6 (3,8)
<b>USA</b>					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0,50
3-Monats-Libor	1,26	1,0	0,8	0,8 (0,6)	1,0
2-j. Treasuries	1,08	1,0 (0,7)	1,1	1,3	1,5
10-j. Treasuries	2,99	2,9 (2,4)	2,8 (2,7)	3,0	3,2
<b>EUR/USD-Spreads in Basispunkten</b>					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	58	80 (140)	100 (170)	100 (180)	80 (140)
10 J.: Bunds ./ Treasuries	14	40 (70)	40 (80)	50 (60)	40 (60)
<b>Japan</b>					
Overnight Call Rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	1,27	1,3	1,4	1,5	1,5
<b>UK</b>					
Base Rate	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	3,64	3,5 (3,3)	3,5 (3,6)	3,6 (3,7)	3,6 (3,9)
<b>Swap/Credit Spreads in Basispunkten</b>					
		<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 6 Monaten</b>	<b>in 9 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
10-j. Swaps ./ Bunds	36	45 (55)	45 (50)	40	40
EWU Corporates A-Rated ./ Bunds	283	260 (300)	250 (280)	240 (260)	240
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	1306	1100 (1200)	1000	900	800
<b>Wechselkurse</b>					
		<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 6 Monaten</b>	<b>in 9 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
US-Dollar (EUR/USD)	1,2754	1,35	1,30 (1,35)	1,25 (1,30)	1,25
Japanischer Yen (EUR/JPY)	125,72	123	122	120	120
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8910	0,91	0,89	0,87	0,85
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,4871	1,55	1,54	1,53	1,52
<b>Commodities</b>					
		<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 6 Monaten</b>	<b>in 9 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	44,93	40	50	50	60
Gold Spot (\$/Feinunze)	946,20	920 (780)	850 (800)	750	800
<b>Aktien</b>					
		<b>KGV</b>	<b>KGV</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Kursziel</b>
		<b>2008 e</b>	<b>2009 e</b>	<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
DAX	3.943	10,7	12,6	3.900 - 4.100	5.150 - 5.350
Euro Stoxx 50	2.021	8,2	9,6	1.900 - 2.100	2.500 - 2.700
Standard & Poors 500 *	753	13,6	15,1	725 - 825	900 - 1.000
Topix	743	15,0	17,7	700 - 800	825 - 925

\* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

## Konjunkturprognosen März 2009

	2008				2009				BIP			Inflation		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	in % YoY			in % YoY		
BIP, real in%QoQ, sa									2008	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e
Deutschland	1,5	-0,5	-0,5	-2,1	-1,5	0,0	0,2	0,3	1,3	-3,3 (-1,9)	1,2 (1,6)	2,6	0,6 (0,7)	1,5
Euroraum	0,7	-0,2	-0,2	-1,5	-1,2	0,0	0,2	0,3	0,7 (0,9)	-2,3 (-1,6)	1,2 (1,6)	3,3	0,7 (1,0)	1,9
USA	0,2	0,7	-0,1	-1,0	-1,1	0,1	0,4	0,4	1,3	-1,3 (-1,1)	1,8 (2,4)	3,8	-0,7	2,2
Japan	0,2	-0,9	-0,6	-3,3	-1,1	-0,6	-0,1	0,3	-0,7	-4,5 (-3,1)	0,6 (0,7)	1,4	-0,5 (0,0)	0,0 (0,3)

Vormonatsprognosen in Klammern