

September 2011

- **Thema des Monats:**
Marktverwerfungen belasten das Wachstum
Kaum mehr als Stagnation in den kommenden Quartalen
Notenbanken als Nothelfer
Rückschlag eröffnet Chancen am Aktienmarkt

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

Viola Honerkamp

viola.honerkamp@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 24.08.2011

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
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.

Marktverwerfungen belasten das Wachstum

In den letzten Wochen überschlugen sich die Ereignisse. Das von den EU-Staats- und Regierungschefs am 21. Juli vereinbarte neue Hilfspaket für Griechenland einschließlich der erweiterten Handlungsmöglichkeiten des Hilfsfonds EFSF konnte die Märkte für Staatsanleihen der EWU-Mitgliedsstaaten nur kurzfristig beruhigen. Schon kurz danach schossen die Renditen für Anleihen der PIIGS-Staaten erneut in die Höhe, wovon vor allem Italien und Spanien betroffen waren. In den USA gelang es der Politik zwar, sich gerade noch rechtzeitig auf eine Anhebung der Obergrenze für die Staatsschulden zu einigen und damit einen akuten Zahlungsausfall zu vermeiden. Aber dennoch senkte Anfang August mit S&P erstmals in der Geschichte eine der großen Ratingagenturen das Rating der USA von AAA auf AA+, weil die mittelfristig vereinbarten Maßnahmen zur Reduzierung des Haushaltsdefizits als unzureichend eingeschätzt wurden.

In diesem Umfeld sahen sich auch die Notenbanken gezwungen, kurzfristig außergewöhnliche Maßnahmen zu ergreifen. Die EZB reaktivierte zunächst ihr Programm zum Kauf von Staatsanleihen, um es dann sogar noch auf spanische und italienische Anleihen zu erweitern. Die US-Notenbank kündigte an, den Leitzins mindestens bis Mitte 2013 in der Nähe von 0% zu halten.

Auch die Finanzpolitik in einigen EWU-Ländern sah sich durch die massiven Verwerfungen an den Anleihemärkten, die die Refinanzierung der Staatshaushalte gefährden könnte, zu akutem Handeln veranlasst. Die italienische Regierung beschloss ein neues Sparpaket für die Jahre 2012 und 2013 im Gesamtvolumen von rund 45 Mrd. Euro, um bereits 2013 einen ausgeglichenen Haushalt vorlegen zu können. Auch die französische Regierung arbeitet derzeit offensichtlich an Maßnahmen zur Reduzierung des bislang noch sehr hohen Defizits, nicht zuletzt, weil zwischenzeitlich das AAA-Rating Frankreichs verstärkt hinterfragt wurde.

Zu einer nachhaltigen Beruhigung der Märkte führte dies Alles aber nicht. Vielmehr verstärkte sich sogar die Furcht vor einer erneuten Rezession, die bereits zuvor infolge der Abschwächung der globalen Frühindikatoren aufgekommen war. Die von den Anleihemärkten ausgehende massive Verunsicherung griff deshalb in verstärktem Maße auf die Aktienmärkte über, die unter der versammelten Wucht der Belastungen regelrecht einbrachen.

Kaum mehr als Stagnation in den kommenden Quartalen

Die unmittelbaren Auswirkungen der beschlossenen Maßnahmen auf die Konjunktur sollten sich eigentlich in Grenzen halten. In den USA wird eine Konsolidierung des Staatshaushalts weiterhin erst mittelfristig angestrebt. Die derzeit diskutierten Ausgabenkürzungen von 20 - 30 Mrd. US-Dollar für 2012 sind bei einer Volkswirtschaft dieser Größe nahezu vernachlässigbar. Die sich abzeichnende Verstärkung des finanzpolitischen Konsolidierungskurses in der EWU ist da schon gravierender. Die zusätzlichen Sparprogramme dürften für sich genommen in den beiden kommenden Jahren zu einer Reduzierung des Wachstums um jeweils etwa einen halben Prozentpunkt führen. Rezessionsrisiken lassen sich hieraus sicherlich nicht ableiten.

Dennoch haben sich die konjunkturellen Perspektiven unseres Erachtens durch die jüngsten Turbulenzen spürbar eingetrübt. Diese dürften die Unsicherheit bei Unternehmen und Verbrauchern deutlich verstärkt haben und damit bereits kurzfristig, also bevor die zusätzlichen staatlichen Konsolidierungsmaßnahmen überhaupt greifen, das Wachstum dämpfen. Im laufenden Quartal und auch im gesamten Winterhalbjahr erwarten wir für den Euroraum aufgrund der unsicheren Wachstumsaussichten keinen nennenswerten Zuwachs der Investitionen. Zudem dürften sich Verbraucher infolge der wieder gestiegenen Furcht vor dem Verlust des

Arbeitsplatzes sowie von Vermögenseinbußen infolge der Kurseinbrüche an den Aktienbörsen bei ihren Konsumausgaben zurückhalten, so dass auch von dieser Seite nicht mit positiven Impulsen für das Wachstum zu rechnen ist. In Deutschland steht die Binnenkonjunktur zwar auf einer durchaus soliden Basis. Aufgrund ihrer hohen Exportabhängigkeit ist aber auch die hiesige Wirtschaft nicht vor Rückschlägen gefeit. Eine spürbar sinkende Wachstumsdynamik bei den Ausfuhren dürfte auch die deutsche Konjunktur abbremsen. Wir rechnen deshalb in den kommenden Quartalen nur mit einem schwachen Wachstum in Deutschland. Der Euroraum dürfte sogar kaum über Stagnation hinauskommen. Von einer Rezession gehen wir weiterhin nicht aus. Jedoch wird bei den sich abzeichnenden Wachstumsraten der Sicherheitsabstand zur Nulllinie so gering, dass wir zumindest für ein einzelnes Quartal eine negative Wachstumsrate weder für den Euroraum noch für Deutschland ausschließen können. Wenn sich die Finanzmärkte dann beruhigt haben und die reale Wirtschaft die von den Turbulenzen ausgehende Verunsicherung abgelegt hat, dürfte die Konjunktur die unterbrochene Erholung fortsetzen.

Per saldo haben sich aber die Wachstumsaussichten für 2011 und noch mehr für 2012 deutlich verschlechtert. Unsere BIP-Prognosen für die EWU senken wir für 2011 von 2,0% auf 1,7%, für 2012 von 1,9% auf nur noch 1,1%. Deutschland dürfte in diesem Jahr die 3-Prozentmarke nicht mehr erreichen. Wir erwarten jetzt ein BIP-Wachstum von 2,8% für 2011 statt

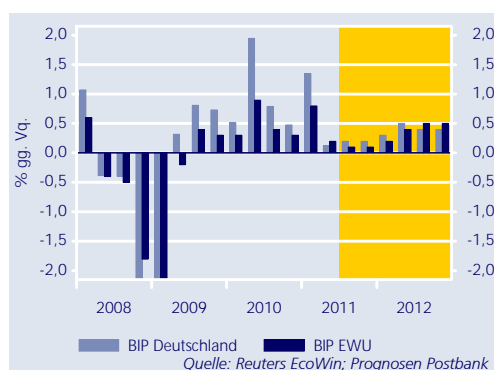
bislang 3,3%. 2012 sollten lediglich 1,3% (1,8%) erzielt werden.

Bedingt durch eine vergleichsweise günstige Entwicklung am aktuellen Rand und durch die bevorstehende Wachstumschwäche haben sich die Preisperspektiven etwas aufgehellt. Für die EWU erwarten wir für 2011 eine Inflationsrate von 2,5% statt bislang 2,8%. Für 2012 rechnen wir nur noch mit 2,1% nach zuvor 2,3%. Dabei dürfte die Rate im kommenden Frühjahr zeitweise unter die 2-Prozentmarke fallen.

Notenbanken als Nothelfer

Aufgehellte Inflations- und eingetrübte Wachstumsaussichten sprechen gegen weitere Zinserhöhungen durch die EZB. Sie hat aber noch weitere Gründe, auf absehbare Zeit auf eine Straffung ihrer Geldpolitik zu verzichten. So würde in dem aktuellen, von Turbulenzen geprägten Marktumfeld jede Zinsanhebung weiteres Öl ins Feuer gießen und die Bestrebungen der EZB, die Märkte durch zusätzlich zur Verfügung gestellte Liquidität und durch die Ausweitung ihres Ankaufprogramms für Staatsanleihen zu beruhigen und zu stabilisieren, konterkarieren. Auf etwas längere Sicht dürften ihr durch den deutlich geänderten internationalen Zinsausblick die Hände weitgehend gebunden sein. So hat die US-Notenbank angekündigt, ihren Leitzins mindestens bis Mitte 2013 nahe bei 0% zu halten, sofern die Ressourcenauslastung niedrig bleibt und die Inflation nicht überschießt. Eine derart weitgehende Festlegung seitens der Fed hat es noch nie gegeben. Wir gehen davon aus, dass sie bei der Auslegung der genannten Bedingungen ggf. großzügig sein wird und ihre Ankündigung beibehält. Mit Rücksicht auf den Wechselkurs wird dann aber auch die Bank von England zinspolitisch stillhalten, die Bank von Japan sowieso. Da auch die EZB aufgrund der wirtschaftlichen Lage kein Interesse haben wird, den Außenwert des Euro via Zinspolitik zu stärken, rechnen wir jetzt in der EWU bis Ende 2012 mit einem stabilen Leitzins von 1,5%.

Der Aufschwung macht Pause



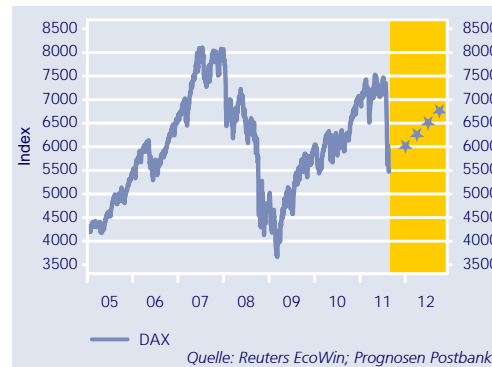
Die aktuellen, ungewöhnlichen Aktionen der EZB und der Fed sind als Notfallmaßnahmen zu verstehen. Aufgrund der hohen Staatsverschuldung und des wachsenden Misstrauens der Märkte hat die Finanzpolitik derzeit, anders als nach der Lehman-Pleite, kaum Möglichkeiten, sich gegen eine drohende Wirtschaftskrise zu stemmen. Die Notenbanken sind die letzten verbliebenen Bollwerke, die immer stärker - und zumindest zum Teil wider Willen - zu Nothelfern mutieren. Dabei könnte ihre vornehmste Aufgabe - die Sicherung der Preisstabilität - zwar leiden, aber solange es brennt und niemand sie in der Rolle der Feuerwehr ablöst, werden sie aus diesem Dilemma kaum herauskommen.

Auch wenn sich die Inflationsaussichten aufgrund der nahezu bedingungslos expansiven Geldpolitik mittelfristig, d.h. über 2012 hinaus, sogar deutlich verschlechtern könnten, wird die berechtigte Erwartung auf längere Zeit sehr, sehr niedrige Leitzinsen die Kapitalmarktzinsen unten halten. Das aktuelle Niveau von 2,21% bei der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen ist unseres Erachtens zwar durch die Verwerfungen an den EWU-Anleihemärkten sowie die Rezessionsängste nach unten verzerrt, so dass die Rendite wieder steigen sollte. Aber selbst wenn der befürchtete Einbruch ausbleibt und die Krise bei den EWU-Staatsanleihen abebbt, dürfte sie die 3-Prozentmarke auf Jahressicht kaum übersteigen.

Rückschlag eröffnet Chancen am Aktienmarkt

Die jüngsten Turbulenzen gingen von den Anleihemärkten aus und griffen von da aus auf die Aktienbörsen über. Der DAX verlor seit der letzten Juli-Woche rund ein Viertel seines Wertes, der S&P 500 büßte 13% ein. Dies ist ein massiver Einbruch, der zudem zwischenzeitlich fast panikartige Züge angenommen hatte. Sicherlich ist Unsicherheit immer negativ für die Börsen. Und sicherlich müssen einige Unternehmen diesseits und jenseits des Atlantiks aufgrund des schwächeren Wachstums vor allem im kommenden Jahr mit gewissen Einbußen leben. Gleichzeitig dürfte die

Aktien mit Kurspotenzial



weit überwiegende Mehrzahl aber auch weiterhin solide Kennzahlen aufweisen. Die jüngsten Kursstürze halten wir deshalb für weit übertrieben. Zudem hat sich die „Konkurrenzsituation“ für Dividendenwerte aufgrund des aktuellen Renditerückgangs vor allem bei deutschen und amerikanischen Staatsanleihen sowie aufgrund der Aussicht auf lange Zeit sehr niedrige Leitzinsen sogar verbessert. Sichere Anlagen werfen aktuell und wohl auch im kommenden Jahr kaum Rendite ab, wobei die Realverzinsung derzeit sogar negativ ist.

Zwar dürften sich die Aktienmärkte auf absehbare Zeit noch in rauer See bewegen. Sobald die derzeitige Krisenangst verflogen ist, sollten aber die positiven Aussichten wieder zur Geltung kommen. Wir gehen davon aus, dass es bereits im weiteren Verlauf dieses Jahres zu einer spürbaren Erholung kommt. Zum Jahresende erwarten wir den DAX bei 6100 Punkten, auf Jahressicht prognostizieren wir einen Indexstand von 6750 Punkten. Für risikobereite und -bewusste Anleger stellt der jüngste Rückschlag deshalb eine gute Chance zum Einstieg dar.

Heinrich Bayer