

# Inhaltsverzeichnis

VÖB-Prognose-Überblick.....	2
Markteinschätzungen sowie Einzelprognosen	
BayernLB.....	6
DekaBank.....	7
Helaba.....	10
HSH Nordbank.....	11
NORD/LB.....	13
WestLB.....	14
Kontaktinformationen.....	16

# VÖB-Prognose-Überblick

## Aktienmarktindizes Europa

DAX	Stand am 7.3.2008	in 3 Monaten Juni 2008	in 6 Monaten September 2008
BayernLB	6.513,99	6.700	7.000
DekaBank		7.200	7.750
Helaba		8.000	8.300
HSH Nordbank AG		7.700	8.000
NORD/LB		6.400	6.600
WestLB AG		7.100	7.400

EUROSTOXX 50	Stand am 7.3.2008	in 3 Monaten Juni 2008	in 6 Monaten September 2008
BayernLB	3.576,68	3.650	3.810
DekaBank		3.950	4.250
Helaba		4.400	4.600
HSH Nordbank AG		4.250	4.400
NORD/LB		3.450	3.600
WestLB AG		3.900	4.050

STOXX 50	Stand am 7.3.2008	in 3 Monaten Juni 2008	in 6 Monaten September 2008
BayernLB	3.057,09	3.100	3.250
DekaBank		3.350	3.600
Helaba		3.700	3.850
HSH Nordbank AG		3.600	3.750
NORD/LB		2.950	3.100
WestLB AG		3.300	3.400

**Prognosespektrum bis Juni 2008**

Spektrum der DAX-Prognosen auf 3 Monate



**Prognosespektrum bis Ende September 2008**

Spektrum der DAX-Prognosen auf 6 Monate



## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>	Deutschland		Euroraum		USA	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
BayernLB	1,6	1,9	1,5	1,7	1,4	1,5
DekaBank	1,5	1,8	1,5	1,9	2,0	2,6
Helaba	1,9	2,1	1,7	1,9	1,8	2,3
HSH Nordbank	1,8	2,0	1,9	1,9	1,6	2,0
NORD/LB	1,5	2,0	1,5	1,9	0,9	1,9
WestLB AG	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	2,3

	US-Rohöl (USD) <sup>2</sup> Juni 2008	S&P 500 Juni 2008	EUR / USD Juni 2008
BayernLB	95	1.310	1,52
DekaBank	86	1.520	1,48
Helaba	88	1.520	1,45
HSH Nordbank	75	1.480	1,49
NORD/LB	88	1.370	1,48
WestLB AG	90	1.380	1,47

Vergleichswerte vom 6.3.2008:

US-Rohöl	104,89 USD
S&P 500	1.304,34
EUR / USD	1,5385

Leitzinsen in Prozent	Euroraum Juni 2008	USA Juni 2008
BayernLB	3,75	2,00
DekaBank	3,75	2,25
Helaba	4,00	2,50
HSH Nordbank	3,50	2,00
NORD/LB	3,75	2,00
WestLB AG	4,00	2,00
VÖB	4,00	2,25

Vergleichswerte:

USA	3,00 %, letzte	Erhöhung am 30.01.2008 (-0,50)
Euroraum	4,00 %, letzte	Erhöhung am 13.06.2007 (+0,25)

<sup>1</sup> In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>2</sup> West Texas Intermediate, Texasöl

## Einzelprognosen

## Markteinschätzung sowie Prognose der BayernLB

Die fundamentalen Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte haben sich in den letzten Monaten eingetrübt. In den Vereinigten Staaten muss nun mit einer (milden) Rezession gerechnet werden. Eine nachhaltige – wenngleich nur moderate – Belebung erwarten wir erst Anfang 2009, wenn die Zinssenkungen der Fed stärker greifen und die Schrumpfung im Wohnungsbau überwunden ist. Die US-Notenbank wird die Federal Funds Rate bis April 2008 um weitere 100 Basispunkte auf 2 % senken und sie bis ins erste Halbjahr 2009 hinein auf diesem Niveau belassen. Im Euroraum und in Deutschland wird sich der Aufschwung aufgrund mehrfacher Belastungen – Finanzmarkturbulenzen, sehr hoher Ölpreis, starker Euro – im ersten Halbjahr 2008 spürbar verlangsamen. Auch aufgrund der zu erwartenden Belebung des privaten Konsums in Deutschland bedeutet dies aber nicht das Ende des Aufschwungs. Die EZB wird den Hauptrefinanzierungssatz bis Mitte 2008 auf 3,5 % senken.

Trotz der schwierigen Rahmenbedingungen gibt es stabilisierende Faktoren für die Aktienmärkte: Erstens zeigen die Bewertungen bzw. Aktienmarkt-Risikoprämien, dass bereits viel Negatives in den Aktienkursen eskomptiert ist. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der in den kommenden zwölf Monaten erwarteten Gewinne lag Anfang März beim DAX bei 10,7 (EURO STOXX 50: 9,7; STOXX 50: 9,6; S&P 500: 13,2). Allerdings sind die Bewertungskennzahlen nur begrenzt aussagekräftig, da die zugrunde liegenden Konsens-Gewinnerwartungen angesichts der Konjunkturabschwächung sowie der vorhandenen Risiken für die Bankbilanzen noch zu hoch sind und einer weiteren Abwärtsrevision bedürfen. Die gefallen Aktienkurse lassen jedoch erheblichen Spielraum für eine Reduzierung der Ergebnisprognosen. So erschiene das KGV des DAX selbst bei einer Rücknahme der Gewinnschätzungen um 25% mit 14,3 – auf Basis des Schlusskurses vom 6. März – nicht übertrieben, insbesondere unter Berücksichtigung der niedrigen Kapitalmarktzinsen.

Zweitens signalisieren die Indikatoren der Risikoaversion bereits eine defensive Positionierung der Marktteilnehmer. Sowohl Umfragen als auch quantitative Indikatoren zeigen ein sehr niedriges Niveau des Risikoappetits der Investoren und eine starke Übergewichtung von Liquidität in deren Portfolios. In der Vergangenheit waren vergleichbare Phasen häufig der Ausgangspunkt für eine deutliche Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten in den darauf folgenden Monaten gewesen. Allerdings bedarf es für eine Zunahme der Risikobereitschaft fundamentaler Katalysatoren. In den kommenden Monaten wird es hieran aber voraussichtlich noch mangeln, da die US-Konjunktur vorerst schwach bleibt, die Probleme des Finanzsektors im Gefolge der US-Hypothekenkrise zunächst andauern und die Unternehmensgewinne vielfach enttäuschen werden. Trotz der schon hohen Risikoprämien rechnen wir daher mit weiteren temporären Rückschlägen an den Aktienmärkten, wenngleich der größte Teil der Korrekturbewegung bereits erfolgt sein dürfte. Anzeichen einer nachhaltigen Belebung der US-Konjunktur und ein langsames Abebben der Finanzmarktkrise sollten im zweiten Halbjahr 2008 aber einen Anstieg der Risikoneigung der Marktteilnehmer und sinkende Aktienmarkt-Risikoprämien ermöglichen. Den DAX erwarten wir auf Sicht von drei Monaten bei 6700 Punkten und auf Sicht von sechs Monaten bei 7000 Punkten, für den EURO STOXX 50 rechnen wir mit 3650 bzw. 3810 Punkten.

# Markteinschätzung sowie Prognose der DekaBank

## Makroökonomische Betrachtung

### USA:

Auf die Frage „US-Rezession, ja oder nein“ gibt es weiterhin keine eindeutige Antwort. Während die Stimmungsindikatoren für die privaten Haushalte, das Verbrauchervertrauen und das Konsumklima, im Februar eindeutige Rezessionssignale lieferten, kamen von Indikatoren wie der Industrieproduktion oder den Einzelhandelsumsätzen Signale, die für eine Stagnation bzw. sogar für eine moderate Expansion sprechen. Auch die beiden Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende und das nicht-verarbeitende Gewerbe deuten auf Schwäche, aber nicht auf Rezession hin. Selbst bei den Daten des jüngsten Arbeitsmarktberichts liegt die Anzahl der Abgebauten Arbeitsplätze noch nicht im Bereich einer schweren Rezession. Die Unsicherheit wird erst im Lauf der kommenden Monate langsam verschwinden. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die US-Wirtschaft nach der Konjunkturdelle wieder an Fahrt aufnimmt und bis Ende 2009 den Potenzialpfad erreicht. Das Konjunkturpaket der Bush-Regierung dürfte ab Mai mit der Versendung der Steuerschecks an die Haushalte seine stimulierende Wirkung auf den privaten Konsum entfalten. Der starke Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise der vergangenen Monate, steigende Verbraucherpreise von Lebensmitteln und eine beschleunigte Teuerung auch im Bereich ohne Energie und Lebensmittel haben die Inflationsraten zuletzt in die Höhe getrieben und deuten für die nähere Zukunft auf einen stärkeren Preisauftrieb hin als wir bislang erwartet hatten. Die Fed hat jedoch relativ klar zu erkennen gegeben, dass sie im derzeitigen Umfeld den konjunkturellen Abwärtsrisiken ein höheres Gewicht beimisst als der Gefahr anhaltend hoher Inflationsraten. Wir rechnen daher nach wie vor mit einer Leitzinssenkung um 50 Basispunkte am 18. März und einem weiteren Zinsschritt um 25 Basispunkte am 30. April auf dann 2,25 %.

### Euroland:

Die Indikatoren im Februar brachten den erhofften Rückprall zu den schwachen Januarwerten. Sie deuten zwar auf eine Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung im ersten Quartal hin, nicht jedoch auf einen Einbruch. Allerdings ist die Entwicklung in Euroland sehr heterogen. So signalisieren die Konjunkturindikatoren in Spanien und Irland eine merkliche Wachstumsverlangsamung, in Italien sogar eine Rezession. Präsident Trichet hat auf der Pressekonferenz die Argumente für zukünftige Zinssenkungen geliefert: Ein Wachstum unter Potenzial, die aus der Finanzmarktkrise resultierenden Unsicherheiten und langsam abnehmende Inflationsraten werden in den nächsten Monaten das Kapitalmarktumfeld prägen. Eine Revision der Wachstumsprognosen der EZB im März wird einer kommunikativen Vorbereitung für eine Zinssenkung im April gleichkommen. Wir erwarten, dass die EZB ihren Leitzins um jeweils 25 Bp im April, Juni und September auf 3,25 % senkt.

## Emerging Markets:

Der eingetrübte Inflationsausblick bleibt neben der US-Hypothekenkrise das beherrschende Thema. Insbesondere im Hinblick auf die Aufnahme einiger Länder in die Europäische Währungsunion werden die Konvergenzländer stärker unter die Lupe genommen. Die Entscheidung über die Aufnahme der Slowakei wird als Beispiel für die Behandlung der zukünftigen Euro-Länder dienen. Die Rating-Agenturen warnen in jüngster Zeit zunehmend vor Ungleichgewichten bei den mittel- und osteuropäischen Ländern. Der Anstieg der Rohstoffpreise belastet die Länder in Mitteleuropa sowie die Türkei. Auch in Asien und Lateinamerika herrschen Inflations Sorgen, denn der Druck steigender Nahrungsmittel- und Energiepreise dürfte erst in einigen Monaten nachlassen. Die restriktivere geldpolitische Haltung der Zentralbanken in Asien und Lateinamerika erhöht den Aufwertungsdruck auf die Währungen.

## Märkte

### Aktien:

Nach wie vor gibt es eine starke Diskrepanz zwischen der realwirtschaftlichen Sektoren und der Finanzwirtschaft. Nach allen anekdotischen Berichten, Aussagen von Unternehmen sowie den Ergebnissen der Konjunkturumfragen findet die Krise derzeit noch im Finanzsektor statt, nicht in der Realwirtschaft. Die europäischen Unternehmen arbeiten immer noch ihre hohen Auftragsbestände ab, profitieren von starker Auslandsnachfrage, in den USA zusätzlich von einer schwachen Währung. Die für dieses Jahr in den Aktienmärkten eingepreisten Gewinnrückgänge von gut 20 Prozent sind nicht zu erwarten. Zwischenerholungen an den Aktienmärkten können allein aus der verzögerten oder mildereren Form von Konjunkturbeeinträchtigung erwachsen, die sich gegenüber den eingepreisten Markterwartungen gegenwärtig abzeichnet. Vor diesem Hintergrund sehen wir gute Chancen für eine Erholung der Aktienmärkte auf eine Sicht von drei Monaten (DAX: 7200 Punkte). Der weitere Verlauf an den Aktienmärkten wird von der Beseitigung der Finanzmarktprobleme abhängen. Je länger die Kreditverwerfungen und die Unsicherheit anhalten, desto schwieriger sind die mittel- und langfristigen Aussichten für die Unternehmen. Wir gehen allerdings im zweiten Halbjahr von einem nachlassenden Druck aus dem Finanzsektor aus. Die Unternehmen haben bis dahin gute interne Finanzierungsreserven, so dass sie eine vorübergehend vorsichtigere Kreditvergabe aus dem Finanzsektor verkraften können (so haben sich im Jahr 2007 bei deutschen Unternehmen die für eigene Investitionen zur Verfügung stehenden Mittel um 80 % erhöht). Vor diesem Hintergrund sehen wir nach den kommenden – noch einmal als turbulent zu erwartenden – Wochen die tiefsten Punkte an den Aktienmärkten für erreicht und erwarten wieder eine Rückkehr Richtung fundamental gerechtfertigter Kurse (DAX-Erwartung auf 6 Monate: 7750 Punkte, auf 12 Monate: 8000 Punkte).

**Rohstoffe:**

Es ist bemerkenswert, wie stark sich die Rohstoffpreise in dem derzeitigen konjunkturellen und Finanzmarktumfeld entwickeln. Nicht nur Edelmetalle wie Gold und Platin, für die Preisanstiege in Krisenzeiten nicht allzu ungewöhnlich sind, erreichten neue Rekordniveaus. Auch der Rohölpreis für die Sorte WTI erreichte fast die Marke von 105 US-Dollar pro Barrel. Die sich abschwächende Ölnachfrage aus den Industrieländern wird überkompensiert durch die anhaltend hohe Dynamik aus den Schwellenländern, allen voran aus China. Die chinesischen Nettoimporte von Rohöl stiegen im Januar um 11 % gegenüber dem Vormonat, was einem Zuwachs gegenüber dem Vorjahresmonat von 58 % entspricht. Die von uns bislang für die erste Jahreshälfte 2008 prognostizierte scharfe Abwärtskorrektur des Ölpreises dürfte angesichts dieser Entwicklungen deutlich schwächer ausfallen. Wir rechnen nunmehr mit nachhaltig höheren Ölpreisniveaus als bislang prognostiziert.

## Markteinschätzung sowie Prognose der Helaba – Landesbank Hessen Thüringen Girozentrale

Das technische Bild an den internationalen Aktienmärkten hat sich zuletzt wieder sichtbar eingetrübt. Die meisten der Indizes nehmen inzwischen wieder die Tiefstände vom Januar diesen Jahres ins Visier. Auf der Makroebene dominieren dabei weiterhin Rezessionsängste, gepaart mit Befürchtungen über weiter steigende Inflationsraten, die durch den schier unaufhaltsamen Anstieg der Rohölnotierungen ständig neu befeuert werden. Hinzu kommt die anhaltende Unsicherheit im Finanzsektor. Immer neue Meldungen über Wertberichtigungsbedarf bei Kreditvehikeln auch jenseits des Immobiliensegmentes lassen die Risikoaufschläge bei Finanzunternehmen immer weiter ansteigen. So gerieten auch Aktien aus diesem Segment nach zwischenzeitlichen Stabilisierungsansätzen zuletzt wieder deutlich unter Druck, mit entsprechenden Konsequenzen für den Gesamtmarkt.

Kurzfristig werden die Wachstumsängste vermutlich für deutliche Schwankungen bei Aktien sorgen. So ist auch die anhaltend hohe implizite Aktienmarktvolatilität ein klarer Beleg für die ausgeprägte Unsicherheit der Anleger hinsichtlich der Wachstums- und Gewinnperspektiven. Angesichts der technisch angeschlagenen Situation ist ein Test der letzten Kurstiefs nicht unwahrscheinlich. Allerdings haben die deutlichen Kurskorrekturen bereits viel Negatives vorweggenommen. Vergleicht man das Ausmaß der Kursrückgänge von den Höchstständen des Jahres 2007 bis zu den letzten Tiefständen mit dem Ausmaß der Korrekturen während der vergangenen fünf US-Rezessionen, zeigt sich, dass die Kursentwicklung der US-Aktien eine Rezession zu etwa 60 % eingepreist hat. Die Kursrückgänge bei Finanztiteln entsprechen sogar gut 90 % der durchschnittlichen Verluste während der vergangenen fünf US-Rezessionen. Auch sind die Investoren inzwischen bereits ausgesprochen defensiv positioniert. So zeigt etwa die jüngste Umfrage unter internationalen Fondsmanagern, dass der Anteil derjenigen, die Aktien in ihren Portfolios untergewichten erstmals seit 2003 höher ist als der Anteil derer, die Aktien übergewichten. Gleichzeitig ist eine ausgeprägte Neigung zur Liquiditätshaltung festzustellen, wie sie zuletzt nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 zu beobachten war.

Die Konjunkturstimmung sollte in den kommenden Monaten ihren Tiefpunkt ausbilden. Die beherzten Zinssenkungen der US-Notenbank sowie eine expansive Fiskalpolitik sollten mittelfristig zu einer Aufhellung der Wachstumsperspektiven beitragen. Erfahrungsgemäß erreichen Aktien bereits einige Monate zuvor ihr zyklisches Tief. Auch mit Blick auf die inzwischen ausgesprochen vorsichtige Positionierung wichtiger Anlegergruppen und die zurückgestaute Liquidität stehen die Chancen nicht schlecht, dass Aktien bald zu einer nachhaltigen Erholung ansetzen. Zumal Dividentitel relativ zu anderen Anlageklassen moderat bewertet sind.

## Markteinschätzung sowie Prognose der HSH Nordbank AG

Die Konjunktorentwicklung der USA steht unverändert im Fokus der Marktteilnehmer. Diskutiert wird, wie stark sich die Wirtschaftsdynamik abschwächen wird und ob damit auch die europäische und die asiatische Konjunktur beeinträchtigt werden würden. Obwohl die Risiken zuletzt angestiegen sind, gehen wir davon aus, dass sich die US-Wirtschaft in den kommenden Quartalen auf einem Niveau knapp über der Rezessionszone stabilisieren wird. Das Wachstum in der Eurozone wird sich 2008 fortsetzen. Gleichwohl mehren sich die Zeichen, dass auch hier der konjunkturelle Gegenwind stärker wird. Die Abnahme der Wachstumskräfte ist nach zwei starken Expansionsjahren in erster Linie den „normalen“, im wirtschaftlichen Zyklus auftretenden Effekten wie den höheren Leitzinsen, gestiegenen Energiepreisen und der merklichen Aufwertung des Euro geschuldet.

Viele der großen europäischen Unternehmen sind in den USA präsent und leiden damit unter einer wirtschaftlichen Flaute in Nordamerika. Allerdings hält sich der Anteil in einem engen Rahmen, da sich die Handelsbeziehungen häufiger innerhalb Europas bewegen und zuletzt kräftig in die unverändert wachstumsstarken asiatischen und osteuropäischen Märkte investiert wurde. Die jüngsten Quartalsberichte fielen – von den Banken abgesehen – daher abermals recht positiv aus. Viele Gesellschaften halten sich im Hinblick auf das unsichere konjunkturelle Umfeld mit Ausblicken für 2008 zurück, laut JCF geht der Marktkonsens derzeit jedoch von einem Anstieg der Gewinne um gut 9% aus. Dies entspricht allerdings einem Rückgang der Ertragsprognosen im Vergleich zum September 2007 um rund 15%. Vor allem die Finanz- und Technologiewerte wurden zuletzt heruntergestuft, während Rohstoff-Unternehmen von den steigenden Ölpreiserwartungen und Chemie-Konzerne von der starken Konjunktur in Asien und dem Mittleren Osten profitierten. Absolut gesehen wird insbesondere Automobil- und Industriegütergesellschaften im laufenden Jahr überdurchschnittliches Gewinnsteigerungspotenzial zugesprochen. Sollte sich die Finanzmarktkrise nicht nochmals verschärfen, dürften sich auch die Gewinne des Bankensektors wieder erholen. Die steiler gewordenen Zinsstrukturkurven sollten den Banken ebenfalls zu Gute kommen.

Als Reaktion auf die etwas geringeren Wachstumsaussichten haben wir unsere Prognosen für die Entwicklung der europäischen Aktienindizes im ersten Halbjahr 2008 reduziert. Auf Basis der erwarteten Gewinne, die wir auf Basis unserer Konjunkturprognose für realistisch, wenn nicht gar etwas konservativ halten, sind Dividententitel im Durchschnitt mit einem KGV von rund 11 attraktiv bewertet. Vor diesem Hintergrund und infolge der Aussichten auf eine Leitzinssenkung der EZB halten wir im Jahresverlauf recht deutliche Kursgewinne für möglich, obwohl die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise noch bestehen bleiben dürfte. Den EURO STOXX 50 sehen wir Mitte 2008 bei 4.250 Zählern bzw. zum Jahresende 2008 bei rund 4.700 Punkten.

Mit zunehmender Klarheit, dass die US-Konjunktur kein Hard Landing hinlegen wird, werden im Jahresverlauf wieder zyklische Sektoren in den Fokus der Investoren rücken. Die Automobiltitel dürften von Restrukturierungserfolgen und dem sich stabilisierenden US-Dollar profitieren. Dies spiegelt sich in den Bewertungsrelationen bislang nicht wider – das KGV der Branche für 2008 liegt nur noch bei 8 bis 9. Für interessant halten wir auch die Industriegüterproduzenten. Hier dürften die Gewinne im laufenden Jahr erneut kräftig wachsen; die starke Nachfrage aus China und den Mittleren Osten macht es möglich. Zu unseren Favoriten gehört weiterhin der Bereich Healthcare, der von einer wieder zunehmenden Zulassungsaktivität der US-Aufsichtsbehörde FDA und langfristig auch von der demographischen Entwicklung profitieren sollte. Untergewichtet werden sollten dagegen die Öl- und Gas-Titel. Diese halten wir zwar für fair bewertet, rechnen aber im Umfeld eines zunächst wieder schwächeren Ölpreises nicht mit einer hohen Widerstandsfähigkeit. Telekommunikations-Aktien konnten zuletzt ebenso wie die Versorger einen „Safe haven“-Status nutzen. Wir sehen jedoch weiterhin operative bzw. regulatorische Probleme in beiden Branchen und raten daher, diese unterzugewichten.

## Markteinschätzung sowie Prognose der NORD/LB

### Subprime bestimmt das Marktgeschehen

Das Marktgeschehen stand und steht nach wie vor unter dem Eindruck der Finanzmarktkrise, die ihren Ursprung in der US-Subprime-Krise und deren globaler Verbriefung hat.

Auch die Jahresabschlüsse der Banken für 2007 konnten hier leider keine endgültige Klarheit bringen. Aktuell steigen die Risikoeinschätzungen des (Geld- und Bond-) Marktes gegenüber den Banken in den USA, aber auch in Europa sogar wieder an. Neben den konjunkturellen Risiken, die in Folge der US-Immobilienkrise aus der zu erwartenden Nachfrageabschwächung der privaten Haushalte in den USA resultiert, kommen immer stärkere Risiken aus der Verteuerung und Verknappung der Kredite hinzu. Die Verteuerung der Kredite konterkariert zudem die expansive Geldpolitik der Fed ganz wesentlich.

### USA in der Rezession

Im ersten Halbjahr 2008 durchlaufen die USA eine Rezession. Dank rascher und sich ergänzender geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen von Fed und Regierung sollte die US-Volkswirtschaft aber bereits im 2. Halbjahr 2008 wieder wachsen. Auch der niedrige US-Dollar zeigt seine Wirkung in deutlich steigenden US-Exporten. Mit dieser Wachstumserholung steigen auch die Gewinne wieder und damit die Aussichten für die US-Aktienindices. Euroland liegt hier ca. zwei Quartale hinter dem US-Konjunkturzyklus, was sich auch in einer späteren Erholung der Aktienmärkte in Euroland zeigt. Das Risiko einer nachhaltigeren konjunkturellen Störung durch die Kreditmärkte bleibt hingegen bestehen.

### Deutschland steht gut da

Nach Jahren geringen Konsumwachstums in Deutschland hat sich die Restrukturierung der Unternehmen auf den Export orientiert. Bei niedrigen Inflationsraten und Lohnstückkosten befindet sich die deutsche Wirtschaft in einer sehr wettbewerbsfähigen Lage. Dies drückt sich in einer robusten Ertragslage aus, die zur Verbesserung der Bilanzen genutzt wurde. Bislang konnten die immer neuen Rekordstände beim Ölpreis und dem Euro relativ gut verkraftet werden. Auch der DAX hat sich besser gehalten als die Blue Chips in den USA oder in Euroland. Auf der anderen Seite ist die Exportquote Deutschlands mit ca. 45% für ein großes Industrieland sehr hoch. Entsprechend empfindlich dürfte die Reaktion auf eine Abschwächung der Auslandsnachfrage sein.

### Der deutsche Verbraucher ist gefordert

Wenn die Nachfrage der USA einerseits kurzfristig wegen der konjunkturellen Abschwächung, andererseits längerfristig zur Anpassung des Leistungsbilanzdefizits und der Überschuldung der privaten Haushalte durch die notwendige innere Ersparnisbildung schwächer sein dürfte, ist eine exportorientierte Wachstumspolitik makroökonomisch unzureichend. Wenn die Binnennachfrage, d.h. der private Konsum insbesondere in Deutschland dieses nicht zumindest teilweise kompensiert, droht das Wachstum auch längerfristig schwach zu bleiben. Wir setzen daher für 2008 auf ein langsames Anziehen des privaten Verbrauchs, gestützt durch steigende Beschäftigung und steigende Löhne. Die relativ hohe Inflation stellt hierfür allerdings ein Risiko dar.

### Geldpolitik

Die aktuell gegenläufig ausgerichtete Geldpolitik von Fed und EZB ist zwar ihren unterschiedlichen Aufträgen geschuldet, im Ergebnis zur Schaffung einer ausgewogenen Aussicht für Geldwertstabilität (auch Wechselkursstabilität) und Wachstum derzeit aber sehr hinderlich.

## Markteinschätzung sowie Prognose der WestLB AG

Die Ungewissheit über die künftige Entwicklung der US-Wirtschaft und den damit verbundenen Ansteckungsrisiken für andere Regionen bestimmt in immer noch hohem Maße das Klima an den internationalen Finanzmärkten: Rezession, Stagflation und Deflation - das sind Themen, die derzeit Hochkonjunktur haben.

Ob unsere Vorstellungen für die globale und europäische Wachstumsdynamik zutreffend sind, hängt ganz entscheidend von der weiteren Entwicklung in den USA, wo sich die Wirtschaft in einem (scharfen) Abschwung befindet. Geld- und Fiskalpolitik steuern massiv dagegen, also wird sich die Konjunktur mit der Zeit erholen - diesem Grundmuster folgen die allermeisten Konjunkturprognosen für die USA, auch unsere eigene. Zwischen den kräftigen wirtschaftspolitischen Impulsen und der erhofften Wirkung stehen allerdings eine Reihe von Hindernissen und Unwägbarkeiten, die dazu führen, dass Zeitpunkt, Form und Ausmaß der Erholung alles andere als sicher sind – der Markt wird sich somit weiterhin über die Eintrittswahrscheinlichkeit der unterschiedlichen Buchstabenszenarien der US-Wirtschaft (V-, U-, L- oder W-Verlauf) trefflich streiten können.

Glaut man dem Antizipationsmechanismus der Aktienmärkte, so steht uns danach auch in Europa ein wesentlich deutlicherer Konjunkturabschwung bevor, als wir es derzeit in unseren Prognosen berücksichtigt haben. Wir erwarten für den Euro-Raum gleichwohl keine Rezession, sondern eine Phase mäßigen Wachstums unterhalb des Trends mit Zuwächsen des Bruttoinlandsprodukts, die im ersten Halbjahr wohl nur bei etwa ¼% zum Vorquartal liegen werden. Eine bessere Entwicklung ist zwar möglich, die Abwärtsrisiken überwiegen allerdings. Auch eine Rezession sollte nicht kategorisch ausgeschlossen werden – das Beispiel USA mahnt zur Vorsicht. Für die US-Wirtschaft ist vor einem halben Jahr keine Rezession prognostiziert worden, und heute steht sie mit einem Fuß darin.

Anpassungsbedarf besteht ohne Zweifel noch bei den Consensus-Gewinnerwartungen für die USA und Europa. Die liegen unseres Erachtens noch immer weit höher, als es angesichts der konjunkturellen Entwicklung, der Finanzmarktkrise, der hohen Rohstoffpreise und des schwachen US-Dollar gerechtfertigt ist. Wir erwarten daher im Laufe der nächsten Monate drastische Abwärtsrevisionen der Gewinnschätzungen. Für die US-Unternehmen prognostizieren wir 2008 ein Wachstum von -1% und für die Euro-Region von 3% - mit dem Risiko weiterer Anpassungen nach unten.

Gleichwohl sind angesichts der Turbulenzen auf den Kreditmärkten und einer erhöhten Konjunkturunsicherheit die Risikoprämien bei Aktien bereits auf Niveaus gestiegen, die die Risikoeinschätzung einer (globalen) Rezession widerspiegeln. Für europäische Aktien hatten wir eine vergleichbar hohe Risikoprämie – mal abgesehen vom September 2001 und dem März 2003 – zuletzt während der Double-dip-Rezession von 1980/82. Insofern sehen wir auf dem aktuellen Kursniveau durchaus Gelegenheiten aus einer taktischen Perspektive. Gleichwohl registrieren wir aber auch, dass gerade Value-Investoren mit einem traditionell längeren Investitionshorizont diese Gelegenheiten bei Aktien bisher noch nicht genutzt haben. Die Rückkehr dieser Investorengruppe ist u.E. aber eine wesentliche Voraussetzung für eine Rückkehr zu stabilen (Markt-)Präferenzen.

Den DAX erwarten wir auf Sicht von drei Monaten wieder über 7000 Punkte und auf Sicht von sechs Monaten bei etwa 7400 Punkten, für den EURO STOXX 50 rechnen wir mit 3900 bzw. 4050 Punkten.

## Kontaktinformationen



### **BayernLB**

Dr. Jürgen Pfister  
Chefvolkswirt  
Brienner Straße 18, 80333 München  
Tel. 0 89/21 71-2 17 50  
E-Mail: [juergen.pfister@bayernlb.de](mailto:juergen.pfister@bayernlb.de)



### **DekaBank**

Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt  
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt / Main  
Tel. 0 69/71 47-23 81  
E-Mail: [ulrich.kater@dekabank.de](mailto:ulrich.kater@dekabank.de)



### **Helaba**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/Leitung Research  
Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt  
Tel. 0 69 /91 32-2665  
E-Mail: [gertrud.traud@helaba.de](mailto:gertrud.traud@helaba.de)



### **HSH Nordbank**

Dirk Gojny  
Head of Research  
Gerhart-Hauptmann/Platz 50, 20095 Hamburg  
Tel. 0 40/33 33 11 856  
E-Mail: [dirk.gojny@hsh-nordbank.com](mailto:dirk.gojny@hsh-nordbank.com)



### **NORD/LB**

Torsten Windels  
Chefvolkswirt  
Friedrichwall 10, 30159 Hannover  
Tel. 0 511/361-20 08  
E-Mail: [torsten.windels@nordlb.de](mailto:torsten.windels@nordlb.de)



### **WestLB**

Martin Gilles  
Head of Portfolio Strategy & SRI  
Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf  
Tel. 0 211/8 26-56 58  
E-Mail: [martin.gilles@westlb.de](mailto:martin.gilles@westlb.de)