

Postbank Research

Perspektiven

Juli 2009

- **Thema des Monats: Wohnimmobilien guter Schutz vor Inflation**
  Enge Verbindung zwischen Mietentwicklung und Inflationsrate
  Kaum erkennbarer Einfluss der Inflation auf Immobilienwerte
  Inflationsbereinigter Ertrag von Immobilienanlagen deutlich positiv
  Hohe Stabilität der Erträge im Vergleich zu anderen Vermögenswerten
  Auf die Lage kommt es an

- **EWU-Konjunktur: Stimmungsdaten warten auf Bestätigung**
  Privater Verbrauch in ungewohnter Rolle
  Der Weg für eine Stabilisierung ist geebnet
  Inflation sinkt schneller als erwartet

- **US-Konjunktur: Beschwerlicher Weg aus dem Tal**
  Gemischte Datenlage
  Beschäftigungsabbau verlangsamt sich
  Wachstumsprognosen unverändert
  Inflationsrate zunächst noch tiefer im Minusbereich

- **Japanische Konjunktur: Die Lebenszeichen mehren sich**
  Hoffnungsvoller Start ins 2. Quartal
  Der Preisdruck verschärft sich

- **Rentenmarkt: Aufwärtsbewegung der Renditen zunächst beendet**
  EZB: Details zum Ankauf gedeckter Anleihen
  Konjunktur profitiert nur teilweise von geldpolitischen Impulsen
  10-Jahresrenditen von über 4% erst in 2010

- **Aktienmarkt: Verschnaufen nach der Rallye**
  Nahtloser Übergang von Hoch- auf Tiefdruckgebiet
  Luft ist noch zu dünn
  Firmenbosse mit etwas mehr Zuversicht
  Firmen zapfen Kapitalmarkt an
  Nach Verschnaufen moderat aufwärts

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: 24.06.2009

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.

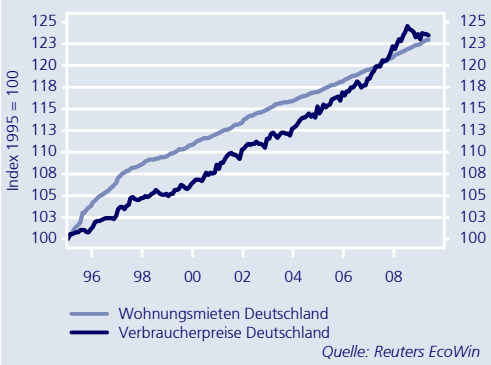
Wohnimmobilien guter Schutz vor Inflation

Immobilien als Schutz vor Inflation sind bei Anlegern wieder verstärkt in den Fokus geraten. Zwar liegt die Inflationsrate in Deutschland nur bei Null Prozent – streng genommen gibt es aktuell also gar keine Inflation. Angesichts rasant steigender Staatsdefizite und einer sehr großzügigen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken haben die Sorgen vor einer langfristig steigenden Inflation allerdings deutlich zugenommen. Dies lässt sich beispielsweise aus Konsumentenumfragen oder den impliziten Inflationserwartungen bei indexierten Staatsanleihen im Euroraum ablesen.

Dass diese Sorgen nicht unbegründet sind, zeigt ein Blick in die Geschichte. So waren hohe öffentliche Defizite in Verbindung mit sehr niedrigen Leitzinsen häufig ein Vorbote steigender Inflationsraten. Hinzu kommt, dass einige große Notenbanken auch Anleihen aufkaufen und somit die umlaufende Geldmenge weiter erhöhen. Sofern diese Ankäufe nicht an anderer Stelle kompensiert werden, handelt es sich um eine Finanzierung von Schulden aus der Notenpresse. Zweifel kommen auch an der langfristigen Glaubwürdigkeit der Geldpolitik auf. Steigen infolge von Konjunkturprogrammen und Einnahmeausfällen die finanziellen Belastungen für den Staat, ist die Versuchung groß, durch anhaltend niedrige Zinsen - auf Kosten der Preisniveaustabilität - für Entlastung zu sorgen. Verlierer wären bei einer solchen Strategie die Besitzer von Geldvermögen, da eine höhere Inflation zu einer realen Entwertung ihrer Forderungen führt.

Als sogenannte reale Vermögenswerte gelten Immobilien bei vielen Anlegern als ein guter Schutz vor steigender Inflation. Als Begründung wird zum einen die Mietentwicklung angeführt. So ist häufig zu beobachten, dass in Zeiten allgemein steigender Preise auch die Mieten wachsen. Steigende Mieten heißt aber auch, dass die laufenden Einnahmen aus einer Immobilienanlage zunehmen.

Langfristig steigen Mieten im Rahmen der allgemeinen Inflation



Gleichzeitig wächst der Wert einer Immobilie, wenn die zu erwartenden Einnahmen aus der Anlage steigen. Ein Zusammenhang, der auch für andere Anlageformen wie beispielsweise Aktien gilt.

Enge Verbindung zwischen Mietentwicklung und Inflationsrate

In einigen Ländern sind die Mieten an die Inflationsrate gekoppelt, so dass ein direkter, häufig zeitlich versetzter Zusammenhang zwischen Inflation und Mieten besteht. Auch in Deutschland sind Verträge, die eine Bindung der Miete an den Lebenshaltungskostenindex vorsehen, immer weiter verbreitet. Unabhängig von Indexklauseln in Mietverträgen ist zu beobachten, dass Veränderungen in der Inflationsrate die Höhe der Miete bei neu abgeschlossenen Mietverträgen beeinflussen. Im Zuge einer steigenden Inflation werden meist höhere Lohnabschlüsse vereinbart, so dass die Kaufkraft der Mieter im Allgemeinen steigt. Liegt die Ursache für steigende Inflationsraten in höheren Energie- und Rohstoffpreisen, kann auch ein direkter Effekt auf die Immobilienpreise eintreten. Denn in der Folge steigen die Baukosten an, was die Preise für Neubauten meist in die Höhe treibt.

Inwieweit lassen sich die geschilderten Zusammenhänge zwischen Inflationsentwicklung und der Entwicklung von Immobilienpreisen bzw. Mieten statistisch belegen? Tatsächlich gibt es eine enge Verbindung von Inflation und Mieten bei Wohnimmobilien. Allerdings lässt sich hierbei eine mehr oder weniger ausgeprägte zeitliche Verzögerung zwischen Änderungen in der Inflationsrate und Änderungen im Mietniveau beobachten. So reagieren Mieten in Deutschland mit einer Verzögerung von etwa 2,5 Jahren auf die Inflation. In anderen Ländern ist dieser Zeitraum teilweise deutlich kürzer; in den USA beträgt er beispielsweise nur gut 1,5 Jahre. Dieser Unterschied dürfte auf den vergleichsweise engen Möglichkeiten der Mietanpassung in Deutschland beruhen. So darf eine Erhöhung auch bei Index-Mieten hierzulande erst nach Ablauf eines Jahres erfolgen. In anderen Ländern bestehen hier teilweise größere Spielräume, was den Vermietern eine schnellere Anpassung der Mieten an die Inflation erlaubt.

Kaum erkennbarer Einfluss der Inflation auf Immobilienwerte

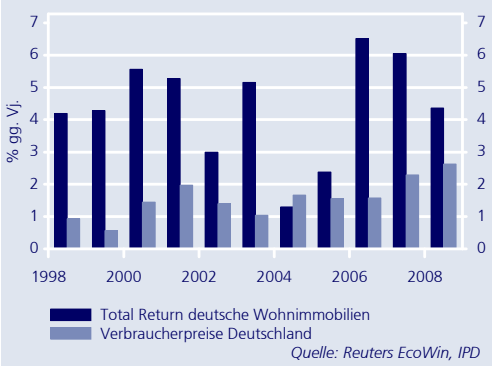
Die langfristige Analyse der Datenreihen zeigt, dass die Mieten mit der allgemeinen Preisentwicklung auch in Deutschland Schritt halten können. So sind die Mieten hierzulande in der zweiten Hälfte der 90er Jahre sogar stärker gestiegen als das allgemeine Preisniveau. Anfang dieses Jahrzehnts übertraf die allgemeine Preissteigerung infolge explodierender Energiepreise den Anstieg der Mieten. Seit Anfang 2009 ist die Jahresrate bei den Mieten wieder höher als die Inflationsrate. Über den gesamten Zeitraum Januar 1996 bis Mai 2009 haben sich Mieten und das allgemeine Preisniveau in etwa im gleichen Ausmaß erhöht. Insofern scheint sich die These, dass zu erwartende Mietsteigerungen einen Ausgleich für eine höhere Inflation bieten, zu bestätigen. Dieser Zusammenhang gilt ebenso für andere Länder, wobei die Mietsteigerungen in Relation zur Inflation meist sogar noch deutlich höher ausfielen.

Wie sieht es nun aber mit der Wertentwicklung von Wohnimmobilien bei steigenden Inflationsraten aus? Hier ist der Zusammenhang weniger stark ausgeprägt als zwischen Mieten und Inflationsrate. In Deutschland kam es trotz steigender Inflation zeitweise zu sinkenden Immobilienpreisen. Dies gilt auch unter Berücksichtigung von zeitlichen Verzögerungen. Eine mögliche Erklärung hierfür liegt in den steigenden Finanzierungskosten für Immobilien in Zeiten hoher Inflation. So heben die Notenbanken die Leitzinsen meist an, wenn die Inflationsraten anziehen und damit das Preisstabilitätsziel gefährdet ist. Da der Erwerb von Immobilien in der Regel einen hohen Fremdfinanzierungsanteil erfordert, dämpfen höhere Finanzierungskosten die Nachfrage.

Inflationsbereinigter Ertrag von Immobilienanlagen deutlich positiv

Anlagen bieten dann einen Schutz vor Inflation, wenn sie nach Abzug der Inflationsrate über einen längeren Zeitraum hinweg einen positiven Ertrag erzielen. Der Gesamtertrag (Total Return) einer Immobilienanlage setzt sich aus den

Gesamtertrag bei Wohnimmobilien deutlich höher als Inflationsrate

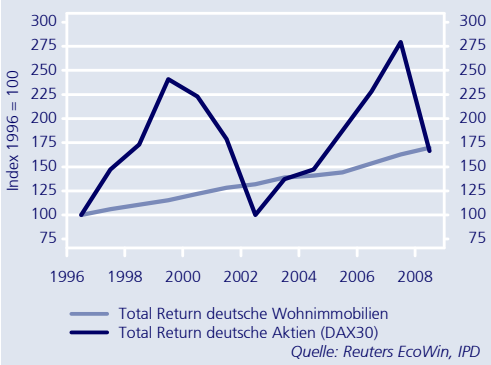


Quelle: Reuters EcoWin, IPD

laufenden Mieteinnahmen und der Wertänderung des Anlageobjektes zusammen. Diese werden dann in Beziehung zum jeweiligen Immobilienwert gesetzt, um die Anlagerendite zu errechnen. Eine Analyse des Gesamtertrags von Anlagen institutioneller Investoren in deutsche Wohnimmobilien zeigt, dass sich mit den Investitionen nach Abzug der Inflationsrate eine deutlich positive Rendite erzielen ließ. Innerhalb eines Zeitraums von 13 Jahren (1996 bis 2008) summierte sich die reale Rendite auf rund 50%. Dies entspricht einer Verzinsung von durchschnittlich 3,8% pro Jahr. Mit Ausnahme eines Jahres lag die Rendite von Wohnimmobilienanlagen stets über der jeweiligen Inflationsrate.

In anderen Ländern war die reale Rendite teilweise noch deutlich höher als in Deutschland. Dies hängt vor allem mit der sehr unterschiedlichen Wertentwicklung von Wohnimmobilien in den einzelnen Ländern zusammen. Während der Wert von Wohnimmobilien in Deutschland seit 1996 nur um 3,5% stieg, legten die Preise beispielsweise in Frankreich um gut 70% zu. Die Rendite basierte hierzulande in den letzten 13 Jahren dementsprechend fast ausschließlich aus den laufenden Einnahmen einer Immobilienanlage. Im Unterschied zu anderen Ländern dürften sich die Immobilienwerte in Deutschland allerdings auch in Krisenzeiten als sehr wertstabil erweisen. Ähnlich starke Einbrüche der Immobilienpreise wie aktuell in Spanien sind nicht zu befürchten. Investoren, die am Höhepunkt des Immobilienbooms in spanische Immobilien investiert haben, dürften für längere Zeit eine negative reale Rendite mit ihrer Anlage erzielen. In Deutschland dagegen spielt der Zeitpunkt einer Immobilieninvestition eine weniger wichtige Rolle, da Wertänderungen vergleichsweise gering ausfallen und damit auch kaum Einfluss auf die Rendite einer Anlage haben.

Per saldo gleicher Gesamtertrag wie bei Aktien



Quelle: Reuters EcoWin, IPD

Hohe Stabilität der Erträge im Vergleich zu anderen Vermögenswerten

Immobilien schneiden auch im Vergleich zu anderen Anlageformen gut ab. So liegen deutsche Wohnimmobilien mit Blick auf die reale Rendite im Zeitraum von 1996 bis 2008 vor Aktien. Zwar ließ sich mit Dividendentiteln zeitweise eine höhere Rendite erzielen. Allerdings weisen Aktienkurse in Deutschland eine deutlich höhere Volatilität als Immobilienpreise auf. Insofern kommt es auch hier auf den richtigen Zeitpunkt der Anlage an. Die Aussicht auf höhere Erträge wird bei Aktien durch das Risiko negativer realer Renditen erkauft.

Grundsätzlich können auch Eigentümer, die eine Wohnung oder ein Haus selbst nutzen, vom Inflationsschutz einer Immobilie profitieren. Anders als bei vielen Mietern fallen bei ihnen keine inflationsbedingten Mieterhöhungen an. Sofern eine Finanzierung mit einer langfristigen Zinsbindung vereinbart wurde, wirken sich zwischenzeitliche Zinserhöhungen infolge eines Inflationsanstiegs auf die finanzielle Belastung nicht aus. Zu höheren Kosten kann es allerdings kommen, wenn das Darlehen am Ende der Laufzeit verlängert werden muss und die Zinsen inflationsbedingt angestiegen sind.

Auf die Lage kommt es an

Dass sich im bundesdeutschen Gesamtdurchschnitt mit einer Anlage in Wohnimmobilien in den vergangenen 13 Jahren eine positive reale Rendite erzielen ließ bedeutet nicht, dass dies für alle Einzelobjekte gilt. Bekanntermaßen spielt für die Ertragsaussichten einer Immobilie vor allem die Lage eine entscheidende Rolle. Die Entwicklung der Mieten und Immobilienpreise unterscheidet sich in einzelnen Regionen erheblich voneinander. Insbesondere in den neuen Bundesländern sind die Mieten im Landesdurchschnitt in den letzten 13 Jahren erheblich hinter der allgemeinen Teuerungsrate zurückgeblieben, während beispielsweise in Baden-Württemberg ein weitgehender Gleichlauf der Datenreihen zu beobachten war. Aber auch hier gilt: Nicht alle Standorte innerhalb der neuen Bundesländer lassen sich über einen Kamm scheren. Je nach Standort kann es hier zu einer sehr unterschiedlichen Entwicklung der Mieten und Immobilienpreise kommen.

Fazit: Anlagen in deutsche Wohnimmobilien bieten nicht nur auf lange sondern auch auf kurze Sicht einen guten Schutz vor Inflation. In den vergangenen 13 Jahren ließ sich mit einer Ausnahme immer eine deutlich positive reale Rendite erzielen. Wertänderungen bei deutschen Wohnimmobilien haben kaum Einfluss auf die Rendite. Der Gesamtertrag resultiert fast ausschließlich aus den laufenden Einnahmen, also den Mieten, einer Immobilienanlage. Auch im Vergleich zu anderen Anlageformen, insbesondere Aktien, bieten Wohnimmobilien einen guten Schutz vor Inflation.

Dr. Marco Bargel

Entwicklung des deutschen Wohnimmobilienmarktes

	1996-2008	pro Jahr
Mieten	22,9%	1,8%
Wertentwicklung	3,4%	0,3%
Gesamtertrag	69,9%	5,4%
Verbraucherpreise	23,5%	1,8%
Reale Rendite	46,4%	3,6%
Quelle: IPD, Statistisches Bundesamt		

EWU-Konjunktur: Stimmungsdaten warten auf Bestätigung

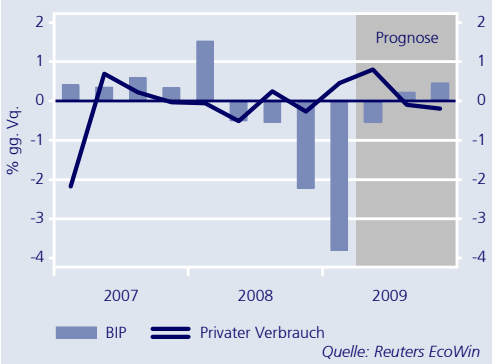
Privater Verbrauch in ungewohnter Rolle

Im 1. Quartal gab es beim deutschen BIP-Wachstum nur sehr wenig Erbauliches zu verzeichnen. Einzig positiv zu bewerten war der Anstieg des Privaten Verbrauchs, galt er doch in den letzten Jahren als Sorgenkind der deutschen Wirtschaft. Es stellt sich nun die Frage, ob er auch in den kommenden Monaten als Basis für eine konjunkturelle Stabilisierung fungieren kann.

Einen Hinweis darauf, dass es auch im 2. Quartal gut um den Privaten Verbrauch in Deutschland bestellt sein könnte, geben die Einzelhandelsumsätze (ohne Autos und Benzin), die im April real um 0,5% zulegen konnten. Auch die in den Konjunkturpaketen beschlossenen Änderungen dürften sich positiv auswirken. Dies betrifft vor allem die Abwrackprämie, die auch noch im 2. Quartal für höhere KFZ-Absatzzahlen sorgt. Ab dem 2. Halbjahr werden im Rahmen des Konjunkturpaketes die Steuern und Krankenkassenbeiträge gesenkt, was ebenfalls stimulierend auf den Konsum wirken könnte. Nicht zuletzt spielt auch eine gesunkene Inflation den Verbrauchern in die Karten und sollte die Neigung, Geld für neue Anschaffungen auszugeben steigern. Insofern gibt es durchaus Argumente für einen stabilisierenden Einfluss des Privaten Konsums in Deutschland.

Doch wo es Chancen gibt, dort lauern bekanntlich auch Gefahren. Zum einen wäre der unausweichliche Anstieg der Arbeitslosigkeit zu nennen, der bis weit ins Jahr 2010 anhalten und viele Haushalte zum Sparen zwingen wird. Zum anderen werden die Inflationsraten nicht dauerhaft sinken. Zudem könnte ein rascher als erwartet steigender Ölpreis über höhere Benzinpreise die Konsumlaune wieder deutlich eintrüben.

Privater Verbrauch stützt BIP zumindest vorübergehend

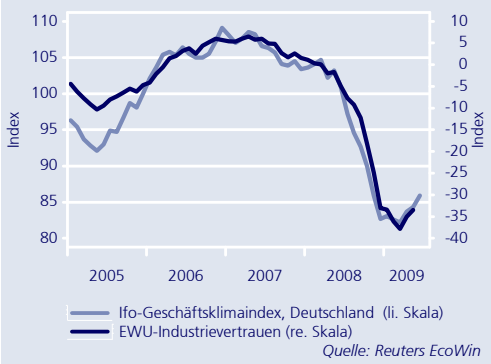


Im laufenden Jahr ist es vor allem Dank der konsumfreundlichen Preisentwicklung und den fiskalpolitischen Maßnahmen wahrscheinlich, dass der Private Konsum als eine der wenigen Komponenten einen positiven Wachstumsbeitrag liefert. Wir erwarten für den Privaten Verbrauch ein Wachstum von 0,8% in 2009. Jedoch wird dieses aufgrund der Abwrackprämie ausschließlich im 1. Halbjahr erwirtschaftet. Dieser vorgezogene Konsum sollte sich dann im späteren Jahresverlauf negativ bemerkbar machen. Zudem dürften sich dann die Belastungen durch die Arbeitsmarktentwicklung stärker auswirken. Dann fällt der Private Konsum in sein altes Muster zurück und reiht sich wieder hinter dem Außenhandel ein.

Der Weg für eine Stabilisierung ist geebnet

Die Zeichen dafür, dass sich die Wirtschaftsleistung in Deutschland und der Eurozone einer Stabilisierung nähert, verdichten sich. Vor allem die Stimmungsindikatoren lassen weiter auf ein kurz bevorstehendes Ende der Talfahrt hoffen. So verbesserte sich beispielsweise der deutsche ifo-Geschäftsklimaindex im Juni zum dritten Mal in Folge. Die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe sind EWU-weit ebenfalls im Juni gestiegen. Und auch das Industrievertrauen in der EWU kehrt langsam wieder zurück.

Die Stimmung hat gedreht



Doch bislang haben sich die seit einiger Zeit verbesserten Stimmungsdaten noch nicht nachhaltig in den harten Daten niedergeschlagen. So gab beispielsweise die Industrieproduktion im April sowohl in Deutschland als auch der EWU um jeweils 1,9% gegenüber März nach. Dabei erwies sich vor allem die Produktion von Investitionsgütern als belastender Faktor. Die verringerte Abwärtsdynamik hält jedoch die Hoffnung auf eine baldige Besserung aufrecht.

Auch der deutsche Außenhandel konnte bislang noch nicht mit positiven Daten aufwarten. Im Gegenteil: Im Vormonatsvergleich brachen im April sowohl die Exporte (-4,8%) als auch die Importe (-5,8%) in Deutschland nochmals regelrecht ein. Für die EWU zeichnet sich ein ähnliches Bild ab.

Es bleibt daher bei der Festestellung, dass der Welthandel nach wie vor noch nicht im Vollbesitz seiner Kräfte ist und somit noch keine Impulse für das Wachstum setzen konnte.

Bezüglich unserer BIP-Prognosen sehen wir in diesem Monat keinen Anpassungsbedarf. Wir rechnen nach wie vor damit, dass sich das BIP in Deutschland um 6% gegenüber 2008 verringert. Für die EWU prognostizieren wir einen BIP-Rückgang von 4%. Für 2010 halten wir jeweils ein moderates Wachstum von gut 1% für erreichbar.

Inflation sinkt schneller als erwartet

Die EWU-Inflationsrate ist im Mai zum ersten Mal in der Geschichte der Währungsunion auf 0% gefallen. Dies war durch die vorangegangene Ölpreisentwicklung absehbar. Nach den Übertreibungen bis zur Mitte des Vorjahres folgte der rapide Rückgang. Dies dürfte in den nächsten Monaten auch zu einer negativen Inflationsrate führen, bevor sie gegen Ende des Jahres wieder ins Positive dreht. Angesichts des schneller als erwarteten Rückgangs senken wir unsere Inflationsprognose. Für 2009 erwarten wir für die EWU im Jahresdurchschnitte nun eine Inflationsrate von 0,5% statt 0,7%. Für 2010 rechnen wir mit einem Anstieg von 1,7% statt 1,9%.

Thilo Heidrich

Prognosen Postbank Research

	Deutschland			Euroraum		
% ggü. Vj.	**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	-0,7	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	4,4	-10,0	1,8	-0,1	-9,0	0,3
Staatsverbrauch	1,8	1,3	2,5	2,0	1,5	2,0
Exporte	2,7	-13,9	6,8	1,1	-12,2	5,2
Importe	4,2	-4,9	6,7	1,2	-9,1	4,9
Außenbeitrag*	-0,4	-4,9	0,2	0,0	-1,5	0,1
Lagerinvestitionen*	0,5	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,1
Inflation	2,6	0,4	1,3	3,3	0,5	1,7

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

US-Konjunktur: Beschwerlicher Weg aus dem Tal

Gemischte Datenlage

Die US-Wirtschaftsleistung ist für das 1. Quartal von annualisiert -6,1% auf -5,7% revidiert worden. Kleinere Korrekturen an den einzelnen Komponenten änderten nichts am Gesamtbild: Die größte Bremse blieben die Bruttoanlageinvestitionen, allen voran die Ausrüstungsinvestitionen. Allerdings wurde die Wirtschaftsleistung auch in erheblichem Umfang von Lagerreduzierungen gedrosselt, was sich im 2. Quartal nicht wiederholt haben sollte, sondern vielmehr Raum für einen positiven Wachstumsbeitrag lässt. Deutlich positiv zum Ergebnis des ersten Jahresviertels trug der Außenbeitrag bei, und auch der Private Konsum lieferte Impulse, wenngleich dieser Beitrag nach unten korrigiert worden ist.

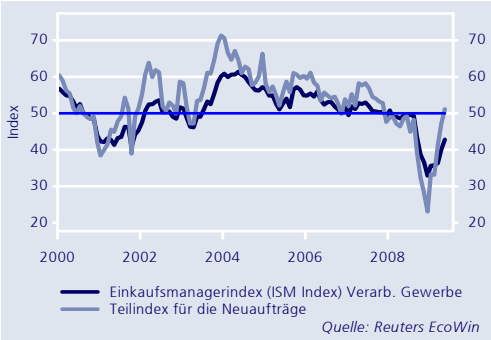
Im jetzt zu Ende gehenden Quartal haben sich die Stabilisierungstendenzen im großen und ganzen fortgesetzt. An einigen Stellen kam es aber auch zu kleineren Rückschlägen. So deutet sich für den Privaten Konsum im 2. Quartal ein Rückgang an. Nach dem guten Jahresauftakt zeigten die Einzelhandelsumsätze in den Folgemonaten wieder Schwäche. Im Mai kam es zwar zu einem nominalen Anstieg um 0,5%. Allerdings war dies zum Teil auf steigende Tankstellenumsätze infolge eines höheren Benzinpreises zurückzuführen, so dass real weniger verbleibt. Im Durchschnitt von April und Mai bewegen sich die Einzelhandelsumsätze um 0,7% unter dem Niveau des 1. Quartals.

Die Talfahrt der Exporte und Importe hat sich zuletzt verlangsamt. Auf Basis der April-Daten deutet sich jedoch an, dass der Außenbeitrag im zweiten Jahresviertel wohl keinen deutlich positiven Impuls mehr geliefert hat.

Anhaltende Schwächetendenzen zeigt die Industrie, wenngleich doch die Abwärtsdynamik spürbar abgenommen hat. Im Mai sank die Industrieproduktion nochmals um 1,1% gegenüber dem Vormonat. Der Quartalsvergleich weist bislang ein Minus von 2,7% aus. Mehr Hoffnung auf eine baldige Wende zum Besseren machen aber die Industrieaufträge. Die Bestellungen für langlebige Güter sind im Mai zum dritten Mal in vier Monaten angestiegen.

Deutlichere Hinweise auf eine beginnende Stabilisierung der Gesamtwirtschaft liefert zudem der als guter Frühindikator geltende ISM-Index. Dieser hat sich im Mai weiter gesteigert. Mit 42,8 Punkten bewegt er sich jetzt in dem Bereich, der zumindest in vergangenen Phasen die Schwelle zwischen gesamtwirtschaftlichem Wachstum und Schrumpfen darstellte. Zudem hat dabei der Teilindikator für die Neuaufträge erstmals seit November 2007 die Schwelle von 50 Punkten überschritten. Der ergänzende Indikator für die Exporttätigkeit hat sich mittlerweile wieder in Sichtweite dieser Expansionsschwelle herangepirscht. Dass der Weg aus der Rezession aber auch für das Verarbeitende Gewerbe nicht glatt verlaufen wird, legen die bereits für Juni vorliegenden regionale Indikatoren nahe, die ein recht gemischtes Bild zeichneten.

Allmählich wieder etwas Leben im Verarbeitenden Gewerbe

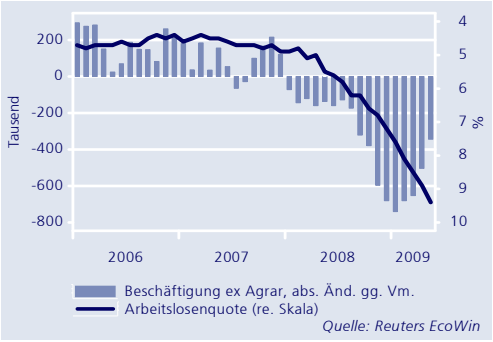


Beschäftigungsabbau verlangsamt sich

Inzwischen sendet auch der Arbeitsmarkt Signale dafür aus, dass das Tal in diesem konjunkturellen Abschwung durchschritten

ist. Im Mai hat sich die Zahl der Stellenverluste im Vergleich zu Jahresbeginn mehr als halbiert. So ist die Zahl der Beschäftigten "nur" noch um 345.000 gegenüber dem Vormonat gesunken. Zudem sind die Zahlen der Vormonate um 82.000 besser ausgefallen. In vielen Bereichen lässt sich jetzt immerhin ein verringertes Tempo des Jobabbaus feststellen. Gleichwohl ist die Arbeitslosenquote, die in einer separaten Umfrage erhoben wird, im Mai weiter von 8,9% auf 9,4% geklettert und rückt damit immer weiter in Richtung einer zweistelligen Rate, die zuletzt in der Rezession Anfang der 80er Jahre erreicht wurde. Als konjunktureller Nachläufer werden vom Arbeitsmarkt vorerst noch weitere Beschäftigungsrückgänge und eine steigende Arbeitslosenquote gemeldet werden. Frühestens Anfang nächsten Jahres rechnen wir erst wieder mit positiven Arbeitsmarktzahlen. Voraussetzung dafür ist, dass sich die von uns erwartete moderate Belebung der Konjunktur im zweiten Halbjahr materialisiert .

Tempo des Jobabbaus nimmt ab



Wachstumsprognosen unverändert

Insgesamt stehen die Zeichen weiterhin auf einem nahenden Ende der Rezession. Im 2. Quartal dürfte die Wirtschaftsleistung wohl weitgehend stagniert haben. Die Aussichten auf eine leichte Belebung im zweiten Halbjahr bleiben erhalten. Für das Gesamtjahr rechnen wir nach wie vor mit einem Rückgang des BIP um 2,2% gegenüber dem Vorjahr. 2010 dürfte mit einer leicht belebten Konjunktur und auf Basis der stärker wirkenden geldpolitischen und fiskalischen Impulse ein moderates Wachstum der Wirtschaftsleistung um 1,8% erreicht werden.

Inflationsrate zunächst noch tiefer im Minusbereich

Im Mai stiegen die Verbraucherpreise nur um 0,1% gegenüber dem Vormonat. Nahrungsmittelpreise bremsten den Anstieg, wohingegen Energie teurer war als im Vormonatsvergleich. Insbesondere zogen infolge des Ölpreisanstieges die Benzinpreise an. Insgesamt gab die Inflationsrate damit von -0,7% auf -1,3% nach. In den Sommermonaten wird sie aufgrund weiter bestehender begünstigender Basiseffekte noch tiefer ins Minus rutschen, gegen Jahresende dann aber wieder klar ins Positive drehen. Die Kernrate stieg im Mai ebenfalls um 0,1% gegenüber April. Gegenüber dem Vorjahresmonat gab sie nur leicht von 1,9% auf 1,8% nach und dürfte auch in den nächsten Monaten nicht wesentlich sinken. Deflationäre Tendenzen sind weiterhin nicht auszumachen. Die nachlassenden Verwerfungen an den Finanzmärkten sowie die zuletzt recht dynamische Entwicklung vieler Rohstoffpreise wirken dem auch entgegen. Aufgrund des nach wie vor sehr schwachen konjunkturellen Umfelds ziehen aber vorerst auch noch keine dunklen Inflationswolken herauf. Unsere Inflationsprognosen bleiben bei -0,7% für 2009 und gut 2% für 2010.

Fabienne Riefer

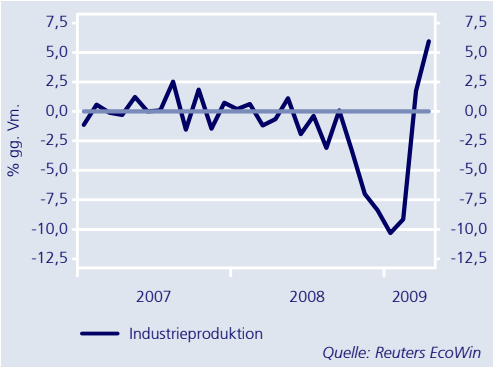
Prognosen Postbank Research

	USA		
% ggü. Vj.	**2008**	**2009e**	**2010e**
Reales BIP	1,1	-2,2	1,8
Privater Verbrauch	0,2	-0,7	1,2
Bruttoanlageinvestitionen	-4,9	-19,0	0,3
Staatsverbrauch	2,9	1,4	3,0
Exporte	6,2	-10,8	5,8
Importe	-3,4	-12,9	3,9
Außenbeitrag**	1,3	0,7	0,1
Lagerinvestitionen**	-0,2	0,0	0,2
Inflation	3,8	-0,7	2,2

** Wachstumsbeiträge in % des BIP

Japan: Die Lebenszeichen mehren sich

Industrieproduktion überrascht positiv



Hoffnungsvoller Start ins 2. Quartal

In den vergangenen Wochen mehrten sich in Japan die Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung. Zumindest in Teilen fiel der Start ins laufende Quartal durchaus positiv aus. Allen voran die Industrieproduktion sorgte im April mit einem kräftigen Anstieg von 5,9% gegenüber dem Vormonat für eine gute Ausgangsbasis auf der Entstehungsseite des BIP. Doch dass es für überschwängliche Freude zu früh ist, macht die Vorjahresveränderungsrate deutlich. Im April betrug diese -30,7% und spricht Bände dafür, wie tief Japan nach wie vor in der Krise steckt.

Leichte Aufhellungstendenzen gab es zudem bei den Exporten. Zwar sanken sie im Mai um 0,3% gegenüber April. Doch zuvor wurden zwei vergleichsweise kräftige Anstiege verzeichnet. Dabei konnten vor allem die Exporte nach China zulegen. Sie stiegen im Mai bereits zum vierten Mal in Folge. Die Importe enttäuschten dagegen zuletzt. Im April und Mai sanken sie jeweils im Vormonatsvergleich. Immerhin sollte durch diese Entwicklung der Außenhandel im 2. Quartal wieder einen Wachstumsbeitrag zum BIP liefern können.

Für die nahe Zukunft macht der Frühindikator Hoffnung auf eine Festigung der Stabilisierung. Er konnte sich nach neun Rückgängen in zehn Monaten zuletzt zwei Mal hintereinander verbessern.

Unterm Strich wird es noch einige Zeit dauern, bis die Krise in Japan überwunden ist. Erst wenn sich die Handelsdaten signifikant und über einen längeren Zeitraum verbessern, kommt auch Japans Wirtschaft wieder in Schwung. Erste Lebenszeichen werden aber immerhin mittlerweile häufiger gesendet.

Der Preisdruck verschärft sich

Die Preisentwicklung in Japan ist nach wie vor abwärtsgerichtet. Im April sank die Kerninflationsrate landesweit auf -0,4%, in Tokio gab sie im Mai auf -0,9% nach. Dies ist der niedrigste Wert seit fast sieben Jahren. Vor allem die Preise für den Transport und Unterhaltung weisen seit einigen Monaten deutlich negative Vorjahresveränderungsraten auf. Auch die Gesamt-Inflationsrate ist seit Februar in den negativen Bereich abgetaucht und betrug im April -0,1%. Es scheint derzeit, dass die Preise länger als ursprünglich erwartet im negativen Bereich verweilen. Aus diesem Grund passen wir unsere Inflationsprognose für 2009 von -0,5% auf -0,8% an. Für 2010 bleibt es bei unserer Einschätzung einer Inflation von 0%.

Thilo Heidrich

Prognosen Postbank Research

	Japan		
% ggü. Vj.	**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	-0,8	0,0

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

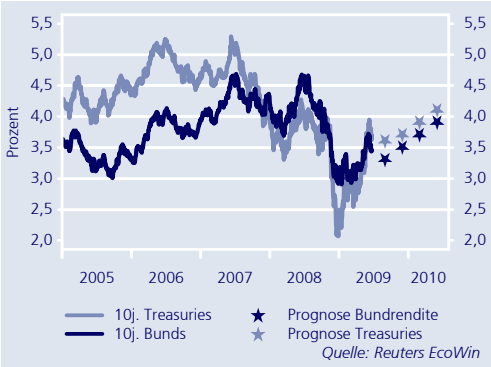
Rentenmarkt: Aufwärtsbewegung der Renditen zunächst beendet

Die 10-Jahresrendite deutscher Bundesanleihen scheint im Vormonat ein vorläufiges Zwischenhoch erreicht zu haben. Weniger schlechte Konjunkturdaten und Euphorie am Aktienmarkt sorgten zunächst für einen Anstieg der Rendite auf 3,72%, der höchste Wert seit 7 Monaten. Bei 10-jährigen US-Treasuries geriet gleichzeitig sogar wieder die 4%-Marke in greifbare Nähe. Seit Anfang Juni rentieren die US-Staatspapiere damit auch wieder höher als ihr deutsches Pendant. Zuletzt fielen die langfristigen Renditen wieder etwas. Am Aktienmarkt ist nach der Euphorie Ernüchterung eingetreten, da Unternehmenszahlen eher enttäuschten. Zugleich machen die jüngsten Konjunkturdaten deutlich, dass der Weg in Richtung positiver Wachstumsraten trotz einer tendenziellen Verbesserung immer noch sehr weit und steinig ist. Aktuell liegen die Renditen im 10-Jahresbereich in Deutschland bei 3,45% und in den USA bei 3,69%.

EZB: Details zum Ankauf gedeckter Anleihen

Die EZB hat auf ihrer Sitzung Anfang Juni die Leitzinsen erwartungsgemäß unverändert gelassen. Gleichzeitig gab sie wie angekündigt Details zum geplanten Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen bekannt. Insgesamt will die EZB in Euro denominierte gedeckte Schuldverschreibungen über einen Betrag von 60 Mrd. Euro erwerben. Die Maßnahme wird im Juli starten, ein Ende ist für Juni 2010 vorgesehen. Die Käufe werden über den Euroraum verteilt erfolgen, d.h. es werden Covered Bonds unterschiedlicher nationaler Herkunft angekauft, und zwar sowohl auf dem Primär- als auch dem Sekundärmarkt. Die Papiere müssen ein Rating von mindestens BBB aufweisen. Zudem wird sich die EZB bei den Käufen wahrscheinlich auf die Laufzeitenbereiche zwischen 3 und 10 Jahren konzentrieren. Die Maßnahme zielt damit vor allem auf die längerfristige Refinanzierung der Banken und ergänzt damit die bereits

US-Treasuries rentieren wieder höher als Bundesanleihen



ergriffenen Maßnahmen zur Stärkung der kurzfristigen Liquiditätsbeschaffung. Insgesamt lässt sich die EZB dabei den Spielraum, den Plan gegebenenfalls noch zu optimieren.

Die Maßnahme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen durch die EZB dürfte unseres Erachtens einen positiven Effekt auf den Markt haben. Bereits in den Wochen nach Ankündigung des Ankaufs durch die Notenbank haben sich die Risikoaufschläge bei einigen Covered Bonds eingeengt. Die Risiken einer solchen Maßnahme für die Inflation dürften sich in Grenzen halten. Zum einen ist der Betrag von 60 Mrd € nicht hoch genug, um die Geldmenge im Euroraum signifikant zu beeinflussen. Zum anderen besteht für die EZB jederzeit die Möglichkeit an anderer Stelle gegenzusteuern, um einen unerwünschten Anstieg des Liquiditätsangebots im Euroraum zu verhindern. Tatsächlich hat sie bereits angekündigt, den Ankauf zu sterilisieren, also geldmengenneutral umzusetzen.

Konjunktur profitiert nur teilweise von geldpolitischen Impulsen

Mit Blick auf die weiteren Perspektiven für die Zinspolitik erklärten die Währungshüter erneut, dass die Leitzinsen nicht notwendigerweise bereits am Tiefpunkt angelangt seien. Mit anderen Worten: Die

Tür für ein Nachsteuern bleibt vorerst offen. Dies kann angesichts der sehr verhaltenen neuen EZB-Wachstumsprognosen nicht verwundern. Während die Wachstumsprojektion für 2009 aufgrund des schwachen Jahresauftakts erwartungsgemäß deutlich von -2,7% auf jetzt -4,6% gesenkt wurde, sieht die EZB eine Rückkehr zu positiven Quartalswachstumsraten erst für Mitte 2010. Die Wachstumsprojektion für 2010 insgesamt ist von Stagnation auf -0,3% gesenkt worden.

Insgesamt gehen wir aber weiterhin davon aus, dass es im Euroraum zu keinen weiteren Leitzinssenkungen kommt. Auf Jahressicht dürfte die EZB nach unserer Einschätzung den Leitzins bei 1% belassen. Die Zeichen für eine deutlich verlangsamte konjunkturelle Abwärtsdynamik bzw. allmähliche Stabilisierung werden immer zahlreicher. Vielmehr dürfte die EZB angesichts der jetzt insgesamt ergriffenen Maßnahmen zur expansiveren Gestaltung des geldpolitischen Umfeldes zunächst einmal die weitere Wirkung abwarten. Grundsätzlich, so stellt sie fest, ist der geldpolitische Transmissionsmechanismus durchaus noch intakt und sollte in der näheren Zukunft eine stärkere positive Wirkung auf die Konjunktur entfalten. Ein wichtiges Indiz für die Funktionsfähigkeit der Geldpolitik dürfte die EZB in der Entwicklung der Kreditzinsen sehen, die sich infolge der Leitzinssenkungen im Euroraum verringert haben. Da sich gleichzeitig die Verfügbarkeit von Krediten durch die Finanzkrise verringert hat, dürfte der geldpolitische Impuls aber nur teilweise in der Realwirtschaft ankommen. Insofern wird die Konjunktur unseres Erachtens in geringerem Ausmaß von Zinssenkungen profitieren als es in vorangangenen Zyklen der Fall war.

10-Jahresrenditen von über 4% erst in 2010

Für das lange Zinsende fehlen angesichts eines unveränderten geldpolitischen Umfelds weiterhin die Impulse für eine nachhaltige Trendwende. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die 10-Jahresrendite von Bundesanleihen und US-Treasuries auf 3-Monatssicht leicht nachgibt. Gegen Ende des Prognosezeitraums dürfte im Falle der Bundesanleihen dann die 4%-Marke in Angriff genommen werden. Hierfür sprechen zum einen der zu erwartende Anstieg der Inflationsrate und zum anderen die konjunkturelle Erholung im Verlauf des kommenden Jahres. In den USA erwarten wir zudem eine erste vorsichtige Anhebung der Leitzinsen in 12 Monaten, so dass auch von dieser Seite ein moderater Aufwärtsdruck für die Kapitalmartkrenditen entsteht. Die 10-Jahresrendite von US-Treasuries sollte dann nachhaltig über 4% steigen.

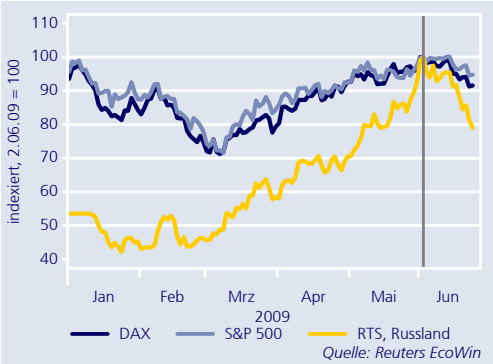
Dr. Marco Bargel

Prognosen Postbank Research

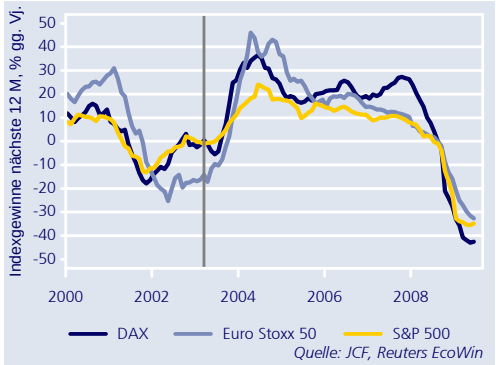
		24.06.	in 3 M	in 12 M
Leitzinsen				
Euroraum	%	1,00	1,00	1,00
USA	%	0-0,25	0-0,25	0-0,25
Japan	%	0,10	0,10	0,10
Großbritannien	%	0,50	0,50	0,75
Renditen 10 Jahre				
Bundesanleihen	%	3,45	3,30	3,90
US-Treasuries	%	3,69	3,60	4,10
Japanische JGB's	%	1,38	1,40	1,50
Britische Gilts	%	3,70	3,60	4,30

Aktienmarkt: Verschnaufen nach der Rallye

Nach rasanter Kursrallye treten Anleger auf die Bremse



Gewinnerwartungen anders als 2003 noch deutlich im negativen Bereich



Nahtloser Übergang von Hoch- auf Tiefdruckgebiet

Drei Monate hielt sich von Anfang März bis Anfang Juni ein Hochdruckgebiet über den meisten Aktienbörsen dieser Welt. Eine solche Großwetterlage bringt viel Sonnenschein und entsprechend hatten sich die Anleger mit starken Sonnenbrillen gewappnet. Alle Misstöne, die von Konjunktur- oder Firmenseite kommend die gute Stimmung stören wollten, und als Regenwolken am Himmel vorbeizogen, wurden so allenfalls als kurzzeitig ‚störend' empfunden. DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 legten in dieser freundlichen Großwetterlage jeweils rd. 40% zu. Deutlich besser entwickelten sich die Indizes diverser Schwellenländer. Der russische RTS zum Beispiel kletterte im genannten Zeitraum um 67%.

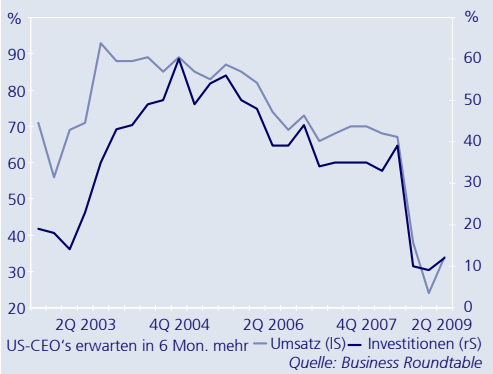
Anfang Juni setzten immer mehr Marktteilnehmer ihre Sonnenbrillen ab und versuchten sich an einer Prognose der kommenden Wetterlage. Die immer noch in Form von Regenwolken aufziehenden Negativmeldungen seitens Konjunktur und Firmen wirkten ohne die Brille plötzlich weit bedrohlicher. An den meisten internationalen Börsen drehten die Kurse gen Süden. Während DAX und Euro Stoxx 50 seitdem um je rd. 8% nachgaben, erwischte es die Besten im Aufschwung deutlich stärker. Der RTS zum Beispiel verlor mehr als 20%.

Luft ist noch zu dünn

Viele Frühindikatoren rund um den Globus deuten auf eine konjunkturelle Stabilisierung bzw. moderate Erholung im 2. Halbjahr hin. Dies und die Rettungsprogramme für die kriselnde Finanzindustrie waren die Hauptanker der Kursrallye, die wir von Anfang März bis Anfang Juni an den Börsen erlebt haben. Der Kursaufschwung verlief nach unserer Einschätzung aber zu schnell und war für die aktuelle konjunkturelle Lage zu deutlich. Die wirtschaftliche Erholung lässt sich zäh an und die Bestätigung der Frühindikatoren durch ‚harte' fundamentale Daten dürfte erst in den nächsten Monaten erfolgen.

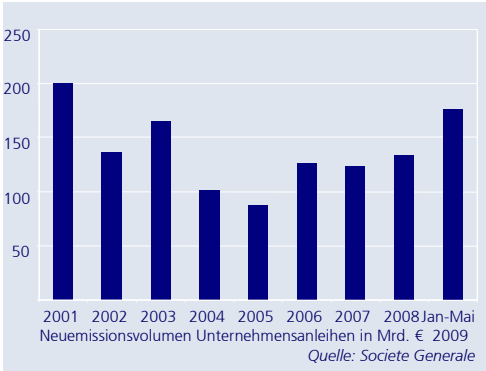
Auch die Zahlen und Geschäftsausblicke, die von einer Vielzahl von Unternehmen in den letzten Tagen vorgelegt wurden, zeigen, dass die Erholung noch auf sich warten lässt. In Deutschland veröffentlichten Lufthansa, Kali und Salz oder Stahlproduzenten Gewinn- und/oder Umsatzwarnungen. Vergleichbares war in anderen Ländern bzw. Regionen festzustellen. Bei einem Blick auf den Trend der Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate wird dies deutlich. Anders als 2003, dem Start der letzten Hausse, stabilisieren sich die Gewinnerwartungen zwar, aber sie sind noch weit von positiven Steigerungsraten entfernt. Die Luft für einen nachhaltigen Kursaufschwung ist noch zu dünn.

US-Unternehmensvorstände schöpfen langsam Zuversicht



Quelle: Business Roundtable

Unternehmen sind sehr aktiv auf dem Kapitalmarkt



Quelle: Societe Generale

Firmenbosse mit mehr Zuversicht

Optimismus sieht anders aus, aber die Anteile der Firmenvorstände (CEO) großer US-Firmen, die auf Sicht der nächsten sechs Monate mit einem steigenden Umsatz ihrer Firma rechnen oder die die Investitionsausgaben in ihrer Firma in diesem Zeitraum erhöhen wollen, sind leicht gestiegen. Addiert wollen die Hälfte der CEOs die Investitionsausgaben erhöhen bzw. nicht weiter senken. Dies gibt Hoffnung, dass die in den Frühindikatoren sichtbare Stabilisierung auch langsam im 2. Halbjahr von der Wirtschaft umgesetzt wird.

Firmen zapfen den Kapitalmarkt an

So aktiv wie in den ersten fünf Monaten 2009 haben Firmen den Kapitalmarkt mittels Unternehmensanleihen noch nicht angezapft. Bis Ende Mai haben sie mit einem Emissionsvolumen von knapp 170 Mrd. € das Gesamtvolumen des bisher zweitstärksten Jahres 2003 (165 Mrd. €) schon übertroffen. Das bisherige Rekordemissionsvolumen aus 2001 von 200 Mrd. € dürfte in 2009 noch übertroffen werden. Neben Anleihen platzieren sie auch neue Aktien und stärken so ihr Eigenkapital. Seit Anfang 2009 wurden lt. Datendienstleister Dealogic allein in Europa neue Aktien im Gegenwert von rd. 90 Mrd. € begeben. Für den weiteren Jahresverlauf erwartet Goldman Sachs eine deutliche Ausweitung der Aktivitäten. Sie kalkulieren mit einem Aktienneuemissionsvolumen für 2009 von bis 400 Mrd. €. Positiv ist zu vermerken, dass die Firmen von den Anlegern positiv bewertet werden. Sie vertrauen ihnen ihr Geld an. Zudem verbessern die Unternehmen durch Anleihe- und Aktienemissionen ihre Bilanzstrukturen und verschaffen sich die Mittel, um in der konjunkturellen Erholung die erforderlichen Investitionen vornehmen zu können. Negativ wirken sich die Kapitalerhöhungen für den Anleger aus. Sie verwässern den Gewinn je Aktie, da bei gleichbleibendem Zähler (Gewinn) der Nenner (Aktienzahl) steigt. Die Bewertung nach Kurs Gewinn-Verhältnis verschlechtert sich. Zudem steht das Geld, das in Kapitalerhöhungen fließt, nicht mehr zum Kauf schon notierter Titel bereit.

Nach Verschnaufen moderat aufwärts

Die aktuelle Konsolidierung kann den DAX vorübergehend bis in den Bereich von 4.000 bis 4.250 Punkten führen. Einen Rückfall auf die März-Tiefs erwarten wir nicht. Im Zuge der moderaten konjunkturellen Erholung im späteren Jahresverlauf sollte eine tragfähige Kurserholung beginnen. Sie sollte aber deutlich ruhiger als die Rallye der letzten Monate verlaufen. Auf Jahressicht erwarteten wir die Indizes deutlich über den aktuellen Niveaus.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank Research

	24.06.	in 3 M	in 12 M
DAX	4.836	4.600-4.800	5.250-5.450
Euro Stoxx 50	2.418	2.250-2.450	2.550-2.750
S&P 500	901	825-925	930-1.030
Topix	902	825-925	925-1.050

Marktprognosen Juli 2009

Zinsen *in %*	**24.06.09**	**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	1,20	1,2	1,2	1,2	1,2
2-j. Bunds	1,40	1,5 (1,3)	1,6 (1,5)	1,7	1,9 (1,8)
10-j. Bunds	3,45	3,3 (3,3)	3,5 (3,3)	3,7 (3,5)	3,9 (3,6)
USA					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0,50
3-Monats-Libor	0,60	0,6 (0,7)	0,6 (0,65)	0,7	0,9
2-j. Treasuries	1,20	1,2 (1,0)	1,3 (1,1)	1,4 (1,3)	1,6 (1,5)
10-j. Treasuries	3,69	3,6 (3,3)	3,7 (3,3)	3,9 (3,4)	4,1 (3,6)
EUR/USD-Spreads in Basispunkten					
3-M-Geld: Euribor ./. USD-Libor	60	60 (50)	60 (55)	50 (45)	30 (30)
10 J.: Bunds ./. Treasuries	-24	-20 (0)	-20 (0)	-20 (10)	-20 (0)
Japan					
Overnight Call Rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10-j. Staatsanleihen (JGB's)	1,38	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)	3,70	3,6 (3,5)	3,8 (3,6)	4,0 (3,7)	4,3 (3,9)

Swap/Credit Spreads in Basispunkten		**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
10-j. Swaps ./. Bunds	26	25 (20)	20 (10)	15 (10)	15 (10)
EWU Corporates A-Rated ./. Bunds	128	150 (180)	140 (180)	130 (170)	110 (150)
US Corporates B-BB-Rated ./. Treasuries	860	900 (1000)	900 (1000)	800 (900)	700 (800)

Wechselkurse		**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
US-Dollar (EUR/USD)	1,3986	1,35	1,30	1,25	1,25
Japanischer Yen (EUR/JPY)	133,67	130 (126)	127 (124)	127 (126)	130
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8504	0,86 (0,90)	0,85 (0,87)	0,83 (0,85)	0,80 (0,83)
Schweizer Franken (EUR/CHF)	1,5319	1,53	1,54	1,53	1,52

Commodities		**in 3 Monaten**	**in 6 Monaten**	**in 9 Monaten**	**in 12 Monaten**
Rohöl Brent Spot ($/Barrel)	67,54	60 (55)	60 (55)	65 (60)	70 (65)
Gold Spot ($/Feinunze)	931	920	880	820	860

Aktien		**KGV**	**KGV**	**Kursziel**	**Kursziel**
		2008	**2009 e**	**in 3 Monaten**	**in 12 Monaten**
DAX	4.836	13,2	15,6	4600 - 4.800	5.250 - 5.450
Euro Stoxx 50	2.148	8,7	10,3	2.250 - 2.450	2.550 - 2.750
Standard & Poors 500 *	901	18,2	20,2	825 - 925	930 - 1.030
Topix	902	18,0	21,2	825 - 925	925 - 1.025

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Konjunkturprognosen Juli 2009

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

Vormonatsprognosen in Klammern