



## *Inhalt*

Konjunktur.....	1
Aktienmarkt.....	2
Kapitalmarkt.....	3
Fachtagungen / Seminare.....	4
Impressum.....	4

## **Konjunktur**

### *USA*

Die Produktion der US-Industrie wurde im Dezember um 0,6 % gegenüber dem Vormonat ausgeweitet. Beim Blick auf die Details fällt auf, dass das Dezember-Ergebnis eine einseitige Angelegenheit war. Denn die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, die fast 80 % an der gesamten Industrieproduktion ausmacht, gab um 0,1 % nach. Dafür weiteten die Versorger ihre Produktion deutlich um 5,9 % aus. Im Vormonat war die Rollenverteilung noch genau umgekehrt.

Die Industrieproduktion in den USA befindet sich seit einigen Monaten im Aufwind. Die verfügbaren Stimmungsdaten lassen vermuten, dass auch in nächster Zeit gute Industriedaten bevorstehen.

Der Empire State Index, ein Indikator für das Verarbeitende Gewerbe in der Region New York, stieg im Januar von 4,5 auf 15,9 Punkte. Das Januar-Ergebnis ist am ehesten als Gegenreaktion auf zwei deutliche Rückgänge in den Vormonaten zu deuten. Ein Großteil des Anstiegs kam durch die Teilkomponenten der Auftragseingänge, Lieferungen und offenen Aufträge zustande. Insgesamt bestätigen die Werte die Einschätzung, dass die Erholung im Verarbeitenden Gewerbe der USA weiter anhält. Dass dies vorerst auch so bleibt, zeigt die Erwartungskomponente, die von 52,6 auf 56 Punkte kletterte. Erst ab etwa der Jahresmitte rechnen wir mit einem Abflauen der Dynamik.

Die Verbraucherpreise in den USA sind im Dezember im Vorjahresvergleich von 1,8 % immerhin auf 2,7 % gestiegen. Ein Jahr nach dem abrupten Ölpreisfall schlagen sich diese Änderungen nun in sprunghaften Anstiegen der Inflationsrate nieder. Dies ist jedoch nicht der Beginn einer Inflationsphase, denn die Kerninflation liegt mit 1,8 % im erträglichen Bereich.

Der von der Uni Michigan veröffentlichte Index für das Verbrauchervertrauen verbesserte sich laut vorläufigen Angaben im Januar von 72,5 auf 72,8 Punkte. Damit fiel der Anstieg etwas geringer aus als wir mit 73 Punkten erwartet hatten. Die Marktschätzung lag bei 74 Punkten. Die Komponenten entwickelten sich im Januar gegenläufig. So stiegen die Erwartungen von 78 auf 81 Punkte, während die Erwartungen von 68,9 auf 67,5 Punkte nachgaben. In der Summe blieb ein minimaler Anstieg im Gesamtindex. Nach wie vor liegt das Verbrauchervertrauen auf sehr niedrigem Niveau. Wir rechnen für dieses Jahr nicht mit einem starken US-Konsum. Immer noch lasten erlittene Wertverluste und Überschuldung schwer auf den US-Verbrauchern.

### *Deutschland / Euroland*

Die Inflationsrate des Euroraums hat sich im Dezember von 0,5 % auf 0,9 % erhöht. Der deutliche Anstieg ist genau wie in den USA vor allem auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Die Kernrate, die Nahrungsmittel und Energie unberücksichtigt lässt, liegt bei 1,1 %. Im Durchschnitt des Jahres 2009 hat die gesamte Inflationsrate 0,3 % betragen. Dies ist die niedrigste Teuerungsrate seit Beginn der Währungsunion.

Gegenüber dem Vormonat sind die Verbraucherpreise im Dezember um 0,3 % gestiegen, was weitgehend saisonüblich ist. So steigen etwa in Deutschland im letzten Monat des Jahres in aller Regel die Preise für Pauschalreisen kräftig an. Die Energiepreise blieben dagegen im Vormonatsvergleich unverändert. Zu Beginn des neuen Jahres dürfte die EWU-Inflation wieder basisbedingt noch etwas weiter steigen, ohne dass sich jedoch Inflationsdruck entwickelt. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einer moderaten Preissteigerung um 1,5 %.

	Indexstände am 19.1.2010, 9:26:02	Indexstände am 21.12.2009, 13:46:01	Veränderungen in %
Dax	5.893,33	5.882,29	0,19 %
TecDax	832,98	817,25	1,92 %
NASDAQ	1.864,52	1.807,36	3,16 %
DJ IND	10.609,65	10.328,89	2,72 %

### Konjunkturausblick

Das Jahr 2009 wird trotz der massiven staatlichen Stützungsmaßnahmen als Rezessionsjahr in die Geschichte eingehen. In der Eurozone wird das BIP rund 4 % geschrumpft sein. In Deutschland hat die Krise die Wirtschaftsleistung nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes gar um 5,0 % reduziert.

Nun schauen alle erwartungsvoll auf 2010. Die Konjunkturindikatoren mit zeitlichem Vorlauf vor den Realdaten wie Auftragseingang, Unternehmens- und Verbraucherbefragungen, weisen auf eine spürbare Verbesserung der Wachstumsrate in 2010 hin. Optimisten sollten sich aber gegen Enttäuschung wappnen. Der private Verbrauch wird wegen steigender Arbeitslosigkeit als Konjunkturtreiber ausfallen. Der Umsatz des Einzelhandels in der EWU lag beispielsweise im November um 5,3 % unterhalb des Wertes von Januar 2008. Die Industrieproduktion schrumpfte im Zeitraum April 2008 bis Oktober 2009 sogar um ca. 18 %. Der Tiefpunkt wurde im April 2009 mit einem Minus von leicht über 20 % ermittelt. Auch der tiefe Stand der Kapazitätsauslastung in der Industrie spricht Bände.

Zur Stützung des Wachstums wird erneut der Staatsverbrauch beitragen müssen. Positive Impulse gehen zwar auch von der Ausfuhrfähigkeit aus. Insgesamt rechnen wir für 2010 aber nur mit einem Plus beim Bruttoinlandsprodukt von ca. 0,5 %. Dies bedeutet eindeutig ein Wachstum „unter Potenzial“. Die Unternehmen werden sich auf Ersatzinvestitionen beschränken. Die jetzt gemeldeten Wachstumsraten sind im Vergleich zum Einbruch der letzten beiden Jahre zu marginal, um Risiken einzugehen. Im Zusammenspiel mit dem relativ niedrigen Produktionsniveau erwarten wir auch eine weitere Zunahme der Arbeitslosenzahlen, was den Privaten Verbrauch zusätzlich dämpfen wird.

### Aktienmarkt

#### USA / Welt & Deutschland / Europa

Zu Mitte Januar ist der Deutsche Aktienindex unter die Marke von 5900 Punkten gefallen. Trotz schlechter Vorgaben aus Fernost konnte er anschließend wieder etwas aufholen und zeigt sich relativ robust. Bedenklich stimmt aber das derzeit an schwachen Tagen stets ansteigende Handelsvolumen, das in der Regel vor einem sich ausbildenden Abwärtstrend warnt.

Die immer wieder aufflammenden Diskussionen um die Probleme Griechenlands und von Dubai World sind jedoch nicht allein der Bremsklotz einer weiteren Aufwärtsentwicklung. Dennoch haben diese Ereignisse aus unserer Sicht den Marktteilnehmern zum richtigen Zeitpunkt vor Augen geführt, dass Schulden sowie deren Tilgung und Bedienung immer noch ein Thema sind und auch für die kommenden Jahre bleiben werden. Außerdem zieht sich nach rd. 60 % Kursplus für DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 seit dem Jahrestief Anfang März eine größer werdende Zahl von Investoren aus dem Markt zurück und realisiert die Kursgewinne.

#### Ausblick

Nicht nur auf dem Anleihe- sondern auch auf dem Aktienmarkt dominiert bei den Profis die Skepsis für 2010. Nachdem die Erholung auf dem Parkett die Anleger im letzten Jahr größtenteils überrascht hat, neigt sich nun die Phase des Optimismus dem Ende zu. Dies gilt sowohl für Amerika als auch für Europa. Wir sind insbesondere für die erste Jahreshälfte weiterhin sehr zurückhaltend in unseren Prognosen. Demzufolge sehen wir

vom aktuellen Niveau aus einen Rückgang beispielsweise für den Dax bis auf 5.500 Zähler zur Jahresmitte und ca. 6.100 Punkte zum Jahresende. Ähnlich sehen dies unsere Mitgliedsinstitute. Aus unserer Sicht hat der Markt schon viel Positives eingepreist. Demnach müsste die Konjunktur nahezu V-förmig verlaufen, was eine weitere deutliche Erholung nach dem immensen Einbruch der letzten beiden Jahre voraussetzt. Wie im Konjunkturteil jedoch beschrieben, stehen dieser Entwicklung jedoch die schwache Inlandsnachfrage sowie die, gemessen an den Rückgängen des Vorjahres, relativ geringen Wachstumsraten entgegen. Viele Marktteilnehmer sind uns im Aktienbereich und auch im Bereich der hochverzinslichen Anleihen zu euphorisch. Die Enttäuschungen werden unserer Meinung nach von Seiten der Unternehmensgewinne herkommen. Zuletzt zeigten sich diese auf der Basis von Kostensenkungsmaßnahmen, zwar robust, aber eben nicht durch Effekte einer wirtschaftlichen Erholung. Nach einem so genannten „Bullenjahr“ wie 2009 wird das Folgejahr erfahrungsgemäß schwieriger. Zusammenfassend sind wir nicht aufgrund der aktuellen konjunkturellen Lage für den Aktienmarkt skeptisch, sondern aufgrund des bereits erreichten Kursniveaus. Die Kurssteigerungen von 2009 haben die konjunkturelle Erholung bereits eingepreist oder, wenn man so will, schon etwas überzeichnet. Aktienanleger sollten unserer Meinung nach in diesem Umfeld vorsichtig agieren.

Aus Sicht der Kapitalmärkte wird das Jahr 2010 geprägt durch den Ausstieg von Notenbanken und Finanzpolitik aus ihrer starken Stimulierung. Diese Maßnahmen werden immer mehr in den Fokus rücken. Die Bewertung der kommenden Ausstiegsstrategien in der Geld- und Finanzpolitik werden wohl abwechselnd zuversichtlicher oder skeptischer ausfallen. Insofern erwarten wir ein volatiles Marktumfeld in den nächsten Monaten. Auf Jahressicht sehen wir im besten Fall nur moderat höhere Indexstände am Aktienmarkt. Zwischenzeitliche Korrekturen halten wir für sehr wahrscheinlich.

---

## Kapitalmarkt

Die Europäische Zentralbank beließ den Leitzins auf ihrer letzten Sitzung am 14. Januar wie erwartet auf dem aktuellen Niveau. Auch die anschließende Pressekonferenz brachte keine wesentlich neuen Erkenntnisse. Erste Details zur Exitstrategie wurden bereits Ende 2009 veröf-

fentlicht. Bis zur Sitzung im März wird es hier wohl keine neuen Entscheidungen mehr geben.

Die Einschätzung der wirtschaftlichen Situation Euro-lands sowie der Inflationsausblick blieben unverändert. Trichets wies jedoch auf die geringe Kapazitätsauslastung und die sich verschlechternde Situation am Arbeitsmarkt hin. Damit könnten sich aus Sicht der Notenbank Investitionen und der Private Konsum verlangsamen. In der Summe hält die EZB die Leitzinsen aktuell für angemessen und lässt auch keine Neigung erkennen, den geldpolitischen Kurs in naher Zukunft zu ändern.

Die Renditen der Bundesanleihen scheinen uns trotz des jüngsten Zinsanstiegs um den Jahreswechsel und der mühsamen konjunkturellen Entwicklung aktuell als zu niedrig. Argumente für höhere Renditen sehen wir im geänderten Angebots-Nachfrageverhältnis nicht nur an den Märkten für Staatsanleihen. 2009 wurde ein Großteil der emittierten Papiere aufgrund des Lockerungsprogramms der Zentralbanken absorbiert. 2010 dürfte sich dies ändern. Die Notenbanken ziehen die Zügel langsam fester. Jedoch müssen die Nationalstaaten Mittel im großen Stil refinanzieren. Mit der sich langsam bessernden Stimmung am Aktienmarkt reduziert sich die Nachfrage nach Staatstiteln. Vor diesem Hintergrund sehen wir einen Anstieg der Renditen.

Ein besonderes Bild bietet derzeit die Zinsstrukturkurve in den USA. Im Januar hat die Renditedifferenz zwischen den zehnjährigen und den zweijährigen T-Notes mit 288 bp einen neuen Rekordwert erreicht. Wäre sie negativ, würde sie üblicherweise als Rezessionssignal gesehen. Umgekehrt wird eine sehr steile Zinsstruktur oft als Signal eines nahen Aufschwungs interpretiert, da Unternehmen mit Optimismus ihre Produktion wieder hochfahren, wodurch ein gewisser Inflationsdruck entsteht. Da die Notenbanken meist relativ spät mit Zinserhöhungen auf diese Konjunktursignale reagieren, ergibt sich zunächst eine Versteilerung der Kurve. Wir halten die Erwartungen, die in der Strukturkurve derzeit eingepreist sind, jedoch für übertrieben. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die Zinsstrukturkurve nach dem Ende einer Rezession tatsächlich sehr steil verläuft. Nach einer kurzen Beschleunigung des Aufschwungs folgt dann jedoch die Ernüchterung.

---

## Fachtagungen / Seminare

Rohstoffe aktuell vom 18. bis 19.2.2010 in Berlin

Transaktionsanalyse I vom 21. bis 26.2.2010  
in Oberammergau

Die Hauptversammlung 2010 - ARUG am 23.2.2010  
in Bonn

Risikocontrolling in der Praxis vom 24. bis 25.2.2010  
in Bonn

Erfahrungen mit dem neuen Emittentenleitfaden  
am 2.3.2010 in Bonn

Erfolgreiches Verkaufen in schwierigen Zeiten vom  
3. bis 4.3.2010 in Bonn

Renditen steuern, optimieren, simulieren am 03.3.2010  
in Bonn

Der sichere Griff in die Sanierungskiste vom  
04. bis 05.3.2010 in Bonn

Ein neues Modell für die Immobilienbewertung am  
04.3.2010 in Bonn

VÖB-Fachtagung: Green Building - Bewertung von  
nachhaltigen Immobilien am 04.3.2010 in Berlin

Europäische Immobilienmärkte und ihre Bewertungsver-  
fahren am 04.3.2010 in Bonn

Workshop Beteiligungsanzeigen und sonstige  
KWG-Anzeigen am 05.3.2010 in Bonn

Management von Liquiditätsrisiken vom 8. bis 9.3.2010  
in Bonn

Die Abwicklung von OTC-Zinsderivaten in der geschäftli-  
chen Praxis vom 8. bis 10.3.2010 in Bonn

SEPA-Verfahren und SEPA-Datenformat  
am 8.3.2010 in Bonn

Sind Ihre Finanzprodukte marktgerecht?  
vom 8. bis 9.3.2010 in Bonn

SEPA-Lastschrift am 9.3.2010 in Bonn

Die Groß- und Millionenkreditverordnung vom  
9. bis 10.3.2010 in Berlin

Konzernabschlüsse nach IFRS besser verstehen und  
beurteilen am 10.3.2010 in Bonn

Fraud Detection and Prevention - Aufgabe der Internen  
Revision bzw. von Compliance am 10.3.2010 in Bonn

VÖB-Fachtagung: Vergütung in Banken - Aufsichtsrecht-  
liche Anforderungen an Vergütungssysteme am  
17.3.2010 in Berlin

*Ihre Ansprechpartnerin:*

Kathleen Weigelt

Telefon: (0228) 8192-221

E-Mail: [bildung@voeb-service.de](mailto:bildung@voeb-service.de)

---

## Sie wollen diesen Newsletter abonnieren?

Dann schreiben Sie bitte eine E-Mail an  
[tilo.wendler@voeb.de](mailto:tilo.wendler@voeb.de). Geben Sie einfach den Betreff  
„VÖB-Finanzmarkt“ an. Hinweise und Anregungen neh-  
men wir gern entgegen. Alle VÖB-Newsletter können Sie  
auch online unter [www.voeb.de](http://www.voeb.de) bestellen.

## Weitere Newsletter des VÖB

VÖB-Aktienmarkt-Prognose

VÖB-Aktuell

VÖB-Mittelstand

VÖB-Zahlungsverkehr



## Impressum

Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB  
Lennéstraße 11, 10785 Berlin  
Telefon (0 30) 81 92-2 03 • Telefax (0 30) 81 92-2 09  
E-Mail: [tilo.wendler@voeb.de](mailto:tilo.wendler@voeb.de) • Internet: [www.voeb.de](http://www.voeb.de)  
Ansprechpartner: Dr. Tilo Wendler  
Redaktionsschluss: 19. Januar 2010