

## Mai 2009

---

➤ **Thema des Monats: Deutschland leidet am meisten unter dem Abbau internationaler Ungleichgewichte**

US-Leistungsbilanzdefizit einer der Ausgangspunkte der Krise...  
...aber auch weitgehende Bereinigung im Zuge der Krise  
Deutschland und Japan tragen die Hauptlast  
Ungleichgewichte zukünftig begrenzen

➤ **EWU-Konjunktur: Silberstreifen am Horizont**

1. Quartal ein düsteres Kapitel  
Allmählicher Stimmungsumschwung  
Inflationsrate weiter auf dem Rückzug

➤ **US-Konjunktur: Schwacher Puls wird fühlbar**

BIP im 1. Quartal nochmals kräftig gesunken  
Abwärtsdynamik verlangsamt sich  
BIP-Prognosen unverändert  
Inflationsrate in den nächsten Monaten negativ

➤ **Japanische Konjunktur: Vom Sturz- in den Sinkflug**

Anzeichen einer Bodenbildung  
Vorerst negative Inflationsraten

➤ **Rentenmarkt: Neuer Renditetrend lässt auf sich warten**

Immer mehr Anzeichen für Verbesserung der Lage am Interbankenmarkt  
EZB: Nur noch kosmetische Korrekturen  
Renditen von Benchmark-Staatsanleihen bleiben festgezurr

➤ **Aktienmarkt: Die Börsenampel steht erst auf ‚Gelb‘**

Seit Anfang März kletterten die Kurse fast überall rund um den Globus  
Indizes der Bankaktien Top-Performer beiderseits des Atlantiks  
Quartalszahlen der Firmen mit mehr Schatten als Licht  
Kurzfristig überwiegen die Risiken, langfristig die Chancen

## 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: 29.04.2009

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.

## Deutschland leidet am meisten unter dem Abbau internationaler Ungleichgewichte

Die derzeitige Wirtschaftskrise übertrifft in ihrer Breite und Tiefe alle anderen Krisen, die seit dem 2. Weltkrieg ausgebrochen sind. Sie ist weltumspannend. Kaum ein Land, geschweige denn eine Region kann sich ihrer Auswirkungen entziehen. Der Einbruch der Industrieproduktion und des Welthandels ist beispiellos. Vor allem aber wurde sie maßgeblich mit ausgelöst und wird weiterhin begleitet durch eine Finanzmarktkrise bisher ungekannten Ausmaßes.

Bei all diesen Unterschieden gibt es aber auch Gemeinsamkeiten mit fast allen anderen Wirtschaftskrisen der jüngeren Vergangenheit, die nicht überwiegend als zyklische Rezessionen zu interpretieren sind. Beispielhaft seien hier die sog. „Tequila-Krise“ Mexikos aus den Jahren 1994/95, die asiatische Finanzkrise 1997 oder die Argentinien-Krise 2001/2002 genannt. Ausgangspunkte dieser Krisen waren jeweils sehr hohe Leistungsbilanzdefizite und/oder eine überbordende Auslandsverschuldung, deren Finanzierung immer schwieriger wurde und die irgendwann zusammenbrach.

### US-Leistungsbilanzdefizit einer der Ausgangspunkte der Krise...

Einer der wichtigsten Gründe, weshalb die aktuelle Krise tiefer ist als alle seit der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre gesehen, basiert darauf, dass sie ihren Ursprung nicht in einem Schwellenland oder einer Gruppe von Schwellenländern hatte, sondern in der größten Volkswirtschaft der Welt - den USA. Vor dem Ausbruch der Krise erlebten diese eine Explosion ihres Leistungsbilanzdefizites, das von 385 Mrd. US-Dollar oder 3,8% des BIP im Jahre 2001 auf 788 Mrd. US-Dollar oder 5,9% des BIP im Jahre 2006 answoll.

Diesem Leistungsbilanzdefizit standen zwangsläufig Netto-Kapitalimporte in gleicher Höhe gegenüber, deren Zusammensetzung aber immer problematischer wurde. 2006 importierten die USA alleine

### USA: Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits mit heißer Nadel gestrickt



über den Verkauf von Corporate-Bonds und Agency-Bonds an ausländische Adressen 676 Mrd. US-Dollar bzw. finanzierten darüber 86% ihres Außenhandelsdefizits. Und diese Anleihe-Kategorien enthalten auch in großem Stile sog. Asset-Backed-Securities, von denen heutzutage wiederum viele unter dem Begriff „toxische Wertpapiere“ subsumiert werden.

Mit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise im August 2007 versiegte diese Quelle sehr rasch. In die Bresche sprangen zunächst ausländische Regierungen und Notenbanken. Zudem nahm der Import kurzfristigen Kapitals kräftig zu, was aber mit einer kräftigen Abwertung des Dollars erkaufte wurde.

### ...aber auch weitgehende Bereinigung im Zuge der Krise

Die realwirtschaftliche Reaktion der USA auf diese Entwicklungen war zunächst durchaus als 'klassisch' zu bezeichnen. Die von wesentlichen Elementen ihrer vorherigen Finanzierungsquellen abgeschnittene Binnenwirtschaft fiel bereits Ende 2007 in eine Rezession. Die realen Exporte dagegen legten deutlich zu, während bei den realen Importen ab dem 4. Quartal 2007 kontinuierliche Rückgänge zu verzeichnen waren. Dass die USA ihr Leistungsbilanzdefizit dennoch 2007 und vor allem 2008

nur moderat senken konnten, war auf den massiven Anstieg des Ölpreises zurückzuführen, der eine rasche Verbesserung zunächst verhinderte, da er die Importe aufblähte.

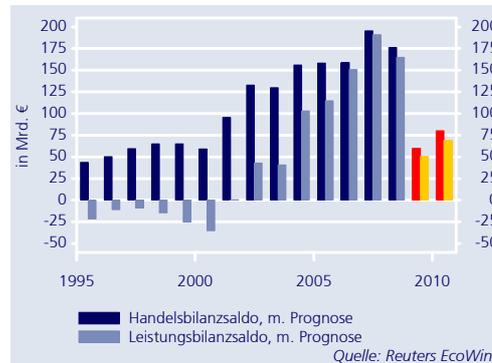
Seit der Eskalation der Finanzmarktkrise im September 2008 stockt zwar der Exportmotor, dafür kommt den USA jetzt aber der Rückgang des Ölpreises zu Hilfe. In den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres jedenfalls konnte das Defizit infolge des Ölpreiseffektes und kräftig sinkender realer Importe massiv gesenkt werden. Wir rechnen damit, dass das US-Leistungsbilanzdefizit in diesem Jahr nahezu halbiert wird und auf knapp 340 Mrd. US-Dollar fällt. Für 2010 erwarten wir über die Exporte, die sich im Zuge der graduellen Erholung der Weltkonjunktur etwas beleben sollten, nochmals eine leichte Verringerung des Defizits auf rund 320 Mrd. Dollar. Die USA dürften somit über mehr als drei Jahre hinweg einen gravierenden realwirtschaftlichen Anpassungsprozess durchmachen, der die Relation Leistungsbilanzdefizit / BIP von knapp 6% auf 2 bis 2,5% drückt. Sofern diese Erwartung zutrifft, würden die USA eine Größenordnung erreichen, die in etwa dem langjährigen Durchschnitt entspricht. Die Leistungsbilanzprobleme der USA dürften damit im Zuge der derzeitigen Krise weitgehend bereinigt werden.

### Deutschland und Japan tragen die Hauptlast

Drastisch sinkende Leistungsbilanzdefizite großer Länder bedingen entsprechend kräftige Gegenbewegungen in anderen Ländern. Entweder kommt es dort zum Abbau von Leistungsüberschüssen oder aber zum Aufbau von Leistungsbilanzdefiziten. Letzteres setzt aber wiederum entsprechende Kapitalzuflüsse aus dem Ausland voraus, was jedoch gerade in Zeiten einer ausgeprägten Finanzmarktkrise nahezu ausgeschlossen ist.

Die Anpassungslasten haben damit in erster Linie Länder zu tragen, die bisher hohe Leistungsbilanzüberschüsse erzielt haben. In Frage kommen hier vor allem

### Drastischer Einbruch des deutschen Leistungsbilanzüberschusses



Deutschland, Japan und China. Tatsächlich hatten diese drei Länder in den letzten Monaten drastische Einbrüche bei den Exporten zu verkraften. Die chinesischen Exporte brachen zu Beginn dieses Jahres um knapp 20% gegenüber dem Vorjahr ein, die deutschen um rund 23% und die japanischen sogar um fast die Hälfte. China konnte dabei aber seinen Handelsbilanzüberschuss im Vergleich zum Vorjahr sogar noch steigern, da die Einfuhren noch stärker zurückgingen. Hierbei wird es unseres Erachtens im weiteren Jahresverlauf zwar nicht bleiben, da das chinesische Konjunkturprogramm zu einer bedeutenden Steigerung der Importe führen dürfte. Dennoch erwarten wir, dass der chinesische Handelsbilanzüberschuss in diesem Jahr nur moderat von 296 Mrd. US-Dollar auf ca. 270 Mrd. fällt, um dann 2010 auf ein neues Hoch von 300 Mrd. zu klettern.

Deutschland und Japan sehen sich dagegen in diesem Jahr einer gewaltigen Korrektur ihrer Leistungsbilanzüberschüsse ausgesetzt. Deutschland wird dabei in Relation zu seiner Wirtschaftskraft noch stärker getroffen als Japan, das allerdings bereits 2008 einen heftigen Einbruch hatte hinnehmen müssen. Insgesamt dürften die Rückgänge in den Leistungsbilanzen Deutschlands und Japans in den Jahren 2007 und 2008 in etwa der Verbesserung der US-Leistungsbilanz entsprechen. Per saldo und über viele Umwege tragen diese beiden Länder damit fast ausschließlich die Last, die aus der Bereinigung des US-Defizits entsteht.

So schwer man auch daran trägt, beklagen dürfen sich hierüber eigentlich beide nicht. Beide haben nämlich in den Jahren zuvor auch massive Überschüsse aufgebaut, und beiden ist es gleichzeitig nicht gelungen, das bis 2007 günstige globale Umfeld in binnenwirtschaftliche Dynamik umzusetzen. Japan und Deutschland haben sich damit in höchstem Maße von der Bereitschaft und der Fähigkeit anderer Länder abhängig gemacht, Leistungsbilanzdefizite anzuhäufen und sich damit zu verschulden. Die Bilanz Deutschlands ist dabei sogar noch schlechter als die Japans. In den letzten sieben Jahren ist die Binnennachfrage hierzulande im Durchschnitt nicht einmal um 0,5% pro Jahr gestiegen. Und der Leistungsbilanzüberschuss erreichte 2007 mit 8% des BIP geradezu astronomische Höhen.

### Ungleichgewichte zukünftig begrenzen

Ein vollständiger Ausgleich von Leistungsbilanzen kann niemals ein sinnvolles Ziel sein. Länder, in denen die Binnennachfrage boomt, können über eine sich verschlechternde Leistungsbilanz Überhitzungsercheinungen abfedern. Umgekehrt bieten steigende Exporte und damit verbundene Leistungsbilanzüberschüsse Ländern mit lahmender Wirtschaft die Chance auf eine ökonomische Initialzündung. Auch gibt es gute Gründe für strukturelle Überschüsse oder Defizite. Für Deutschland und Japan mit ihren rapide alternden Bevölkerungen ist es z.B. durchaus sinnvoll, Überschüsse zu erzielen und damit Vermögen im Ausland zu bilden, das später zurückgeholt werden kann, um den inländischen Konsum und die Investitionen in gewohntem Umfang aufrecht zu erhalten.

Sinnvoll ist es allerdings, Übertreibungen zu vermeiden, die in sich bereits den Keim einer abrupten Kehrtwende tragen. Die Vermeidung extremer Leistungsbilanzsaldden, sei es in negativer oder positiver Hinsicht, sollte damit essentieller Bestandteil einer globalen Krisenprävention sein. Anders als in den vorangegangenen Jahrzehnten sind hier zunächst nicht die Schwellenländer gefragt, sondern vor allem die G-3-Staaten zuzüglich Chinas. Die USA sind vor allem aufgefordert, auch nach Überwindung der aktuellen Krise keine neuerliche Überkonsumption mehr zuzulassen. Die Überschussländer der letzten Jahre, Japan, China und insbesondere auch Deutschland, stehen aber vor mindestens genau so großen Herausforderungen. Die Strategie der letzten Jahre, auf stetig steigende Exportüberschüsse als Motor des Wachstum zu setzen, kann nämlich nicht aufgehen. Dies hat das letzte halbe Jahr eindrucksvoll bewiesen. China scheint zwar noch recht gut durch die aktuelle Krise zu kommen. Je länger das Land aber steigende Exportüberschüsse anhäuft, desto heftiger wird dann die Reaktion sein.

Deutschland wiederum sollte zukünftig jede Initialzündung, die von der Exportseite herrührt, dazu nutzen, die binnenwirtschaftliche Entwicklung voranzubringen, also die Investitionen im Inland und den inländischen Konsum zu steigern. Themen, die zwischenzeitlich von dem Exportboom überdeckt worden waren, wie die Schaffung eines investitionsfreundlichen Steuersystems, die Stärkung der Kaufkraft durch niedrigere Steuern und Sozialabgaben oder Bürokratieabbau, um nur einige zu nennen, sollten deshalb spätestens nach Überwindung der akutesten Probleme aktueller werden denn je.

*Heinrich Bayer*

### Prognosen Postbank Research

	Leistungsbilanzsaldo				Realer Außenhandel		
	Wachstumbeitrag in % des BIP						
	Deutschland	USA	Japan	China	Deutschland	USA	Japan
	(in Mrd. €)	(in Mrd. \$)	(in Bill. Yen)	(in Mrd. \$)			
<b>2008</b>	164,9	-673,3	16,4	295,7	-0,4	1,4	0,2
<b>2009e</b>	51,0	-338,0	6,5	270,0	-4,4	0,3	-3,9
<b>2010e</b>	69,0	-316,0	9,4	300,0	0,1	0,1	0,5

## EWU-Konjunktur: Silberstreifen am Horizont

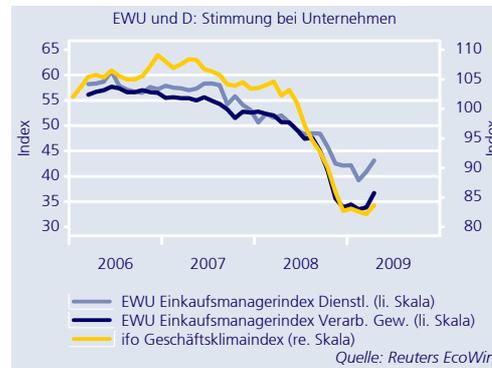
### 1. Quartal ein düsteres Kapitel

Offizielle Daten zur deutschen Wirtschaftsleistung im 1. Quartal liegen zwar noch nicht vor, aber die bisher verfügbaren Indikatoren weisen auf ein noch deutlich schlechteres Ergebnis als im Schlussquartal 2008 hin, in dem das reale BIP um 2,1% gegenüber der Vorperiode schrumpfte.

Die Zahlen zur Industrieproduktion, die im Februar nochmals um 2,9% sank und damit den sechsten Rückgang in Folge zeigte, besiegeln zusammen mit den schwachen Exportdaten das schlechte Abschneiden der deutschen Wirtschaft zum Jahresauftakt. Eine weitere Abwärtskorrektur unserer Prognose wird damit unumgänglich. Beim jetzt von uns erwarteten BIP-Rückgang um rund 3¼% sollte das Gros erneut seitens des Außenbeitrags und der Bruttoanlageinvestitionen gekommen sein. Potenziell gut für einen deutlich negativen Beitrag ist zudem die Lagerkomponente, nachdem es im 4. Quartal zu einem überraschend starken Lageraufbau gekommen war. Positive Impulse sollten dagegen dank Abwrackprämie vom Privaten Verbrauch kommen, und auch der Staatsverbrauch dürfte einen positiven Beitrag leisten. Das Gesamtergebnis wird dies allerdings nicht retten.

In der gesamten Eurozone weist die Industrieproduktion im Durchschnitt von Januar und Februar einen Rückgang von über 6% gegenüber dem 4. Quartal aus und legt somit ebenfalls ein negativeres Ergebnis zum Jahresauftakt nahe als bislang noch unterstellt. Der Außenbeitrag wird im Vergleich zu Deutschland deutlich weniger von der Wirtschaftsleistung geraubt haben. Insgesamt rechnen wir für die Eurozone jetzt mit einem BIP-Rückgang um 2% gegenüber dem 4. Quartal. Von den drei großen EWU-Ländern dürfte Frankreich dabei noch am wenigsten schlecht dastehen.

### Unternehmensstimmung fängt sich



### Allmählicher Stimmungsumschwung

Gemessen an den jüngsten Stimmungsindekatoren scheint der freie Fall der Konjunktur mittlerweile aber merklich gebremst zu sein, denn es mehren sich die Lichtblicke. Erstmals seit Mitte 2007 sehen vom ZEW befragte Analysten wieder mehrheitlich optimistisch in die Zukunft. Aber auch bei den Unternehmen vollzieht sich jetzt ein allmählicher Stimmungsumschwung. Die unter Einkaufsmanagern des Verarbeitenden Gewerbes wie auch des Dienstleistungssektors erhobenen Umfragen zeigten sich im April deutlicher verbessert als erwartet. Zwar weisen die Indizes auch mit den aktuellen Ständen noch auf anhaltend schrumpfende Geschäftsaktivitäten hin, doch liegt ein Hauch von Trendwende in der Luft.

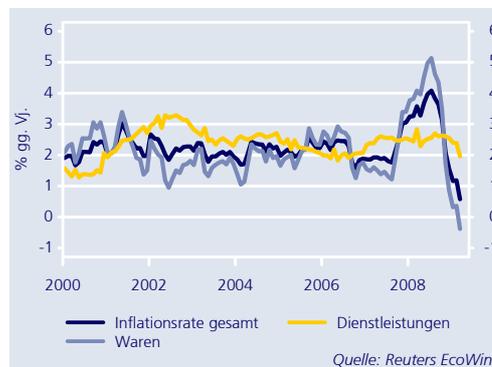
Unterstützt wird dieser Eindruck auch vom ifo Geschäftsklimaindex. Dieser hat sich im April vergleichsweise deutlich aufgeheitelt. Erstmals seit Mai 2008 schätzen die befragten Unternehmen die aktuelle Lage als etwas besser ein als im Vormonat. Die Geschäftserwartungen verzeichneten den vierten Anstieg in Folge. In vergangenen Phasen galten drei Anstiege als Zeichen eines Trendwechsels. Die allzu fragile wirtschaftliche Lage mahnt allerdings zur Vorsicht. In den nächsten Monaten muss sich zeigen, ob sich dieser willkommene Ansatz festigen kann.

Insgesamt korrigieren wir unsere BIP-Prognose für Deutschland für das laufende Jahr aufgrund des miserablen Jahresauftakts nochmals nach unten auf jetzt -4,9%. Dies drückt auch die Prognose für die gesamte Eurozone, zumal das BIP für das zweite Halbjahr 2008 etwas nach unten revidiert worden ist. Für das EWU-BIP prognostizieren wir jetzt für 2009 einen Rückgang um 3,2%. Die jüngste Serie von Geschäftsklimaindikatoren erhält die Zuversicht, dass es im 2. Halbjahr zu einer leichten konjunkturellen Belebung kommt, zumal dann weitere Maßnahmen im Rahmen des deutschen Konjunkturpakets erst greifen und geldpolitische Impulse eine stärkere Wirkung entfalten sollten. Die Unsicherheit über den weiteren Verlauf bis Ende 2010 bleibt hoch. Unser Basisszenario bleibt das einer moderaten Belebung. Vorerst rechnen wir daher für 2010 weiterhin mit einer positiven Wachstumsrate von 1,2% für Deutschland und die Eurozone.

### Inflationsrate weiter auf dem Rückzug

Im März sind die Verbraucherpreise in der Eurozone vergleichsweise deutlich um 0,4% gegenüber dem Vormonat gestiegen. Grund dafür war vor allem saisonbedingt teurere Kleidung. Die Energiepreise haben dagegen nachgegeben.

### Dienstleistungspreise weniger schwankungsanfällig



Im Vorjahresvergleich sind die Verbraucherpreise damit nur noch um 0,6% angestiegen. Ohne Energie und Nahrungsmittel nahmen die Preise um 0,7% zu, womit die Kerninflation von 1,7% auf 1,5% nachgab. Bislang entwickelt sich die Inflationsrate insgesamt im Rahmen des Erwarteten, d.h. den größten Einfluss üben die Basiseffekte über die Energiepreise aus. Dies spiegelt sich vor allem in Warenpreisen wider, während sich Dienstleistungspreise davon weniger stark beeinflusst zeigen. In den nächsten Monaten dürfte die Inflationsrate noch weiter auf 0% oder sogar leicht darunter nachgeben, ehe sie zum Jahresende hin wieder anziehen sollte. Unsere Inflationsprognosen bleiben unverändert bei +0,7% für 2009 und +1,9% für 2010.

Fabienne Riefer

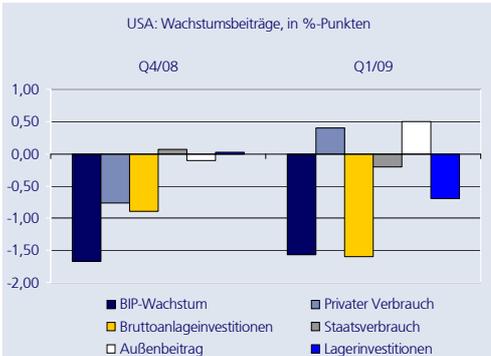
### Prognosen Postbank Research

% ggü. Vj.	Deutschland			Euroraum		
	2008	2009e	2010e	2008	2009e	2010e
<b>Reales BIP</b>	1,3	-4,9	1,2	0,7	-3,2	1,2
Privater Verbrauch	-0,1	0,9	-0,1	0,5	0,1	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	4,4	-7,0	1,8	0,6	-8,5	0,3
Staatsverbrauch	2,0	2,1	2,5	2,0	2,0	2,0
Exporte	2,7	-16,0	6,6	1,6	-12,3	5,2
Importe	4,0	-8,5	6,7	1,7	-9,8	4,9
Außenbeitrag*	-0,3	-4,4	0,1	0,0	-1,3	0,1
Lagerinvestitionen*	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Inflation</b>	2,6	0,6	1,5	3,3	0,7	1,9

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

## US-Konjunktur: Schwacher Puls wird fühlbar

### BIP im 1. Quartal nochmals kräftig gesunken



Laut vorläufigen Angaben ist die US-Wirtschaftsleistung im ersten Jahresviertel um annualisiert 6,1% gegenüber dem Vorquartal geschrumpft. Das Ausmaß des Rückgangs war damit fast genau so stark wie im Schlussquartal 2008. Zu dem sehr schlechten Ergebnis trug in erheblichem Ausmaß ein nochmals deutlich verstärkter Lagerabbau bei. Im Ergebnis raubte diese Komponente rund 2,8%-Punkte Wachstum. Das kräftigste Minus kam jedoch seitens der Bruttoanlageinvestitionen, auf deren Konto gut 6%-Punkte des Rückgangs gingen. Dabei verbuchten die Ausrüstungen, aber auch die gewerblichen Bauten massive Rückgänge. Somit hat die Krise jetzt auch die gewerblichen Bauten voll erfasst. Abermals schlechter als im Vorquartal fielen zudem die Wohnungsbauinvestitionen aus, deren Verminderung 1,4%-Punkte Wachstum kostete. Überraschend war das Minus bei den Staatsausgaben, das sich aufgrund des Konjunkturpakets aber wohl so schnell nicht wiederholen dürfte. Eine positive Überraschung kam ausgerechnet vom Privaten Konsum, der nach zwei negativen Quartalen annualisiert 1,5%-Punkte Wachstum lieferte. Aber auch der Außenbeitrag war mit einem positiven Beitrag von annualisiert 2%-Punkten kräftiger als erwartet.

### Abwärtsdynamik verlangsamt sich

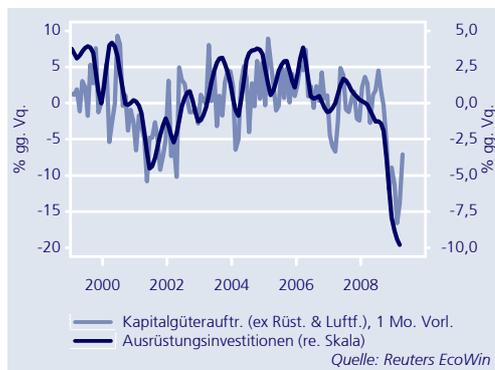
Die Aussichten für das laufende Quartal sind nicht mehr so trübe. Von der Lagerkomponente dürften im laufenden Quartal positive Impulse ausgehen, da die Unternehmen ihre Lager kaum weiter in diesem Tempo reduzieren können. Insgesamt hält der Lagerabbau in diesem Zyklus bereits lange an und ist äußerst umfangreich. Allmählich dürfte von dieser Seite eine Basis für einen moderaten Aufschwung gelegt sein.

Aktuell stabilisieren sich zudem einige Stimmungsindikatoren. So hat sich etwa der ISM Index im März zum dritten Mal in Folge leicht aufgehellt. Regionale Indikatoren aus dem Verarbeitenden Gewerbe wie der Empire State und der Philadelphia Fed Index lassen für April auf eine weitere Verbesserung hoffen. Das Tempo der Talfahrt in der US-Industrie zeigt sich damit gedrosselt. Mittlerweile scheint sich auch das Verbrauchervertrauen auf sehr niedrigem Niveau einzupendeln. Gleichwohl dürfte der Private Konsum angesichts der desolaten Arbeitsmarktlage und der Notwendigkeit, die hohe Verschuldung weiter zurückzuführen, gedämpft bleiben. Der anhaltende Beschäftigungsabbau sollte sich in den nächsten Monaten in einer deutlicher abgeschwächten Lohnentwicklung niederschlagen. Im März gingen in den USA nochmals 663.000 Stellen verloren. Damit hat sich die Geschwindigkeit des Beschäftigungsabbaus im Februar/März gegenüber Dezember/Januar sogar leicht verlangsamt. Die Arbeitslosenquote ist von 8,1% auf 8,5% gestiegen. In den nächsten Monaten dürfte sie weiter Kurs in Richtung einer zweistelligen Rate nehmen. Der Höhepunkt der Arbeitslosigkeit dürfte im Frühjahr nächsten Jahres erreicht sein, sofern unser Szenario einer nun allmählich einsetzenden konjunkturellen Stabilisierung und nachfolgend leichten Belebung zutrifft.

Neben Stimmungsindikatoren deuten aktuell auch einzelne „harte Daten“ auf

eine Bodenbildung hin. Dies zeigt sich etwa beim Auftragseingang für langlebige Güter. In der Abgrenzung Kapitalgüter ohne Rüstung und Luftfahrt, die eine Orientierung für die Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen gibt, ist es im März zum zweiten Anstieg in Folge gekommen. Dem ging aber auch eine Serie von massiven Abstürzen voraus. Für das 2. Quartal sieht es damit nach einem spürbar geringeren Rückgang der Ausrüstungen als im 1. Jahresviertel aus.

### Auftragseingang spricht für gebremste Abwärtsdynamik bei Investitionen



Wieder einmal erwecken auch die Daten zu den Hausverkäufen bzw. Baubeginnen und -genehmigungen den Eindruck einer Bodenbildung am Wohnimmobilienmarkt. Der NAHB-Hausmarktindex hat sogar einen recht deutlichen Satz nach oben gemacht. Schon einige Male ist es hier jedoch zu Fehlsignalen gekommen. Zumindest aber sollte die beschleunigte Abwärtsphase nach der Insolvenz der Bank Lehman Brothers jetzt überwunden sein.

### BIP-Prognosen unverändert

Die aktuellen Stabilisierungstendenzen der Stimmungsindikatoren bzw. einzelner „harter Fakten“ stützen die Erwartung, dass das Konjunktural gerade durchschritten wird. Für das laufende Quartal sehen wir die Chance auf eine zumindest stagnierende oder sogar geringfügig zunehmende Wirtschaftsleistung. Mit der einsetzenden Wirkung des Konjunkturpakets und den geldpolitischen Maßnahmen rechnen wir dann mit einer leichten

Belebung im Laufe des zweiten Halbjahres. Unsere BIP-Prognose für 2009 belassen wir bei -2,2%. Ebenso rechnen wir für 2010 unverändert mit einer um 1,8% steigenden Wirtschaftsleistung. Weiterhin bleiben die Prognosen aber mit großer Unsicherheit behaftet.

### Inflationsrate in den nächsten Monaten negativ

Die Verbraucherpreise sind im März im Vergleich zum Vormonat um 0,1% gesunken. Grund für den unerwarteten Rückgang waren vor allem die Benzinpreise. Dies hatte sich auch schon auf der Erzeugerebene gezeigt. Insgesamt haben die Energiepreise im März um 3% nachgegeben. Die Inflationsrate sank damit auf -0,4%. Die Kernrate stieg dagegen um 0,2% gegenüber Februar bzw. 1,8% gegenüber Vorjahr. Damit zeigt sich einmal mehr, dass die momentane Disinflation überwiegend über die Vorjahresentwicklung bei den Energiepreisen bestimmt wird. Diese Entwicklung wird auch bis in den Sommer anhalten. Zum Jahresende werden sich diese Basiseffekte umkehren und für eine Rückkehr der Inflationsrate in den positiven Bereich sorgen. Die Kerninflation dürfte sich im schwachen konjunkturellen Umfeld weiterhin moderat entwickeln. Unsere Inflationsprognosen bleiben unverändert bei -0,7% für dieses und 2,2% für das kommende Jahr.

Fabienne Riefer

### Prognosen Postbank Research

% ggü. Vj.	USA		
	2008	2009e	2010e
<b>Reales BIP</b>	1,1	-2,2	1,8
Privater Verbrauch	0,2	-0,8	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	-4,9	-17,1	0,4
Staatsverbrauch	2,9	2,5	2,9
Exporte	6,2	-11,1	5,8
Importe	-3,4	-10,9	3,9
Außenbeitrag**	1,3	0,3	0,1
Lagerinvestitionen**	-0,2	0,0	0,2
<b>Inflation</b>	3,8	-0,7	2,2

\*\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

## Japan: Vom Sturz- in den Sinkflug

### Erste Stabilisierung im Außenhandel



### Anzeichen einer Bodenbildung

In den vergangenen Monaten war Japan ein Sinnbild dafür, wie stark ein Land in die Krise gezogen werden kann, obwohl es mit deren Ursprung nichts zu tun hatte. Denn weder von überbewerteten Immobilien noch von einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte war in Japan etwas zu sehen. Einzig die Exportabhängigkeit wurde Japan aufgrund einer weg brechenden globalen Nachfrage zum Verhängnis. Die Exporte fielen dramatisch und sorgten im letzten Quartal 2008 für ein Schrumpfen der Wirtschaftsleistung in Höhe von 3,2% gegenüber dem Vorquartal. Die Talfahrt bei den Exporten verschärfte sich im 1. Quartal 2009 sogar noch. Um fast 50% gaben sie gegenüber ihren Vorjahreswerten nach und werden das Jahresergebnis damit deutlich belasten. Wir haben unsere Prognose für 2009 daher angepasst und erwarten einen Rückgang des BIP um 6%. Unsere Erwartungen für 2010 belassen wir bei 0,6% Wachstum.

Nach der äußerst dramatischen Entwicklung der letzten Monate zeichnet sich nun jedoch auch in Japan eine gewisse Stabilisierung ab. So haben die Exporte ihre Abwärtsbewegung im Vorjahresvergleich verringert. Im März betrug die Veränderungsrate „nur noch“ -45,6%. Gegenüber Februar wurde mit 2,2% gar der erste Anstieg der Exporte seit Mai 2008 verzeichnet. Außerdem deuten

Stimmungsindikatoren sowohl aus der Industrie als auch seitens der Verbraucher auf eine Aufhellung hin. Vor allem bei den Konsumenten waren in den letzten Monaten deutliche Anstiege sowohl bei der Beurteilung der Lage als auch bei den Erwartungen zu verzeichnen.

Auch seitens der Politik gibt es weitreichende Unterstützung. Die japanische Regierung hat kürzlich ein neues Konjunkturpaket auf den Weg gebracht - es ist bereits das dritte binnen eines halben Jahres. Mit umgerechnet etwa 120 Mrd. Euro allein in der dritten Stufe sollen Investitionen und der private Verbrauch gefördert werden, um die Rezession einzudämmen. Die Maßnahmen sollten auch einen Teil dazu beitragen, dass sich die japanische Wirtschaft in den kommenden Monaten fängt.

### Vorerst negative Inflationsraten

Aufgrund der massiven Ölpreissteigerungen im vergangenen Jahr dürfte die Inflationsrate im März basisbedingt in den negativen Bereich gefallen sein. Negative Inflationsraten werden wohl auch in den kommenden Monaten zu beobachten sein. Im Jahresdurchschnitt erwarten wir nach wie vor einen Verbraucherpreisrückgang in Höhe von 0,5%.

*Thilo Heidrich*

### Prognosen Postbank Research

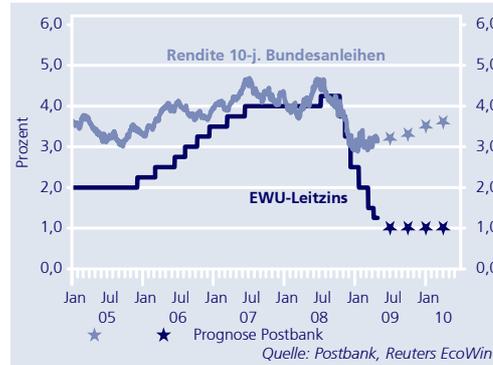
% ggü. Vj.	Japan		
	2008	2009e	2010e
<b>Reales BIP</b>	-0,7	-6,0	0,6
Privater Verbrauch	0,5	0,1	0,7
Bruttoanlageinvestitionen	-4,8	-9,2	-0,1
Staatsverbrauch	0,8	1,2	1,2
Exporte	1,9	-36,1	5,5
Importe	1,1	-17,4	1,4
Außenbeitrag*	0,2	-3,9	0,5
Lagerinvestitionen*	-0,1	-0,1	-0,3
<b>Inflation</b>	1,4	-0,5	0,0

\* Wachstumsbeiträge in % des BIP

## Rentenmarkt: Neuer Renditetrend lässt auf sich warten

Am Rentenmarkt kam es in den vergangenen Wochen kaum zu nennenswerten Bewegungen. Mit 3,1% liegt die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen aktuell in etwa auf Vormonatsniveau. In den USA hat sich die Rendite von US-Treasuries leicht erhöht, so dass sich der Renditeabschlag im 10-Jahresbereich zuletzt nahezu eingeebnet hat. Die Stabilisierung der Renditen von Staatsanleihen auf niedrigem Niveau dürfte in erster Linie eine Folge mangelnder neuer Impulse seitens der Geldpolitik und anhaltend niedriger Inflationsraten sein. Die Notenbanken in den großen Währungsräumen haben die traditionellen geldpolitischen Instrumente weitgehend ausgereizt. Auch eine Trendwende in Richtung höherer Zinssätze ist angesichts weiterhin sehr schwacher Konjunkturdaten nicht in Sicht. Üblicherweise etabliert sich ein neuer nachhaltiger Trend am Rentenmarkt erst dann, wenn sich eine Änderung in den geldpolitischen Rahmenbedingungen andeutet. Auch die Rolle von Bundesanleihen als sicherer Hafen für Anleger vermag dem Rentenmarkt keine positiven Impulse mehr zu verleihen. Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat ihren Höhepunkt überschritten. Die jüngsten Konjunkturdaten haben die Hoffnung auf ein Ende des dynamischen Abwärtstrends bestärkt. Auch die zahlreichen Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik dürften die Zuversicht der Marktteilnehmer auf eine baldige konjunkturelle Stabilisierung gestärkt haben. Gegen einen weiteren Rückgang der Renditen von Staatsanleihen spricht zudem die Sorge vor einer rasch wachsenden Staatsverschuldung infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise.

### Zinsen auf niedrigem Niveau festgezurr



### Immer mehr Anzeichen für Verbesserung der Lage am Interbankenmarkt

Weitere Fortschritte gibt es auch bei der Überwindung der Finanzkrise, selbst wenn es für eine endgültige Entwarnung noch eindeutig zu früh ist. Die preislichen Verzerrungen am Geldmarkt haben sich in den letzten Wochen wieder merklich zurückgebildet. So beträgt der Spread zwischen unbesicherten und besicherten Geldmarktgeschäften im 3-Monatsbereich aktuell nur noch etwa 50 Basispunkte. Er ist damit zwar immer noch etwa 5-mal so hoch wie in der Zeit unmittelbar vor Ausbruch der US-Hypothekenkrise Mitte 2007. Nach der Insolvenz der US-Bank Lehman Brothers im Herbst 2008 war der Spread aber zeitweise bis auf fast 190 Basispunkte geklettert. Laut Einschätzung der EZB könnte auch die tendenziell sinkende Inanspruchnahme ihrer Einlagenfazilität ein Indiz für eine schrittweise Normalisierung am Interbankenmarkt sein. Hoffnung auf eine Verbesserung der Lage an den Kapitalmärkten macht zudem der Rückgang der Risikoprämien bei einzelnen Finanzinstrumenten. Insbesondere Anleihen mit einem vergleichsweise guten Rating, wie z.B. Unternehmensanleihen mit einem A-Rating oder Anleihen von EWU-Staaten, haben gegenüber Benchmark-Anleihen in den letzten Wochen deutlich an Wert gewonnen.

Bisher beschränkt sich diese Entwicklung aber noch auf wenige Segmente des Anleihemarktes, während beispielsweise die Risikoprämien bei deutschen Pfandbriefen nach wie vor auf einem sehr hohen Niveau verharren. Eine Normalisierung der Preisverhältnisse auch in diesem Bereich ist aber eine wichtige Voraussetzung dafür, dass die Banken wieder auf ihre traditionell bedeutsamen Refinanzierungsinstrumente zurückgreifen und auf alternative, staatlich geförderte Wege verzichten können.

**EZB: Nur noch kosmetische Korrekturen**

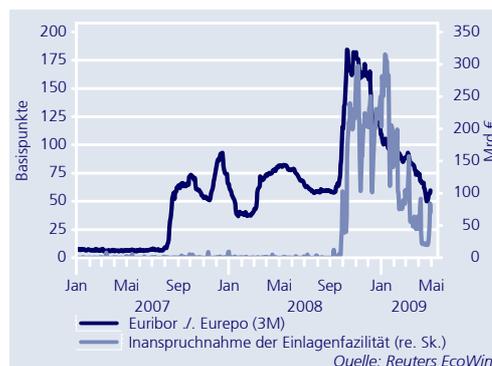
Anfang April überraschte die EZB Marktteilnehmer und Analysten mit einer Leitzinssenkung von nur 25 Basispunkten. Mehrheitlich war eine Rücknahme um 50 Basispunkte erwartet worden. Die Notenbank begründete den kleinen Zinsschritt damit, dass der Rat den Zinskorridor zwischen Einlagenzins, Refisatz und Zins für die Spitzenrefinanzierungsfazilität unverändert lassen wollte. Der Einlagenzins, der seit Verschärfung der Finanzkrise de facto zu einer Art Leitzins geworden ist, hat laut Trichet mit der Absenkung auf 0,25% seinen Tiefpunkt erreicht. Eine weitergehende Rücknahme der übrigen EZB-Zinssätze hätte also bedeutet, dass die Notenbank den Zinskorridor verringern muss. Mit einer solchen Strategie hat die EZB aber bereits schlechte Erfahrungen gemacht. Unmittelbar nach der Insolvenz der US-Bank Lehman Brothers im Herbst letzten Jahres hatte sie den Refi-Satz um 50 Bp reduziert, den Einlagenzins aber zunächst konstant gehalten. Die von der EZB bereitgestellte Sonderliquidität zur Stützung des Finanzsektors floss daraufhin in Form von Einlagen an die Notenbank zurück, so dass das eigentliche Ziel, nämlich die Erhöhung der Liquidität im Interbankenmarkt, nicht erreicht wurde.

Ob die EZB ihren Leitzins trotzdem noch einmal senken wird, hängt unseres Erachtens in entscheidendem Maße von der Konjunkturerholung und dem Fortgang der Finanzkrise ab. In beiden Bereichen sind zwar seit ein paar Wochen erste Anzeichen einer Stabilisierung bzw. Verbesserung auszumachen. Wir gehen aber davon aus, dass dies noch nicht ausreicht, um die EZB zum "Stillhalten" zu bewegen. Sie dürfte daher den noch bestehenden, sehr kleinen Spielraum nutzen und den Leitzins um 25 Basispunkte auf dann 1% absenken. Gleichzeitig könnte sie den Startschuss für alternative Maßnahmen geben. Dies kann beispielsweise den Ankauf von Staatsanleihen bedeuten - ein Weg, den andere Notenbanken schon seit einiger Zeit beschreiten.

**Renditen von Benchmark-Staatsanleihen bleiben festgezurr**

Angesichts weiterhin mangelnder geldpolitischer und konjunktureller Impulse dürften sich die Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries in den kommenden Monaten kaum verändern. Zwar werden die Konjunkturdaten nach unserer Einschätzung zunehmend auf eine moderate Konjunkturerholung gegen Jahresende hindeuten. Gleichzeitig bleibt die Inflationsentwicklung aber sehr

**Weitere Schritte in Richtung Normalisierung am Interbankenmarkt**



gedämpft. Bis in den Sommer hinein ist aufgrund von statistischen Basiseffekten aus dem Vorjahr sogar noch mit einem weiteren Rückgang der bereits sehr niedrigen Inflation im Euroraum zu rechnen. Damit dürfte für die Währungshüter kaum ein Anlass bestehen, ihren sehr expansiven geldpolitischen Kurs zurückzufahren. Erst Anfang 2010 rechnen wir aufgrund einer sich verbessernden Konjunktursituation und steigenden Inflationsraten mit einem Anziehen der Leitzinserwartungen insbesondere in den USA. Damit wäre dann auch der Boden für einen Aufwärtstrend bei den langfristigen Renditen gelegt. Da wir allerdings nicht mit schnellen Zinsanhebungen rechnen, dürfte auch der Anstieg der Renditen von Staatsanleihen eher moderat ausfallen. Wir erwarten die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen in 12 Monaten bei 3,6%.

*Dr. Marco Bargel*

#### Prognosen Postbank Research

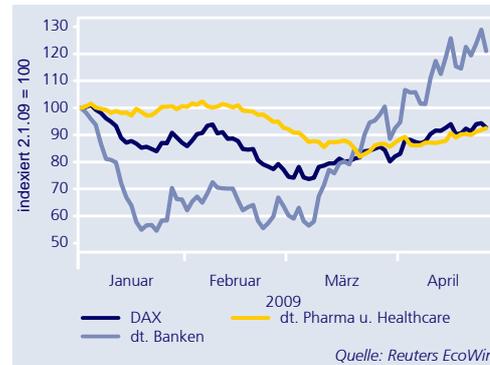
		29.04.	in 3 M	in 12 M
<b>Leitzinsen</b>				
Euroraum	%	1,25	1,00	1,00
USA	%	0-0,25	0-0,25	0,50
Japan	%	0,10	0,10	0,10
Großbritannien	%	0,50	0,50	0,75
<b>Renditen 10 Jahre</b>				
Bundesanleihen	%	3,13	3,20	3,60
US-Treasuries	%	3,11	3,20	3,60
Japanische JGB's	%	1,41	1,40	1,50
Britische Gilts	%	3,45	3,50	3,90

## Aktienmarkt: Die Börsenampel steht erst auf ‚Gelb‘

### Aktienindizes mit deutlichen Kurszuwächsen in den letzten Wochen



### Bankaktien auf der Überholspur - Rückkehr der Verlierer?



### Seit Anfang März kletterten die Kurse fast überall rund um den Globus

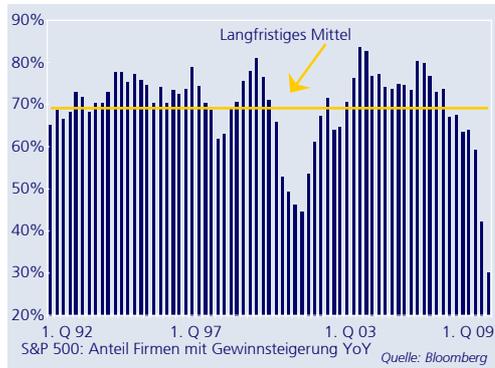
In den letzten Wochen überwog der Optimismus auf den Märkten. Positive Nachrichten von Seiten einzelner Finanzinstitute beiderseits des Atlantiks leiteten diesen Stimmungsumschwung ein. Mit nur wenigen Ausnahmen verzeichnen die Aktienbörsen weltweit seit Anfang März eine positive Kursentwicklung. An den meisten Börsenplätzen fällt sie prozentual zweifellos aus. Die Indizes der BRIC-Länder Russland und Indien rangieren mit Kursanstiegen von 39 bzw. 35% weltweit unter den besten Börsenplätzen. DAX, Euro Stoxx 50 und Standard & Poors 500 belegen mit Kurszuwächsen von jeweils gut 25% Plätze im oberen Mittelfeld unserer globalen Marktanalyse. Nur eine ‚gute Hand voll‘ Aktienindizes gaben auch in dem für Dividentitel guten Umfeld weiter nach. Mit einem Kursrückgang von knapp 20% im besprochenen Zeitraum zählt Islands OMX zu den schwächsten Indizes weltweit.

Die Kursentwicklung der von uns analysierten Indizes stellt sich seit dem Jahreswechsel 2008/2009 nun auch wieder freundlicher dar. Aus den deutlichen Kursrückgängen von jeweils mehr als 20%, die DAX, Euro Stoxx 50 und Standard & Poors 500 bis Anfang März angehäuft hatten, sind nun ‚überschaubare‘ Verluste im mittleren einstelligen Prozentbereich geworden.

### Indizes der Bankaktien Top-Performer beiderseits des Atlantiks

Die Anfang März gestartete Erholungsrallye der Bankaktien hält bis heute an. Waren es zunächst positive Nachrichten von Seiten einiger Finanzinstitute beiderseits des Atlantiks zum Geschäftsverlauf in den ersten Monaten dieses Jahres, die die Kurse anschoßen. So waren es zuletzt von Anlegern positiv bewertete Quartalsergebnisse von europäischen und US-Banken, die Bankaktien weiter steigen ließen. Seit dem bisherigen Jahrestiefstand am 6. März hat sich der Branchenindex der deutschen Bankaktien zum Beispiel mehr als verdoppelt. Die beim DAX seitdem gesehene Kurserholung wurde maßgeblich von Bank- und Versicherungswerten getrieben. Bei einem Indexanteil von weniger als 20% zeichneten die sechs im DAX notierten Banken und Versicherer für rd. ein Drittel des Indexanstiegs verantwortlich. Die Indizes der Banken der Eurozone bzw. der USA haben sich vergleichbar positiv entwickelt und maßgeblich zu den Kursanstiegen von Euro Stoxx 50 oder S&P 500 beigetragen. Nun das Ende der Finanzmarktkrise auszurufen ist nach unserer Ansicht aber zu früh. Das Schlimmste sollte zwar hinter uns liegen. Doch allein die aktuellen Bestrebungen der Bundesregierung zum Aufbau eines Bad-Bank-Modells für deutsche Banken zeigt, das immer noch Risiken in einzelnen Bankbilanzen schlummern.

### USA: Berichtssaison zum 1. Quartal 2009 mit schwachem Verlauf



### Quartalszahlen der Firmen mit mehr Schatten als Licht

In den USA haben inzwischen die Hälfte der im Standard & Poors 500 gelisteten Unternehmen ihre Zahlen zum Geschäftsverlauf im 1. Quartal 2009 vorgelegt. Nur 30% der Firmen konnten ihren Gewinn im Vorjahresvergleich noch steigern. Dies ist der niedrigste Wert seit Anfang der 90er Jahre und deutlich schlechter als in den letzten beiden Rezessionen. Aggregiert zeichnet sich für den S&P 500 ein Gewinnrückgang für das 1. Quartal 2009 im Vergleich zum Vorjahresquartal von rd. 30% ab. Dies wird das siebte Quartal mit einem Gewinnrückgang im Vorjahresvergleich in Folge, ein neuer Negativrekord.

Nicht viel besser sieht es bei den ersten diesseits des Atlantiks vorgelegten Quartalsberichten aus. Gleich ob Daimler, Volkswagen, Siemens, Continental, Bayer, Lufthansa oder SAP, die Angebotspalette der Unternehmen reicht von Umsatz- über Gewinnrückgang bis zu ‚roten Zahlen‘ und Gewinnwarnungen. Wie auch an der Wall Street wagen nur wenige Vorstände eine konkrete Prognose für die erwartete Geschäftsentwicklung ihres Unternehmens im laufenden Jahr.

Hoffnungsschimmer sind einige nationale und internationale Frühindikatoren, wie der deutsche ifo oder die Einkaufsmanagerindizes aus den USA und China, die eine Besserung der Lage im späteren Jahresverlauf andeuten.

### Unsicherheit trotz deutlicher Kurserholung nur leicht gesunken



### Kurzfristig überwiegen die Risiken, langfristig die Chancen

Trotz der Kurszuwächse der letzten Wochen ist es nach unserer Einschätzung zu früh, mit Macht in den Aktienmarkt zu investieren. Vielmehr erwarten wir nach der Kurserholung, die statt von einer breiten Basis an Branchen zu eindeutig von den vorher stark abgestraften Titeln aus dem Finanzsektor angeführt wurde, kurzfristig eine Gegenbewegung, die den DAX zum Beispiel vorübergehend wieder in den Bereich von 4.000 Punkten führen kann.

Im späteren Jahresverlauf dürften sich die Unternehmensausblicke wieder aufhellen und Raum für einen tragfähigen Kursanstieg bieten. Mit der von uns erwarteten konjunkturellen Belebung dürften die Unternehmen beiderseits des Atlantiks auf Indexbasis ihre Gewinne in 2010 wieder moderat steigern können. Dies eröffnet weiteres Kurspotenzial. Auf Jahressicht erwarten wir alle vier von uns analysierten Indizes wieder deutlich über den aktuellen Niveaus und der DAX sollte wieder nachhaltig über der Marke von 5.000 Punkten notieren.

*Heinz-Gerd Sonnenschein*

### Prognosen Postbank Research

	29.04.	in 3 M	in 12 M
DAX	4.705	4.150-4.350	5.150-5.350
Euro Stoxx 50	2.335	2.000-2.200	2.500-2.700
S&P 500	874	750-850	900-1.000
Topix	812	725-825	850-950

## Marktprognosen Mai 2009

Zinsen in %	29.04.09	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
<b>Euroraum</b>					
Refisatz	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00
3-Monats-Euribor	1,37	1,3 (1,4)	1,3 (1,4)	1,3 (1,4)	1,3
2-j. Bunds	1,32	1,4	1,5	1,7	1,8
10-j. Bunds	3,13	3,2 (3,3)	3,3 (3,2)	3,5	3,6
<b>USA</b>					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0,50
3-Monats-Libor	1,03	1,0 (1,2)	1,0 (1,1)	1,0	1,2
2-j. Treasuries	0,95	1,0	1,1	1,3	1,5
10-j. Treasuries	3,11	3,2 (2,7)	3,3 (3,0)	3,4 (3,0)	3,6 (3,5)
<b>EUR/USD-Spreads in Basispunkten</b>					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	34	30 (20)	30	30 (40)	10
10 J.: Bunds ./ Treasuries	2	0 (60)	0 (20)	10 (50)	0 (10)
<b>Japan</b>					
Overnight Call Rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	1,41	1,4 (1,3)	1,4	1,5	1,5
<b>UK</b>					
Base Rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75 (0,50)
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	3,45	3,5 (3,0)	3,6 (3,1)	3,7 (3,1)	3,9 (3,3)
<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	25	30 (40)	25 (35)	25 (35)	20 (30)
EWU Corporates A-Rated ./ Bunds	200	210 (230)	200 (220)	190 (200)	180 (190)
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	1124	1300	1200	1100	1000
<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)	1,3324	1,35	1,30	1,25	1,25
Japanischer Yen (EUR/JPY)	129,16	126	124	122	120
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,9007	0,90 (0,91)	0,87 (0,89)	0,85 (0,87)	0,83 (0,85)
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,5094	1,53 (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)	49,09	50 (40)	50	50	60
Gold Spot (\$/Feinunze)	898,00	920	850	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	4.705	13,9	16,3	4.150 - 4.350	5.150 - 5.350
Euro Stoxx 50	2.335	10,1	11,8	2.000 - 2.200	2.500 - 2.700
Standard & Poors 500 *	874	17,6	19,2	750 - 850	900 - 1.000
Topix	812	16,4	19,3	725 - 825	850 - 950

\* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

## Konjunkturprognosen Mai 2009

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

Vormonatsprognosen in Klammern