



# Aktienmarkt-Prognose

[www.voeb.de](http://www.voeb.de)

# Inhaltsverzeichnis

VÖB-Prognose-Überblick.....	3
Markteinschätzungen sowie Einzelprognosen	
BayernLB.....	7
HSH Nordbank.....	9
Helaba.....	11
DekaBank.....	13
NORD/LB.....	15
WestLB.....	17
Referentenprofile / Kontaktinformationen.....	19



# VÖB-Prognose-Überblick

## Aktienmarktindizes Europa

DAX	Stand am 18.3.2010	in 3 Monaten Juni 2010	in 6 Monaten September 2010
BayernLB	6.012,31	5.800	5.900
DekaBank		5.500	6.000
Helaba		6.300	6.200
HSH Nordbank		5.200	5.700
NORD/LB		6.300	6.100
WestLB		5.400	5.900

EUROSTOXX 50	Stand am 18.3.2010	in 3 Monaten Juni 2010	in 6 Monaten September 2010
BayernLB	2.913,74	2.850	2.900
DekaBank		2.750	3.000
Helaba		3.100	3.050
HSH Nordbank		2.525	2.700
NORD/LB		3.050	2.950
WestLB		2.600	2.900

STOXX 50	Stand am 18.3.2010	in 3 Monaten Juni 2010	in 6 Monaten September 2010
BayernLB	2.614,19	2.560	2.620
DekaBank		2.400	2.650
Helaba		2.760	2.720
HSH Nordbank		2.300	2.450
NORD/LB		2.750	2.650
WestLB		2.400	2.600



## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>	Deutschland		Euroraum		USA	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
BayernLB	1,5	1,2	1,0	1,2	2,8	2,0
DekaBank	1,4	1,4	0,9	1,5	3,4	3,1
Helaba	1,6	1,7	1,3	1,5	3,0	2,3
HSH Nordbank	1,4	1,3	1,0	1,5	1,5	1,7
NORD/LB	1,6	1,6	1,0	1,5	3,8	4,6
WestLB	1,3	1,5	1,1	1,4	2,5	2,5

	US-Rohöl (USD) <sup>2</sup> Juni 2010	S&P 500 Juni 2010	EUR / USD Juni 2010
BayernLB	68	1.130	1,38
DekaBank	74	1.150	1,32
Helaba	77	1.240	1,30
HSH Nordbank	75	1.030	1,31
NORD/LB	75	1.175	1,37
WestLB	80	1.050	1,38

Vergleichswerte vom 18.3.2010:

US-Rohöl 82,36 USD  
S&P 500 1.165,82  
EUR / USD 1,361

Leitzinsen in Prozent	Euroraum 30. Juni 2010	USA 30. Juni 2010
BayernLB	1,00	0,00-0,25
DekaBank	1,00	0,00-0,25
Helaba	1,00	0,00-0,25
HSH Nordbank	1,00	0,00-0,25
NORD/LB	1,00	0,50
WestLB	1,00	0,00-0,25

Vergleichswerte: USA 0,00-0,25 %, letzte Änderung am 16.12.2008 (-0,75)  
Euroraum 1,00 %, letzte Änderung am 13.05.2009 (-0,50)

<sup>1</sup> In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

<sup>2</sup> West Texas Intermediate, Texasöl



## Markteinschätzung sowie Prognose der BayernLB

Nach der hohen Aufwärtsdynamik im zweiten Halbjahr 2009 sind die Aktienmärkte zunächst schwach in das laufende Jahr gestartet, wobei die Haushaltsprobleme einiger EWU-Länder den wesentlichen Belastungsfaktor bildeten. Zwar steht vor allem Griechenland im Fokus, dessen Zahlungsfähigkeit am meisten gefährdet ist. Investoren befürchten aber eine Ausweitung der Krise auf andere Länder des Euro-Raumes mit sehr hohen Haushaltsdefiziten wie Portugal oder das wirtschaftlich bedeutendere Spanien. Insbesondere Bankwerte – speziell solche aus den kritischen Euro-Raum-Ländern – erlitten in diesem Zusammenhang hohe Kursverluste. Nachdem sich die Furcht vor einer bevorstehenden Zahlungsunfähigkeit Griechenlands und einem Überschwappen der Krise auf andere Länder beruhigt hatte, erholten sich die Aktienmärkte ab Anfang März spürbar. Die vorübergehende Kurskorrektur war jedoch nicht nur auf die Griechenland-Krise zurückzuführen, sondern auch auf die Anfang Januar zu euphorische bzw. überkaufte Lage an den Aktienmärkten, die diese anfällig für Rückschläge machte.

Die wesentlichen Faktoren der Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten seit März 2009 waren zu Beginn ein kräftiger Rückgang der sehr hohen Risikoprämie infolge sich erholender Konjunktur-Frühindikatoren und einer Entspannung im Finanzsektor. Im Jahresverlauf 2009 ließ der Rückgang der Risikoprämie zunehmend nach und wurde durch positive Einflüsse steigender Unternehmensgewinnerwartungen abgelöst. Auf Sicht von sechs Monaten rechnen wir damit, dass die Risikoprämien an den Aktienmärkten – wie bereits im Rahmen der Griechenland-Krise – temporär erneut ansteigen und zu einer volatilen Kursentwicklung mit zwischenzeitlichen Korrekturen führen. Ausschlaggebend hierfür sind folgende Gründe: Erstens nimmt die Konjunkturdynamik in den Industrieländern im Jahresverlauf 2010 im Zuge der auslaufenden Impulse von Lagereffekten und staatlichen Konjunkturprogrammen ab. Damit entfällt ein wesentlicher Impulsgeber für den Risikoappetit der Investoren. Zweitens gehen von der ab Herbst 2010 zu erwartenden geldpolitischen Straffung durch Fed und EZB Belastungen für die Aktienmärkte aus. Negative Einflüsse dürften dabei nicht erst mit Anhebung der Leitzinsen entstehen, sondern bereits mit der rhetorischen Vorbereitung der Finanzmärkte durch die Notenbanken. Drittens bestehen strukturelle Probleme wie die hohe Staatsverschuldung mit dem sich daraus ergebenden Zwang zur Haushaltskonsolidierung. Auch das im Zuge der Balance-sheet-recession notwendige Deleveraging bremst die Konjunktur noch für geraume Zeit.

Der im Euro-Raum seit Frühsommer 2009 bestehende Anstieg der Zwölf-Monats-Unternehmensgewinnerwartungen setzt sich jedoch fort, da sich die Gewinne 2010 und 2011 spürbar erholen werden – wenn auch etwas weniger stark als zurzeit von den Analysten erwartet. Daher rechnen wir nach einer volatilen Kursentwicklung im Sommer auf Sicht von zwölf Monaten mit höheren Aktienindexständen. Den DAX erwarten wir auf Sicht von drei Monaten (Juni 2010) bei 5800 Punkten und auf Sicht von sechs Monaten (September 2010) bei 5900 Punkten. Für den EURO STOXX 50 rechnen wir mit 2850 bzw. 2900 Punkten. Unsere Zwölf-Monats-Prognosen liegen bei 6400 Punkten (DAX) bzw. 3100 Punkten (EURO STOXX 50).



## Markteinschätzung sowie Prognose der HSH Nordbank AG

### Die Zeit ist reif für eine Korrektur – jedenfalls ein bisschen

Die Welt an den Aktienmärkten scheint in Ordnung zu sein: Die Rezession liegt hinter uns. Die Konjunktur hat fast allenthalben wieder Tritt gefasst oder wird es in Kürze haben, wenn auch mit ganz unterschiedlicher Dynamik. Die vorlaufenden Indikatoren signalisieren Wachstum. Die Teuerung ist im Griff. Die Unternehmen haben per Saldo für das vierte Quartal des vergangenen Jahres im Wesentlichen aufgrund drastischer Kostensenkungsprogramme überwiegend gute Ergebnisse vorgelegt. Vom einen oder anderen gab es sogar einen positiven Ausblick auf das laufende Jahr. Die Zuversicht ist zurück, so dass die Investitionstätigkeit der Unternehmen ebenfalls anzuziehen beginnt. Nachdem in den vergangenen 18 Monaten vor allem Unternehmens- und Wandelanleihen sowie die ein oder andere Kapitalerhöhung platziert wurde, stehen die Aspiranten für Börsengänge nicht nur Schlange, sondern trauen sich tatsächlich auf das Parkett. Selbst die Zuversicht unter den Anlegern ist zurückgekehrt, denn im abgelaufenen Jahr konnte zumindest der deutsche Aktienmarkt Mittelzuflüsse verbuchen. Zusätzlich bekunden Portfoliomanager, dass sie die Aktienquoten in ihrem Portfolio bereits sukzessive erhöht haben oder eine Erhöhung planen. Damit sollte der Grundstein für einen länger anhaltenden Aufschwung am Aktienmarkt gelegt sein, wären da nicht einige Fragezeichen.

Die Belebung der wirtschaftlichen Aktivität ist den gewaltigen Anschubmaßnahmen von Geld- und Fiskalpolitik geschuldet. Die Geldpolitik trägt zum einen durch die anhaltend niedrigen Leitzinsen und zum anderen durch massive liquiditätsbereitstellenden Maßnahmen im Zuge des quantitative easings zur Stimulans der Konjunktur bei. Die Staaten haben in den vergangenen Monaten umfangreiche Konjunkturprogramme auf den Weg gebracht, die kreditfinanziert sind. Die kommenden Monate werden nunmehr von der Frage geprägt werden, wie und wann diese Maßnahmenbündel zurückgeführt werden. Fast alle Notenbanken haben oder werden ihre quantitative easing Maßnahmen einstellen. Die Liquidität bleibt jedoch vorerst im Markt. Dennoch müssen die Notenbanken verhindern, dass aus einer Verbreiterung der Geldbasis ein starkes Geldmengenwachstum wird, um der Antizipation von steigenden Inflationsraten vorzubeugen. Daher muss die Liquidität nach und nach eingesammelt werden. Die Notenbanken werden sich dazu unterschiedlicher Rezepte bedienen. Zugleich werden sie sich Gedanken über ein angemessenes Leitzinsniveau machen müssen. Eine Erhöhung der Notenbanksätze ist in naher Zukunft nicht zu erwarten. Doch bei einer Stabilisierung des Wachstums (auch) auf niedrigem Niveau werden die Zentralbanken nicht umhin kommen, einen Schwenk zu einer restriktiveren Geldpolitik zu unternehmen. Steigende Zinsen sind jedoch nicht unbedingt den Aktienkursen zuträglich, obwohl das Zinsniveau insgesamt niedrig bleibt. Die Staatshaushalte müssen ebenfalls saniert werden, damit die Verschuldung gemessen am BIP nicht uferlos wird. Zum einen werden die Haushälter sparen müssen, was nicht ohne Auswirkung auf die staatlich induzierten Investitionen bleiben wird. Da das allein zur Haushaltskonsolidierung nicht ausreichen wird, droht zum anderen die Erhöhung von Steuern und Abgaben. Beides dürfte sowohl auf die Stimmung der Konsumenten als auch die gerade wieder erstarkende Investitionsneigung der Unternehmen durchschlagen. Das sind alles Nachrichten, die derzeit verdrängt werden, in Zukunft jedoch wieder eine größere Rolle auch am Aktienmarkt spielen werden.

Außerdem ist die Bewertung der Dividentitel trotz der üppigen Gewinnerwartungen nicht mehr als günstig zu bezeichnen. Nach dem weitgehend überzeugenden Q. IV 2009 sind die Gewinnerwartungen für das laufende und die kommenden Quartale u. E. sowie das kommende Jahr etwas zu optimistisch, zumal sowohl eine restriktivere Geld- als auch Fiskalpolitik ihren Tribut fordern werden und hinter den notwendigen Umsatzsteigerungen ein Fragezeichen zu setzen ist. Daher sind negative Überraschungen in den kommenden Monaten erheblich wahrscheinlicher als positive. Das macht eine Korrektur der Aufwärtsbewegung der vergangenen zwölf Monate bereits in den nächsten Monaten wahrscheinlich. Denkbar ist ein ähnliches Verlaufsmuster wie 2003 / 2004. Durch die insgesamt jedoch als solide zu betrachtende Gewinnentwicklung sowie einem Mangel an alternativen attraktiven Anlageformen sind die Aktienindizes jedoch nach einer Korrektur in Richtung 5.200 Punkten (DAX) gut abgesichert.

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

Während der Winter die Nordhalbkugel lange Zeit fest im Griff behielt, stellten sich an den Aktienmärkten bereits erste Frühlingsgefühle ein. So konnten sich die international führenden Aktienindizes zuletzt spürbar erholen und die während der ersten Wochen des Jahres erlittenen Kursverluste zumeist wieder wett machen. Eine Reihe von wichtigen Börsenbarometern, darunter das US-Schergewicht S&P 500 oder der Nasdaq Composite, markierten sogar neue Höchststände innerhalb der laufenden zyklischen Hausse.

Der jüngste Kursanstieg ist breit angelegt. Dies bestätigt auch der Verlauf der Advance/Decline-Linie für die an der New York Stock Exchange gehandelten Aktien, die weiter nach oben zeigt. In der Vergangenheit lieferte dieser Indikator häufig wertvolle mittelfristige Timing-Signale. Überschritt die Advance/Decline-Linie ihren 200-Tage-Durchschnitt wie im Frühjahr 2003 bzw. im Frühjahr 2009, markierte dies jeweils günstige Einstiegszeitpunkte. Der Rutsch unter den 200-Tage-Durchschnitt im Herbst 2007 erwies sich in der Rückschau als klares Ausstiegssignal. Bislang signalisiert dieser Indikator keine Ermüdungserscheinungen des Marktes.

Das zyklische Erholungsmuster ist somit weiterhin intakt. Aufgrund der von den wichtigsten Frühindikatoren für die kommenden Monate angezeigten Umsatzbelebungen werden auch hierzulande die Nettoergebnisse deutlich zulegen können, zumal bei steigender Kapazitätsauslastung mit einer Verbesserung der Rentabilität zu rechnen ist. Für die DAX-Unternehmen sind daher für 2010 Gewinnsteigerungen von 40 % bis 50 % zu erwarten. Diese positiven Ertragsperspektiven dürften Aktien in den kommenden Monaten noch tragen. Zwar haben die Notierungen im Verlauf der seit März 2009 laufenden zyklischen Hausse bereits einen Großteil des Aufschwungs vorweggenommen. Die Dividentitel sind jedoch nicht nur im Vergleich zu Anleihen immer noch günstig bewertet.

Auch aufgrund der technisch sichtbar verbesserten Lage an den Aktienmärkten haben sich Anleger zuletzt wieder aus der Deckung gewagt. Trotz dieser inzwischen offensiveren Portfolioausrichtung bestehen gegenwärtig noch immer überdurchschnittlich hohe Liquiditätspolster, die erfahrungsgemäß prozyklisch in Aktien investiert werden. Allerdings werden die Bäume nicht in den Himmel wachsen: Die konjunkturellen Frühindikatoren werden in den kommenden Monaten wohl ihren Gipfel erreichen und auch von Seiten der Geldpolitik wird der Rückenwind im späteren Jahresverlauf nachlassen. Daher empfiehlt es sich, in den kommenden Monaten bei noch steigenden Notierungen einen Teil der Kursgewinne zu realisieren.



## Markteinschätzung sowie Prognose der DekaBank

### Basisszenario (70 %)

Auch wenn die konjunkturelle Abwärtsspirale durchbrochen ist und die Weltwirtschaftsleistung wieder steigt, sehen wir einer ungewohnt moderaten Erholung entgegen. Die Aufarbeitung der Krise hat erst begonnen und hält enorme Anpassungsaufgaben bereit. Das relativ hohe Wachstum der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr 2009 war noch von der – lagergetriebenen – Aufholbewegung nach der tiefen Rezession und den Wirkungen der Konjunkturpakete geprägt. Diese Dynamik wird 2010 wieder etwas nachlassen. Denn es wird vermutlich noch länger dauern, bis die Verwerfungen im Finanzsektor endgültig behoben sind. In vielen Ländern stehen ein erheblicher Strukturwandel sowie die Konsolidierung der Staatsfinanzen bevor. Angesichts der Folgen der Krise ist der Weg hin zu einem Expansionstempo entlang des Potenzialwachstums länger und beschwerlicher als nach vergleichbaren Schwächephasen. Nach der Schrumpfung im Jahr 2009 wird das globale Bruttoinlandsprodukt in diesem und im nächsten Jahr wieder spürbar, im Vergleich zu früheren Aufschwungsphasen nach ähnlich tiefen Rezessionen jedoch eher unterdurchschnittlich, wachsen.

So lange die konjunkturelle Erholung auf wackligen Beinen steht, werden die Notenbanken an ihrer Niedrigzinspolitik festhalten. Da die Deflationsrisiken nach wie vor nicht gebannt sind, unterstützen sie die Konjunktur durch anhaltend niedrige Zinsen und eine unkonventionelle Geldpolitik. Vor der zweiten Jahreshälfte 2010 erwarten wir bei der EZB und der Fed keine Leitzinserhöhungen. Die Rentenmärkte werden abwechselnd Rezessionsszenarien, Konjunkturoffnungen, Deflations- und mittelfristige Inflationsrisiken ein und auspreisen und nur langsam nachhaltig höhere Renditeniveaus erreichen. Die Bonitätsentwicklung von Staaten und Unternehmen bleibt ein wichtiges Thema.

### Prognoserisiken (15 % – 15 %)

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit 15 %): Die Wirrungen um die Staatsverschuldung einiger europäischer Länder (u.a. Griechenland und UK) könnten im schlimmsten Fall zu einer erneuten Zuspitzung der Finanzkrise führen. Dann würde das an den Märkten langsam wieder zurückkehrende Vertrauen erneut weichen und die Kreditvergabe der Finanzinstitutionen an die übrige Wirtschaft vollständig austrocknen. Aber auch in einer „stilleren“ Form kann die Krise weitergehen: Fehlende Finanzierungsmittel hemmen die Investitionsmöglichkeiten der Unternehmen dauerhaft, eine Spirale von negativen Erwartungen in der Realwirtschaft und schrumpfender Nachfrage treibt die großen Volkswirtschaften in eine Deflation, welche die Kreditproblematik weiter anheizt. Die Renditen an den Rentenmärkten fallen in diesem Szenario durch Deflationsängste auf neue historische Tiefs. Weitere Risiken erwachsen aus potenziellen aufkeimenden Inflationsängsten. Sie würden aus der Erwartung dauerhaft hoher Inflationsraten resultieren, deren Bekämpfung durch die Notenbanken mit Blick auf die beginnende konjunkturelle Erholung und die hohe Staatsverschuldung nicht so beherzt erfolgt wie sie sollte.

Positivszenario (Wahrscheinlichkeit 15 %): Die Auswirkungen der weltweit angestoßenen Konjunkturprogramme könnten sich als schneller und stärker erweisen als wir es erwarten und damit die Tiefe und Dauer der Rezession mildern. Falls die Verwerfungen an den Kreditmärkten schneller beseitigt werden als von uns prognostiziert und die Kreditverfügbarkeit für die US-Unternehmen sich deutlich verbessert, wäre dies ein weiterer Grund, unsere Prognose nach oben zu nehmen. In diesem Falle könnte die Fed zügig die Leitzinsen anheben und so drohenden inflationären Verspannungen begegnen. Positive Überraschungen können auch darauf beruhen, dass die Unternehmen sich in den letzten Jahren sehr gut auf den intensiven Globalisierungswettbewerb eingestellt haben. Folge hiervon wäre eine stärkere Investitionstätigkeit und ein ausgeprägter Expansionsdrang.

### **Aktien**

Trotz der anhaltenden Diskussionen um die Staatsfinanzen vieler Länder – allen voran Griechenlands, neuerdings aber auch von UK – haben sich die Aktienmärkte in den letzten Wochen wieder etwas erholt. Solange diese Nachbeben der Finanzkrise nicht zu einer erneuten massiven Zuspitzung führen, dürften die Aktienmärkte von der Entwicklung der Unternehmensgewinne geprägt sein. Diese werden im Zuge des globalen Aufschwungs weiter ansteigen – allerdings moderater als in „normalen“ Aufschwüngen. Hinzu kommt, dass aufgrund der anhaltenden Unsicherheit infolge der Krise die Schwankungsanfälligkeit an den Aktienmärkten noch für lange Zeit ungewöhnlich hoch bleiben dürfte.

## Markteinschätzung sowie Prognose der NORD/LB

### **Konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft – Dynamik dürfte hierzulande aber moderat ausfallen**

Die Weltwirtschaft befindet sich weiterhin auf Erholungskurs. Hohe Dynamik weisen insbesondere die asiatischen Schwellenländer auf, wohingegen die Industriestaaten eher einen schleppenden Verlauf zeigen. Die nicht nur in den Peripheriestaaten der Eurozone ausufernden Haushaltsdefizite stellen genauso wie der fiskal- und geldpolitische Exit erhebliche Belastungsfaktoren für die weitere konjunkturelle Entwicklung dar. Ob sich ein selbsttragender Aufschwung etablieren kann, ist weiterhin fraglich.

### **Ausblick europäischer Aktienmarkt**

Das zuletzt wieder verbesserte Sentiment dürfte sich an den europäischen Börsen in den nächsten Wochen weiter festigen und auch beim DAX und EURO STOXX 50 zu einem Ausbruch über die im Januar ausgebildeten Höchststände der seit rund einem Jahr bestehenden Aufwärtsbewegungen führen. Die Euroland-Indizes würden damit ihren internationalen Pendants (u. a. S&P 500, FTSE und SMI) nacheifern, die bereits neue Jahreshöchststände ausgebildet haben. Die relative Schwäche der Euroland-Indizes – vor allem bedingt durch die Griechenland-Krise – dürfte sich zunächst nun sukzessive abbauen. Allerdings ist die Schuldenproblematik noch keineswegs vom Tisch und dürfte die Märkte – und das nicht nur auf den Währungsraum begrenzt – immer wieder belasten. Der weitere Jahresverlauf sollte demnach von diversen, markanten Richtungswechseln geprägt sein. Sich wieder intensivierende Bonitätssorgen, der geld- und fiskalpolitische Exit sowie die für Herbst 2010 erwartete Leitzinswende der EZB dürften temporär immer wieder Druck auf die Notierungen ausüben. Dagegen steht das Lager der Optimisten, welche von einer fortschreitenden Normalisierung im Bankensektor, der unverändert üppig vorhandenen Liquidität, den insgesamt freundlichen Chartbildern der Aktienindizes weltweit sowie der konjunkturellen Erholung Unterstützung erhalten. Insbesondere im ersten Halbjahr sollten diese vermehrt die Oberhand gewinnen und den DAX auf neue Mehrmonatshöchststände oberhalb von 6.300 Punkten führen. Im zweiten Halbjahr dürfte sich dann aber eher eine moderat abwärts gerichtete Tendenz einstellen und den DAX das Jahr 2010 in der Region um 6.000 Zähler beenden lassen.

### **Aktienbewertungen begrenzen Aufwärtspotenzial**

Die Gewinne der heimischen Konzerne konnten sich in den letzten Quartalen bereits erholen, wengleich sieben DAX-Werte für das Gesamtjahr 2009 noch einen Verlust ausgewiesen haben. Insbesondere aufgrund von Basiseffekten, Kostensenkungen und der konjunkturellen Erholung der Weltwirtschaft gehen wir von einem kräftigen Gewinnanstieg im laufenden Jahr aus, so dass das Kurs-/Gewinnverhältnis für den DAX von teuren 24,5 für die Erträge des Jahres 2009 auf 13,2 für 2010 zurückkommt. Aber auch diese Bewertung kann nicht mehr als billig bezeichnet werden, da der langfristige historische Durchschnitt zwischen 14 und 15 liegt. Dies begrenzt das Aufwärtspotenzial für den Aktienmarkt, wobei kurzfristige Ausschläge möglich sind. Da die Erwartungen bereits ambitioniert sind, dürften positive Überraschungen in den anstehenden Berichtssaisons in 2010 eher die Ausnahme darstellen, was sich im Prinzip schon in den laufenden Quartalsreports der heimischen Konzerne widerspiegelt hat.



## Markteinschätzung sowie Prognose der WestLB

2009 war aus makroökonomischer Sicht ein ausgesprochen schwieriges Jahr, und mit Blick auf 2010 dürfte ebenfalls kein Mangel an Herausforderungen bestehen – das hat die Berg- und Talfahrt auf den Aktienmärkten im ersten Quartal bereits gezeigt. Der Wettstreit zwischen den Anhängern einer nachhaltigen Konjunkturerholung und denen, die weniger optimistisch sind, geht angesichts nachlassender Dynamik bei den Stimmungsindikatoren wohl in eine zweite Runde. Hinzu kommen Sorgen um steigende Staatsdefizite und den damit verbundenen Event-Risiken – wie zuletzt im Falle Griechenlands. Auf der Unternehmensseite haben wir eine solide Berichtssaison gesehen, aber die Frage des Ausblicks auf 2010 ist weitgehend offen geblieben.

### Konjunktur: Steil aufwärts, flach aufwärts oder schon bald wieder abwärts?

Die Weltwirtschaft befindet sich in der Erholungsphase, angetrieben von expansiver Geldpolitik und fiskalpolitischen Impulsen. Gleichwohl, Tempo und Ausmaß der Erholung fallen regional doch sehr unterschiedlich aus. Angeführt von China dürfte die Dynamik in Emerging Asia am höchsten sein. Wenn die Basis für die Vorjahresvergleiche wieder höher ausfällt und die weltweiten Konjunkturpakete auslaufen, wird dies wohl auch das Wachstum in Asien wieder verlangsamen, denn eine deutliche Erholung der Endnachfrage verbunden mit kräftigen Ausstattungsinvestitionen und steigender Beschäftigung erwarten in den Industriestaaten nach wie vor nicht.

Auch in Deutschland dürfte die Konjunkturdynamik insgesamt verhalten bleiben. Der Kostensenkungsdruck in den Unternehmen belastet die Einkommensentwicklung der privaten Haushalte, so dass kaum Spielraum für eine Konsumausweitung besteht. Bei hoher Unterauslastung der vorhandenen Kapazitäten dürfte die Investitionstätigkeit der Unternehmen verhalten bleiben. Lediglich bei Ersatz- und Modernisierungsinvestitionen ist mit einer Ausweitung zu rechnen. Schließlich erweist sich die derzeitige regionale und sektorale Verteilung des globalen Wachstums als relativ ungünstig für die deutsche Exportwirtschaft, so dass die Wachstumsimpulse aus dem Außenhandel geringer ausfallen als vor der Finanz- und Wirtschaftskrise.

### Unternehmensgewinne: Lackmustest steht noch bevor

Ein Blick auf die stark gestiegenen Gewinnrevisionen zeigt, dass der Konsens das Muster einer „normalen zyklischen“ Erholung erwartet. Auf der Unternehmensseite haben wir in den vergangenen Wochen eine solide Berichtssaison gesehen, aber die Frage des Ausblicks auf 2010 ist weitgehend offen geblieben. Nach unserer Einschätzung sind damit die Gewinnerwartungen - gerade mit Blick auf zyklische Unternehmen - der (Gewinn-)Realität ein gutes Stück vorausgeeilt.

Nach unserer Einschätzung dürfte die Finanz- und Wirtschaftskrise die Bedingungen für deutsche und europäische Unternehmen grundlegend verändert haben – und wird dies auf mittlere Sicht weiter tun. Die „neue Normalität“ wird geprägt sein von einem geringeren Trendwachstum und strukturellen Veränderungen in der Qualität des Wirtschaftswachstums. Regionale Wachstumsmodelle dürften nachhaltig stärker auf die Binnenkonjunktur ausgerichtet sein, so dass bei gegebenem globalem Wachstumsniveau weniger (Welt-)Handel stattfinden wird. Insofern sind wir der Ansicht, dass der Gewinntrend – insbesondere in den zyklischen Sektoren – erheblich flacher ausfallen dürfte, als in früheren Erholungsphasen.

### **Marktausblick: Suche nach Orientierung wird sich zunächst fortsetzen**

Spontaner Stimmungswechsel oder fundamental motivierter Trendwechsel – die Aktienmärkte sind gemessen an der Kursentwicklung der vergangenen Wochen wieder deutlich optimistischer geworden. Was aber hat sich unter dem Strich seit dem Jahrestiefpunkt vom 5. Februar wirklich verändert? Zusammengefasst gab es (1) eine solide Berichtssaison, aber ohne konkreten Ausblick, (2) die Einschätzung, ein Staatsbankrott Griechenlands sei angesichts der gemeinsamen Anstrengungen der EU-Länder nun weniger wahrscheinlich, (3) eine US-Notenbank und ihr neuerliches Bekenntnis zu einer längeren Niedrigzinspolitik und (4) eine Reihe eher enttäuschender Konjunkturdaten (harte Fakten und Stimmungsindikatoren).

Nach unserer Einschätzung werden die Zweifel an der Qualität der Konjunktur- und Gewinnerholung in den kommenden Wochen und Monaten eher zu- denn abnehmen. Der Frage nach einer angemessenen Bewertung in den zyklischen Sektoren wird stärker in den Vordergrund rücken, nicht zuletzt weil zu optimistische Gewinnerwartungen nach unten revidiert werden müssen. Auch mit Blick auf die Aktienrisikoprämien dürfte eine Neubewertung einsetzen, nachdem diese in den vergangenen Wochen stark zurückgegangen sind: Ein deutlicher Abschlag gegenüber einem konjunkturneutralen Niveau ließe sich nur bei einer kräftigen und nachhaltigen Konjunktur- und Gewinnerholung rechtfertigen – und genau dort mangelt es u. E. weiterhin an der notwendigen Visibilität. Insgesamt bleibt der Markt nach unserer Einschätzung weiterhin anfällig für Rückschläge.

## 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

Markus Reinwand, CFA  
Aktienmarktstrategie, Volkswirtschaft/Research  
Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt  
Tel. 0 69 /91 32-4723  
E-Mail: [Markus.Reinwand@helaba.de](mailto:Markus.Reinwand@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

Dr. Martina Noß  
CIIA, CEFA  
Friedrichwall 10, 30159 Hannover  
Tel. 0 511/361-53 75  
E-Mail: [martina.noss@nordlb.de](mailto:martina.noss@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)



---

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](mailto:postmaster@voeb.de)  
Internet: [www.voeb.de](http://www.voeb.de)

Redaktion:  
Dr. Tilo Wendler

Stand: 19. 03. 2010

Herstellung:  
DCM · Druck Center Meckenheim



[www.voeb.de](http://www.voeb.de)