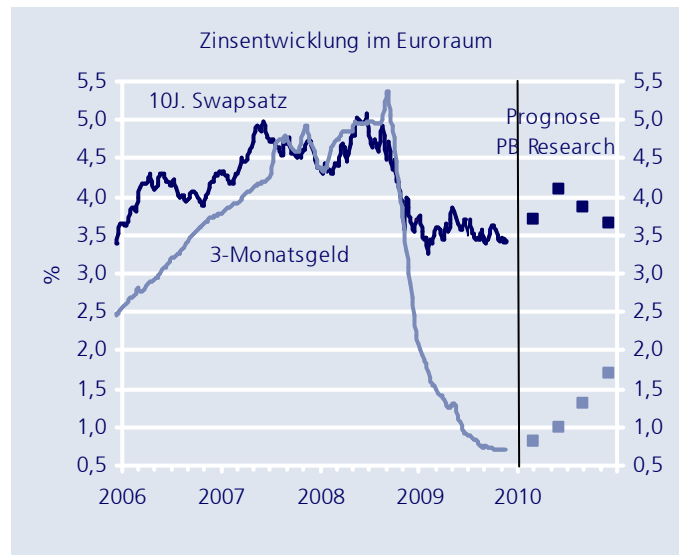


Januar 2010

- **Konjunkturprogramme, Lagerzyklus und weltwirtschaftliche Erholung tragen Konjunktur in der EWU und in den USA auch zu Beginn 2010; ab Mitte 2010 aber Abschwächung des Aufschwungs.**
- **Inflationsraten wieder klar im positiven Bereich. 2010 weder inflationäre noch deflationäre Tendenzen.**
- **Fed belässt auf Sicht der nächsten Monate Leitzins weiterhin auf Rekordtief. Erste Anhebung um die Jahresmitte 2010.**
- **EZB belässt Leitzins länger als die USA auf extrem niedrigem Niveau. Per Jahresende Anhebung bis auf 1,50%.**
- **Kapitalmarktzinsen steigen zunächst im Zuge der fortgesetzten konjunkturellen Erholung in der EWU und den USA; mit der erwarteten konjunkturellen Verlangsamung dürften die Renditen aber anschließend nachgeben.**



Umfeldanalyse

Ausweitung des Treasury-Bund-Renditespreads

Seit der letzten Zinsprognose hat die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen per saldo um 3 Bp auf 3,14% nachgegeben. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen hat dagegen deutlich um 33 Bp auf 3,54% zugelegt, so dass sich der Abstand zwischen Treasuries und Bunds spürbar erhöhte. Auslöser für die deutliche Aufwärtsbewegung der US-Rendite war vor allem die positive Überraschung beim jüngsten US-Arbeitsmarktbericht, der nur noch ein vergleichsweise geringes Minus bei der Beschäftigung auswies. Dies schürte die Erwartungen auf eine nachhaltigere konjunkturelle Belebung und erhöhte aus Marktsicht auch die Wahrscheinlichkeit steigender US-Leitzinsen im Verlauf von 2010. Am EWU-Geldmarkt gab es wenig Bewegung. Der 3-Monats Euribor sank um 1 Bp auf 0,71%. Die Zinskurve im Euroraum hat sich damit lediglich um 2 Bp abgeflacht, so dass der Abstand zwischen 3-Monats Euribor und 10-jährigen Bundrenditen derzeit 243 Bp beträgt. Der Swap-Bund-Spread ist bei 27 Bp geblieben.

USA: Versöhnlicher Jahresausklang

Die konjunkturelle Erholung in den USA setzt sich auch um den Jahreswechsel weiter fort. Eine positive Überraschung gab es bei den Einzelhandelsumsätzen im Berichtsmonat November. Diese weisen darauf hin, dass der Private Konsum im 4. Quartal entgegen ursprünglichen Erwartungen erneut ausgeweitet wurde. Mit Blick auf den Arbeitsmarkt sind zudem die Perspektiven für den Privaten Verbrauch nicht mehr ganz so düster. Zwar wurden im November erneut Stellen abgebaut. Doch waren es lediglich 11.000 im Vormonatsvergleich, so wenige wie seit über zwei Jahren nicht mehr. Wird diese Zahl bestätigt, erhöhen sich die Chancen auf einen baldigen Stellenaufbau. Zudem laufen die Belastungseffekte über die Vermögensentwicklung der Privaten Haushalte langsam aus. Hier machen sich insbesondere Basiseffekte positiv bemerkbar. So gaben beispielsweise die Aktienmärkte in den ersten Monaten nach der Lehman-Pleite kräftig nach. Seit März befinden sie sich jedoch im Aufwind. Daraus ergibt sich im Vorjahresvergleich von

Seiten der Aktienmärkte eine positive Wirkung auf die Vermögensentwicklung der Privaten Haushalte. Dies ändert allerdings nichts an der nach wie vor zu hohen Verschuldung der Privaten Haushalte. Zudem belastet eine immer noch abnehmende Lohndynamik den Privaten Konsum. Letztlich bewegt sich das Verbrauchervertrauen daher trotz einer Verbesserung immer noch auf sehr niedrigen Niveaus.

Die US-Industrie bleibt auf Erholungskurs. So wurde die Industrieproduktion im November um 0,8% im Vormonatsvergleich ausgeweitet. Dies war vor allem dem Verarbeitenden Gewerbe zu verdanken, wo das Plus 1,1% betrug. Produktionsseitig zeichnet sich damit ein ordentliches Schlussquartal 2009 ab. Jedoch machten einige Indikatoren in den letzten Wochen auch deutlich, dass die Erholung nicht ohne Dämpfer verlaufen wird. So gab etwa der Empire State Index, ein regionaler Indikator für das Verarbeitende Gewerbe im New Yorker Raum, im Dezember kräftig nach. Der nationale ISM-Einkaufsmanagerindex war bereits im November rückläufig, behauptete sich jedoch oberhalb der 50-Punkte-Marke, die die Schwelle zwischen Kontraktion und Wachstum darstellt.

Nach wie vor rechnen wir mit einem einigermaßen schwungvollen Start ins neue Jahr, kräftig unterstützt von den Konjunkturprogrammen und einer beginnenden Normalisierung der Lagerhaltung. Zur Jahresmitte dürfte die Dynamik jedoch nachlassen, wenn die fiskalpolitischen Maßnahmen zurückgefahren werden bzw. auslaufen. Wir erwarten für 2009 einen BIP-Rückgang um 2,6%. Für 2010 halten wir ein Wachstum von 2,1% für realistisch.

Die US-Inflationsrate kehrte im November erwartungsgemäß wieder in den positiven Bereich zurück, nachdem sie zuvor acht Monate in Folge negativ war. Sie sprang von -0,2% auf +1,8%, was vor allem auf Basiseffekte beim Ölpreis zurückzuführen war. Im Vormonatsvergleich stiegen die Preise ebenfalls. Hier sorgten insbesondere die Energiepreise für einen Zuwachs von 0,4%. In den kommenden Monaten dürften basisbedingt weitere Anstiege der Inflationsrate verzeichnet werden. Allerdings ist von inflationären Tendenzen in den USA bislang noch nichts zu sehen. Für das Gesamtjahr 2009 erhöhen wir unsere Inflationsprognose leicht von -0,4% auf -0,3%. Für 2010 rechnen wir hinsichtlich der Verbraucherpreisentwicklung mit einem unspektakulären Verlauf und erwarten nach wie vor eine durchschnittliche Teuerungsrate von 2,1%.

EWU: Zähe Erholung

Nach fünf Quartalen mit rückläufiger Wirtschaftsleistung stieg das BIP der Eurozone im 3. Quartal um 0,4% gegenüber der Vorperiode und beendete damit formal die Rezession. Das Vorjahresniveau wurde allerdings immer noch um 4,1% unterschritten. Von einer Überwindung der Krise ist die EWU damit noch weit entfernt. Zudem stecken einige Länder des Euroraums wie Spanien oder Griechenland immer noch in der Rezession. Darüber hinaus war die Wachstumsbasis im 3. Quartal noch ausgesprochen dünn. Das BIP-Plus resultierte in erster Linie aus einem verringerten Lagerabbau, der 0,3 Prozentpunkte beisteuerte. Impulse kamen auch über einen höheren Außenbeitrag, der 0,2 Prozentpunkte lieferte. Die Staatsausgaben wurden ebenfalls ausgeweitet. Dagegen sank der Private Konsum um 0,2%. Die Bruttoanlageinvestitionen wurden um 0,4% eingeschränkt. Die binnenwirtschaftliche Endnachfrage befand sich damit auch im Sommerquartal immer noch auf dem Rückzug. Von einem selbsttragenden Aufschwung kann damit noch überhaupt keine Rede sein.

Gleichwohl dürfte die Wirtschaftsleistung des Euroraums auch im 4. Quartal steigen. Darauf weisen zumindest die im Unternehmensbereich erhobenen Stimmungsindikatoren hin. Die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende und das Nicht-Verarbeitende Gewerbe der EWU sind weiter gestiegen und befinden sich jeweils klar im Expansionsbereich. Dass die Erholung aber kein Selbstläufer ist, zeigen die Produktionsdaten für Oktober. Nach zuvor fünf Anstiegen in Folge fiel die EWU-Industrieproduktion im Oktober um 0,6% gegenüber dem Vormonat. Die deutsche Industrieproduktion gab im Oktober um 1,8% nach. Die deutschen Industrieaufträge fielen um 2,1%. Nach den zuvor gesehenen kräftigen Zuwächsen ist ein einmaliger Rückgang kein Beinbruch, zumal er auch im Kontext mit dem Auslaufen der Abwrackprämie zu sehen ist. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass die Impulse, von denen die deutsche Wirtschaft und auch die des Euroraums zuvor profitiert hatten, nämlich steigende Exporte und eine allmähliche Normalisierung der Lagerhaltung, auch in den kommenden Monaten wirksam bleiben. Die Erholungstendenz dürfte sich deshalb fortsetzen, wobei die deutsche Wirtschaft von der Belebung des globalen Handels stärker profitiert als die EWU insgesamt. Wir rechnen deshalb für 2010 weiterhin mit einem deutschen BIP-Wachstum von 2,2%. Im Euroraum dürfte es mit 1,7% geringer ausfallen. Wenn die Zugkraft der genannten Impulse nachlässt, droht allerdings bereits die nächste Konjunkturdelle. Für das 2. Halbjahr 2010 droht dann eine Phase kraftlosen Wachstums.

Die Inflationsrate der EWU ist im November auf 0,5% gestiegen, die deutsche auf 0,4%. Verantwortlich waren jeweils Basiseffekte aus dem Vorjahr. In den kommenden Monaten wird die Rate noch weiter steigen, dann aber mehr oder weniger stagnieren. Risiken für die Preisniveaustabilität sind derzeit allenfalls schemenhaft in weiter Ferne zu erkennen. Für 2010 rechnen wir weiterhin mit sehr moderaten Inflationsraten von 1,5% für Deutschland und 1,6% für die EWU.

Ende der ultraexpansiven Geldpolitik naht

Die EZB hat im Dezember erwartungsgemäß die Leitzinsen nicht angetastet. In der Pressekonferenz skizzierte Trichet allerdings erste konkretere Maßnahmen, die einen beginnenden Rückzug aus der großzügigen Liquiditätsversorgung darstellen. Zwar werden alle Refinanzierungsgeschäfte vorerst noch zum aktuell gültigen Mindestbietungssatz, also zu 1%, voll zugeteilt, und dies mindestens bis Mitte April 2010. Für die Zeit danach lässt sich die EZB alle Optionen offen. Änderungen gab es allerdings bezüglich des 12-Monatstenders, der am 16. Dezember zum letzten Mal durchgeführt wurde. Anders als bei den letzten Geschäften dieser Art erfolgt keine Zuteilung zu einem festen Zins von 1%, sondern der Zinssatz richtet sich nach den im Verlauf dieser 12 Monate geltenden Bedingungen für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Der 6-Monatstender wird Ende März zum letzten Mal ausgeschrieben. Die Währungshüter dürften sorgfältig beobachten, inwieweit die Geldmärkte ihre normale Funktionsfähigkeit wiedererlangen. Bei erneuten Anzeichen von Liquiditätsengpässen dürfte die EZB bereit sein, den Finanzinstituten erneut über Sondermaßnahmen Liquidität zuzuführen. Mit einer ersten Leitzinsanhebung in der EWU ist unseres Erachtens nicht vor dem letzten Quartal 2010 zu rechnen. Zum Jahresende erwarten wir den EZB-Leitzins dann bei 1,50%.

Die US-Notenbank hat signalisiert, dass die Zinsen noch eine zeitlang auf dem aktuell sehr niedrigen Niveau verharren werden. Je länger die Niedrigzinspolitik anhält, desto größer ist allerdings die Gefahr einer erneuten Blasenbildung an den Märkten. Einen ersten Zinsschritt erwarten wir seitens der Fed zur Jahresmitte 2010 auf der Basis einer bis dahin fortgesetzten Konjunkturerholung. Per Jahresende 2010 erwarten wir den US-Leitzins bei 1,0%. Infolge des konjunkturellen Dämpfers könnte der Zinserhöhungsprozess US-Notenbank und der EZB dann aber unterbrochen werden.

Kapitalmarktausblick

Auf Basis einer anhaltenden konjunkturellen Erholung sowie aufkommender Leitzinserhöhungsphantasien erwarten wir für die erste Jahreshälfte 2010 einen deutlichen Anstieg der langfristigen Renditen. Die 10-jährige Bundrendite dürfte sich dabei der 4%-Marke annähern. Das US-Pendant dürfte diese Marke überschreiten. Insgesamt könnten die Renditen im Frühjahr bereits ihren Höhepunkt erreichen, ehe im weiteren Jahresverlauf im Zuge auslaufender staatlicher Konjunkturmaßnahmen die von uns erwartete Wachstumsverlangsamung das Renditeniveau dämpft. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bei 3,5%, die der 10-jährigen US-Staatsanleihen bei 3,6%.

Die Zinsstrukturkurve des Euroraums würde sich in diesem Szenario binnen Jahresfrist abflachen, mit etwa 180 Bp (10J minus 3M) aber noch vergleichsweise steil bleiben.

Fabienne Riefer

Bei den Marktbeurteilungen handelt es sich um die persönliche Meinung des Autors. Sie dienen der unverbindlichen Information und stellen keine Anlageberatung oder Empfehlung der Postbank dar.

Team Volkswirtschaft Zinsen

Dr. Marco Bargel, Chefvolkswirt marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer heinrich.bayer@postbank.de

Thilo Heidrich thilo.heidrich@postbank.de

Fabienne Riefer fabienne.riefer@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 21. Dezember 2009

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228) 920-0

Zinsszenarien im Überblick

 Basisszenario
(71%)*

Basisszenario	18.12.09	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
3-Monatsgeld	0,71	0,8	1,0	1,3 (1,2)	1,7 (1,6)
2-jährige Bunds	1,15	1,3	1,7	1,7	1,8
5-jährige Bunds	2,16	2,5	2,9	2,8	2,7
10-jährige Bunds	3,14	3,5	3,9	3,7	3,5

- Die Weltwirtschaft wächst 2010 um rund 3,5%; 2011 dann wieder geringfügig schwächer
- Das EWU-BIP steigt 2010 um 1,7%; das Wachstum fällt 2011 auf 1,1%.
- Die Euro-Inflation klettert 2010 auf 1,6% zurück und erhöht sich 2011 auf knapp 2%.
- Das US-BIP wächst 2010 um 2,1%. Im 2. Halbjahr lässt die Dynamik aber nach. 2011 liegt das Wachstum unter 2%.
- Die US-Inflationsrate liegt 2010 im Schnitt bei 2,1 und steigt 2011 auf 2,4%.
- Die Fed hält an ihrer Nullzinspolitik vorerst fest; zur Jahresmitte 2010 erste Zinserhöhung.
- Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen steigt zwischenzeitlich über 4%, fällt aber Jahressicht wieder auf 3,6%.
- Die EZB erhöht den Refisatz bis Ende 2010 auf 1,50%.
- Die 10-j. Bund-Rendite nimmt im Frühjahr 2010 die 4%-Marke in Angriff, gibt dann aber wieder nach.
- Euro/Dollar dürfte in den kommenden Monaten zunächst noch steigen, auf Jahressicht rechnen wir mit einer leichten Aufwertung des Dollars in Richtung 1,40 \$/Euro.

 Niedrigzinsszenario
(14%)*

Niedrigzinsszenario	18.12.09	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
3-Monatsgeld	0,71	0,4	0,4	0,4	0,4
2-jährige Bunds	1,15	0,5	0,5	0,5	0,5
5-jährige Bunds	2,16	1,8	1,4	1,4	1,4
10-jährige Bunds	3,14	2,5	2,0	2,0	2,0

- Wieder stärkere Spannungen an den internationalen Finanzmärkten im Verlauf des Prognosezeitraums.
- Die momentane Erholung erweist sich als kurzlebig. Es kommt sehr bald zu einem Rückfall in die Stagnation oder gar Rezession.
- Die US-Konjunktur gleitet wieder in die Rezession ab. Das BIP stagniert 2010 und steigt 2011 nur marginal.
- Der Euroraum fällt ebenfalls kurzfristig in eine neuerliche Rezession. Das BIP stagniert 2010 und 2011.
- Die EWU- und die US-Kerninflation geben im Verlauf des Prognosezeitraums so stark nach, dass sich Deflationsbefürchtungen festsetzen.
- Die Fed hält den Leitzins auch 2010 konstant in der Nähe von 0% und verfolgt verstärkt ihr „quantitative easing“ weiter.
- Die EZB senkt den Refisatz im Prognosezeitraum auf 0,5%.
- Die Renditen für 10-j. Treasuries und 10-j. Bunds sinken im Prognosezeitraum auf 2%.
- Die Euro-Zinskurve verschiebt sich nach unten und wird deutlich flacher.

 Hochzinsszenario
(15%)*

Hochzinsszenario	18.12.09	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
3-Monatsgeld	0,71	1,5	2,5	3,3	3,6
2-jährige Bunds	1,15	2,5	3,5	4,0	4,3
5-jährige Bunds	2,16	3,6	4,0	4,3	4,4
10-jährige Bunds	3,14	4,2	4,4	4,6	4,7

- Die Entspannung an den Finanzmärkten setzt sich in schnellem Tempo weiter fort.
- Das globale Wachstum zieht weiter kräftig an; 2010 steigt das Welt-BIP um nahezu 5% und 2011 um mehr als 5%.
- Die US-Konjunktur dreht zügig nach oben. Das BIP-Wachstum erreicht 2010 rund 4%.
- Die konjunkturelle Erholung des Euroraums schreitet ohne Unterbrechung rasch voran. 2010 wird ein Wachstum von 2,5% erreicht, 2011 von mehr als 3%.
- Ölpreis steigt nachfragebedingt deutlich über die 100\$-Marke.
- Die Inflationserwartungen verstärken sich global.
- Die US-Kerninflation klettert im Prognosezeitraum Richtung 3%. 2011 steigt die Inflationsrate auf 4%.
- Die Fed und EZB beginnen Anfang 2010 mit ersten Leitzinserhöhungen. Im Jahresverlauf setzen sie ihre restriktive Geldpolitik mit starken Zinsanhebungen fort.
- Die 10-j. Bund-Rendite steigt im Zuge kräftiger Renditeaufschläge bei US-Treasuries auf rund 4¾%.
- Die Kapitalmarktkurve flacht sich über den gesamten Prognosezeitraum hinweg ab.

* subjektive Eintrittswahrscheinlichkeiten der Teilnehmer der TSK und des Handels

Prognosen Januar 2010

Zinserwartungen anderer Institute und des Marktes

	3-Monatsgeld		10-j. Bundesanleihen		
	in 3 Monaten	in 12 Monaten	in 3 Monaten	in 12 Monaten	
<i>Aktuell (18.12.09)</i>					
Uni Credit	0,7 (1,1)	1,3 (1,4)	3,5 (3,6)	4,1 (4,3)	Geld- und Kapitalmarktprognosen auf kurze und längere Sicht jeweils leicht abgesenkt.
BayernLB	1,0	1,8 (2,0)	3,6 (3,7)	3,8	
Commerzbank	1,1	2,2	3,7	3,9	
Barclays Capital	0,9	1,3	3,6 (3,8)	3,9 (4,0)	
Dekabank	0,7	1,7 (1,5)	3,4	3,9	
Durchschnitt der 5 Institute	0,88 (0,96)	1,66 (1,68)	3,56 (3,64)	3,92 (3,98)	
Postbank Research	0,8	1,7 (1,6)	3,5	3,5	
Markterwartungen (Forward Rates)	1,27	1,53	3,29	3,64	

Quellen: Eigene Prognosen und Prognosen anderer Institute, Bloomberg

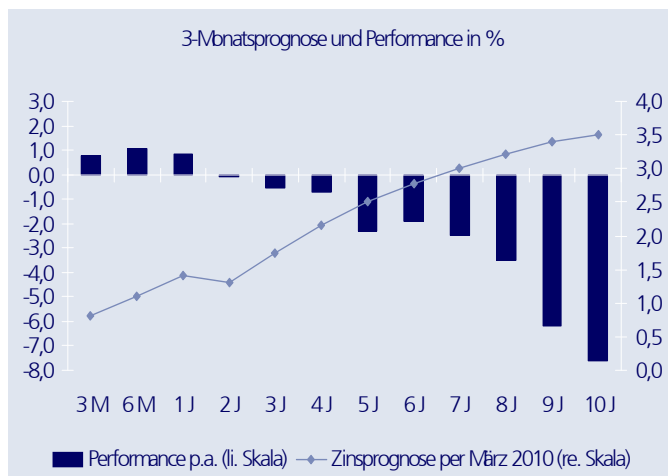
Märkte

Zinsen in %	18.12.09	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
Euroraum					
Refisatz	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50 (1,25)
3-Monats-Euribor	0,71	0,8	1,0	1,3 (1,2)	1,7 (1,6)
2-j. Bund	1,15	1,3	1,7	1,7	1,8
10-j. Bund	3,14	3,5	3,9	3,7	3,5
Swap-Spread 10J. in %-Punkten	0,27	0,20	0,20	0,15	0,15
USA					
Fed Funds Rate	0-0,25	0-0,25	0,50 (0-0,25)	1,00 (0,75)	1,00
3-Monats-Libor	0,25	0,4	0,9 (0,8)	1,3 (1,1)	1,3
2-j. Treasuries	0,79	1,0	1,4	1,4	1,5
10-j. Treasuries	3,54	3,6	4,1	3,8	3,6
Wechselkurse					
US-Dollar (EUR/USD)	1,4313	1,50 (1,55)	1,45	1,40	1,40
Japanischer Yen (EUR/JPY)	129,64	135	135	138	141
Britisches Pfund (EUR/GBP)	0,8886	0,90	0,90	0,88	0,85
Ölpreis					
Brent (\$/b)	73,13	90	90	80 (85)	75

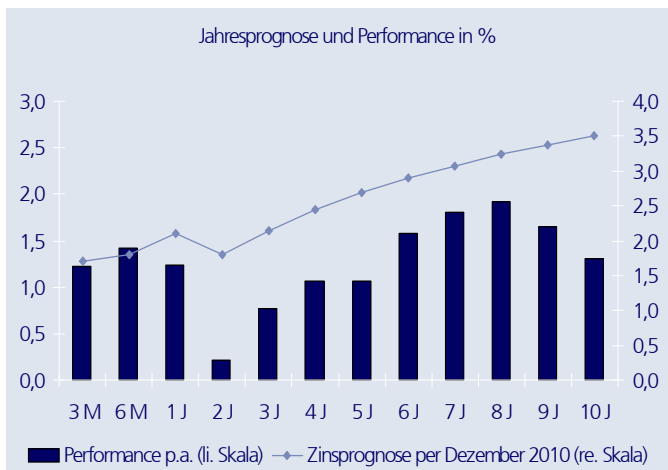
Konjunktur

	BIP in % YoY			Inflation in % YoY		
	2009e	2010e	2011e	2009e	2010e	2011e
Deutschland	-4,8	2,2	1,1	0,3	1,5	1,7
Euroraum	-3,9	1,7	1,1	0,3	1,6	1,9
USA	-2,6	2,1	1,8	-0,3 (-0,4)	2,1	2,4

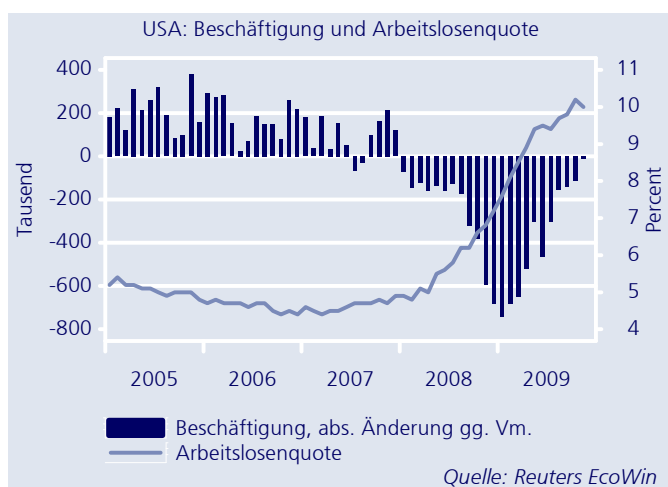
Charts



Im Zuge einer anhaltenden konjunkturellen Erholung zu Beginn des Jahres 2010 rechnen wir auf Sicht von 3 Monaten mit einer Aufwärtsbewegung der Renditen vor allem am langen Kapitalmarktende. Entsprechend schwach dürfte im Lichte der Kursverluste die Performance ausfallen.



Auf Jahressicht sind die Performanceerwartungen über die gesamte Zinskurve auf der Basis unseres Szenarios nur mäßig. Erste Leitzinserhöhungen seitens der US-Notenbank und der EZB dürften die Renditen am kurzen Ende der Kapitalmarktkurve steigen lassen. Am langen Ende dürfte dem erwarteten Renditeanstieg der ersten Jahreshälfte eine Phase nachgebender Renditen in der zweiten Hälfte des Jahres folgen, sofern die Konjunktur den von uns unterstellten Dämpfer erfährt.



Der US-Arbeitsmarktbericht für November stellte mit einem „nur“ noch fünfstelligen Beschäftigungsabbau eine positive Überraschung dar. Mit 11.000 Jobs weniger als im Vormonat war der Stellenabbau der geringste seit mehr als zwei Jahren. Die Zeit der großen Stellenverluste ist damit vorbei. Vielmehr rücken auf der Basis einer fortgesetzten konjunkturellen Erholung für das kommende Jahr allmählich wieder moderate Beschäftigungszuwächse ins Blickfeld. Allerdings gilt es für die Wirtschaft im späteren Verlauf des nächsten Jahres, ohne die Unterstützung durch Konjunkturpakete Standvermögen zu beweisen. Die Grundlage hierfür ist noch wackelig.