

Januar 2012

- **Thema des Monats:**
Deutsche Bauwirtschaft 2012: Eine leichte Delle im Aufschwung
Aufwärtstrend bleibt intakt - aber Sonderfaktoren dämpfen
Wohnungsbau droht Förderungsfalle
Steigende Immobiliennachfrage treibt Preise

- **EWU-Konjunktur: Stimmungsindikatoren signalisieren Ende der Talfahrt**
Stimmungsindikatoren zeigen erste Stabilisierungsansätze
Leichte Rezession im Euroraum um den Jahreswechsel
Inflationsraten bis auf weiteres überdurchschnittlich hoch

- **US-Konjunktur: Belebung verfestigt sich**
Stimmungsverbesserung auf breiter Basis
„Harte“ Konjunkturdaten fielen mehrheitlich positiv aus
Inflationsrate hat gedreht - Kerninflation steigt weiter

- **Rentenmarkt: EZB möchte Kredit- und Liquiditätsklemme um jeden Preis verhindern**
Beschlüsse des EU-Gipfels sorgen auf lange Sicht für Stabilität
EZB ergreift weitreichende Sondermaßnahmen
Positive Auswirkungen auf die Konjunktur
Konstanter Leitzins – Renditen steigen

- **Aktienmarkt: Positive Performance im Gesamtjahr 2012 erwartet**
2011 - außer Spesen nichts gewesen?
PIIGS - Griechenland bleibt das Sorgenkind
Kurzfristig sind die Optimisten am Drücker
Positive Kursentwicklung im kommenden Jahr erwartet

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

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 21.12.2011

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.

Deutsche Bauwirtschaft 2012: Eine leichte Delle im Aufschwung

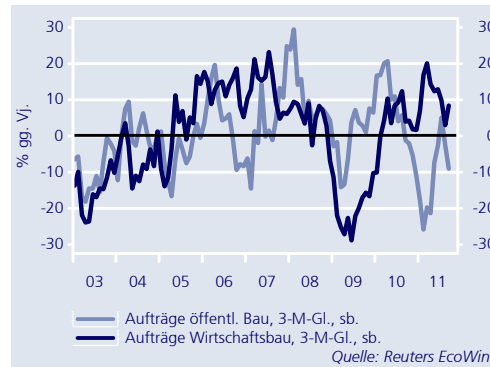
Ein ausgesprochen erfolgreiches Jahr geht zu Ende - zumindest für die deutsche Bauwirtschaft. Die Bauinvestitionen sind 2011 um schätzungsweise 5,8% gestiegen. Sollte dies bestätigt werden, wäre es der stärkste Zuwachs seit 1994, als der vereinigungsbedingte Bauboom seinen Höhepunkt erreichte. Der Schub bei den Bauaktivitäten stand auf einer breiten Basis. Den Anstieg der gewerblichen Bauinvestitionen veranschlagen wir auf knapp 4%. Die Wohnungsbauinvestitionen dürften um gut 6% zugelegt haben. An der Spitze standen aber die öffentlichen Bauinvestitionen mit einem Plus von etwa 8,5%. Ein Teil des Baubooms ist allerdings das Resultat des frühen Wintereinbruchs im 4. Quartal Ende 2010. Dieser drückte die Bauproduktion und damit auch die Vergleichsbasis für das Folgejahr. Zudem wurden die Rückstände in der ersten Jahreshälfte 2011 aufgeholt, was dann zu einem erhöhten Produktionsniveau führte. Ohne diese Effekte hätten die Bauinvestitionen 2011 aber immer noch um gut 4% zugelegt.

Aufwärtstrend bleibt intakt - aber Sonderfaktoren dämpfen

Die mittelfristigen Aussichten für die deutsche Bauwirtschaft sind positiv. Trotz der deutlichen Steigerung der Bauaktivitäten in den beiden letzten Jahren kann von Überinvestitionen noch keine Rede sein. Die Bauinvestitionen liegen aktuell nur knapp über dem Durchschnittsniveau des letzten Jahrzehnts. Da dieses sehr niedrig war, dürfte der aufgestaute Nachholbedarf eher noch weiter angestiegen sein. Zunächst aber wird der grundlegende Aufwärtstrend von negativ wirkenden Sonderfaktoren überlagert, die für eine leichte Delle im Aufschwung sorgen sollten. Wir erwarten deshalb für 2012 nur eine Zunahme der Bauinvestitionen um 1,3%.

Negativ wirkt sich zunächst einmal der witterungsbedingte Produktionsschub zu Beginn des Jahres 2011 aus. Dieser erhöht

Gewerblicher Bau bleibt robust - öffentlicher Bau vor Abschwächung



die Vergleichsbasis für 2012 und drückt damit die 2012er Zuwachsrate. Dieser Effekt wird sich nicht kompensieren lassen, da allein schon das milde Wetter im 4. Quartal 2011 eine auch nur annähernd ähnliche Entwicklung wie im Vorjahr verhindern wird.

Leicht kritisch sehen wir darüber hinaus die öffentlichen Bauinvestitionen. Eine Vielzahl von Bauprojekten, die die Kommunen aus dem 2009 aufgelegten Infrastrukturprogramm finanzieren konnten, sind 2011 beendet worden, und ein vom Bund gefördertes Anschlussprogramm gibt es nicht. Dies dürfte schon eine Lücke aufreißen, zumal es trotz einer allgemeinen Verbesserung der Finanzlage der Kommunen immer noch viele Städte und Gemeinden mit hohen Haushaltsdefiziten gibt, die jetzt wieder dazu tendieren dürften, nur die nötigsten Investitionen zu tätigen. Mit einem massiven Einbruch rechnen wir aber nicht. Die Steigerung der öffentlichen Bauinvestitionen in den vergangenen Jahren ist nämlich weit hinter dem Volumen des Infrastrukturprogramms zurückgeblieben. Die Kommunen haben somit offensichtlich förderungsfähige Projekte vorgezogen und dafür andere zurückgestellt, von denen jetzt ein Teil zügig angegangen werden sollte. Dies wird aber nicht ausreichen, im Bereich des öffentlichen Baus 2012 einen leichten Rückgang um schätzungsweise 1% zu vermeiden.

Deutlich günstiger schätzen wir die Entwicklung im Gewerbebau ein. Der Anstieg der Auftragseingänge ist in diesem Marktsegment intakt und der Aufschwung ist noch nicht sonderlich weit gediehen. Wir rechnen deshalb mit einer Zuwachsrate der gewerblichen Bauinvestitionen in Höhe von 2%, die ohne den beschriebenen Witterungseffekt deutlich höher ausfallen würde.

Wohnungsbau droht Förderungsfall

Die Wohnungsbauinvestitionen sollten sich weiter von der Talsohle entfernen. Erfreulich sind insbesondere die Vorzeichen für die Neubautätigkeit. Die Zahl der Baugenehmigungen ist 2011 kräftig gestiegen. Wir rechnen für das gesamte Jahr mit einem Zuwachs um rund 20% auf 225 Tsd. Davon dürfte ein erheblicher Teil erst 2012 nachfragewirksam werden. Und damit muss das Ende der Fahnenstange noch lange nicht erreicht sein. Wir schätzen, dass jährlich etwa 250 - 300 Tsd. neue Wohnungen errichtet werden müssten, um einerseits den Ersatzbedarf zu decken und gleichzeitig den Zusatzbedarf zu befriedigen, der sich aus der geringer werdenden durchschnittlichen Zahl der in einem Haushalt lebenden Personen ergibt.

Während sich der Aufwärtstrend bei den Neubauten nicht nur fortsetzen, sondern eher noch verstärken sollte, könnte es bei den Investitionen in den Bestand zu einer Verschnaufpause kommen. Die Bestandsinvestitionen, die einen Großteil der

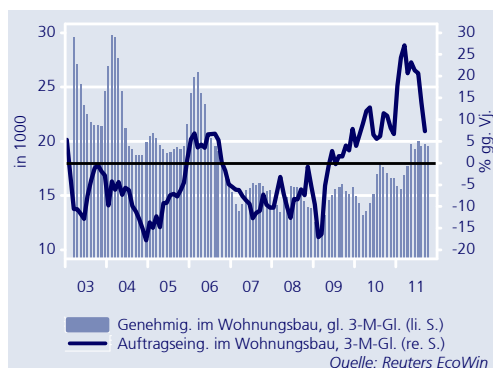
gesamten Wohnungsbauinvestitionen ausmachen, wurden in den letzten Jahren insbesondere durch die energetische Sanierung vorangetrieben. Diese konnte wiederum durch zinsverbilligte Darlehen der KfW gefördert werden, deren jüngstes Programm jedoch ausgelaufen ist. Nun herrscht durchaus noch kein Mangel an sanierungswürdigen Altbauten und die Fördermittel sollen sogar aufgestockt werden. Gleichzeitig wird aber auch über weitere Fördermaßnahmen insbesondere über Sonderabschreibungen diskutiert, die zu einer erheblichen Reduzierung der Sanierungskosten führen würden. Es könnte sich deshalb zwischenzeitlich eine gewisse Zurückhaltung einstellen. Sobald die zukünftigen Rahmenbedingungen feststehen, sollte sich diese aber lösen. Möglicherweise würden die Wohnungsbauinvestitionen sogar noch einen zusätzlichen Schub erhalten.

Abgesehen von dieser Förderungsfall, die droht eine Delle bei den Investitionen in den Bestand auszulösen, sind die Voraussetzungen für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends aber einwandfrei. Wir rechnen deshalb trotz dieser Belastung und des überhöhten Vorjahresniveaus für 2012 mit einem Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen von 1,5%.

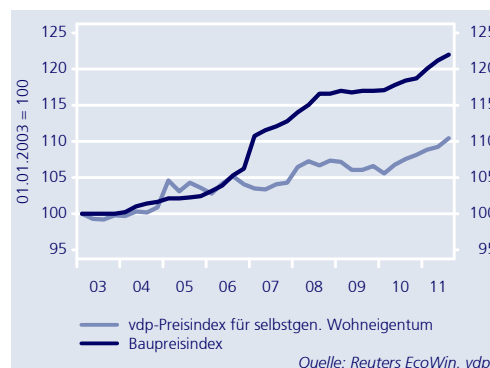
Steigende Immobiliennachfrage treibt Preise

Die jahrelange Misere am deutschen Wohnimmobilienmarkt spiegelte sich auch

Wohnungsbau: Aufträge und Genehmigungen (noch) im Plus



Kauf- und Baupreise auf dem Weg nach oben



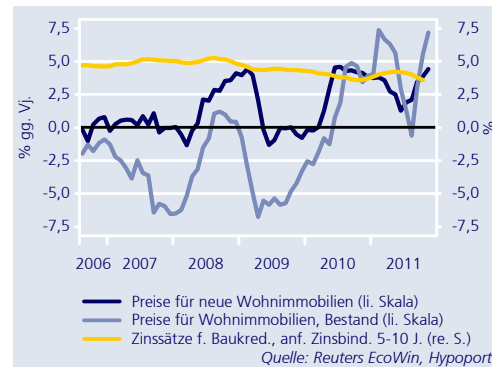
in der Preisentwicklung wider. Über längere Zeit handelte es sich um einen Käufermarkt. Die Preise für bestehende Immobilien sanken tendenziell. Das Preisniveau für Neubauten blieb weitgehend gleich, was wiederum mit dem längere Zeit stagnierenden Preisindex für Bauleistungen korrespondierte.

Dies hat sich aber grundlegend geändert. Zuerst zogen die Baupreise an. Sie kletterten in den letzten fünf Jahren um durchschnittlich 3% und damit deutlich stärker als das allgemeine Preisniveau. Die Immobilienpreise blieben demgegenüber zunächst deutlich zurück. Seit Anfang 2010 zeigt aber der Preisindex des Verbandes deutscher Hypothekenbanken, der sowohl Neu- als auch Bestandsimmobilien umfasst, dass die Immobilienpreise den Aufwärtstrend der Baupreise aufgenommen haben.

Die von Hypoport ermittelten Preisindizes, die eine kürzere Historie aufweisen, dafür aber Daten bis einschließlich des gerade abgelaufenen Monats enthalten, zeigen insbesondere für den aktuellen Rand noch eine wesentlich dynamischere Entwicklung auf. Danach liegen die Preise für Neubauten derzeit um 4,4% über dem Vorjahresniveau, während die Preissteigerung für bestehende Wohnimmobilien aktuell bei gut 7% liegt.

Diese Steigerungsraten kann man sicherlich nicht in dieser Höhe für die kommenden Jahre fortschreiben. Es gibt aber einige Faktoren, die unseres Erachtens für einen nachhaltigen Aufwärtstrend der Immobilienpreise sowohl bei Neubauten als auch im Bestand sprechen. So haben die Verkaufspreise immer noch einen Nachholbedarf gegenüber den Baupreisen, die aber ebenfalls im Zuge der allgemeinen Preisentwicklung weiter anziehen sollten. Anders als die Immobilienpreise haben sich die Mieten kontinuierlich erhöht. Dadurch ist der Kauf einer Wohnung oder eines Hauses im Verhältnis zur Anmietung tendenziell günstiger geworden. Diese Entwicklung wird gerade jetzt durch das sehr niedrige Zinsniveau noch deutlich verstärkt.

Preissteigerungen bei Immobilien übertreffen Hypothekenzinsen



All diese Faktoren können aber nur wirken, wenn auch die Bereitschaft zum Immobilienerwerb vorhanden ist. Und gerade hier ist seit der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008/2009 ein deutlicher Sinneswandel bei den Bundesbürgern festzustellen. Reale Werte und damit auch Immobilien werden in deutlich höherem Maße als zuvor als Absicherung gegen Krisen oder auch Inflationsrisiken angesehen. Umfrageergebnisse zeigen überdies, dass Immobilien inzwischen auch eine gestiegene Wertschätzung als Instrument der Altersvorsorge genießen. Die derzeitige EWU-Staatsschuldenkrise dürfte diese Tendenzen eher noch verstärken.

Es ist deshalb mit weiter steigenden Immobilienpreisen in Deutschland zu rechnen. Angesichts der gleichzeitig historisch günstigen Finanzierungsbedingungen ist der Zeitpunkt für einen Einstieg sicherlich interessant.

Heinrich Bayer

EWU-Konjunktur: Stimmungsindikatoren signalisieren Ende der Talfahrt

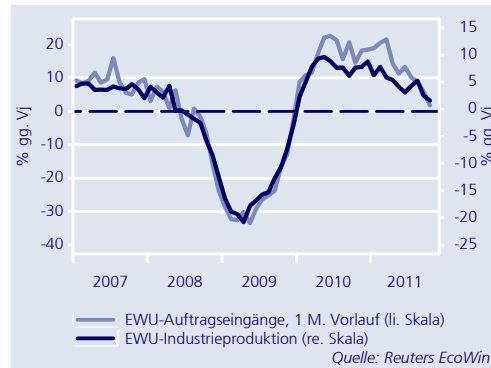
Die Wirtschaft der Eurozone befindet sich kurz vor Ende des Jahres in einer ausgeprägten Schwächephase. Dies wird insbesondere beim Blick auf die Industriedaten deutlich. Im September brach die Produktion in der Eurozone um 2% gegenüber dem Vormonat ein. Dies sorgte für ein deutlich vermindertes Ausgangsniveau zum Auftakt des 4. Quartals. Darüber hinaus gab die Produktion auch im Oktober nochmals leicht nach. Ein auf Quartalssicht sinkender Industrieoutput ist damit so gut wie sicher. Zumal auch die Aufträge das 3. Jahresviertel mit einem kräftigen Rückgang beendeten. Kurzfristig ist demnach nicht mit Belebungsstendenzen in der europäischen Industrie zu rechnen.

Stimmungsindikatoren zeigen erste Stabilisierungsansätze

Die jüngst veröffentlichten Sentimentindikatoren aus der Wirtschaft sorgten jedoch für einen Hoffnungsschimmer, indem sie ihren Abwärtstrend unterbrachen. So stiegen die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe Deutschlands und der EWU im Dezember erstmals nach sieben Rückgängen wieder an. Da sie nach wie vor im Kontraktionsbereich liegen, untermauern sie die aktuelle Schwäche. Allerdings signalisieren sie, dass es nicht zu einer weiteren deutlichen Verschärfung der Lage kommt. Zumal auch die Pendanten aus dem Dienstleistungssektor im Dezember mit Anstiegen aufwarten konnten. Der deutsche Index konnte sogar einen kräftigen Anstieg um 2,4 auf 52,7 Punkte vorweisen, womit er sich weiter von der 50-Punkte-Marke absetzen konnte.

Der deutsche ifo-Geschäftsklimaindex verbesserte sich zum Jahresausklang zwei Mal in Folge. Sowohl im November als auch im Dezember sorgte die Erwartungskomponente für Anstiege, während die Lageeinschätzung auf hohem Niveau stagnierte. Dies spricht dafür, dass die Industrie in Deutschland bald wieder besser in Fahrt kommt.

EWU-Industrie: Aufträge und Produktion im Abwärtstrend



Auch unter Analysten kehrte zuletzt etwas mehr Zuversicht in die weitere wirtschaftliche Entwicklung zurück. Die vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) durchgeführte Umfrage unter Konjunkturanalysten zeigte nach etlichen Monaten erstmals wieder einen leichten Anstieg. Zwar ist das Niveau hier sehr niedrig, doch es zeichnet sich eine Bodenbildung ab.

Leichte Rezession im Euroraum um den Jahreswechsel

Wir bleiben nach wie vor bei unserer Einschätzung, dass sich die Eurozone derzeit in einer leichten Rezession befindet. Sowohl im laufenden Quartal als auch zum Jahresauftakt 2012 dürfte die Wirtschaftsleistung rückläufig sein. Für das Frühjahr erwarten wir dann wieder ein Anziehen der Konjunktur und robuste Zuwachsraten für den Rest des Jahres. Aufgrund der schwachen Entwicklung um den Jahreswechsel dürfte die Wachstumsrate 2012 mit 0,6% aber deutlich hinter dem BIP-Zuwachs von voraussichtlich 1,6% in diesem Jahr zurück bleiben.

Für Deutschland sind wir etwas optimistischer dahingehend, dass es nicht zu einer Rezession kommt. Allerdings dürfte die deutsche Wirtschaft einer solchen nur sehr knapp entkommen.

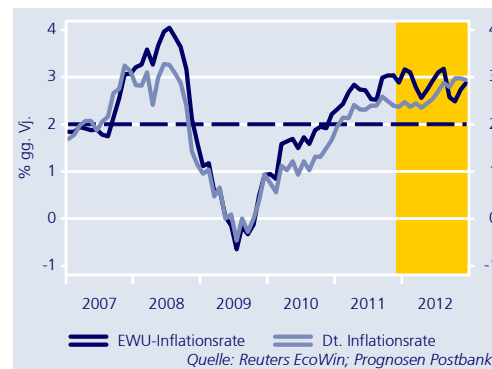
Insofern fällt auch hierzulande der Jahreswechsel schwach aus, was sich ebenfalls in einer Verlangsamung des Wachstums im nächsten Jahr niederschlagen sollte. Nach 3,0% in 2011 rechnen wir für 2012 mit einem BIP-Wachstum von 1,2%.

Inflationsraten bis auf weiteres überdurchschnittlich hoch

Im November lag die Inflation im Euroraum zum dritten Mal in Folge bei 3,0%. Das Ziel der Preisniveaustabilität, welches bei knapp unter 2% als erfüllt gilt, wird damit nach wie vor klar überschritten. Dies gilt auch für fast alle Euro-Staaten. In einigen Ländern, darunter Deutschland, ist die Teuerung in den vergangenen Monaten gesunken, so dass der Höhepunkt dort wohl bereits überschritten wurde. In anderen Euro-Ländern erhöhte sich die Teuerung dagegen bis zuletzt weiter.

Wir bleiben hinsichtlich des Inflationsausblicks nach wie vor skeptisch und erwarten auch für die kommenden Monate anhaltend hohe Teuerungsraten. Denn der Druck über die Import- und Erzeugerpreise ist nach wie vor hoch und dürfte es auch weiterhin bleiben, da wir von steigenden

Teuerungsraten verfehlen auch 2012 das Ziel der Preisniveaustabilität



Rohstoffpreisen ausgehen. Darüber hinaus rechnen wir auf Jahressicht mit einer Abwertung des Euro gegenüber anderen Währungen, was den Preisdruck über die Importe noch verschärfen sollte. Für 2012 erwarten wir daher unverändert eine Inflationsrate im Euroraum von jahresdurchschnittlich 2,8%, was im Bereich des Preisauftriebs in 2011 liegt. Die deutsche Inflationsrate erwarten wir 2012 bei 2,7%, nach voraussichtlich 2,3% in 2011.

Thilo Heidrich

Prognosen Postbank

| | Deutschland | | | Euroraum | | |
|--|-------------|-------|-------|----------|-------|-------|
| | 2010 | 2011e | 2012e | 2010 | 2011e | 2012e |
| Reales BIP (% ggü. Vj.) | 3,7 | 3,0 | 1,2 | 1,8 | 1,6 | 0,6 |
| Privater Verbrauch | 0,6 | 1,4 | 1,4 | 0,8 | 0,4 | 0,9 |
| Bruttoanlageinvestitionen | 5,5 | 7,2 | 3,2 | -0,8 | 2,3 | 1,4 |
| Staatsverbrauch | 1,7 | 1,3 | 1,2 | 0,5 | 0,1 | 0,1 |
| Exporte | 13,7 | 8,8 | 5,8 | 10,8 | 6,6 | 4,8 |
| Importe | 11,7 | 7,9 | 6,9 | 9,1 | 4,8 | 3,7 |
| Außenbeitrag* | 1,5 | 0,9 | -0,1 | 0,7 | 0,8 | 0,6 |
| Lagerinvestitionen* | 0,6 | -0,1 | -0,3 | 0,6 | 0,1 | -0,7 |
| Arbeitslosenquote (in %) | 7,7 | 7,1 | 6,9 | 10,1 | 10,0 | 10,0 |
| Inflation (in %) | 1,1 | 2,3 | 2,7 | 1,6 | 2,7 | 2,8 |
| Staatl. Finanzierungssaldo (in % des BIP) | -4,3 | -1,0 | -0,8 | -6,0 | -4,2 | -3,2 |

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

US-Konjunktur: Belebung verfestigt sich

Die US-Wirtschaft wuchs im 3. Quartal um annualisiert 2,0% gegenüber dem Vorquartal. Damit beschleunigte sich das Wachstum gegenüber einem schwachen 1. Halbjahr. In den vergangenen Wochen fielen die Konjunkturdaten aus den USA mehrheitlich positiv aus. Sie sprechen dafür, dass die Dynamik auch im Schlussquartal gehalten bzw. sogar gesteigert werden konnte.

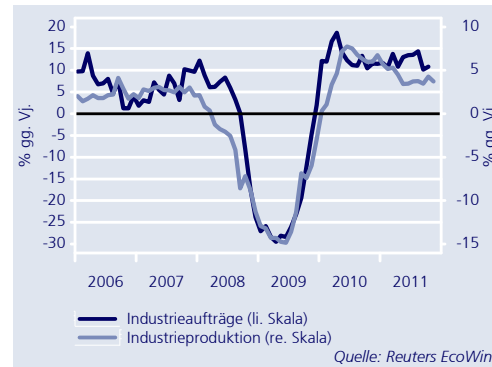
Stimmungsverbesserung auf breiter Basis

Auffällig war zuletzt eine Stimmungsaufhellung in diversen Teilen der Wirtschaft. Der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe kletterte im November von 50,8 auf 52,7 Punkte und damit auf den höchsten Wert seit Juni dieses Jahres. Er bestätigte damit die Verbesserungen auf regionaler Ebene. Zum Teil liegen aus den einzelnen Regionen bereits Daten für Dezember vor. So konnten sich sowohl der Empire State Index als auch der Philadelphia Fed Index verbessern und signalisieren damit auch auf nationaler Ebene einen erneuten Anstieg.

Bei den kleinen und mittelgroßen Unternehmen in den USA hat sich in den vergangenen Monaten ein Trendwechsel zum Positiven vollzogen. Der NFIB-Index kletterte bis November drei Mal in Folge.

Auch unter den US-Verbrauchern machte sich zuletzt etwas mehr Zutrauen in die wirtschaftliche Entwicklung breit. Der Index der Uni Michigan für das Verbrauchervertrauen stieg im Dezember bereits zum vierten Mal in Folge. Und sein vom Conference Board veröffentlichtes Pendant machte im November einen kräftigen Sprung nach oben. Beide Indikatoren weisen mit ihren aktuellen Niveaus zwar nicht auf einen Konsum-Boom hin, aber immerhin scheint der Anfang des Jahres eingesezte Abwärtstrend beendet zu sein.

Aufträge und Produktion mit anhaltend hoher Dynamik



„Harte“ Konjunkturdaten fielen mehrheitlich positiv aus

Im Großen und Ganzen ging die Stimmungsaufhellung einher mit einer Verbesserung der „harten“ Konjunkturdaten. Wengleich die Entwicklung des privaten Verbrauchs zuletzt etwas hinter den Erwartungen zurück blieb. So stiegen die privaten Konsumausgaben im Oktober lediglich um 0,1% gegenüber dem Vormonat. Allerdings ist dies kein Indiz für eine Konsumschwäche. Denn die realen Konsumdaten sind mit einem Überhang ins 4. Quartal gestartet, so dass auch leichte Anstiege zu einem robusten Wachstumsbeitrag durch den privaten Verbrauch führen sollten.

Auch in der Industrie bleibt der Aufwärtstrend intakt, trotz eines leichten Rückgangs der Produktion im November. Dies war der erste Rücksetzer im Monatsvergleich seit April dieses Jahres. Im Vorjahresvergleich kann sich die Produktion derweil auf vergleichsweise hohem Niveau halten. Dieses dürfte auch in den kommenden Monate gehalten werden können. Denn zusätzlich zu den verbesserten Umfragewerten befindet sich auch die Auftragsentwicklung in den USA nach wie vor im Aufwärtstrend.

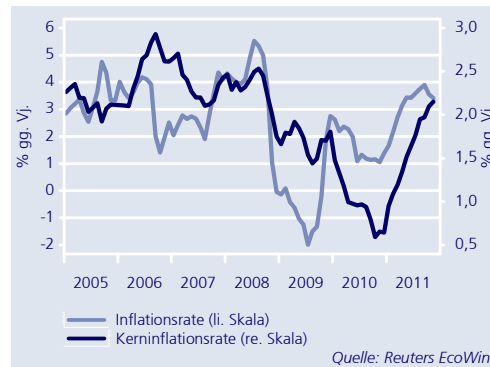
Mit positiven Nachrichten konnte in der jüngeren Vergangenheit auch der US-Arbeitsmarkt auf sich aufmerksam machen. Der Stellenaufbau, insbesondere in der Privatwirtschaft, setzte sich fort und beschleunigte sich sogar am aktuellen Rand. Gleichzeitig geht die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe kontinuierlich zurück. Im Dezember wurden so wenige Anträge gestellt wie zuletzt im Frühjahr 2008. Auch die Arbeitslosenquote setzte ihren Abwärtstrend weiter fort und gab im November von 9,0% auf 8,6% nach. Hier zeigt sich aber gleichzeitig, dass der US-Arbeitsmarkt trotz der Besserungstendenzen noch weit von einer zufriedenstellenden Verfassung entfernt ist und gemeinsam mit dem Immobilienmarkt die größte Belastung für die US-Wirtschaft darstellt.

In der Summe bleiben wir jedoch weiterhin optimistisch hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung und rechnen in den kommenden Quartalen mit robusten BIP-Wachstumsraten. Nach voraussichtlich 1,8% in diesem Jahr dürfte das Wachstum 2012 mit 2,4% etwas stärker ausfallen.

Inflationsrate hat gedreht - Kerninflation steigt weiter

Die Inflationsrate in den USA ist im November von 3,5% auf 3,4% gesunken. Dies lag vor allem an der Energie- sowie der Transportkomponente. Ansonsten überwogen leichte bis moderate Preisanstiege. Dies wird besonders deutlich, wenn man sich die Entwicklung der Kernverbraucherpreise anschaut. Sie sind im November sowohl gegenüber dem Vormonat als auch gegenüber dem Vorjahr weiter gestiegen. Damit hält der seit Jahresbeginn währende Aufwärtstrend der Kerninflation unvermindert an. Er macht deutlich, dass die Preisanstiege nicht nur auf höhere Energiekosten zurückzuführen sind, sondern dass es einen breit angelegten Preisauftrieb in den USA gibt. Dieser rührt vor allem von stetig steigenden Preisen im Dienstleistungssektor her.

Inflation und Kerninflation entwickelten sich zuletzt gegenläufig



Die Inflationsrate dürfte in den nächsten Monaten zwar weiter nachgeben. Allerdings bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die Teuerungsrate auch im kommenden Jahr erhöht bleibt. Dafür spricht der hohe Druck auf den Vorstufen: die Importpreise lagen im November 10% über ihrem Vorjahreswert, die Erzeugerpreise immerhin knapp 6%. Auch die intakte Konjunkturerholung dürfte einen allzu deutlichen Rückgang der Inflationsrate verhindern. Nach 3,2% in diesem Jahr erwarten wir die Inflationsrate 2012 bei 2,9%.

Thilo Heidrich

Prognosen Postbank

| % ggü. Vj. | USA | | |
|---------------------------|------|-------|-------|
| | 2010 | 2011e | 2012e |
| Reales BIP | 3,0 | 1,8 | 2,4 |
| Privater Verbrauch | 2,0 | 2,3 | 2,2 |
| Bruttoanlageinvestitionen | 2,6 | 6,7 | 7,2 |
| Staatsverbrauch | 0,7 | -1,9 | -0,1 |
| Exporte | 11,3 | 6,9 | 6,9 |
| Importe | 12,5 | 5,0 | 5,0 |
| Außenbeitrag* | -0,5 | 0,1 | 0,0 |
| Lagerinvestitionen* | 1,6 | -0,3 | -0,1 |
| Inflation | 1,6 | 3,2 | 2,9 |

* Wachstumsbeiträge in % des BIP

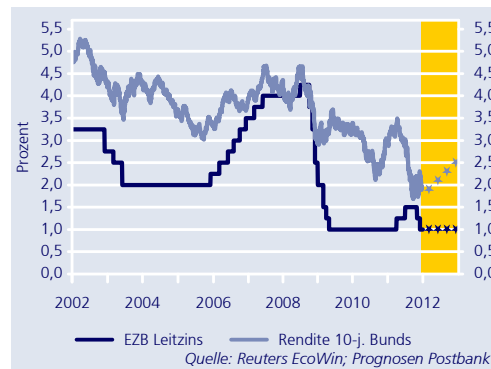
Rentenmarkt: EZB möchte Kredit- und Liquiditätsklemme um jeden Preis verhindern

Die Renditen haben sich in den vergangenen Wochen leicht reduziert. Sowohl in Deutschland wie auch in den USA rentieren 10-jährige Staatsanleihen nun wieder unter 2%. Etwas ausgeprägter war der Renditerückgang im kurzen und mittleren Laufzeitbereich, so dass die Kapitalmarktkurve im Euroraum steiler geworden ist.

Beschlüsse des EU-Gipfels sorgen auf lange Sicht für Stabilität

Die Marktentwicklung vollzog sich vor dem Hintergrund einer Reihe wichtiger geld-, fiskal- und wirtschaftspolitischer Entscheidungen. So beschlossen die Staats- und Regierungschefs der EU auf einem Gipfel Anfang Dezember die Einführung einer Schuldenbremse auf Ebene der einzelnen Mitgliedstaaten. Außerdem soll der dauerhafte Stabilitätsmechanismus ESM nun bereits Mitte 2012, und nicht erst 2013 eingeführt werden. Dem IWF sollen von den EU-Staaten zur Bekämpfung der Schuldenkrise insgesamt weitere 200 Mrd. € zur Verfügung gestellt werden. Eurobonds wird es vorerst nicht geben. Mit diesem Maßnahmenpaket wollen die Regierungen das teilweise verlorengegangene Vertrauen in die Stabilität der Europäischen Währungsunion zurückgewinnen. Die Umsetzung der Maßnahmen benötigt allerdings einige Zeit, da insbesondere die Einführung der Schuldenbremse eine Änderung von Gesetzen auf nationaler Ebene voraussetzt. Zudem besteht noch Unsicherheit über die Zahl der EU-Mitgliedstaaten, die sich an der Finanzspritze für den IWF beteiligen werden. Sollten die Maßnahmen wie geplant umgesetzt werden, würde dies unseres Erachtens ein wichtiger Meilenstein in Richtung einer dauerhaften Stabilisierung der Eurozone darstellen. Für eine Lösung der aktuellen Krise greifen die Maßnahmen allerdings zu kurz, da bspw. ein Zahlungsausfall Italiens die finanzielle Leistungsfähigkeit der aktuellen Hilfsmechanismen deutlich überfordern würde.

Steilere Zinskurve in 2012



EZB ergreift weitreichende Sondermaßnahmen

Vor diesem Hintergrund war die Enttäuschung des Marktes groß, als Aussagen der EZB zum Ankaufprogramm für Staatsanleihen auf ihrer letzten Zinssitzung ausblieben. Letztendlich kann nur die Notenbank zu einer wirksamen Stabilisierung der Kapitalmärkte beitragen und so die Finanzierungsfähigkeit der hochverschuldeten Staaten sicherstellen, wenn die politische Bereitschaft zu einer weiteren massiven Aufstockung des Rettungsschirms fehlt. Die EZB befindet sich hier aber in einem Dilemma, da sie sich mit dem Ankauf von Staatsanleihen weit von ihrem eigentlichen Mandat entfernt hat. Dafür überraschte die EZB aber mit der Ankündigung einer Reihe neuer Sondermaßnahmen, die eine Liquiditäts- und Kreditklemme im Euroraum verhindern sollen. Die Notenbank wird erstmals zwei Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Jahren ausschreiben. Bei beiden Tendern werden alle Gebote voll zugeteilt. Die Verzinsung richtet sich nach dem durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz während der Laufzeit. Zudem haben die Banken, die diese Refinanzierungsmöglichkeit in Anspruch nehmen, nach frühestens einem Jahr das Recht Verbindlichkeiten aus dem 3-Jahrestender ganz oder teilweise zurückzuzahlen. Der

Mindestreservesatz wird von 2% auf 1% reduziert, was zu einer sofortigen Freisetzung von liquiden Mitteln in Höhe von 105 Mrd. € bei europäischen Banken führt.

Eine wichtige Maßnahme zur Vermeidung einer Kreditklemme stellt darüber hinaus die Erweiterung refinanzierungsfähiger Sicherheiten dar. So wird den nationalen Notenbanken gestattet, neben bestimmten Wertpapieren nun auch Kreditforderungen als Sicherheiten zu akzeptieren, sofern diese bestimmte Mindestanforderungen erfüllen. Von diesen Maßnahmen dürften vor allem Kreditinstitute profitieren, die Liquiditätsprobleme haben oder einen zukünftigen Liquiditätsengpass befürchten. Zugleich setzt es Anreize, das Kreditvolumen an Unternehmen und private Haushalte nicht zu reduzieren bzw. sogar zu erweitern.

Positive Auswirkungen auf die Konjunktur

Das Maßnahmenpaket kann noch stärker als die Leitzinssenkung als Versuch der EZB angesehen werden, expansive geldpolitische Impulse wieder verstärkt über das Bankensystem auf die reale Wirtschaft zu übertragen. Grundsätzlich könnte das Maßnahmenpaket starke, positive Auswirkungen auf die Konjunktur haben, auch wenn dies einige Zeit in Anspruch nehmen dürfte. Aber ob die Strategie der EZB letztendlich von Erfolg gekrönt sein wird, dürfte in hohem Maße davon abhängen, ob es der Politik noch mehr als bisher gelingt, das Grundvertrauen in die Europäische Währungsunion zu stärken, indem überzeugende Schritte zur Eindämmung der EWU-Staatsschuldenkrise ergriffen werden. Schafft sie dies nicht, werden die Verspannungen im Finanzsystem eher noch zunehmen und die Maßnahmen der EZB damit umgehend konterkarieren. Auch weitere expansive Impulse drohten, in einem solchen Umfeld zu versanden.

Konstanter Leitzins – Renditen steigen

Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die EZB den Leitzins nicht weiter senken wird. Letztlich wäre die realwirtschaftliche Bedeutung eines solchen Schritts ohnehin von geringer Bedeutung. Die Wirtschaft des Euroraums leidet nicht unter zu hohen Leitzinsen, sondern unter einem Mangel an Vertrauen. Hierbei kann die Geldpolitik bestenfalls unterstützend wirken, da sie mit ihren Maßnahmen die für eine grundlegende Reform benötigte Zeit erkaufte.

Die Renditen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen dürften im Verlauf von 2012 moderat steigen. Hierfür sprechen vor allem die von uns erwartete konjunkturelle Belebung ab dem Frühjahr sowie eine anhaltend hohe Inflation. Es ist aber nicht auszuschließen, dass bei einer Verschärfung der Schuldenkrise neue Rekordtiefs bei Benchmark-Renditen erreicht werden.

Dr. Marco Bargel

Prognosen Postbank

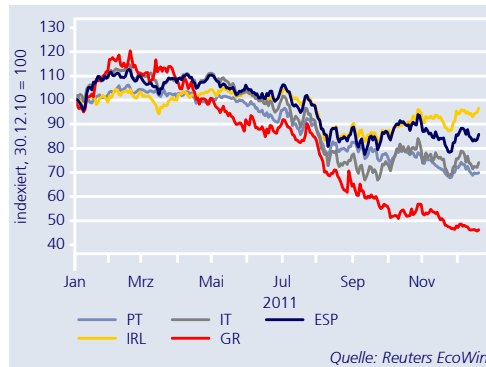
| | | 21.12. | in 3 M | in 12 M |
|---------------------------|----|--------|--------|---------|
| Leitzinsen | | | | |
| Euroraum | % | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| USA | % | 0-0,25 | 0-0,25 | 0-0,25 |
| Japan | % | 0-0,1 | 0-0,1 | 0-0,1 |
| Großbritannien | % | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| Renditen 10 Jahre | | | | |
| Bundesanleihen | % | 1,93 | 1,90 | 2,50 |
| US-Treasuries | % | 1,97 | 2,20 | 2,60 |
| Japanische JGB's | % | 0,98 | 1,10 | 1,20 |
| Britische Gilts | % | 2,07 | 2,50 | 2,80 |
| Spreads ggü. Bunds | | | | |
| 10j. Swap | Bp | 58 | 60 | 30 |
| EWU-Corporates | Bp | 124 | 120 | 100 |

Aktienmarkt: Positive Performance im Gesamtjahr 2012 erwartet

Kann der Standard & Poor's 500 noch ins Plus springen?



Griechische Aktien verlieren weiter an Boden



2011 - außer Spesen nichts gewesen?

Alle vier von uns analysierten Indizes weisen aktuell Kursverluste im Vergleich zum jeweiligen Schlussstand Ende 2010 auf. Von ihnen hat lediglich der Standard & Poor's 500 noch eine reelle Chance, auf der Ziellinie ins Plus zu springen. Zur Zeit liegt er im genannten Zeitfenster nur noch 1,3% im Minus. In Anbetracht der extremen Kursschwankungen, die die Indexentwicklungen seit Mitte dieses Jahres kennzeichnen, ein Wert, der bei einer positiven Nachrichtenlage durchaus noch aufgeholt werden könnte. Zudem hat er gestern binnen einem Handelstag fast Dreiprozentpunkte gutgemacht. Dieses Fünkchen Hoffnung glimmt bei den drei Übrigen nicht. Kursverluste von 15 Prozent und mehr sind des Guten zu viel.

Kein Trost ist dabei, dass auch die Leitindizes der BRIC's in 2011 Federn lassen mussten. Und zwar, mit der Ausnahme des brasilianischen Bovespa, deutlicher als DAX & Co. Eine schwächer als erhoffte konjunkturelle Entwicklung und zusätzlich im Falle Chinas, die Angst vor einer Immobilienpreisblase, waren die wichtigste Munition für diese schwache Kursentwicklung. Gerade mit Blick auf die konjunkturelle Entwicklung wird aber deutlich, wie hoch die Ansprüche der Anleger sind. Die chinesische sowie die indische Wirtschaft sind in 2011 mit gut 9 bzw. 7% gewachsen. Diese Zuwächse liegen zwar unter den entspre-

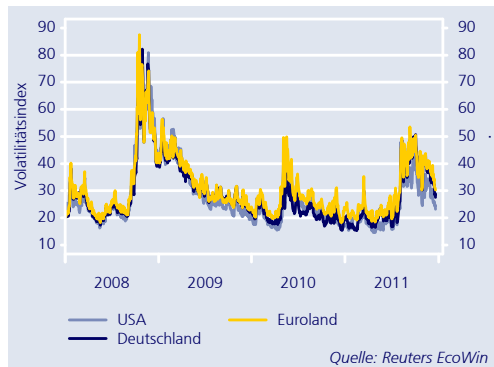
chenden Vorjahreswerten, zeugen nach unserer Ansicht aber immer noch von einer deutlichen wirtschaftlichen Dynamik im internationalen Vergleich. Beide Aktienmärkte wurden allerdings erheblich abgestraft. Mit Kursverlusten von 22 bzw. 25% rangieren der chinesische SSE 180 und der indische Sensex im globalen Vergleich der Leitindizes im letzten Viertel.

PIIGS - Griechenland bleibt das Sorgenkind

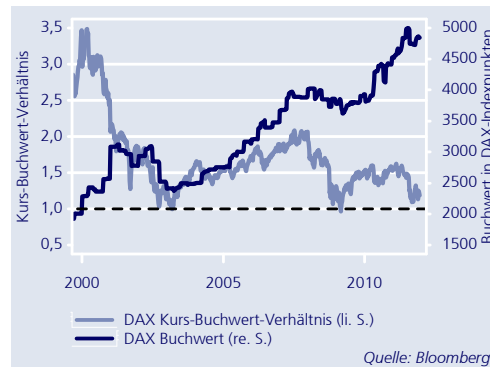
Bei den PIIGS sieht es mit Blick auf die Aktienmarktentwicklung insgesamt gar nicht so schlimm aus. Die Börsen in Portugal, Italien und Spanien weisen gewisse Stabilisierungsansätze auf. Der Irisch Overall Index eifert dem Standard & Poor's 500 nach und robbt sich vorsichtig an die Nulllinie heran. Klar erkennbar ist aber, Griechenland ist und bleibt das Sorgenkind. Der Athex hat sich im bisherigen Jahresverlauf mehr als halbiert und noch ist keine Besserung in Sicht.

Per saldo fällt unser Fazit für 2011 eher bescheiden aus. Für zu viele Börsen gilt: Außer Spesen nichts gewesen. Aktienanleger sollten 2011 daher schnell vergessen und den Blick nach vorne auf 2012 richten. Nach unserer Einschätzung sind im kommenden Jahr die Aussichten insgesamt gut. Wir erwarten für die meisten Leitbörsen eine positive Kursentwicklung.

Angstindizes zeigen: Investoren werden zunehmend optimistischer



Buchwerte zeigen deutlichen Sicherheitspuffer beim DAX



Kurzfristig sind die Optimisten am Drücker

Allen schlechten Nachrichten und Fakten zum Trotz, arbeiten die Börsen an einer Kurserholung. Zum einen haben DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 die im September bzw. Oktober erreichten Jahrestiefstände nicht mehr unterschritten. Zum anderen verringern sich die Volatilitätsindizes sowohl für den S&P 500 als auch den DAX und sogar den Euro Stoxx per saldo seit Anfang Oktober. Sie deuten auf eine deutlich entspanntere Haltung der Marktteilnehmer als noch im Spätsommer hin. Allein der Volatilitätsindex des Euro Stoxx hat sich im genannten Zeitraum von knapp 50 auf 30 Punkte deutlich verringert.

Gerade in diesen vorweihnachtlichen Tagen scheint die Angst vor allen Belastungsfaktoren verfolgt. Sei es die Staatsschuldenkrise in den Peripheriestaaten der Eurozone, die Budgetstreitigkeiten in den USA, die Warnungen der Rating-Agenturen an die Adressen der Tripple-A-Länder der Eurozone, die Sorgen vor einer Minirezession in der Eurozone garniert mit Wachstumssorgen verschiedener Branchenverbände und deutlich reduzierten Gewinnerwartungen für viele Firmen durch die Analysten oder der politischen Unruhen in Syrien und Ägypten sowie auch auf der koreanischen Halbinsel. Momentan gilt: Alles wird gut. Dieser Optimismus kann uns noch kurze Zeit begleiten und den DAX auch vorübergehend über die Marke von 6.000 Punkten hieven.

Positive Kursentwicklung im kommenden Jahr erwartet

Mittelfristig werden uns aber viele der genannten Probleme wieder einholen. Vor allem in puncto Staatsschuldenkrise und Budgetstreit muss beiderseits des Atlantiks Zählbares geliefert werden. Nach einem kurzen Kursfeuerwerk erwarten wir daher wieder einen Schwenk der Börsen zurück in einen ausgeprägten Seitwärtstrend. Nach unten sind die Kurse zum Beispiel durch die Buchwerte der Firmen gut abgesichert.

Erst im späteren Verlauf von 2012 erwarten wir einen deutlicheren Aufwärtstrend an den Märkten, von dem besonders DAX und S&P 500 beflügelt werden sollten. Der große Anteil global operierender Firmen dürfte das Zünglein an der Waage spielen. Sie sollten vom stärkeren Wachstum profitieren, das viele Schwellen- bzw. Entwicklungsländern im Vergleich zur Eurozone und auch den USA in 2012 erreichen dürften. Auf Jahressicht erwarten wir alle vier von uns analysierten Indizes über den aktuellen Niveau.

Heinz-Gerd Sonnenschein

Prognosen Postbank

| | 21.12. | in 3 M | in 12 M |
|---------------|--------|-----------|-----------|
| DAX | 5.792 | 6200-6400 | 7150-7350 |
| Euro Stoxx 50 | 2.244 | 2225-2425 | 2500-2700 |
| S&P 500 | 1.244 | 1275-1375 | 1500-1600 |
| Topix | 726 | 700-800 | 775-875 |

Marktprognosen Januar 2012

| Zinsen in % | 21.12. | in 3 Monaten | in 6 Monaten | in 9 Monaten | in 12 Monaten |
|--|--------|--------------|--------------|---------------------|----------------------|
| Euroraum | | | | | |
| Refisatz | 1,00 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| 3-Monats-Euribor | 1,42 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| 2-j. Bunds | 0,23 | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 0,9 |
| 10-j. Bunds | 1,93 | 1,9 | 2,1 | 2,3 | 2,5 |
| USA | | | | | |
| Fed Funds Rate | 0-0,25 | 0-0,25 | 0-0,25 | 0-0,25 | 0-0,25 |
| 3-Monats-Libor | 0,57 | 0,6 (0,4) | 0,6 (0,4) | 0,6 (0,4) | 0,6 (0,4) |
| 2-j. Treasuries | 0,27 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,5 |
| 10-j. Treasuries | 1,97 | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 2,6 |
| EUR/USD-Spreads in Basispunkten | | | | | |
| 3-M-Geld: Euribor / . USD-Libor | 85 | 60 (80) | 50 (70) | 50 (70) | 50 (70) |
| 10 J.: Bunds / . Treasuries | -4 | -30 | -20 | -10 | -10 |
| Japan | | | | | |
| Overnight Call Rate | 0-0,1 | 0-0,1 | 0-0,1 | 0-0,1 | 0-0,1 |
| 10-j. Staatsanleihen (JGB's) | 0,98 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| UK | | | | | |
| Base Rate | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| 10-j. Staatsanleihen (Gilts) | 2,07 | 2,3 (2,5) | 2,6 | 2,7 | 2,8 |
| Swap/Credit Spreads in Basispunkten | | | | | |
| 10-j. Swaps / . Bunds | 58 | 60 | 50 | 40 | 30 |
| 5-j. Pfandbriefe / . Swaps | 13 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| EWU Corporates A-Rated / . Bunds | 124 | 120 | 120 | 110 | 100 |
| US Corporates B-BB-Rated / . Treasuries | 647 | 620 | 580 | 540 | 500 |
| Wechselkurse | | | | | |
| US-Dollar (EUR/USD) | 1,3071 | 1,30 | 1,28 | 1,26 | 1,25 |
| Japanischer Yen (EUR/JPY) | 101,91 | 102 | 102 | 101 | 100 |
| Britisches Pfund (EUR/GBP) | 0,8332 | 0,83 (0,84) | 0,82 (0,84) | 0,81 (0,83) | 0,80 (0,82) |
| Schweizer Franken (EUR/CHF) | 1,2210 | 1,25 | 1,25 | 1,25 | 1,27 |
| Commodities | | | | | |
| Rohöl Brent Spot (\$/Barrel) | 108,93 | 107 (111) | 109 (112) | 111 (114) | 115 (118) |
| Gold Spot (\$/Feinunze) | 1.615 | 1700 (1740) | 1740 (1780) | 1780 (1820) | 1800 (1850) |
| Aktien | | | | | |
| | | KGV | KGV | Kursziel | Kursziel |
| | | 2011e | 2012e | in 3 Monaten | in 12 Monaten |
| DAX | 5.792 | 8,9 | 8,7 | 6200-6400 | 7150-7350 |
| Euro Stoxx 50 | 2.244 | 8,5 | 8,4 | 2225-2425 | 2500-2700 |
| Standard & Poors 500 * | 1.244 | 12,7 | 12,2 | 1275-1375 | 1500-1600 |
| Topix | 726 | 15,7 | 14,9 | 700-800 | 775-875 |

* KGV mit operativen Gewinnen gerechnet

Konjunkturprognosen Januar 2012

| | 2011 | | | | 2012 | | | | BIP in % YoY | | | Inflation in % YoY | | |
|---------------------------|------|------|-----|------|------|-----|-----|-----|-----------------|-----------|-------|-----------------------|------------|-----------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4e | Q1e | Q2e | Q3e | Q4e | 2011e | 2012e | 2013e | 2011e | 2012e | 2013e |
| BIP, real in % QoQ, sa | | | | | | | | | | | | | | |
| Deutschland | 1,3 | 0,3 | 0,5 | -0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 3,0 | 1,2 | 1,7 | 2,3 (2,4) | 2,7 | 2,5 |
| Euroraum | 0,8 | 0,2 | 0,2 | -0,1 | -0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 1,6 | 0,6 | 1,7 | 2,7 | 2,8 | 2,5 |
| USA | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,7 | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 1,8 | 2,4 | 2,7 | 3,2 | 2,9 | 3,0 |
| Japan | -1,7 | -0,5 | 1,4 | 0,2 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | -0,8 (-0,1) | 2,1 (2,8) | 1,6 | -0,3 | -0,1 (0,2) | 0,3 (0,5) |

Vormonatsprognosen in Klammern