

Juni 2009

- **Thema des Monats: Ölpreisanstieg auf rutschigem Parkett**
Ölnachfrage eingebrochen und zunächst schwach
Knappes Ölangebot eher längerfristig ein Problem
Gold als Krisenbarometer

- **EWU-Konjunktur: Ein grausames 1. Halbjahr**
Deutsches BIP sinkt 2009 wohl um 6%
Das Schlimmste überstanden - aber Stabilisierung doch erst im Sommer
Inflationsrate nimmt den erwarteten Weg

- **US-Konjunktur: Immer mehr Anzeichen einer Stabilisierung**
Zunehmende Zahl von Indikatoren beginnt zu drehen
Arbeitsmarktentwicklung bleibt vorerst eine Belastung
Nahendes Ende der Rezession
Inflationsentwicklung vorerst unspektakulär

- **Japanische Konjunktur: Der Albtraum geht zu Ende**
Höchstes BIP-Minus aller Zeiten
Inflationsrate wieder negativ

- **Rentenmarkt: Teilweise Rückkehr der Risikobereitschaft**
EZB erweitert ihr geldpolitisches Instrumentarium
Notenbanken: Suche nach einer geeigneten Exitstrategie
Aktuelle US-Dollarschwäche nur temporär
Kaum Potenzial für höhere Renditen

- **Aktienmarkt: Kurzfristig besteht die Gefahr einer Überhitzung**
2009: Starke Kurserholung nach schwachem Start
Angst der Anleger schwindet - Risikobereitschaft steigt wieder
Firmen haben noch keine klare Sicht, aber der Nebel wird lichter
Aktienmärkte sind zu schnell zu stark gestiegen

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

Redaktionsschluss: 27.05.2009

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.

Ölpreisanstieg auf rutschigem Parkett

Die jüngste Aufwärtsbewegung des Ölpreises verleitet dazu, für den Ölmarkt die Trendwende nach oben auszurufen. Mit zuletzt rund 60 Dollar je Fass (159 Liter) hat sich der Preis für Brentöl seit seinem Tief Ende Dezember zwischenzeitlich fast wieder verdoppelt. Aus unserer Sicht erfolgte der Preisschub der letzten Wochen aber auf einer fragwürdigen Basis, denn die globale Ölnachfrage ist nach wie vor schwach, und die freien Förderkapazitäten sind ebenso wie die Öllagerbestände auf hohem Niveau. Mit einer nachhaltig festeren Tendenz des Ölpreises rechnen wir deshalb erst auf Jahressicht, wenn angesichts einer lebhafteren Konjunktorentwicklung wieder die Ölangebotsseite und damit Ängste über künftige Ölknappheit in den Vordergrund rücken.

Ölnachfrage eingebrochen und zunächst schwach

Viele Rohstoffpreise haben im Zuge der eskalierenden Finanzmarktkrise und des konjunkturellen Einbruchs stark gelitten. Gemessen am Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) haben die Rohstoffpreise seit dem Höchststand im Juli 2008 um über 50% nachgegeben. Besonders hart traf es dabei die Energierohstoffe, die eng an die konjunkturelle Entwicklung gekoppelt sind, allen voran das Erdöl. Inzwischen ist aber ein Boden erreicht und gerade der Preis für Erdöl zog zuletzt wieder an. Gemessen ab Jahresanfang haben die Energiepreise innerhalb des GSCI sogar den stärksten Anstieg gezeigt.

Allerdings rechtfertigen die fundamentalen Daten vorerst keinen deutlicheren Anstieg. Die durch die Finanzmarktkrise verstärkte konjunkturelle Baisse und die entsprechend sinkende Nachfrage nach Erdöl haben den Preis für das schwarze Gold seit dem Allzeithoch von Juli 2008 in den Keller gehen lassen. Gerade in den USA, dem mit Abstand größten Ölverbraucher, ist die Nachfrage bereits seit Mitte 2007 im Trend

Erholungsansatz beim Ölpreis



rückläufig. Aber auch in den aufstrebenden Schwellenländern wie China oder Indien, in denen sich das Wachstum deutlich verlangsamt hat, ist es zu einer merklich verminderten Ölnachfrage gekommen. Im Gesamtjahr 2008 ist die weltweite Ölnachfrage zum ersten Mal seit Anfang der achtziger Jahre absolut gegenüber dem Vorjahr gesunken. Im laufenden Jahr wird die globale Nachfrage nach dem wichtigen Rohstoff noch stärker sinken. Die Internationale Energieagentur (IEA) hat im Mai ihre entsprechende Prognose erneut vermindert. Gegenüber dem Vorjahr rechnet sie jetzt mit 2,6 Millionen Fass pro Tag weniger, was einem Minus von 3% gegenüber 2008 entspricht. 83,2 Millionen Fass pro Tag würden demnach im Jahr 2009 verbraucht werden. Für 2010 wird wieder mit einem Anstieg der weltweiten Ölnachfrage gerechnet. Angelehnt sind diese Prognosen an die globalen BIP-Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF), der für 2009 eine um 1,3% schrumpfende Wirtschaftsleistung vorhersagt und für 2010 eine insgesamt blutarme Erholung mit einem Wachstum von 1,8% erwartet. Dies würde immer noch als globale Rezession gelten.

Inzwischen gibt es zwar immer mehr Anzeichen dafür, dass das Konjunkturtal global durchschritten ist. Gleichwohl sinkt die Wirtschaftsleistung gerade in den Industrieländern immer noch bzw. wird im

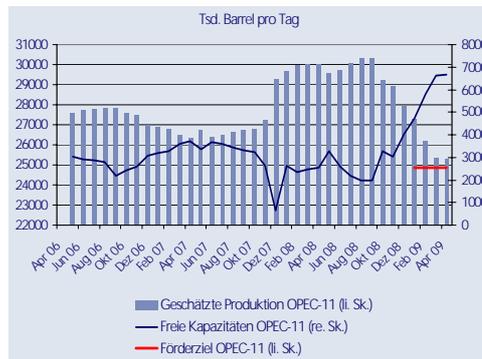
laufenden Quartal bestenfalls stagnieren. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir nur mit einer moderaten Belebung der Konjunktur in den USA, der Eurozone und Japan. Dies dürfte die Ölnachfrage vorerst dämpfen. Etwas hoffnungsvollere Signale gingen zuletzt von China aus, wo auch die Ölimporte deutlicher anzogen. Auch die chinesische Einfuhr anderer Rohstoffe wie Kupfer oder Zink hat zugenommen. Dies dürften Anzeichen dafür sein, dass das gemessen an der Wirtschaftsleistung weltweit größte Konjunkturpaket Wirkung zeigt. Gegen einen Durchmarsch des Ölpreises spricht aber auch der momentan noch hohe Lagerbestand an dem Rohstoff, der zunächst abgebaut werden müsste, um den Weg für einen nachhaltig stärkeren Ölpreis zu ebnen. In den gesamten OECD-Ländern liegen die Rohöllagerbestände aber deutlich über dem Niveau der letzten Jahre. Dies gilt insbesondere für die USA, auch wenn die dortigen Bestände in den vergangenen Wochen erstmals seit langem wieder etwas deutlicher gesunken sind.

Knappes Ölangebot eher längerfristig ein Problem

Die OPEC, auf deren Konto rund 40% der weltweiten Ölproduktion geht, hat seit geraumer Zeit versucht, einem Preisverfall beim schwarzen Gold entgegen zu wirken. Seit September letzten Jahres hat sie drei Kürzungen der Ölförderung um insgesamt 4,2 Millionen Fass pro Tag beschlossen und auch in weiten Teilen umgesetzt. Die Disziplin der beteiligten Länder, sich an die Vereinbarungen zu halten, ist im Vergleich mit früheren Phasen dabei erstaunlich hoch. Mit den Reduzierungen der OPEC sind die freien und damit kurzfristig zur Verfügung stehenden Förderkapazitäten somit kräftig angestiegen. Diese müssten zunächst wieder stärker ausgenutzt werden, ehe sich ernsthafte Knappheitsängste wieder Bahn brechen können.

Längerfristig könnte die jüngste Rezession aber durchaus die Saat für einen größeren

OPEC: Freie Kapazitäten angestiegen



Angebotsengpass legen. Denn im Zuge der Finanzmarktkrise sind die Investitionen in die Ölexploration, in die Ölförderung bzw. in die -weiterverarbeitung zurückgestellt worden. Die Zahl der weltweit in Benutzung befindlichen Bohrseln ist im Verlauf eines Jahres um rund ein Drittel auf 2055 im April gefallen. Die Internationale Energieagentur spricht von um 15 bis 20% verringerten Investitionen in diesem Jahr. Wenn die globale Ölnachfrage wieder etwas deutlicher anzieht, was vor 2010 nicht zu erwarten ist, dürften Knappheitsängste wieder stärker in den Fokus rücken und ein, wenn nicht gar der treibende Faktor für den Ölpreis werden. Die Rolle von Spekulanten ist dabei umstritten. Vermutlich verstärken sie ohnehin eingeschlagene Preistrends. War in den vergangenen Wochen mit Blick auf die Positionen der Spekulanten am Markt eher eine Unentschlossenheit darüber festzustellen, in welche Richtung die Reise gehen könnte, haben aktuell die Wetten auf steigende Preise wieder zugenommen.

Viel hängt also davon ab, wie schnell sich die Weltwirtschaft wieder erholt. Wenn die Lagerkapazitäten ausgelastet sind, ehe eine deutliche Erholung eingesetzt hat, könnte es kurzfristig auch zu Rückschlägen beim Ölpreis kommen. Auf Jahressicht rechnen wir aber mit einer steigenden Preistendenz. Für unsere Ölpreisprognose von 65 Dollar je Fass auf Sicht von 12 Monaten sehen wir inzwischen eher wieder ein Aufwärtsrisiko.

Gold als Krisenbarometer

Nicht nur der Ölpreis, auch die Preise für die stark konjunkturabhängigen Industriemetalle haben nach einer heftigen Abwärtsbewegung mittlerweile einen Boden gefunden und weisen zum Teil bereits wieder eine festere Tendenz auf. Von einem Einbruch verschont blieb dagegen Gold, das ohnehin einen Sonderstatus aufgrund des starken Währungscharakters bzw. seiner Funktion als sicherer Hafen in Krisenzeiten genießt. Die Suche nach Sicherheit hat den Goldpreis gegen Jahresende 2008 nochmals beflügelt und im Februar dieses Jahres wieder nahe an die Schallmauer von 1000 Dollar je Feinunze getrieben. Stellenweise war von Lieferschwierigkeiten für Goldmünzen oder -barren die Rede. Auch anhand der Goldbestände von börsengehandelten Indexfonds in New York und London lässt sich eindrucksvoll das massiv gestiegene Anlegerinteresse ablesen. Inzwischen hat die Finanzmarktkrise an Brisanz verloren. Dennoch hat der Goldpreis nicht deutlich nachgegeben. Gründe dafür dürften einerseits im zuletzt deutlich schwächeren Dollar zu sehen sein. Häufig zeigt sich, dass bei einer Schwäche der Weltleitwährung der Goldpreis ansteigt und umgekehrt bei einem starken Dollar der Goldpreis leidet. Angesichts des gerade auch in den USA deutlich steigenden Staatsdefizits und aufkommender Inflationsangst hat der Dollar zuletzt gelitten.

Angesichts der vorerst schwachen Konjunkturerholung und einer nur moderaten erwarteten Erholung halten wir größere Inflationsorgen auf Jahressicht aber für verfrüht. Der Dollar dürfte damit gegenüber dem Euro wieder aufwerten. Dafür spricht auch unsere Erwartung, dass die US-Notenbank früher als etwa die Europäische Zentralbank damit beginnen dürfte, den Leitzins wieder zu straffen. Bei einem perspektivisch wieder stärkeren Dollar und weiter nachlassender Unsicherheit an den Finanzmärkten erwarten wir für den Goldpreis auf Jahressicht einen Rückgang gegenüber dem aktuellen Niveau. Die bestehenden Inflationsorgen dürften diesen Rückgang aber begrenzen. Wir rechnen damit, dass der Goldpreis von momentan rund 950 Dollar je Feinunze auf etwa 860 Dollar nachgibt.

Fabienne Riefer

Prognosen Postbank Research

	27.05.	in 3 M	in 12 M
Brent Ölpreis			
in USD/Fass	60,71	55	65
Goldpreis			
in USD/Feinunze	949	920	860

EWU-Konjunktur: Ein grausames 1. Halbjahr

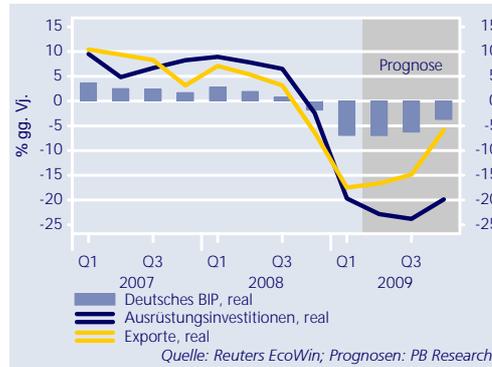
Deutsches BIP sinkt 2009 wohl um 6%

Die Wirtschaftsleistung des Euroraums ist im 1. Quartal 2009 im Vergleich zur Vorperiode um 2,5% gefallen und damit noch stärker als von uns mit -2,0% erwartet worden war. Noch schlechter sah es in Deutschland aus. Hier stürzte das BIP sogar um 3,8% ab. Das Vorjahresergebnis wurde um 6,7% verfehlt.

Anders als für den Euroraum insgesamt liegen für Deutschland auch bereits die Detaildaten zum BIP vor. Um mit dem einzigen positiven Aspekt zu beginnen: Der Private Verbrauch stieg gegenüber dem 4. Quartal, wie von uns erwartet, um 0,5%. Die Umfragen, die auf ein stabiles Konsumklima hindeuteten, haben also nicht getrogen. Gestützt wurde der Private Konsum von der ausgesprochen verbraucherfreundlichen Preisentwicklung. Aber auch die Abwrackprämie für ältere Fahrzeuge hat die Anschaffungsneigung gestützt. Diese Faktoren dürften auch im laufenden Quartal noch wirken. Der aus der Abwrackprämie resultierende Impuls sollte sich sogar noch verstärken, so dass der Private Verbrauch zunächst weiter expandieren sollte. Der Staatsverbrauch legte zu Jahresbeginn um 0,2% zu. Damit sind die positiven realwirtschaftlichen Tendenzen des 1. Quartals aber auch bereits erschöpfend behandelt.

Ansonsten gab es zum Jahresauftakt nämlich nur negative bis katastrophale Entwicklungen. Die realen Exporte stürzten im Vorquartalsvergleich um 9,7% ab. Da die Importe lediglich um 5,4% nachgaben, drückte allein der Außenhandel die BIP-Rate um gigantische 2,2%-Punkte ins Minus. Die Bauinvestitionen litten unter dem harten Winter und fielen um 2,6%. Verglichen mit den Ausrüstungsinvestitionen ist dies noch harmlos. Diese brachen um 16,2% ein. Wir hatten zwar bereits mit einem katastrophalen Ergebnis gerechnet, aber diese Größenordnung toppte noch unsere schlimmsten Befürchtungen.

Exporte und Ausrüstungen prügeln deutsches BIP nach unten



Das Schlimmste überstanden - aber Stabilisierung doch erst im Sommer

Dagegen kam der Lagerabbau nicht voran. Die Unternehmen sitzen damit immer noch auf den Beständen, die sie im Zuge des Nachfrageeinbruchs im 4. Quartal unfreiwillig aufgebaut hatten. Hier hatten wir mit einer etwas günstigeren Entwicklung gerechnet. Für das laufende Quartal bedeutet dies nun eine Vorbelastung, da die Unternehmen ihre Produktion solange einschränken dürften, bis die überschüssigen Läger abgebaut sind.

Aus diesem Grund sehen wir uns auch gezwungen, unsere BIP-Prognose für das 2. Quartal zu senken. Statt Stagnation erwarten wir jetzt einen nochmaligen Rückgang des deutschen BIP um 0,5% im Vorquartalsvergleich. Das EWU-BIP dürfte um 0,4% schrumpfen. Zusammen mit dem extrem schlechten 1. Quartal führt dies zu einer Abwärtsrevision unserer 2009er BIP-Prognosen von -4,9% auf -6,0% für Deutschland und von -3,2% auf -4,0% für die EWU.

Die von uns erwartete Stabilisierung der Wirtschaft verschiebt sich damit zwar vom Frühjahr in den Sommer. Dafür werden die Anzeichen, dass es bald zu einer Stabilisierung mit nachfolgender Erholung kommt, immer klarer. Die Stimmungsindikatoren,

wie insbesondere die ifo-Geschäftserwartungen, haben sich auf breiter Front weiter spürbar verbessert. Und auch bei einigen harten Daten wie z.B. bei der deutschen Industrieproduktion, die im März stagniert hat, zeigen sich Stabilisierungsansätze oder wie bei den deutschen Auftragseingängen, die im März gestiegen sind, sogar schon erste leichte Verbesserungen.

Wir gehen deshalb weiterhin davon aus, dass es im 2. Halbjahr 2009 sowohl in Deutschland als auch im gesamten Euroraum zu einem leichten Wachstum kommen wird. Für 2010 rechnen wir unverändert mit einer verhaltenen Zunahme des BIP um jeweils 1,2%.

Inflationsrate nimmt den erwarteten Weg

Die EWU-Inflationsrate verharrte im April bei 0,6%, sollte sich allerdings im Mai der Nulllinie sehr zügig genähert haben. Die bereits vorliegende deutsche Inflationsrate hat diese vorläufigen Angaben zufolge in diesem Monat bereits erreicht. Im Juni dürfte das Verbraucherpreisniveau dann sowohl in Deutschland als auch im gesamten Euroraum das Vorjahresniveau sogar leicht unterschreiten. Die Inflation nimmt damit ziemlich exakt den Weg, der bereits seit Längerem vorgezeichnet ist.

Kerninflation bleibt sehr ruhig



Nach wie vor wird die Entwicklung der Verbraucherpreise von den Nachwehen der Ölpreiskapriolen des Jahres 2008 geprägt. So drücken Basiseffekte massiv auf die Vorjahresrate. Gleichzeitig kommt es aber auch immer noch zu absoluten Rückgängen bei bestimmten Produktgruppen, wie vor allem Gas, dessen Preis mit einer zeitlichen Verzögerung an den Ölpreis gekoppelt ist. Die Kerninflation hat sich dagegen bislang als sehr stabil erwiesen. Sobald die derzeit wirkenden Sondereffekte auslaufen, was im Spätsommer/Herbst der Fall sein sollte, dürfte die Preissteigerungsrate in der EWU wieder zulegen. Unsere EWU-Inflationsprognosen von 0,7% für 2009 und 1,9% für 2010 bleiben unverändert, wobei das Risiko einer begrenzten Unterschreitung jedoch etwas gestiegen ist.

Heinrich Bayer

Prognosen Postbank Research

% ggü. Vj.	Deutschland			Euroraum		
	2008	2009e	2010e	2008	2009e	2010e
Reales BIP	1,3	-6,0	1,2	0,7	-4,0	1,2
Privater Verbrauch	0,1	0,8	-0,1	0,4	-0,1	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	4,4	-10,0	1,8	-0,1	-12,0	0,3
Staatsverbrauch	1,8	1,3	2,5	2,0	2,0	2,0
Exporte	2,7	-13,9	6,8	1,1	-11,5	5,2
Importe	4,2	-4,9	6,7	1,2	-9,0	4,9
Außenbeitrag*	-0,4	-4,9	0,2	0,0	-1,3	0,1
Lagerinvestitionen*	0,5	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2
Inflation	2,6	0,6	1,5	3,3	0,7	1,9

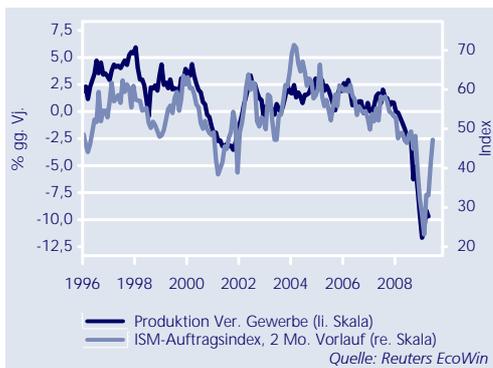
* Wachstumsbeiträge in % des BIP

US-Konjunktur: Immer mehr Anzeichen einer Stabilisierung

Zunehmende Zahl von Indikatoren beginnt zu drehen

Nachdem die Wirtschaftsleistung in den ersten drei Monaten des Jahres nochmals deutlich um annualisiert gut 6% gesunken ist, mehren sich die Anzeichen dafür, dass der Tiefpunkt jetzt durchschritten sein sollte. Sowohl bei den Unternehmen als auch bei den Verbrauchern hellt sich die Stimmung inzwischen wieder auf, wenngleich auf noch insgesamt niedrigem Niveau. Vereinzelt haben sich auch harte Fakten zuletzt verbessert. Die gesamten Industrienaufträge haben zu einer Stabilisierung angesetzt. Teile davon, wie die Aufträge für Kapitalgüter ohne Rüstung und Luftfahrt, die eine Orientierung für die Ausrüstungsinvestitionen geben, haben sogar zwei Anstiege in Folge verbucht. Auch die Industrieproduktion hat ihr Abwärtstempo inzwischen merklich verlangsamt.

Industrie kommt langsam wieder zu sich



Auf eine Fortsetzung dieser Entwicklung deutet der ISM Index für das Verarbeitende Gewerbe hin. Dieser hat sich im April von 36,3 auf 40,1 Punkte erhöht. Von der 50-Punkte-Marke, ab der von Wachstum im Verarbeitenden Gewerbe gesprochen wird, bleibt der Indikator damit zwar noch weit entfernt. Allerdings befand sich die Gesamtwirtschaft in der Vergangenheit bei einem ISM-Wert um etwa 42 Punkte üblicherweise an der Schwelle zur

Expansion. Der Teilindex für die Neuaufträge hat sich im April sogar noch deutlicher auf gut 47 Punkte gesteigert.

Auch bei den Verbrauchern machen sich zarte Frühlingsgefühle bemerkbar. Der Verbrauchervertrauensindex des Conference Board hat sich im Mai unerwartet kräftig verbessert. Die Erwartungen für die kommenden Monate sind dabei auf den höchsten Stand seit Ende 2007 gestiegen. Aufhorchen lassen dabei insbesondere die Arbeitsmarkterwartungen. So gehen mittlerweile 20% der Befragten von einer positiveren Beschäftigungssituation in sechs Monaten aus. So hoch war dieser Prozentsatz zuletzt im Dezember 2003. Auch die Indikatoren für die Kaufabsichten der Verbraucher sind gestiegen.

Arbeitsmarktentwicklung bleibt vorerst eine Belastung

Die aktuellen Arbeitsmarktdaten bieten noch kaum Lichtblicke. Die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft ist im April zwar „nur“ noch um 539.000 zurückgegangen. Allerdings fielen die Vormonatszahlen schlechter aus als ursprünglich gemeldet. Zudem kam der verringerte Beschäftigungsrückgang im April zum Teil durch eine steigende Beschäftigung im öffentlichen Dienst zustande. Dennoch hat sich der Abwärtstrend insgesamt zuletzt etwas abgeschwächt. Die US-Arbeitslosenquote ist dagegen nochmals deutlich auf jetzt 8,9% gestiegen. Darauf, dass die Arbeitsplatzverluste künftig im Trend weniger dramatisch ausfallen, deuten aber unter anderem die Beschäftigungskomponenten der Einkaufsmanagerindizes hin. Auch die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe zeigten sich zuletzt etwas gemäßigt.

Für den Privaten Konsum bleibt der schwache Arbeitsmarkt neben anderen Faktoren wie den anhaltenden Hauspreisrückgängen vorerst eine Belastung. Die

gebesserte Verbraucherlaune dürfte damit noch nicht den Startschuss zu großen Sprüngen für den Privaten Verbrauch geben. Ein Dämpfer kam denn auch mit den April-Zahlen für die Einzelhandelsumsätze, die nach einem überraschend positiven Start ins Jahr dann doch wieder Schwäche zeigten. Gegenüber März sanken die Umsätze um 0,4%. Getrübt wird das Bild zusätzlich durch die Abwärtskorrektur der Ausgaben im März. Auf Basis dieser Daten zeichnet sich für das laufende Quartal ein wieder schwächeres Resultat für den Konsum ab. Eine nachhaltige Erholung des US-Konsums dürfte erst gegen Jahresende einsetzen, wenn die belastenden Effekte vom Arbeitsmarkt und Immobilienmarkt allmählich abnehmen sollten.

Abwärtsdynamik am Arbeitsmarkt leicht gedrosselt



weiterhin mit einer um 2,2% schrumpfenden Wirtschaftsleistung. Auch für 2010 bleibt unsere Prognose vorerst unverändert bei +1,8%.

Inflationsentwicklung vorerst unspektakulär

Die Verbraucherpreise haben im April gegenüber dem Vormonat stagniert. Die Kernrate hat dagegen um 0,3% zugelegt. Allerdings war der Anstieg durch einen Sprung bei den Tabakpreisen überzeichnet. Gegenüber dem Vorjahresmonat sind die Kernverbraucherpreise damit von 1,8% auf 1,9% gestiegen. Ein Trend zu einer ansteigenden Inflation in den USA lässt sich hieraus sicher nicht ableiten. Andererseits spricht die Entwicklung der Kerninflation bislang klar gegen breitere deflationäre Tendenzen. Die gesamte Inflationsrate hat aufgrund der bekannten Basiseffekte über die Energiepreise von -0,4% auf -0,7% nachgegeben und folgt damit dem absehbaren Pfad. Größere Inflationsgefahren sehen wir auf Jahressicht aufgrund der voraussichtlich nur moderaten konjunkturellen Erholung noch nicht heraufziehen. Unsere Inflationsprognosen bleiben unverändert bei -0,7% für 2009 und gut 2% für 2010.

Fabienne Riefer

Nahendes Ende der Rezession

Die Erwartung, dass sich die Rezession allmählich ihrem Ende zuneigt, hat in den letzten Wochen neue Nahrung erhalten. Weiterhin sehen wir für das laufende Quartal die Chance auf eine stagnierende oder sogar leicht steigende Wirtschaftsleistung. Ein positiver Beitrag dürfte zunächst vor allem über die Lagerseite kommen. Der bereits ungewöhnlich lang anhaltende und zuletzt nochmals massive Lagerabbau sollte sich so nicht fortgesetzt haben. Für das zweite Halbjahr rechnen wir nach wie vor mit einer leichten konjunkturellen Belebung, die nicht zuletzt auf der einsetzenden Wirkung des Konjunkturpakets und den geldpolitischen Maßnahmen beruht. Insgesamt rechnen wir für 2009

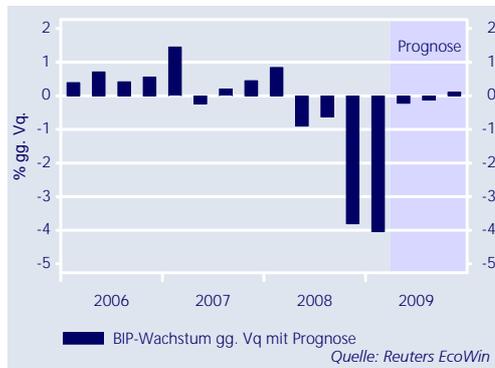
Prognosen Postbank Research

% ggü. Vj.	USA		
	2008	2009e	2010e
Reales BIP	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
Inflation	3,8	-0,7	2,2

** Wachstumsbeiträge in % des BIP

Japan: Der Albtraum geht zu Ende

BIP-Rückgang nochmals beschleunigt



Höchstes BIP-Minus aller Zeiten

Die japanische Wirtschaftsleistung ist in den ersten drei Monaten dieses Jahres um 4% gegenüber dem Schlussquartal 2008 zurückgegangen, so stark wie noch nie seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahre 1955. Zu dem wurde die BIP-Rate des 4. Quartals 2008 von -3,2% auf -3,8% nach unten revidiert, so dass sich die Ausgangsbasis für das laufende Jahr nachträglich nochmals schlechter darstellt als bislang angenommen.

Doch auch ohne diese zusätzliche Hypothek stand bereits fest, dass dieses Jahr ein katastrophales für die japanische Wirtschaft werden würde. Die jüngsten BIP-Daten zeigen erneut, dass Japan vor allem über den Außenhandel massiv getroffen wird. Die Exporte gaben im 1. Quartal um 26% gegenüber Vorquartal nach. Doch auch andere BIP-Komponenten trugen ihren Teil zum schlechten Abschneiden der Wirtschaftsleistung bei. So ließen die Bruttoanlageinvestitionen ebenfalls kräftig Federn und gaben um 7,7% nach. Und beim Privaten Konsum wurde mit -1,1% ebenfalls ein vergleichsweise kräftiger Rückgang verzeichnet. Einzig der Staatsverbrauch konnte im 1. Quartal leicht um 0,3% zulegen.

Da das 1. Quartal noch einmal schlechter ausfiel als erwartet und sich der Wachstumsunterhang aus dem Vorjahr nochmals

erhöht hat, passen wir unsere BIP-Prognosen für Japan an. Für 2009 rechnen wir nunmehr mit einem Rückgang von 7,5% (zuvor -6%). Unsere Wachstumsprognose für kommendes Jahr bleibt dagegen unverändert bei 0,6%.

Trotz der extrem negativen BIP-Daten dürfte auch in Japan mittlerweile die Talsohle erreicht sein. Erste Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung sind vereinzelt auszumachen. So stieg die Industrieproduktion im März zum ersten Mal seit sechs Monaten wieder an und die Exporte kehrten im März nach zuvor sogar neun Rückgängen hintereinander wieder in positives Terrain zurück. Dies ist ein erstes Zeichen dafür, dass der für Japan so wichtige Außenhandel bald wieder für eine moderate Erholung sorgen könnte.

Inflationsrate wieder negativ

Im März fiel die Inflationsrate zum ersten Mal seit September 2007 wieder unter die 0%-Marke. Dies lag insbesondere an Basiseffekten, die auf den Preisübertreibungen bei Energie im Vorjahr basierten. Sofern die japanische Wirtschaft nicht noch einmal kräftig einbricht, rechnen wir allerdings nicht mit einem Anhalten des Preisrückgangs und einem nachhaltigen Wiederaufflammen der Deflation. Vielmehr gehen wir davon aus, dass die Inflationsrate 2010 um die Nulllinie pendelt.

Thilo Heidrich

Prognosen Postbank Research

% qqu. Vj.	Japan		
	2008	2009e	2010e
Reales BIP	-0,7	-7,5	0,6
Privater Verbrauch	0,6	-2,2	0,4
Bruttoanlageinvestitionen	-5,2	-12,1	1,0
Staatsverbrauch	0,8	1,7	1,2
Exporte	1,9	-33,8	7,2
Importe	0,9	-12,6	6,4
Außenbeitrag*	0,2	-4,0	0,2
Lagerinvestitionen*	-0,2	-0,1	-0,2
Inflation	1,4	-0,5	0,0

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

Rentenmarkt: Teilweise Rückkehr der Risikobereitschaft

Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen stieg zuletzt auf knapp über 3,6% und lag damit rund 50 Basispunkte über dem Vormonatsstand. In den USA fiel der Anstieg der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen etwas stärker aus, so dass Treasuries gegenüber Bundesanleihen zuletzt einen Renditevorsprung von 11 Basispunkten aufwiesen. Was hat diesen plötzlichen Renditesprung ausgelöst? Zum einen dürfte es zu Umschichtungen aus Bundesanleihen in Richtung risikobehafteter Assets gekommen sein. Hierfür sprechen der Kursanstieg am Aktienmarkt sowie die weitere Einengung der Spreads an einigen Credit-Märkten. Offensichtlich haben Investoren Vertrauen gefasst, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise bald überwunden ist und die hohen Risikoprämien für einen Markteinstieg genutzt. Zu diesem Stimmungsumschwung beigetragen haben sicherlich die teilweise überraschend guten Konjunkturdaten, die auf ein baldiges Ende der Rezession hoffen lassen. Insbesondere einige Stimmungsindikatoren haben zuletzt deutlich nach oben gedreht und befinden sich in einigen Fällen sogar wieder nahe an der Expansions-/Kontraktionsschwelle.

EZB erweitert ihr geldpolitisches Instrumentarium

Anfang Mai hat die EZB den Hauptrefinanzierungssatz erwartungsgemäß um 25 Basispunkte auf 1% reduziert. Ihren Einlagenzinssatz beließ sie bei 0,25%. Zugleich reduzierte sie den Spitzenrefinanzierungssatz um 50 Basispunkte auf 1,75%. Damit verengte sie die Differenz zwischen diesen beiden „Leitplanken“ von 200 auf 150 Basispunkte. Diese Entscheidung basiert auf den Vorbehalten des EZB-Rates gegen eine Nullzinspolitik, die bei einer weiteren Absenkung des Einlegesatzes zumindest in Ansätzen realisiert worden wäre. Hinsichtlich der weiteren Perspektiven für die Zinspolitik erklärte EZB-Präsident Trichet in der begleitenden Pressekonferenz, dass der EZB-Rat mit der

Umschichtung in Risikoaktiva treibt Bund-Renditen nach oben



Zinssenkung keinesfalls beschlossen habe, dass der Leitzins damit bereits sein tiefstes Niveau erreicht habe. Allerdings sei dies auch wiederum nicht als Hinweis auf weitere Zinssenkungen zu verstehen. Die EZB hält sich damit die Tür für weitere Senkungen offen. Allerdings gehen wir nicht davon aus, dass sie den noch bestehenden kleinen Spielraum auch nutzen wird, zumal die Anzeichen auf eine konjunkturelle Stabilisierung in den letzten Wochen - bei aller Vorsicht - doch immer konkreter geworden sind. Wir rechnen deshalb und bei vorläufig nicht vorhandenem Inflationsdruck weiterhin damit, dass die EZB den Refisatz bis weit ins Jahr 2010 bei 1% belassen wird.

Wie auf der vorangegangenen Sitzung angekündigt, hat die EZB auch zusätzliche Maßnahmen beschlossen, mit der sie ihre expansive Geldpolitik unterstützen will. Wie von uns erwartet, erweitert sie das Laufzeitenspektrum ihrer Refinanzierungsgeschäfte. Erstmals wird sie den Banken am 23. Juni einen Tender mit einer Laufzeit von 12 Monaten anbieten. Überdies hat der EZB-Rat grundsätzlich beschlossen, gedeckte Schuldverschreibungen anzukaufen, die in Euro denominated sind und die im Euroraum begeben wurden. Trichet hat hierzu ein Volumen von 60 Mrd. € avisiert, womit der Umfang im Vergleich zu den Ankaufprogrammen z.B. der US-Notenbank eher klein dimensioniert ist. Zudem wird die EZB erst

auf ihrer Pressekonferenz im Juni Details des Programms bekannt geben. An den Covered-Bond Märkten kam es nach der EZB-Ankündigung zu einer Einengung der Risikoaufschläge. Wir sehen hier durchaus die Chance eines nachhaltigen Trends, auch wenn ähnlich niedrige Risikoprämien wie vor der Lehman-Pleite auf absehbare Zeit ausgeschlossen sein dürften.

Notenbanken: Suche nach einer geeigneten Exitstrategie

Dies- wie jenseits des Atlantiks stellt sich immer mehr die Frage nach einer geeigneten Exit-Strategie für die Notenbanken. Insbesondere in den USA waren die geldpolitischen Maßnahmen im Zuge der Finanzkrise mit einer starken Ausweitung der Geldbasis verbunden. Dies beinhaltet grundsätzlich die Gefahr eines raschen Inflationsanstiegs, wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wieder verbessern. Das Risiko eines Preisniveauanstiegs ist dabei umso größer, je schneller die Erholung kommt und je kräftiger sie ausfällt. Wir halten es aus heutiger Sicht für sehr wahrscheinlich, dass die US-Notenbank bei einer sich abzeichnenden nachhaltigen Erholung der Konjunktur rasch die Zinsen anheben muss, um aufkeimende Inflationsgefahren einzudämmen. Im Euroraum ist die Notenbank in einer deutlich komfortableren Ausgangsposition. So bewegt sich das Wachstum der Geldbasis im Rahmen des langfristigen Trends. Auch andere stark beachtete Geldmengenaggregate weisen nicht auf außergewöhnlich hohe Inflationsgefahren hin. Die EZB kann sich unseres Erachtens bei einer konjunkturellen Erholung mit einer Zinsanhebung daher mehr Zeit lassen als die US-Notenbank.

Aktuelle US-Dollarschwäche nur temporär

Die unterschiedliche Ausgangsposition der Notenbank in den USA und im Euroraum sowie die wahrscheinliche Reaktion auf eine konjunkturelle Erholung sprechen aus unserer Sicht für eine tendenzielle Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro. So entsteht durch die frühzeitigere Anhebung des Leitzinses in den USA ein relativer Zinsvorteil (bzw. zunächst ein verringerter Zinsnachteil), was den Greenback stützt. Wir halten die aktuelle Euro-Stärke daher für ein temporäres Phänomen und gehen davon aus, dass der US-Dollar seinen Aufwertungs-trend im Zuge einer konjunkturellen Erholung fortsetzen wird. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir den EUR/USD bei 1,25 USD.

Kaum Potenzial für höhere Renditen

Nach der jüngsten Aufwärtsbewegung halten wir einen nochmaligen substanziellen Renditeanstieg für unwahrscheinlich. Die Zinskurve ist bereits heute außergewöhnlich steil und es gibt keinerlei Anzeichen für eine baldige Zinsanhebung im Euroraum. Auch der zu erwartende moderate Inflationsverlauf spricht gegen höhere Renditen. Wir erwarten die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen in 12 Monaten bei 3,6% und damit in etwa auf aktuellem Niveau.

Dr. Marco Bargel

Prognosen Postbank Research

		27.05.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen				
Euroraum	%	1,00	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
Renditen 10 Jahre				
Bundesanleihen	%	3,63	3,30	3,60
US-Treasuries	%	3,74	3,30	3,60
Japanische JGB's	%	1,47	1,40	1,50
Britische Gilts	%	3,74	3,50	3,90

Aktienmarkt: Kurzfristig besteht die Gefahr einer Überhitzung

2009: Indizes beiderseits des Atlantiks wieder bei Startniveaus angekommen



„Angst“-Indizes nur noch auf Niveau des Bear Stearns-Kollaps



2009: Starke Kurserholung nach schwachem Start

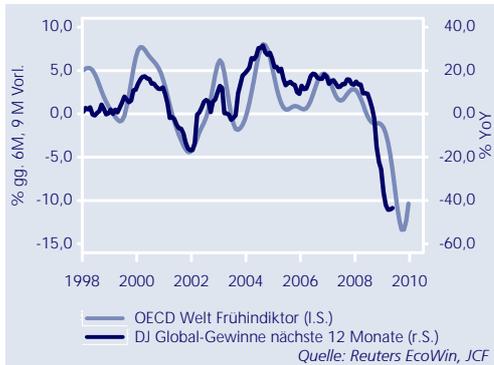
Auf einen schwachen Jahresbeginn folgte eine deutliche Kurserholung, in den ersten zehn Wochen dieses Jahres büßten sowohl der DAX als auch der Euro Stoxx 50 oder der Standard & Poors 500 jeweils rd. ein Viertel ihrer Werte ein. Die Anfang März an fast allen internationalen Aktienmärkten gestartete Rally hat die Indizes beiderseits des Atlantiks inzwischen wieder in den Bereich ihrer Jahresschlussstände 2008 geführt. Außer Spesen nichts gewesen? Oder alles zurück auf Anfang? Diese Aussagen treffen nicht des Pudels Kern. Die Leitindizes stehen zwar wieder auf ‚Null‘. Aber bei einem Blick auf die Performance einzelner Branchen seit dem Jahreswechsel zeigt sich, dass doch deutlich mehr passiert ist. In Deutschland zum Beispiel haben nun die Verlierer des letzten Jahres mit ‚die Nase vorn‘ und die Lieblinge aus 2008 landen auf den hinteren Plätzen. Die im Krisenjahr 2008 von Anlegern aufgrund ihrer Dividendenstärke favorisierten Telekomtitel zählen nun zu den Verlierern und die im letzten Jahr im Zuge der globalen Finanzmarktkrise gemiedenen Bankaktien zeigen die zweitbeste Kursentwicklung seit dem Jahreswechsel. Vergleichbar trifft dies auch auf die entsprechenden Branchenindizes in Euroland und den USA zu.

Angst der Anleger schwindet - Risikobereitschaft steigt wieder

Die Rally der letzten Wochen an den meisten internationalen Börsen mit dem Favoritenwechsel in den Branchen zeigt eindrucksvoll, dass die Angst der Anleger deutlich gesunken ist. Die Anleger haben wieder Hoffnung geschöpft und glauben daran, dass die von Notenbanken und Regierungen ergriffenen Maßnahmen ausreichend sind, um sowohl die globale Finanzmarktkrise als auch die Rezession nicht nur einzudämmen, sondern beide zu beenden.

Die im letzten Jahr unter dem Aspekt ‚safe haven‘ noch favorisierten deutschen und US-Staatsanleihen finden aktuell weniger Interesse bei den Investoren. Vergleichbar der Branchenrotation am Aktienmarkt stehen nun die risikoreicheren aber auch eine höhere Rendite bietenden Unternehmensanleihen auf den Einkaufszetteln der Anleger weit oben. Viele Firmen nutzen die Situation und versorgen sich am Kapitalmarkt mit frischem Geld. In den ersten vier Monaten dieses Jahres haben die Firmen schon Anleihen mit einem Gesamtvolumen von mehr als 160 Mrd. Euro emittiert. Das bisherige Rekordniveau von 200 Mrd. Euro in 2001 könnte in diesem Jahr übertroffen werden.

Frühindikatoren drehen auf niedrigen Niveaus



Indizes an wichtigen Marken und Widerständen



Firmen haben noch keine klare Sicht, aber der Nebel wird lichter

Weltweit haben in den letzten Wochen viele Frühindikatoren eine Bodenbildung eingeleitet. Dies findet zwar auf sehr niedrigen Niveaus statt, bestätigt uns aber in unserer Erwartung, dass wir im späteren Verlauf dieses Jahres eine sehr moderate konjunkturelle Belebung sehen werden.

Für eine grundsätzliche Entwarnung ist es aber noch zu früh. Dies zeigt auch eine aktuelle Umfrage unter deutschen Großunternehmen. Mehrheitlich erwarten sie erst 2010 eine spürbare Verbesserung ihrer wirtschaftlichen Lage. Nur ein Drittel rechnet schon im 2. Halbjahr dieses Jahres mit einer Besserung. Dies spiegeln auch aktuelle Aussagen von Unternehmensvorständen wider. Während Siemens die Gewinnerwartung für 2009 nochmals absenkt und erst in 2010 mit einem Aufschwung im kurzzyklischen Industrie-geschäft rechnet, erwartet Salzgitter schon nach den Sommerferien eine Normalisierung der Lage und eine bessere Auslastung der Kapazitäten.

Aktienmärkte sind zu schnell zu stark gestiegen

Die beispielhaften Aussagen der Vorstände zeigen: Ganz langsam lichtet sich der Nebel und die Sicht klart wird wieder auf. Aber halt nur ganz langsam. Was wir dagegen an den Aktienmärkten seit den Iden des März gesehen haben, ist nach unserer Ansicht des Guten zu viel. Die Kurse sind

zu schnell zu stark gestiegen. Der DAX hat in diesem Zeitraum mehr als 30% zugelegt. Die Anleger haben fast alle negativen Nachrichten ausgeblendet und sehen die Zukunft nur noch ‚rosarot‘. Eine Konsolidierung, die den DAX zwischenzeitlich wieder in den Bereich von 4.250 bis 4.500 Punkten führen könnte, wäre förderlich. Aktuell stehen DAX und Euro Stoxx 50 an wichtigen Marken und Widerständen. Sollten diese unter dem Eindruck des aktuell vorherrschenden Optimismus der Anleger überwunden werden, könnten die Kurse kurzfristig nochmals prozentual zweistellig steigen. Die oben genannte Konsolidierung dürfte die Indizes dann aber nur etwas später treffen. Einen Rückfall auf die Jahrestiefstände von Anfang März erwarten wir aber nicht mehr.

Wenn im späteren Jahresverlauf zunehmend fundamentale Daten die von uns erwartete konjunkturelle Erholung bestätigen, kann eine tragfähige Kurserholung einsetzen. Sie dürfte aber deutlich ruhiger als die Rally der letzten Monate verlaufen. Auf Jahressicht erwarteten wir alle vier von uns analysierten Indizes wieder deutlich über den aktuellen Niveaus.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank Research

	27.05.	in 3 M	in 12 M
DAX	5.001	4.40-4.600	5.200-5.400
Euro Stoxx 50	2.479	2.150-2.350	2.525-2.725
S&P 500	893	775-875	930-1.030
Topix	893	750-850	875-975

Marktprognosen Juni 2009

Zinsen in %	27.05.09	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Euroraum					
Refisatz	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
3-Monats-Euribor	1,27	1,2 (1,3)	1,2 (1,3)	1,2 (1,3)	1,2 (1,3)
2-j. Bunds	1,41	1,3 (1,4)	1,5	1,7	1,8
10-j. Bunds	3,63	3,3 (3,2)	3,3	3,5	3,6
USA					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0,50
3-Monats-Libor	0,67	0,7 (1,0)	0,65 (1,0)	0,75 (1,0)	0,9 (1,2)
2-j. Treasuries	0,98	1,0	1,1	1,3	1,5
10-j. Treasuries	3,74	3,3 (3,2)	3,3	3,4	3,6
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./ USD-Libor	60	50 (30)	55 (30)	45 (30)	30 (10)
10 J.: Bunds ./ Treasuries	-11	0	0	10	0
Japan					
Overnight Call Rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	1,47	1,4	1,4	1,5	1,5
UK					
Base Rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
10-j. Staatsanleihen (Gilts)	3,74	3,5	3,6	3,7	3,9
Swap/Credit Spreads in Basispunkten					
10-j. Swaps ./ Bunds	7	20 (30)	10 (25)	10 (25)	10 (20)
EWU Corporates A-Rated ./ Bunds	167	180 (210)	180 (200)	170 (190)	150 (180)
US Corporates B-BB-Rated ./ Treasuries	930	1000 (1300)	1000 (1200)	900 (1100)	800 (1000)
Wechselkurse					
US-Dollar (EUR/USD)	1,3825	1,35	1,30	1,25	1,25
Japanischer Yen (EUR/JPY)	131,83	126	124	126 (122)	130 (120)
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8667	0,90	0,87	0,85	0,83
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,5113	1,53	1,54	1,53	1,52
Commodities					
Rohöl Brent Spot (\$/Barrel)	60,71	55 (50)	55 (50)	60 (50)	65 (60)
Gold Spot (\$/Feinunze)	949	920	880 (850)	820 (750)	860 (800)
Aktien					
		KGV	KGV	Kursziel	Kursziel
		2008 e	2009 e	in 3 Monaten	in 12 Monaten
DAX	5.001	13,6	16,0	4400 - 4.600	5.200 - 5.400
Euro Stoxx 50	2.479	10,1	11,9	2.150 - 2.350	2.525 - 2.725
Standard & Poors 500 *	893	18,0	20,0	775 - 875	920 - 1.020
Topix	893	17,9	21,1	750 - 850	875 - 975

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Konjunkturprognosen Juni 2009

	2008				2009				BIP			Inflation		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	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	-2,2	-3,8	-0,5	0,2	0,4	1,3	-6,0 (-4,9)	1,2	2,6	0,6	1,5
Euroraum	0,6	-0,2	-0,2	-1,6	-2,5	-0,4	0,2	0,3	0,7	-4,0 (-3,2)	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	0,8	-0,9	-0,6	-3,8	-4,0	-0,2	-0,1	0,1	-0,7	-7,5 (-6,0)	0,6	1,4	-0,5	0,0

Vormonatsprognosen in Klammern