



Aktienmarkt-Prognose

www.voeb.de

Inhaltsverzeichnis

VÖB-Prognose-Überblick	3
Markteinschätzungen sowie Einzelprognosen	
BayernLB	6
DekaBank	7
Helaba	8
HSH Nordbank	9
NORD/LB	10
WestLB	11
Kontaktinformationen	13

VÖB-Prognose-Überblick

Aktienmarktindizes Europa

DAX	Stand am 9.3.2009	in 3 Monaten Juni 2009	in 6 Monaten September 2009
BayernLB	3.692,03	4.000	4.400
DekaBank		4.250	4.250
Helaba		4.300	4.600
HSH Nordbank AG		3.500	3.700
NORD/LB		3.550	3.800
WestLB AG		4.000	4.600

EUROSTOXX 50	Stand am 9.3.2009	in 3 Monaten Juni 2009	in 6 Monaten September 2009
BayernLB	1.809,98	2.000	2.200
DekaBank		2.150	2.150
Helaba		2.100	2.250
HSH Nordbank AG		1.800	1.950
NORD/LB		1.750	1.900
WestLB AG		2.000	2.300

STOXX 50	Stand am 9.3.2009	in 3 Monaten Juni 2009	in 6 Monaten September 2009
BayernLB	1.614,75	1.780	1.950
DekaBank		1.900	1.900
Helaba		1.890	2.030
HSH Nordbank AG		1.600	1.700
NORD/LB		1.550	1.650
WestLB AG		1.800	2.100

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlandsprodukt ¹	Deutschland		Euroraum		USA	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
BayernLB	-3,1	1,6	-2,4	1,2	-2,2	1,8
DekaBank	-3,8	0,6	-2,8	0,5	-2,1	2,4
Helaba	-2,5	1,4	-2,5	1,2	-2,0	1,9
HSH Nordbank	-4,5	0,5	-3,4	0,5	-2,0	0,4
NORD/LB	-3,3	0,6	-2,3	0,5	-0,5	2,3
WestLB AG	-3,5	1,0	-2,6	1,0	-3,3	0,8

	US-Rohöl (USD) ² Juni 2009	S&P 500 Juni 2009	EUR / USD Juni 2009
BayernLB	50	760	1,27
DekaBank	45	790	1,20
Helaba	50	800	1,28
HSH Nordbank	50	650	1,28
NORD/LB	44	755	1,35
WestLB AG	45	770	1,30

Vergleichswerte vom 9.3.2009:

US-Rohöl	48,00 USD
S&P 500	676,53
EUR / USD	1,2617

Leitzinsen in Prozent	Euroraum 30. Juni 2009	USA 30. Juni 2009
BayernLB	1,00	0,00-0,25
DekaBank	1,00	0,25
Helaba	1,00	0,25
HSH Nordbank	1,00	0,00-0,25
NORD/LB	1,00	0,25
WestLB AG	1,00	0,00-0,25
VÖB	1,00	0,00-0,25

Vergleichswerte: USA 0,00-0,25 %, letzte Änderung am 16.12.2008 (-0,75)
 Euroraum 1,50 %, letzte Änderung am 05.03.2009 (-0,50)

¹ In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

² West Texas Intermediate, Texasöl

Markteinschätzung sowie Prognose der BayernLB

Die Aktienmärkte werden weiterhin tendenziell zur Schwäche neigen, solange kein Ende der negativen Überraschungen bei den Ergebnissen der Banken absehbar ist und eine Erholung der Konjunktur-Frühindikatoren ausbleibt. Dabei ist angesichts der hohen Unsicherheit mit größeren Kursschwankungen zu rechnen. Für Belastungen sorgt die Rücknahme der Konsens-Erwartungen für die Unternehmensgewinne. Die Revision der Gewinnerwartungen nach unten wird sich in den kommenden Monaten fortsetzen, da die Konsens-Prognosen vor dem Hintergrund der weltweiten Rezession und der fortdauernden Finanzkrise noch immer zu optimistisch sind. Einer nachhaltigen Erholung an den Aktienmärkten steht bislang auch die anhaltend angespannte Lage an den Kreditmärkten entgegen. So liegen die Risikoprämien bei Credit Default Swaps (CDS) und bei Unternehmensanleihen weiterhin auf sehr hohen Niveaus. Geringere Risikoaufschläge an den Kreditmärkten bilden jedoch eine Voraussetzung für nachhaltig steigende Aktienkurse.

Unter der Annahme einer konjunkturellen Wende im zweiten Halbjahr 2009 rechnen wir auf mittlere Sicht mit einer spürbaren Erholung an den Aktienmärkten. Für dieses Szenario sprechen folgende Faktoren: Erstens ist es üblich, dass gegen Ende und im Anschluss an Rezessionen die Risikoprämie an den Aktienmärkten spürbar sinkt und sich die Kurse dadurch kräftig erholen. Sofern die US-Rezession Ende 2009 überwunden ist, sollte unter Zugrundelegung historischer Muster eine Erholung an den Aktienmärkten im Frühjahr 2009 einsetzen. Zweitens befinden sich die Aktienmarkt-Bewertungen nach den starken Kursverlusten auf sehr niedrigem Niveau. Aufgrund der hohen Unsicherheit über die Entwicklung der Unternehmensgewinne und der noch zu hohen Konsens-Gewinnschätzungen sind herkömmliche Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGVs) derzeit nur von eingeschränkter Aussagekraft. Alternative Bewertungskennzahlen wie das KGV auf Basis von Zehnjahres-Durchschnittsgewinnen oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis liegen deutlich unter längerfristigen Durchschnitten und in der Nähe der Tiefstände früherer Zyklen. Dies deutet darauf hin, dass das weitere Abwärtspotenzial bei den Kursen begrenzt ist. Drittens kommt den Aktienmärkten das Zinsumfeld zugute. Die Leitzinsen befinden sich nach der kräftigen Lockerung durch die Notenbanken auf sehr niedrigen Niveaus; das gleiche gilt für die Kapitalmarktrenditen, die im Falle der Staatsanleihen von der hohen Risikoaversion profitieren. Auf Sicht der nächsten Monate wird sich daran wenig ändern.

Die Prognoserisiken bleiben aber zunächst abwärts gerichtet. Die größte Gefahr für die Aktienmärkte besteht gegenwärtig darin, dass sich eine Erholung der Weltkonjunktur durch eine anhaltende Finanzkrise oder die beeinträchtigte Kreditversorgung verzögert. Die Wiederherstellung der vollen Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und eine Rückkehr des Vertrauens stellen Voraussetzung für eine nachhaltige Konjunkturerholung dar. Die Tatsache, dass die derzeitige Rezession auf Vermögensverlusten bzw. dem Abbau einer zu hohen Verschuldung beruht („balance sheet recession“), erhöht die Gefahr, dass diese länger dauert und ein anschließender wirtschaftlicher Aufschwung schwach ausfällt. Die zu erwartende Erholung der Unternehmensgewinne wäre dann geringer als üblich und hätte eine dementsprechend gedämpfte Aktienmarktentwicklung zur Folge.

Markteinschätzung sowie Prognose der DekaBank

Die Bremsspuren, die die globale Finanzkrise in der Weltkonjunktur hinterlässt, werden immer tiefer. Die Verwerfungen im Finanzsektor können nur mühsam und über einen langen Zeitraum hinweg beseitigt werden. Angesichts der aktuellen Entwicklungen haben wir unsere Einschätzung bezüglich der Dynamik des Wachstumspfad ab der Jahresmitte nochmals nach unten genommen. Die Belastungen aus der Krise führen dazu, dass die Erholung der Weltwirtschaft extrem zäh verläuft. Wir haben es nicht mit einer normalen Rezession zu tun, sondern mit einer so genannten Bilanzrezession, die durch einen wirtschaftsweiten Schuldenabbau hervorgerufen wird. Solche Rezessionen sind hartnäckig. Dass wir überhaupt recht bald schon wieder mit Wachstum rechnen, liegt an den Finanzmarktstabilisierungsprogrammen von Notenbanken und Finanzministerien sowie an den umfangreichen Konjunkturpaketen weltweit. Für 2009 erwarten wir eine Schrumpfung der Weltwirtschaft um 0,9 % und für 2010 ein Plus von 2,7 %. Allerdings werden die Konjunkturprogramme versanden, wenn die gewonnene Zeit nicht genutzt wird, das Bankensystem zügig wieder funktionsfähig zu machen.

Die Inflationsraten werden im Sommer in manchen Ländern unter Null liegen. Dies ist vor allem auf fallende Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen, also mit höheren Realeinkommen verbunden, und deshalb nicht mit einer schädlichen Deflation zu verwechseln. Zugleich erwarten wir nicht, dass die Zentralbanken ihre Inflationsziele aufgeben werden, um über eine Hochinflationpolitik die Finanzierungslast der steigenden Staatsschulden zu erleichtern. Wir erwarten, dass eher der hohe Finanzierungsbedarf der Staaten zu weiter steigenden Risikoprämien führt. Wir erwarten auch, dass die EU bei größeren Problemen einzelner Mitglieder der Währungsunion Lösungen findet, sodass dies nicht das Potenzial hat, einen Staatsbankrott oder einen Austritt aus der EWU herbeizuführen.

Die seit Ende 2007 anhaltende Abwärtsbewegung an den Aktienmärkten hat sich auch zu Jahresbeginn fortgesetzt. Die augenblickliche Phase der Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Finanzkrise lässt noch nicht mehr zu als kurze Zwischenerholungen. Wenn sich im Lauf der nächsten Monate die Zeichen mehren, dass die Weltwirtschaft zumindest wieder moderat wachsen wird, dürften die Aktienmärkte auf einen – wenngleich flachen – Aufwärtspfad zurückfinden.

Markteinschätzung sowie Prognose der Helaba – Landesbank Hessen Thüringen Girozentrale

Die Weltwirtschaft befindet sich 2009 im Umbruch: Die meisten Industrieländer durchlaufen derzeit eine tiefe Rezession als Folge der Finanzmarktkrise. Die Notenbanken stützen die Realwirtschaft mit Zinssenkungen und gewähren großzügige Liquiditätsspritzen, um den Kreditkreislauf im Bankensystem zu stabilisieren. Auch die Fiskalpolitik ist in nahezu allen Volkswirtschaften äußerst expansiv. So kumulieren sich die weltweiten Fiskalmaßnahmen bislang auf einen Wachstumsbeitrag von mehr als 7 % am Weltbruttoinlandsprodukt. Deutschland – mit einer Exportquote von fast 50 Prozent – sollte in den kommenden Jahren davon besonders profitieren. Aufgrund der geld- und fiskalpolitischen Hilfestellungen werden sich die konjunkturellen Perspektiven nach einer für Rezessionen äußerst ausgeprägten und überdurchschnittlich langen Talsohle (U-Verlauf) in der zweiten Jahreshälfte 2009 wieder etwas aufhellen. Der mit der Finanzmarktkrise angestoßene Anpassungsprozess (Deleveraging) wird sich vermutlich über mehrere Jahre hinziehen und das reale Wachstumspotenzial begrenzen. In den nächsten Jahren muss mit einer Nachfrageschwäche in den USA und im Euroraum gerechnet werden. Für beide Wirtschaftsräume zeichnen sich ein unterdurchschnittlicher Konsum sowie eine höhere Sparneigung ab. Folglich wird das Potenzialwachstum auch 2010 weder in den USA, noch im Euroraum erreicht werden.

Auch die Kapitalmärkte stehen 2009 weiterhin unter dem Einfluss der Finanzkrise. Die Furcht vor womöglich weiteren Bankinsolvenzen verbunden mit der Sorge einer Abwärtsspirale der wirtschaftlichen Entwicklung belastet derzeit die Aktienmärkte. Mit Unterschreiten der zyklischen Tiefstände aus dem Herbst vergangenen Jahres haben die richtungsweisenden US-Indizes Hoffnungen auf eine erfolgreiche Bodenbildung zunächst zerstört und eine erneute Verkaufswelle ausgelöst. Die allein in diesem Jahr erlittenen Kursverluste der international führenden Indizes belaufen sich bereits auf mehr als zwanzig Prozent. Derart massive Abschläge in den ersten Monaten eines Jahres waren an der US-Leitbörse zuletzt 1933 zu beobachten. Nach dem damaligen Ausverkauf konnte sich der S&P 500 binnen weniger Monate wieder mehr als verdoppeln. Dieses Muster zeigt sich in abgeschwächter Form in nahezu allen Börsenzyklen. Die in der Schlussphase einer Baisse erlittenen Kursverluste werden in der Regel sehr schnell wieder aufgeholt. Der durchschnittliche Kursanstieg in den ersten zwölf Monaten einer Erholungsphase verläuft dabei mit einem Anstieg von rund 40 % besonders dynamisch. Allerdings ist gerade in konjunkturellen Wendesituationen die Volatilität sehr hoch. Daher ist es besonders schwierig, den richtigen Zeitpunkt für einen Einstieg zu finden. Eine Reihe von Indizien spricht jedoch dafür, dass Aktien gegenwärtig nach unten übertreiben. So übersteigen die Abschläge bei den meisten Aktienindizes inzwischen das Ausmaß vergangener Bärenmärkte der Nachkriegsgeschichte. Der Pessimismus unter Anlegern hat zuletzt ebenso wie die in Termineinlagen geparkten Gelder neue langjährige Spitzenwerte erreicht. Dies alles deutet auf eine Kapitulation der Anleger hin. Gleichzeitig sind Aktien gemessen an der Substanz- und Gewinnbewertung inzwischen extrem günstig. Die Notierungen beinhalten gegenwärtig sogar einen deutlicheren Rückgang der Nettoergebnisse als dies in den Konsensschätzungen zum Ausdruck kommt. Damit stehen die Chancen auf eine baldige Erholung insgesamt nicht schlecht.

Markteinschätzung sowie Prognose der HSH Nordbank AG

Nun bestätigen es auch die harten Zahlen: Wir erleben die massivste Rezession seit dem II. Weltkrieg. Die Wachstumsaussichten für die wichtigsten Volkswirtschaften der Welt verschlechtern sich fast im Wochenrhythmus. Vor diesem Hintergrund mussten die europäischen Aktienmärkte in den vergangenen Monaten unter dem Strich herbe Kurseinbrüche hinnehmen. Nach wie vor bleiben die taumelnde Finanzwirtschaft einhergehend mit einer inzwischen dramatisch eingebrochenen Weltwirtschaft die beherrschenden Themen. Immer mehr Branchen werden in den Abwärtsstrudel der Realwirtschaft gerissen. Nun treten die lange Zeit ignorierten strukturellen Schwächen einiger Wirtschaftszweige, allen voran die Überkapazitäten in der Automobilindustrie, offen zu Tage. Besonders hart trifft es Unternehmen, die bereits ohne Krise eine schwache Bonität aufwiesen und nun vor existenzbedrohenden Refinanzierungsproblemen stehen. Die vernünftige Maßnahme vieler produzierender Unternehmen, die eigene Fertigung deutlich zurückzufahren, um nicht „auf Halde“ zu produzieren, sorgte für kaum vorstellbare Brems Spuren bei Zuliefern.

Folge dieser Entwicklung war und ist eine fast beispiellose Erosion der Gewinnschätzungen. Angesichts der immer wieder unterschätzten Schärfe der Rezession ist zu befürchten, dass dieser Trend weiter anhält. In 2008 dürften die Gewinne der Unternehmen des EURO STOXX 50 insgesamt um über 40% zurückgegangen sein. Für 2009 wird einzig durch einen geringer erwarteten Abschreibungsbedarf der Finanzhäuser per saldo mit einem Gewinnplus gerechnet (+12% gegenüber 2008 im EURO STOXX 50), bei den zyklischen Unternehmen werden hingegen weiter Ertragsrückgänge erwartet. Insgesamt sind wir aber selbst auf dem ermäßigten Erwartungsniveau nicht vor weiteren Negativüberraschungen gefeit.

Insofern sind Ergebnismultiplikatoren-basierte Prognosen für die Aktienmärkte regelmäßig Makulatur. Die entscheidende Frage ist, wann erleben wir die Trendwende. Die weitere Stabilisierung des Finanzsektors bleibt dabei ein, vielleicht sogar der wichtigste Parameter. Trotz des beherzten Eingreifens der einzelnen Staaten sowie der massiven staatlichen Unterstützung des gesamten Sektors ist das Ende der Krise noch nicht in Sicht. Daher ist erst zum Ende des Jahres mit einer leichten Belebung der wirtschaftlichen Aktivität zu rechnen, die jedoch zum Gutteil auf die Wirkung der staatlichen Konjunkturprogramme zurückzuführen ist. Allerdings rechnen wir auch in 2010 nur mit einem sehr schwachen Wachstum. Kurzfristig ist kein Ende der Skepsis an den Kapitalmärkten absehbar, auch wenn inzwischen alle wichtigen Investorengruppen ihre Aktienanteile in ihren Portfolios zurückgefahren haben. M&A-Aktivitäten werden zum einen aufgrund immer noch hoher geforderter Multiplikatoren und zum anderen durch den erschwerten Zugang zur Fremdfinanzierung kaum für Belebung sorgen. Insgesamt dürfte die Volatilität äußerst hoch bleiben. Selbst ein weiterer 30%iger Kursrutsch ist ebenso vorstellbar wie eine Erholung wieder deutlich über die 4.000er Marke hinweg. Perspektivisch könnten sich die traditionell etwas vorlaufenden Aktienmärkte in der zweiten Jahreshälfte auf der Basis sich verbessernder Frühindikatoren erholen.

In diesem Marktumfeld sollten sich vorsichtige Investoren defensiv, z.B. im Bereich der Versorger- oder Telekommunikations-Konzerne, positionieren.

Markteinschätzung sowie Prognose der NORD/LB

Die schwerste Rezession der Nachkriegsgeschichte, immer neue Hiobsbotschaften aus der Bankenwelt und wenig ermutigende Unternehmensausblicke haben die Aktienindizes weltweit zuletzt auf langjährige Tiefststände geschickt. Der Dax fiel unter die Marke von 3.700 Punkten, der S&P 500 notierte sogar unterhalb von 700 Punkten, ein Niveau, das er selbst im Umfeld der Irakkrise im Jahr 2003 noch behauptet hatte. Zwar scheinen die massiven Unterstützungsmaßnahmen von Seiten der Geld- und Fiskalpolitik erste zarte Hoffnungsschimmer hervorzubringen. So konnten sich einige vorlaufende Konjunkturindikatoren wie z. B. die ZEW-Konjunkturerwartungen und die ifo-Geschäftserwartungen zuletzt etwas behaupten und auch die für eine Diagnose des weltwirtschaftlichen Umfelds durchaus bedeutsamen Frachtraten sind gemessen am Baltic Dry Index wieder leicht angestiegen. Ein Durchschreiten der konjunkturellen Talsohle wird aber noch mindestens bis zur Jahresmitte auf sich warten lassen. Selbst wenn sich – wie von uns erwartet – die wirtschaftliche Aktivität im Herbst und Winter wieder etwas beleben sollte, muss im Jahresdurchschnitt von einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 3,3 Prozent in Deutschland und um 2,3 Prozent in der Eurozone ausgegangen werden.

Es ist kaum zu bestreiten, dass sich die fundamentale Lage der im Dax notierten deutschen Blue Chips dramatisch verschlechtert hat. Mit Sicherheit werden die Earnings für die Jahre 2008 und 2009 niedriger ausfallen als noch Mitte 2007 prognostiziert. Dies rechtfertigt erhebliche Kursabschläge, kann aber das Ausmaß der Verluste nur unzureichend erklären. Es ist offensichtlich, dass zumindest ein Teil der geradezu dramatisch abwärts gerichteten Kursentwicklung auf erhöhte Renditeforderungen zurückgeht, die eine veränderte Risikowahrnehmung widerspiegeln. Den Marktteilnehmern ist nach mehreren Jahren stetig steigender Kurse und vergleichsweise niedriger Volatilität durch die Finanzkrise das immense Risiko starker Kursverluste und hoher Schwankungen von Aktien wieder bewusst geworden. Die Risikoaversion ist dadurch merklich angestiegen. Investoren, die in einem solchen Umfeld der Verunsicherung überhaupt noch bereit sind, Aktien zu erwerben, fordern hohe zukünftige Renditen, so dass der Kurs entsprechend niedrig sein muss. Wir erwarten, dass die europäischen Aktienindizes sich bis zur Jahresmitte noch nicht von den erreichten Tiefstständen lösen können. Den Dax sehen wir im Juni noch unterhalb von 3.600 Punkten und erst zum Jahresende wieder in der Nähe der 4.000-Punkte-Marke.

Markteinschätzung sowie Prognose der WestLB AG

2009 bleibt aus makroökonomischer Sicht ein ausgesprochen schwieriges Jahr. Die zuletzt veröffentlichten Daten lassen vermuten, dass in allen großen Wirtschaftsregionen die Konjunktur- und Gewinnprognosen noch einmal auf den Prüfstand gestellt werden. Sektorübergreifend leidet die Kreditqualität der Unternehmen unter der Kombination aus Finanzkrise und Rezession. Nach unserer Einschätzung ist es daher (noch) zu früh, Staatsanleihen in großem Stil gegen Aktien zu tauschen. Zwar dürften die Zeiten, als (ausschließlich) Pessimismus ein guter Ratgeber war, wahrscheinlich vorbei sein. Der Zustand, in dem bereits die „Werthaltigkeit“ von riskanten Assetklassen (Aktien) allein als Grund für ihren Erwerb ausreicht, ist gleichwohl noch nicht wieder erreicht.

Was bleibt, was ändert sich?

Gemessen an historischen Erfahrungswerten ist die gegenwärtige Krise selbst, wie auch die Antwort von Notenbanken und Regierungen, einzigartig und somit in ihren Wirkungen schwer einzuschätzen. Mit anderen Worten: Unsere Konjunkturprognosen sind auch jetzt noch mit mehr als der üblichen Unsicherheit behaftet. Die aktuelle Krise hat grundsätzlich zu einem erhöhten Gleichlauf aller Regionen geführt, sowohl im Hinblick auf Performance als auch auf Makro- und Fundamentaldaten. Je zyklischer die Regionen (z.B. Deutschland), desto stärker die Belastung im konjunkturellen Abschwung, ein Bild, das auch auf Sektorebene bestätigt wird. Wenngleich einige der Stimmungsindikatoren zuletzt die Erwartungen übertreffen konnten, so sind die zentralen Fragen: „Wie tief wird die (Gewinn-)Rezession?“ und „Wie lange dauert sie?“ damit noch nicht beantwortet.

Die Gewinnschätzungen wie auch die realisierten Sektorgewinne befinden sich weiter in freiem Fall. Neben Financials zeigen sich insbesondere bei zyklischen Werten kräftige Gewinnrückgänge. Allerdings ist auch hier das Bild sehr unterschiedlich: Während Automobiles & Parts bereits weit unterhalb der Werte des vorangegangenen Zyklus liegen, haben die Gewinnrückgänge bei später zyklischen Sektoren wie Chemicals oder Industrial Goods & Services gerade erst ernsthaft begonnen. Dies gilt umso mehr für defensive Sektoren.

Versuch einer Bodenbildung

Nach dem weiteren drastischen Kursverfall der letzten Wochen steigt die Wahrscheinlichkeit für eine Bodenbildung an den Aktienmärkten. Die Safe-Haven-Flows von Aktien in Staatsanleihen haben sich am aktuellen Rand nicht weiter fortgesetzt. Darüber hinaus hat sich die klare Tendenz der Sektorperformance aufgelöst, es werden nicht mehr eindeutig defensive Titel gegenüber Zyklikern präferiert. Diese Entwicklung lässt sich typischerweise an Marktwendepunkten beobachten. Ein drittes Argument ist die Bewertungsseite, auf der mittlerweile in einigen Sektoren bzw. für einige Werte ein schwerwiegendes Rezessionsszenario eingepreist wird. Wir sehen in diesen Entwicklungen eine weitaus größere Chance auf eine Bodenbildung an den Aktienmärkten als in vorangegangenen Korrekturphasen.

Konjunkturzyklus in Deutschland: Anatomie einer Erholung

Wir erwarten, dass Investoren spätestens in der zweiten Jahreshälfte 2009 zu einer unverzerrten Betrachtung von Risiko und Rendite zurückkehren werden. Dies sollte dann auch in einer Normalisierung des Risikoappetits sichtbar werden. Gleichwohl, das klassische konjunkturelle Erholungsmuster wird diesmal ungewöhnlich schwerfällig und langwierig verlaufen. Nach Finanzmarkt- bzw. Bankenkrisen fallen Rezessionen tiefer aus als üblich, zudem ist der Zeitraum bis zum Erreichen des Ausgangsniveaus sehr viel länger als bei „normalen“ Konjunkturerinbrüchen. Darüber hinaus wird das traditionelle Muster, nach dem die Exporte eine konjunkturelle Erholung anführen, dieses Mal nicht funktionieren. Daher wird auch das Erholungsmuster bei Unternehmensgewinnen und Margen u.E. anders verlaufen als nach historischen Erfahrungswerten. Der Rückgang der Gewinne vom Peak zu den erwarteten Tiefständen wird über den gesamten Zyklus sehr viel stärker ausfallen und wir erwarten, dass sich die Gewinne durch die „schwache“ Struktur der Erholung auch lediglich sehr langsam zu den Levels vor der Rezession zurück bewegen werden. Sektorallokation und Titelselektion werden somit ebenfalls anders ausfallen. Der Fokus wird eher auf lokalen Sektoren/Unternehmen liegen als auf dezidiert global aufgestellten.

Debt or Dividends?

Unternehmen werden sich künftig weitaus stärker um das Thema „Debt“ kümmern, und zwar zulasten der bislang praktizierten Dividendenpolitik. Für Bondholder möglicherweise eine gute Nachricht, Aktionären stehen jedoch im Hinblick auf künftige Dividendenzahlungen vermutlich harte Zeiten bevor. Zum einen mindern sinkende Gewinne und Cash-Flows generell die Verteilungsspielräume. Zum anderen könnte sich der Fokus der Unternehmensstrategien von einer Shareholder- hin zu einer Bondholder-Orientierung verschieben: Höhere Zinslast aufgrund gesteigener Verschuldung und deutlich erschwerte Finanzierungsbedingungen bei gleichzeitigem Zwang zu Refinanzierung und zum Halten von Ratings können Handlungsbedarf auf der Debt-Seite bewirken. Die Tendenz zu immer höheren Ausschüttungen an die Aktionäre wird jedenfalls in der aktuellen Rezessionsphase mit hoher Wahrscheinlichkeit bis auf weiteres ein Ende finden.

Asset Allocation: Bedeutung von Diversifikation nimmt wieder zu

Ungeachtet der weiterhin hohen Unsicherheit beobachten wir gleichwohl Marktentwicklungen, die aus dem Blickwinkel einer Asset Allocation als positiv bezeichnet werden können: So führen Korrekturphasen bei Aktienkursen nicht mehr zwangsläufig zu einer Spreadausweitung bei Unternehmensanleihen und rückläufigen Renditen bei Staatsanleihen. Es wird deutlich, dass zunehmend Assetklassen-spezifische (und damit weniger globale) Faktoren in den Vordergrund rücken – verbunden mit der Erkenntnis, dass auch vermeintlich „sichere“ Assetklassen wie Staatsanleihen ein spezifisches Risiko beinhalten. Diversifikation könnte sich mit Blick nach vorne also durchaus wieder bezahlt machen.

Herausgeber:
Bundesverband Öffentlicher
Banken Deutschlands, VÖB
Lennéstraße 11, 10785 Berlin
Postfach 11 02 72, 10832 Berlin
Telefon 0 30/81 92-0
Telefax 0 30/81 92-2 22
E-Mail: postmaster@voeb.de
Internet: www.voeb.de

Redaktion:
Dr. Tilo Wendler

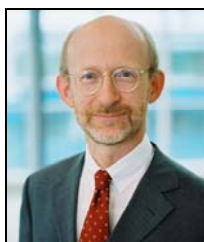
Stand: 10. 03. 2009

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim



www.voeb.de

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



DekaBank

Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt / Main
Tel. 0 69/71 47-23 81
E-Mail: 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



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



NORD/LB

Torsten Windels
Chefvolkswirt
Friedrichwall 10, 30159 Hannover
Tel. 0 511/361-20 08
E-Mail: 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