

Finanzmarktausblick 2010: Prognosen – Chancen – Risiken

Prolog: Gedanken und Anregungen hinsichtlich mangelnder wissenschaftlicher Prognosequalität

Das Jahr 2009 hat Marktbeobachter, Volkswirte und Politiker auf vielen Ebenen überrascht. Nachdem die wissenschaftlichen Eliten zu Beginn des Jahres die Wachstumsprognosen für Deutschland und die Welt aggressiv nach unten nahmen, sahen sich diese Profis ab dem 2. Quartal 2009 mit einer gänzlich anderen Realität konfrontiert. Derzeit befinden wir uns in der Phase des „Nachbesserns“ der Prognosen. Dieser Prozeß ist aktuell noch nicht abgeschlossen. Das erinnerte stark an das erste Quartal 2008. Seinerzeit wurden die Konjunkturprognosen für Deutschland und die Welt aggressiv nach oben angepaßt, um dann im weiteren Jahresverlauf sukzessive Revisionen zum Opfer zu fallen, die insgesamt als markant zu bewerten waren.

Schlußendlich läßt sich feststellen, daß wissenschaftliche Prognosen zu den kritischen Zeitpunkten nicht belastbar waren. Das galt für den Beginn der konjunkturellen Krise als auch für das Ende der ökonomischen Talfahrt.

Es wäre überaus fahrlässig, vor diesem Hintergrund zum Tagesgeschäft überzugehen. Vielmehr gilt es, zu hinterfragen, warum diese wissenschaftlichen Prognosen so wenig belastbar waren oder sind.

Die „moderne“ Volkswirtschaftslehre fokussiert sich stark auf mathematische Ansätze. Es gibt zwei wesentliche Grundvoraussetzungen für diese Lehre.

So basiert diese „moderne“ Lehre auf der Annahme, daß es den „Homo Oeconomicus“ gibt. Dieser „Homo Oeconomicus“ bezeichnet ein Wirtschaftssubjekt, das seine Entscheidungen basierend auf rationaler Handlungsweise und vollständiger Information, eigeninteressiert und Nutzen maximierend trifft. Dieser Anspruch ist bezüglich zweier Aspekte ambitioniert. Vollständige Information zu erlangen, ist heute trotz (oder wegen) der Informationsgesellschaft illusorisch. Rational agierende Wirtschaftssubjekte sind mir in meinem Berufsleben nur selten begegnet. Im Gegenteil waren sie in entscheidenden Momenten entweder zu euphorisch oder zu depressiv. Ergo ist diese Grundvoraussetzung der „modernen“ Lehre grundsätzlich eine Fehlannahme.

Die zweite Annahme unterstellt, daß Märkte effizient seien. Märkte liefern immer einen Gleichgewichtspreis unter den gegebenen Bedingungen. Sie sind deswegen noch lange nicht effizient in der Allokation der Produktionsfaktoren. Im Gegenteil beweisen die Krisen alleine in diesem neuen Jahrtausend, daß es Märkten offensichtlich an Effizienz mangelt. Wie hätte es ansonsten zu einer Krise des „Neuen Markts“ oder des US-Immobilienmarkts kommen können?

Wenn zwei Grundvoraussetzungen der „modernen“ Lehre Fehlannahmen sind, darf es nicht verwundern, daß die Resultate in Extremsituationen nicht belastbar sind. In einer durchschnittlichen konjunkturellen Entwicklung, die nicht von Exzessen geprägt ist, kann dieser Ansatz belastbare Ergebnisse produzieren, da dann überwiegend rationales Verhalten der Wirtschaftssubjekte dominiert und Märkte zumindest zu wesentlichen Teilen effizient sind.

Neben der „modernen“ Lehre gibt es Alternativen. Wenden wir uns der „alten“ Lehre der „Österreichischen Schule“ zu. Diese Lehre geht zurück auf Carl Menger (1840 – 1921, u.a. Grenznutzenlehre). Diese Schule

stellt das Wirtschaftssubjekt und die Befriedigung seiner Bedürfnisse in den Vordergrund. Die Mathematik spielt eine untergeordnete Rolle. Verbale Logik oder vereinfacht ausgedrückt „Gesunder Menschenverstand“ ist ein wesentlicher Baustein. Dieser Lehransatz fand in den letzten 40 – 50 Jahren kaum noch ein Echo, weder an den Universitäten noch in den Medien.

Nach den Erfahrungen im neuen Jahrtausend und der damit einhergehenden faktischen Entzauberung der Mathematik in der Volkswirtschaftslehre sind neue Wege zwingend erforderlich. Dabei ist die mathematische Ausformung der VWL nicht grundsätzlich zu negieren. Sie ist aber in jedem Fall zu ergänzen. Der gesunde Menschenverstand, der sich hier via der „Österreichischen Schule“ anbietet, ist eine zu nutzende Steilvorlage.

Schematisiert läßt sich die „Österreichische Schule“ als These definieren. Die „moderne“ Lehre darf die Rolle der Antithese spielen. Die Synthese ist die Kombination der beiden Ansätze. Ohne die „Österreicher“ geht es aber definitiv nicht, wenn belastbare Resultate auch in Extremsituationen geliefert werden sollen, da Menschen, die wirtschaftliche Entscheidungen treffen, nicht solitär „mathematisch“ funktionieren.

Es gibt einen weiteren Aspekt bei volkswirtschaftlichen Prognosen, der aktuell und auch nach vorne schauend von erhöhter Tragweite ist. Es geht um den Begriff der konjunkturellen Zyklik. Es geht um die Frage, ob in den ökonometrischen Modellen, die aktuell verwendet werden, diesem Aspekt die notwendige Aufmerksamkeit zukommt.

In der nachfolgenden Darstellung vereinfachen wir im Hinblick auf Zeitabläufe und Konjunkturverläufe, um die Problematik augenfälliger zu gestalten.

In der Phase nach dem 2. Weltkrieg bis zum Ende des Jahrhunderts stellte sich überwiegend ein heterogener globaler Konjunkturzyklus ein:

- Die Vereinigten Staaten wuchsen, Europa stagnierte und Asien legte kräftig zu
- oder die Vereinigten Staaten durchliefen eine Rezession, Europa war stabil, während Asien zulegte.

Diese unterschiedlichen Konjunkturlagen in der Weltwirtschaft wirkten innerlich stabilisierend, da sie sich grundsätzlich nicht gegenseitig in einem Maß verstärkten, das übergreifende Krisenszenarien forcierte.

Mit der Globalisierung kam es zu einem homogeneren Zyklus der Weltwirtschaft. Mit der Öffnung des Ostens nach 1990 ergaben sich nachhaltige Wachstumspotentiale, die im neuen Jahrtausend unter anderem dank der massiven Verstärkung durch die Geldpolitik der FED zu überproportionalem Wachstum in homogener Form führten.

Die homogenere Zyklik hatte in der Aufschwungphase Beschleunigungseffekte. Diese Effekte wirken jedoch noch nachhaltiger in der konjunkturellen Abschwungphase.

Vereinfacht ausgedrückt, alle wollen rein oder alle wollen raus. Ergo erhöht sich die konjunkturelle Volatilität. Die aktuelle wissenschaftliche Prognosequalität impliziert, daß diese deskriptiven Aspekte in den Prognosen zu wenig Berücksichtigung fanden.

Zusammenfassend bleibt zu sagen, daß eine Neuausrichtung im Rahmen des Qualitätsmanagements der Prognosen zwingend erforderlich ist. Die „Österreichische Schule“ verdient es, eine wesentliche Rolle zu spielen. Ein Blick auf die Veränderungen der globalen Konjunkturzyklik mit entsprechenden Folgen für die Dynamik und Dauer der Zyklen ist unverzichtbar!

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

- Ausblick 2010:**
- **Rückblick 2009 – Die unterschätzte Erholung**
 - **Virulente Phase der Krise seit Sommer 2009 beendet**
 - **3. Jahr der Krise: Zyklische Risiken und Abschreibungen im Vordergrund**
 - **Risikopotpourri: Von Dubai, dem Baltikum über Immobilienmärkte zu Budgetdefiziten, Protektionismus, Geopolitik und einer drohende Kreditklemme**
 - **Fiskalische Stimuli zeigen ihre volle Wirkung per 2010**
 - **Zinssenkungen entfalten volle Wirkung per 2010**
 - **Lagerzyklus wirkt bis Ende des 1. Quartals 2010 positiv**
 - **Homogene Zyklizität der Weltwirtschaft akzeleriert**
 - **Weltwirtschaft emanzipiert sich weiter von US-Dominanz**
 - **Rezession ist überwunden – 2010 wird ein gutes Wachstumsjahr**
 - **Die Qualität des Wachstums fällt unterschiedlich aus**
 - **Konjunkturverlauf metaphorisch: Champagner – Wasser – Nektar – Pouilly Fume**

Das **Jahr 2009** lieferte nach einem katastrophalen konjunkturellen Start insbesondere in den Industrienationen im weiteren Verlauf nahezu durchgehend positive Überraschungswerte. Dabei darf der Verweis nicht fehlen, daß es ohne die massivsten Stimulierungsmaßnahmen in der Historie, die sich auf internationaler Basis auf circa 5.000 Mrd. USD stellen, nicht zu dem aktuellen Verlauf gekommen wäre.

Die Industrienationen waren in dieser Rezession am stärksten von den Anpassungen betroffen. Großbritannien konnte sich bisher noch nicht von der Rezession befreien. Die USA als auch die Eurozone sind erst per 3. Quartal 2009 aus der Rezession nach technischer Definition herausgekommen. Die USA bieten neben Großbritannien die fragilste Komposition bezüglich der Nachhaltigkeit der Erholung. Deutschland war kurzfristig in Abhängigkeit von den internationalen Exportmärkten schwer getroffen. Die einsetzende globale Erholung gekoppelt mit smarterer Arbeitsmarkt- und Interventionspolitik der Bundesregierung führte aber bereits per 2. Quartal 2009 zu einem leichten Wachstum der Wirtschaftsleistung im Quartalsvergleich und damit zu der Beendigung der Rezession. Japan überraschte positiv per 2. Quartal 2009 mit seitdem anhaltendem Wachstum auf Quartalsbasis nach zuvor vier Quartalen der Kontraktion. Die Tiefe der Krise war mit Ausnahme Rußlands in den bedeutenden Schwellenländern weitaus geringer ausgeprägt, als in den Industrienationen. Das gilt vor allen Dingen für China (Tiefpunkt BIP bei +6,1% im 1. Quartal 2009, Jahresvergleich) und Indien (Tiefpunkt BIP per 1. Quartal 2009 bei +5,8% im Jahresvergleich). Lateinamerika hat eine positive Entwicklung vorzuweisen. Brasilien hatte lediglich im 4. Quartal 2008 und 1. Quartal 2009 Kontraktion der Wirtschaftsleistung zu verzeichnen. Das Tempo, in dem sich Lateinamerika in den letzten 10 Jahren von der Dominanz durch die USA in Politik und Wirtschaft emanzipiert hat, ist bemerkenswert. Rußland wurde von der Krise massiv heimgesucht. Die zu größten Teilen einseitig auf Rohstoffe ausgerichtete Wirtschaft wurde ab Juli 2008 von zwei Entwicklungen belastet. Es kam innerhalb kürzester Zeit auf allen Ebenen zu nachhaltigen Rückgängen der Rohstoffpreise als auch zu einem mengenmäßigen Einbruch des Absatzes durch die globale Rezession. Diese Konfluenz führte zu einem Einbruch des BIP in der Größenordnung von circa 10%. Seit dem 2. Quartal ergeben sich Stabilisierungsanzeichen in den Einkaufsmanagerindizes und am Arbeitsmarkt (Quote von 9,5% auf aktuell 7,7%) in der Taktung der konjunkturellen Erholung der Weltwirtschaft und den erholteten Rohstoffpreisen.

Nachdem der IWF seine Wachstumsprognosen von circa +3,0% im „World Economic Outlook“ per Oktober 2008 per April 2009 auf -1,4% anpaßte und aktuell diesen Wert auf -1,1% revidiert hat, stehen unseres Erachtens weitere Revisionen auf der Agenda. Selbstkritisch ist anzumerken, daß wir in unserem Jahresausblick 2009 ein Wachstum in der Bandbreite +0,8% - +1,3% unterstellten, das im Frühjahr dann auf -0,5% - 0,0% revidiert wurde. An dieser Prognose halten wir fest.

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

Nach unserer Ansicht liegt die **virulente Phase der globalen Finanzkrise** per Sommer 2009 hinter uns. Die Kernprobleme der Krise ausgehend von den USA sind durch vorgenommene Abschreibungen im Finanzsektor zu größten Teilen abgearbeitet. Das Volumen der Abschreibungen mit toxischem Hintergrund stellte sich auf circa 1.500 Mrd. USD. Dieses Niveau der Abschreibungen wurde per Sommer 2009 erreicht. Unsere These, daß die virulente Phase der Krise hinter uns liegt, wird implizit durch die bilanzielle Behandlung dieser Positionen in der Bankenlandschaft bestätigt. Es kommt seit dem 2. Quartal 2009 überwiegend bei Finanzinstitutionen zu Zuschreibungen auf die zuvor vorgenommenen Abschreibungen. Diese Sichtweise ist marktübergreifend makroökonomischer Natur. Sie darf nicht in die Richtung verstanden werden, daß es damit bei einzelnen Institutionen zu keinen verstärkten Abschreibungen kommen kann.

Das dritte Jahr der Krise wird von zyklischem Abschreibungsbedarf geprägt. Das Volumen, das hier global auf der Agenda steht, bewegt sich zwischen 500 bis maximal 700 Mrd. USD. Seit Sommer sind davon circa 200 – 250 Mrd. USD abgearbeitet worden. Zyklischer Abschreibungsbedarf auf Kredite hat eine andere Qualität als toxischer Abschreibungsbedarf. Abschreibungen auf Kredite und Forderungen sind überwiegend in den Bankbilanzen und nicht unterhalb des Bilanzstrichs angesiedelt. Damit gewinnen Bankbilanzen nach vorne schauend Aussagekraft. Dieser Umstand sollte sich sukzessive in einer verbesserten Finanzmarktfunktionalität niederschlagen, die die latente Unterstützung der Zentralbanken nicht mehr in der bisher gekannten Form ab Mitte 2010 erforderlich machen sollte. Die aktuelle Krise bei Dubai World ist genau Ausdruck der zyklischen Problematik und nicht der Problematik toxischer Strukturen geschuldet. Für diese Krise galt und gilt die These, daß das Scheitern der Stabilisierung des Finanzsystems und ein Scheitern der Reflationierung der Weltwirtschaft im aktuellen Umfeld nicht akzeptabel ist. Die Homogenität der Aktionen auf G 30 Ebene und das Gesamtvolumen aller auf internationaler Ebene getroffenen Maßnahmen von mehr als 30.000 Mrd. USD verdeutlichen, daß Probleme der Größenordnung Dubais (totale Staatsverschuldung bei circa 80 Mrd. USD) nicht geeignet sind, den Prozeß der Gesundung dauerhaft zu unterbinden.

Gleichwohl wäre es fahrlässig, die **Risikoquellen per 2010** damit aus dem Fokus zu nehmen. Bevor wir die potentiellen Problemfelder ansprechen, ist es wesentlich, auf die veränderte Reagibilität des IWF zu verweisen. Der IWF hat neuerdings internationale Kreditzusagen in Höhe von 600 Mrd. USD, die kurzfristig abrufbar sind. Damit erhöht sich die Interventionskraft dieser Institution um circa das 10-fache gegenüber der Vergangenheit. Mit anderen Worten hat die Weltgemeinschaft eine neue Qualität einer möglichen „Adhoc-Intervention“ ins Leben gerufen. Dieser Umstand verdeutlicht eindrucksvoll, daß die Politik ein Scheitern der bisherigen Interventionen in der Größenordnung von mehr als 30.000 Mrd. USD nicht zulassen will und wird!

Die Marktreaktion auf die Probleme von Dubai World verdeutlichen die Nervosität auf internationaler Ebene. Marktteilnehmer reagieren sofort auf negative Entwicklungen. Skepsis und nicht Euphorie dominiert. Dieser Umstand impliziert, daß es keinen Opportunismus in ausgeprägter Form gibt. Ausnahmen bestätigen dabei die Regel.

Dubai ist ein regionales Problem, das voraussichtlich einer regionalen Lösung zugeführt wird. Die Vereinigten Arabischen Emirate, insbesondere Abu Dhabi, haben mit dieser Krise eine Möglichkeit, den „Ausreißer“ Dubai einzufangen und die Machtachsen in dieser Region neu zu gestalten. Die Hybris Dubais bedarf einer klaren Konsequenz. Bei einer von uns nicht erwarteten Verschärfung der regionalen Krise böte sich über den IWF eine Lösung an.

Das Baltikum liefert uns eine weitere Region, die mit massivsten Problemen zu kämpfen hat. Kontraktionen der Wirtschaftsleistung in Lettland per 3. Quartal 2009 um zuletzt -18,4%, in Estland um -15,3% oder in Litauen um -14,3% sind Ausdruck verfehlter Strukturen in diesen Regionen. Bezüglich der Größe dieser Volkswirtschaften und den damit korrespondierenden Verschuldungsproblemen nach innen und außen sollte sich keine Ansteckung in Richtung Weltfinanzmärkte ergeben. Diese Problematik im Baltikum wird mit hoher Wahrscheinlichkeit einer internationalen Lösung mit maßgeblicher Beteiligung der EU und des IWF zugeführt.

Weitere Unruhe wird von Immobilienmärkten ausgehen. Das gilt sowohl für den US-Immobilienmarkt (Wohn- und Gewerbeimmobilien) im Hinblick auf die Gewährung von Anschlußdarlehen bei Abläufen als auch grundsätzlich für Immobilienmärkte im Süden und Osten Europas. Hier geht es aber maßgeblich um Unruhe und nicht mehr um virulente Krisen.

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

Die Entwicklung der Budgetdefizite wird ein „Hotspot“ sein. Dabei stehen die USA und Großbritannien in der ersten Reihe der Defizitsünder. Die Maastricht-Kriterien werden ein weiteres Jahr in der Eurozone ohne nachhaltigen Belang sein. Diese Neuverschuldungsthematik wird jedoch nicht geeignet sein, auf Konjunktur oder Märkte destabilisierend zu wirken. Protektionismus ist grundsätzlich auf dem Vormarsch. Die Querelen zwischen den USA und China sind hier ein schillernder Beleg. Sie belegen einerseits in Nischen eine Zunahme dieser Tendenz. Sie belegen aber auch, daß es sich hier nur um Nischen handelt. Die globale Welt, gekennzeichnet durch ausgelagerte Produktion und internationale Arbeitsteilung, kann sich Protektionismus der Machart 1929/1932 nicht leisten. Mithin wird dieses Problem 2010 beherrschbar bleiben. Das Thema Geopolitik bleibt auf der Agenda. Die unendliche Geschichte des Iran gegen den Rest der Welt bezüglich der Ausrichtung der Atompolitik bleibt ein Unsicherheitsfaktor. Die Tatsache, daß China und Rußland veritable Interessen in diesem Lande haben, minimiert das Risiko, unüberlegten Handelns seitens der westlich orientierten Interessen. Das gilt um so mehr, als daß die Mißerfolge im Irak und insbesondere in Afghanistan zu Vorsicht bei weiteren Exkursionen mahnen. Auch würden damit gute Teile der Stabilisierung des Weltfinanzsystems und der Weltwirtschaft zunichte gemacht. Das widersprüche der These, daß ein Scheitern der Reflationierung der Weltwirtschaft und der Stabilisierung des Finanzsystems nicht zugelassen würden.

Wenden wir uns damit dem Thema Kreditklemme zu. Hier handelt es sich um das wesentlichste Risiko per 2010 für die Konjunktur. Die bisherigen Maßnahmen der Regierungen und Zentralbanken in der Reflationierung und Stabilisierung waren von Erfolg gekrönt. Das Risiko einer sich nachhaltig ausweitenden Kreditklemme kann diese Erfolge nachhaltig beeinträchtigen. Es gibt diese Achillesferse als Resultat der Orientierung hin zu kurzfristigen Erfolgen im Bilanzausweis während der letzten Jahre. Die Bilanzierungsregeln wurden weg von Nachhaltigkeitsgrundsätzen in Richtung prozyklischer Spielarten verändert. So etwas war gut für die Saläre der Manager, die sich bekanntlich fürstlich entlohnen ließen und sich als Elite der Unternehmen dieser Entwicklung nicht widersetzen. Es war und ist prekär für die Substanz der Unternehmen und die Nachhaltigkeit der makroökonomischen Entwicklung und noch vielmehr für die Nachhaltigkeit der Erholungsphase nach der Krise.

Für Banken waren die prozyklischen Bilanzierungsspielarten mit dafür verantwortlich, daß Kredite in der Aufwärtsbewegung der Konjunktur kräftig sprudelten. Je besser die Konjunkturlage, desto besser fiel die Risikobewertung der Unternehmen aus, desto geringer wurde die notwendige Eigenkapitalunterlegung der Kredite, desto mehr Spielraum ergab sich für neue Kredite bei unveränderter oder sogar verringerter Eigenkapitalausstattung der Bank. In dieser Phase haben insbesondere die privaten Banken überwiegend ihr Eigenkapital aggressiv durch Rückkaufprogramme verringert, um damit erhöhte Eigenkapitalrenditen unter anderem als Grundlage für die Saläre ihrer Topmanager oder als Grundlage höherer Bewertungen an den Aktien- und Kapitalmärkten auszuweisen. In der Rezession ergibt sich eine Neubewertung der Kreditrisiken, da die Kredite in der Folge erhöhte Ausfallrisiken aufweisen, die zu einer erhöhten Eigenkapitalunterlegung führen. Da viele Banken durch massive Verluste bereits Einbußen im Eigenkapital zu verzeichnen hatten, folgt für viele Institutionen eine Situation aus der prozyklischen Bilanzierung der Kredite, die die Kreditvergabemöglichkeiten massiv einschränken. Mithin sind viele Kreditinstitute nicht mehr in der Lage, den folgenden Aufschwung der Unternehmen zu finanzieren mit dem Risiko einer weiteren Herabstufung der Unternehmensbonitäten und einem verstärktem Eigenkapitalverzehr bei diesen Banken. Ergo können diese Finanzinstitutionen ihre volkswirtschaftliche Funktion nicht angemessen erfüllen. Sie werden unter Umständen zu Beschleunigern des Abschwungs.

Der Ausflug in prozyklische Bilanzierungsstandards ist so zügig wie möglich zu beenden, um weiteren Schaden von der Realwirtschaft fernzuhalten. Nachhaltigkeitsansätze, die Krisen der aktuellen Machart in der Vergangenheit mit zu verhindern halfen, sind für eine Neuausrichtung unverzichtbar.

An dieser Stelle darf der Verweis nicht fehlen, daß die USA, die die prozyklische Spielart der Bilanzierung anstießen und nach vorne trieben, genau diesen Ansatz (Basel II) schlußendlich nicht umgesetzt haben. Diese Ungleichheit auf internationaler Ebene, aber auch der prozyklische Ansatz schlechthin erfordern zügige politische Aktivität mit dem Ziel der Neutralisierung des sich hier abzeichnenden Risikos.

Zusammengefaßt ergeben sich per 2010 unterschiedlichste Risiken, die überwiegend beherrschbar sind und von daher nicht das Potential haben, die Erholung der Weltwirtschaft in der Gesamtheit zu gefährden.

Für Deutschland und Europa stellen die prozyklischen Bilanzierungsstandards das größte Risiko dar. Hier hilft kein Nörgeln seitens der Politik ob der Unwilligkeit der Kreditvergabe, sondern eine Veränderung des Standards, um Kreditvergabe in nachhaltiger Form zu gewährleisten!

Einer der wesentlichsten Katalysatoren des Wachstums per 2010 ist in den global verabschiedeten **Konjunkturprogrammen** zu sehen. Hier steht ein Volumen von 5.000 Mrd. im Raum, das in der Phase bis 2012 zur Umsetzung gelangen kann. Die auf nationaler Ebene nach nationalen Notwendigkeiten gestrickten Programme wirken einerseits in der Gesamtheit homogen. Sie haben hinsichtlich der jeweiligen individuellen Ausgestaltung aber auch eine heterogene Seite. Daraus ergeben sich Multiplikatoreffekte, die sich nach unserer Sichtweise mangels Erfahrungswerten nicht berechnen lassen, die aber in der Gesamtheit nachhaltig ausfallen werden. Der bisherige globale Konjunkturverlauf, der zu größten Teilen die „Profis“ überraschte, darf als indirekter Beleg dieser These interpretiert werden.

Ein zweiter positiver Treiber der Konjunkturentwicklung ist in den **massiven Zinssenkungen** per 2. Hälfte 2008 zu sehen, die erst mit einer Verzögerung von circa 12 Monaten ihre volle Wirkung entfalten. Mit anderen Worten erfährt die Weltwirtschaft das Optimum der Wirkung dieser Politik in Richtung des ersten Halbjahres 2010. Im Verlauf des Jahres 2010 wird die unterstützende Wirkung der Zinssenkungen aus dem 2. Halbjahr 2008 jedoch von einer Neuausrichtung bei den wesentlichen Zentralbanken in geringen Teilen konterkariert. Das gilt insbesondere für die Politik der EZB, die streng an der Stabilitätspolitik ausgerichtet ist. Die erste Zinserhöhung der EZB steht voraussichtlich im März 2010 auf 1,25% an. Per Mitte 2010 sind 1,75% wahrscheinlich. Ende des Jahres 2010 sind 2,00% realistisch. Die Fed wird nicht vor Ende des ersten Halbjahres 2010 tätig. Zinserhöhungen von insgesamt bis zu 50 Basispunkten sind möglich. Die Bank of Japan ist mit einem anderen deflationären Bild (aktuell -2,5% CPI) konfrontiert, das keine wesentliche Veränderung der Zinspolitik per 2010 nahelegt.

Nachdem der **Lagerzyklus** in den vergangenen 12 Monaten überwiegend (insbesondere USA) zu einem nachhaltigen Belastungsfaktor für die konjunkturelle Lage durch einen aggressiven Lagerabbau wurde, steht nun ein Aufbau der Lager vor dem veränderten Konjunkturhintergrund auf der Agenda, der insbesondere im 1. Quartal 2010 auf die wirtschaftliche Expansion beschleunigend wirken wird.

Ein weiterer übergeordneter Aspekt darf hier als wesentlicher positiver Katalysator für Wachstum nicht vernachlässigt werden. Die aktuelle **Homogenität des globalen Wirtschaftszyklus** führt zu einer stärkeren Ausprägung der Zyklik. Das galt für die Anpassung im Rahmen der Rezession, es gilt aber auch für den Aufschwung. Zusätzlich liefern die potenten Schwellenländer nachhaltige Ansätze der konjunkturellen Belebung, die über den Ansatz als Reaktion auf Konjunkturprogramme hinausgehen.

In den letzten drei Jahren sank die Dominanz der USA in der Politik. Hier wurde unter Präsident Bush junior ein Zenit überschritten. Die **Welt emanzipiert sich von der Dominanz der USA**. Das gilt nicht nur für die Politik, sondern es gilt auch für die Konjunkturzyklik. Diese Tendenz wird sich im Jahr 2010 fortsetzen. In der Erholung per 2009 hinkten die USA der Welt hinterher. Das bleibt auch im Jahr 2010 so. Das wenig dynamische Wachstum, daß die USA erwarten dürfen, wird auch 2010 teuer mit Budgetdefiziten von circa 10% des BIP eingekauft. Die Tatsache, daß die USA nicht nur von einer monetären Krise und einer zyklischen Krise heimgesucht sind, sondern vor allen Dingen von einer strukturellen Krise betroffen sind, schließt eine zügige Gesundung aus. Der notwendige Anpassungsprozeß, der unseres Erachtens schlußendlich erfolgreich sein wird, wird mindestens eine Dekade beanspruchen. Fakt ist, daß sich US-Märkte nicht mehr als Frühindikator eignen. Die Rolle als Spätindikator paßt ungleich besser! Die Frühindikatoren von morgen liegen in den potenten Schwellenländern.

Die **Rezession ist mit dem Ablauf des Jahres 2009 überwunden**. 2010 wird uns ein gutes globales Wachstum bringen. Unsere Prognose ist bei 3,6% - 4,1% angesiedelt. Dieses hohe Wachstum verschleiert in Teilen eine auf zweiten Blick offensichtliche Problematik. Die **Qualität des Wachstums** fällt unterschiedlich aus. Während Schwellenländer veritable Ansätze selbsttragenden Wachstums aufweisen, ergibt sich für das Zentrum unseres Finanzsystems USA eine vollständig andere Situation, die den Begriff gekauftes und geliehenes Wachstum verdient. Das gilt in unterschiedlicher Ausprägung für alle wesentlichen Industrienationen.

Ein zweiter Aspekt muß hier thematisiert werden. Bei aller Freude über eine Punktprognose bei +3,9% für die Weltwirtschaft ist augenfällig, daß die Industrieländer mit einem Wachstum von nur +1,6% dem Tempo der Schwellenländer nicht ansatzweise folgen können. In den Schwellenländern erwarten wir eine Zunahme des BIP um +6,8%. Mithin nimmt der Anteil der Schwellenländer an dem Welt-BIP tendenziell weiter zu.

Wie sieht die Zyklik der Konjunktur vereinfacht dargestellt im Jahresverlauf 2010 aus? Mit den positiven Wirkungen aus dem Lagerzyklus wird das erste Quartal 2010 positiv überraschen. Diese Wirkungen des Lagerzyklus lassen im 2. Quartal nach und werden partiell ersetzt durch Konsum und leichte Investitionstätigkeit. Das dritte Quartal wird getragen von zunehmender Intensität des internationalen Handels. Diese Belebung setzt sich im 4. Quartal fort.

Eine angemessene vereinfachende metaphorische Darstellung bietet sich über eine gezielte Auswahl von Getränken an:

1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Champagner	Wasser	(flacher) Obstnektar	Pouilly Fume (Sauvignon Blanc, Loire)

Land/Region	Anteil an Weltwirtschaft	Wachstum 2010
USA	20,6%	1,0% - 2,0%
Kanada	1,9%	1,5% - 2,5%
Eurozone	15,7%	1,0% - 2,0%
Japan	6,3%	1,0% - 2,0%
UK	3,2%	1,0% - 2,0%
Rest	7,3%	1,5% - 2,5%
= 55,1% des Welt-BIP (Stand Ende 2008) mit einem Wachstum per 2009 von 1,58%		

China	11,4%	9,5% -10,5%
Indien	4,8%	7,5% - 8,5%
Rest größeres Asien	4,9%	6,5% - 7,5%
Rußland	3,3%	4,0% - 5,0%
Brasilien	2,8%	4,0% - 5,0%
Rest	17,7%	4,5% - 5,5%
= 44,9% des Welt-BIP (Stand Ende 2008) mit einem Wachstum per 2009 von 6,74%		

Globale Wachstumsprognose 2010: 3,6% - 4,1% (Mittelwert 3,90%)

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

- Ausblick Devisenmarkt:**
- **Rückblick – Das große Mißverständnis!**
 - **Der politische Beigeschmack wird dominanter**
 - **Strukturelle Defizite der USA bleiben im Fokus**
 - **USD in der Taktung einer „Carry“-Währung**
 - **EUR-USD in der Taktung der Konjunktur**
 - **USD mit einem Mangel an fundamentaler Attraktivität**
 - **Diversifikationsprozess der Zentralbanken zu Lasten des USD**
 - **Euro mit politischen Restrisiken**
 - **Ein Blick auf potentielle Kapitalströme**
 - **Fundamentaldaten mit klarer Ausprägung**
 - **Bandbreit prognosen EUR-USD, EUR-JPY, EUR-GBP, EUR-CHF**

In der Aufarbeitung des Jahres 2009 wird deutlich, daß viele Marktteilnehmer den bedeutendsten Katalysator für den Anstieg des USD **nicht berücksichtigt oder mißverstanden** haben. Der Anstieg des USD entsprang nach der Lehman Pleite nicht der Attraktivität des USD als Krisenwährung. Nichts könnte weiter von der Realität entfernt sein. Der Anstieg war Folge eines technischen Phänomens oder besser ausgedrückt einer technischen Ineffizienz. Europäische Finanzinstitutionen, sofern sie sich im MBS/ABS Bereich getummelt hatten, mußten im Rahmen von Abschreibungen auf toxische Aktiva mit US-Hintergrund in ihren Büchern auch die USD-Kredite, die zur Finanzierung dieser Aktiva währungskongruent aufgenommen wurden, in identischem Maße zurückfahren. Daraus entsprang in dem Zeitrahmen 3. Quartal 2008 bis Anfang des 2. Quartals 2009 eine USD-Nachfrage in Höhe von circa 400-450 Mrd. USD. Diese USD-Nachfrage war entscheidend für den Anstieg des USD gegenüber dem Euro bis auf circa 1,25. Mit dem Abebben der Abschreibungen auf toxische Aktiva und Zuschreibungen per 2. Quartal 2009 folgte USD-Schwäche, die bis zu Kursen von über 1,51 im 4. Quartal 2009 führten. Ergo bietet sich eine stringente implizite Beweisführung bezüglich unserer These.

Aktuell läßt sich feststellen, daß die Verbalakrobatik seitens der Politik bei Kursen oberhalb von 1.50 zunimmt. **Der politische Beigeschmack wird dominanter.** Herr Trichet betont bei jeder Möglichkeit lobend, die Politik des starken USD seitens der US-Regierung, um Marktwirkung zu Gunsten des USD auszulösen. Diese angebliche Politik des festen USD führte faktisch zu einem Euro-Anstieg und damit USD-Verfall von 0.8225 per Oktober 2000 auf 1.6038 per Juli 2008. So viel zum realen Inhalt der Politik des festen USD. Losgelöst von diesem „unterhaltsamen“ Umstand bleibt festzustellen, daß die politische Elite insbesondere in Europa ab Richtung 1.55 unruhig wird. Das Risiko bewußter Einflußnahme durch verdeckte Aktionen einiger Zentralbanken nimmt ab 1.55 zu und mutiert oberhalb 1.60 zu hoher Wahrscheinlichkeit. Das Maximum der politischen Toleranzschwelle sehen wir für den Berichtszeitraum bei 1.62 – 1.65. Losgelöst von den Problemen der USA gilt auch hier die These, daß systemisches Risiko im überschaubaren Zeitfenster von der G20 bis G30 nicht zugelassen wird. Eine offene und virulente USD-Krise würde den Tatbestand des systemischen Risikos erfüllen. Ergo steht dieses Szenario per 2010 nicht auf der Agenda. Die Mittel der Zentralbanken sind üblicherweise verdeckte Interventionen.

Die **strukturellen Defizite der USA** stehen auch 2010 wieder mit im Mittelpunkt. Sie bleiben virulent, sie bleiben bestenfalls ansatzweise adressiert. Das gilt für das Thema Handelsbilanzdefizit. Die Rezession verbunden mit Rohstoffpreistrückgängen auf USD-Basis in erheblichem Umfang führten zu einer Reduktion der Defizite von mehr als 62 Mrd. USD (07/2008) zu weniger als 27 Mrd. USD (05/2009). Die aktuelle Stabilisierung der US-Konjunktur bringt jedoch eine Zunahme auf mehr als 36 Mrd. USD mit sich. Mit anderen Worten läßt sich ableiten, daß sich das „strukturelle“ Handelsbilanzdefizit auf 25 – 30 Mrd. USD stellt. Mit dem Thema Handelsbilanzdefizit verbindet sich das Problem der unausgeglichene Struktur der US-Wirtschaft. Der Exodus der verarbeitenden und produzierenden Industrie wirkt nach und läßt sich nicht kurzfristig revidieren. Die Budgetdefizite bleiben das kritischste strukturelle Problem. In der verfassungskonformen Lesart stellte sich das

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

öffentliche Defizit vom 01.01.2009 bis zum 25.11.2009, also in knapp 11 Monaten, auf 1.309 Mrd. USD oder 9,2% des BIP. Wir gehen per 2010 von einer Fortsetzung der massiven Defizitlage in der Größenordnung von bis zu 10% aus. Es gibt aber weitere bedeutende strukturelle Defizite in den USA. Diese vermeintlichen „Soft Facts“ sind in einem auf Vertrauen basierenden System „Hard Facts“! Das System der Aufsicht im Finanzsektor, die „Checks & Balances“, ob bei der SEC, der CFTC oder der US-Zentralbank hat zu großen Teilen versagt. Ob „Naked Short Selling“, „Front Running“ via Computerhandel, das Ignorieren von begründeten Anzeigen (Madoff etc.), eine extreme Nähe zwischen Kontrollierten und Kontrolleuren oder dominierende Shortpositionen an Edelmetallmärkten durch lediglich zwei Banken, die das Thema Marktmanipulation in den Vordergrund rücken, es ergibt sich ein weites Feld von Verfehlungen, die hinsichtlich der Vertrauensfrage nicht kurzfristig reparabel sind. Das grundsätzliche Thema der strukturellen Defizite bleibt auch 2010 eine latente Hypothek des USD.

Die **Nullzinspolitik** des Offenmarktausschusses der US-Zentralbank hat den USD „**Carry Trade**“ forciert. Der USD ist damit zu einer wesentlichen Verschuldungswährung avanciert. Diese Kreditaufnahme im USD mit anschließendem Verkauf des USD und Investition in einer hochrentierlichen Anlage hat den Druck auf den USD im Jahr 2009 verstärkt. Der „Carry-Trade“ atmet in der Taktung der Risikoaversion, die schlußendlich Folge der Stabilität des Finanzsystems und der Konjunktur ist. Hinsichtlich des insgesamt positiven Konjunkturausblicks per 2009 und einer Prognose zunehmender Stabilität des Finanzsystems, wird der „Carry-Trade“ auch 2010 eine grundsätzliche Belastung für den USD darstellen.

„Carry Trade“ und **Taktung der Konjunktur** stehen in einem engen Zusammenhang. Mit dem Konjunkturverlauf „Champagner – Wasser – Obstnektar – Pouilly Fume“ wird deutlich, daß das 1. und 4. Quartal 2010 maßgeblich über die Wirkung des „Carry Trade“ USD-Schwäche mit sich bringen werden. Per 2. Quartal steht ein Abbau der „Carry-Trades“ auf der Agenda, der in der ersten Hälfte des 3. Quartals beendet sein sollte. Aber es ist nicht nur der „Carry-Trade“, der taktet. Da die USA dem Zyklus der Weltwirtschaft hinterherhinken, wird das in den Aufschwungphasen besonders deutlich. Daraus leitet sich in der Folge für den USD ein **Mangel an fundamentaler Attraktivität** ab.

Darüber hinaus werden Zinserhöhungen in der Eurozone, die Resultat konjunktureller Robustheit sein werden, die Attraktivität des Euros unterstreichen. Die EZB ist hinsichtlich ihrer primären Ausrichtung auf die Stabilitätspolitik der erste Aspirant auf G3 Ebene, der eine andere Gangart in der Zinspolitik einschlagen wird. Die Zinspolitik der Federal Reserve wird den Vorgaben aus der Eurozone mit deutlicher Verzögerung frühestens im 2. Halbjahr 2010 nur halbherzig folgen.

So wie es einen nachhaltigen politischen Beigeschmack bei Kursen oberhalb von 1.60 in Richtung 1.65 geben wird, spielt Politik auch auf der Unterseite bei EUR-USD eine nachhaltige Rolle. Potente Zentralbanken mit ihren Regierungen im Hintergrund, insbesondere aus den Schwellenländern, haben ein erhebliches Interesse, ihre Reserveportfolien weg vom USD zu gestalten. Gold spielte dabei zuletzt eine prominente und belastbare Rolle. Das wird sich zukünftig fortsetzen. Es wird keinen neuen Goldstandard geben. Gold wird aber eine verstärkte monetäre Rolle als belastbare Reserve mit dem Charakter einer nicht „Fiat-Währung“ einnehmen. Der **Diversifikationsprozess aus dem USD** heraus in dritte Währungen wird 2010 anhalten. Diesbezüglich verweisen wir auf jüngsten Äußerungen von der russischen Zentralbank, die die drittgrößten Währungsreserven der Welt mit derzeit circa 440 Mrd. USD nach China mit circa 2.200 Mrd. USD und Japan bei 1.060 Mrd. USD unterhält (USA circa 70 Mrd. USD). Zwischenzeitlich technisch bedingte oder durch verdeckte Interventionen ausgelöste USD-Stärke wird 2010 das Interesse diverser Zentralbanken wecken, USD-Bestände in diesen Phasen abzubauen. Das Niveau, das für derartige Aktionen attraktiv ist, sehen wir per 2010 im Bereich von 1.45 – 1.48.

Nun ist definitiv in der Eurozone nicht alles Gold, das glänzt. Das gilt insbesondere im Hinblick auf den südlichen Rand (Griechenland, ökonomische Bedeutung Bayerns) und für Inseln, ob Insel (Irland) oder Halbinsel (Spanien). Hier ergeben sich **politische Restrisiken** mit einem fundamentalen Hintergrund. Die Divergenz der Entwicklungen bezüglich Konjunktur und Struktur nimmt tendenziell zu. Daraus resultiert eine sukzessive ansteigende Spannung innerhalb der Eurozone. Die Wahrscheinlichkeit, daß diese zunehmende Spannung sich per 2010 unerwartet entlädt, ist als gering einzustufen. Die Wahrscheinlichkeit liegt bei weniger als 10%. Wir halten an der These fest, daß im aktuellen Umfeld kein systemisches Risiko zugelassen wird. Ergo existiert hier ein Risiko, das im Berichtszeitraum keine nachhaltige Relevanz entwickeln wird.

In der Betrachtung EUR-USD ist es bezüglich der Prognose per 2010 Sinn stiftend, die **potentiellen Kapitalströme** in den Mittelpunkt der Betrachtung zu stellen. Zunächst gilt der Fokus den Kapitalströmen, die sich im Jahresverlauf auf den USD unterstützend auswirken können oder werden.

1. USD-Nachfrage, die sich aus technischen Korrekturen im Rahmen des primären Abwärtstrends des USD ergibt.
2. USD-Nachfrage, die aus verdeckten Interventionen seitens des Zentralbanksektors resultiert.
3. USD-Nachfrage, die sich kurzfristig aus der Auflösung von USD-„Carry-Trades“ generiert.

Wenden wir uns damit den potentiellen Kapitalströmen zu, die auf den USD belastend wirken können oder werden.

1. USD-Angebot, das aus Wertaufholungen auf toxische US-Portfolien bei europäischen Banken dank besserer Konjunkturlage und stabilisiertem Finanzsystem resultiert.
2. USD-Angebot, das sich aus der unterschiedlichen Zinspolitik EZB/Fed im Rahmen des „Carry-Trades“ generiert.
3. USD-Angebot, das Folge der zunehmenden US-Handels- und Leistungsbilanzdefizite ist.
4. USD-Angebot aus dem Diversifikationsprozess aus dem USD in alternative Währungen durch die globale Zentralbankgemeinde.
5. USD-Angebot, das aus dem Primärtrend des schwachen USD resultiert.

Kapitalströme, die auf den USD unterstützend wirken, sind im Verhältnis zu den belastenden Kapitalflüssen wenig ausgeprägt. Mithin ist eine Fortsetzung der USD-Schwäche per 2010 auf der Agenda. Eine Trendumkehr steht nicht auf der Agenda.

Dabei ergibt sich eine „Deckelung“ politischer Natur per 2010 bei 1.62 – 1.65. Maximales Rückschlagspotential ist dem Euro bis in Bereiche bei 1.40 – 1.43 einzuräumen.

Im Zuge nachhaltiger konjunktureller Expansion (Lagerzyklus) und daraus resultierender Risikofreude hat der Euro im 1. Quartal 2010 Aufwärtspotential in das Feld bis 1.62 – 1.65 hinein. Im weiteren Verlauf wird sich vor dem Hintergrund zunehmender Risikoaversion als Folge einer leichten Eintrübung des Konjunkturbilds im Verlauf 2./3. Quartal 2010 eine Korrektur ergeben, die im August/September zu den Tiefstkursen bei maximal 1.40 – 1.43 führen wird. In Richtung Jahresende ist eine Befestigung des Euros als Folge der dann prognostizierten Belebung der Weltwirtschaft in Richtung der bisherigen Jahreshöchstkurse oberhalb von 1.60 auf der Agenda.

Parität	Tiefstkurse	Höchstkurse
EUR-USD	1.40 - 1.43	1.62 - 1.65
EUR-JPY	120 - 125	140 - 145
EUR-GBP	0.85 - 0.87	0.95 - 0.97
EUR-CHF	1.48 - 1.50	1.55 - 1.57

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

- Ausblick Aktienmarkt:**
- **Rückblick**
 - **Keynesianische Ansätze stabilisierend**
 - **Zentralbankliquidität hilfreich**
 - **Zinssenkungen stabilisierend**
 - **Rohstoffpreisentwicklung stabilisierend**
 - **Der „G30 Put“**
 - **Konservatives Bewertungsniveau stabilisierend**
 - **EZB-Leitzinserhöhungen sind Ausdruck von Stärke**
 - **Prognose: Freundliches Niveau setzt sich nach Korrektur durch**

Das Jahr 2009 lieferte am Aktienmarkt eine profunde Performance. Nach einer halbherzigen Jahresend- und Jahresanfangsrally, die bei 5.111 Punkten am 6. Januar 2009 ihren Höhepunkt markierte, kam es unseren Erwartungen entsprechend zu ausgeprägter Schwäche, die am 9. März 2009 zu einem Tiefpunkt bei 3.588 Punkten führte. Unser Ziel war bei 3.700 Punkten definiert. Im weiteren Verlauf folgte eine Erholung, deren Höchstkurse bisher bei 5.888 Punkten per 20.10.2009 markiert wurden. Damit bewegen wir uns exakt in der Zielzone unserer letztjährigen Prognose für das Jahr 2009 bei 5.700 – 6.000 Punkten.

Die Erholung der Aktienmärkte muß als wesentlicher Ausfluß der global verabreichten Reflationierungsmaßnahmen für die Weltwirtschaft interpretiert werden. Dieses einmalige Volumen von in der Spitze 33.000 Mrd. USD an Subventionsmaßnahmen unterschiedlichster Ausprägung mit einem fiskalischen die Konjunktur unterstützenden Teil von circa 5.000 Mrd. USD ist der primäre Katalysator der Befestigung an den Aktienmärkten. **John Maynard Keynes Ideen wurden in massivster Form belebt und vor allen Dingen gelebt.** Die Bodenbildung der Aktienmärkte als Voraussetzung der sich anschließenden Erholung steht konsequenterweise ebenso mit diesen Maßnahmen in einem klaren Zusammenhang. Es gilt hier aber darüber hinaus festzustellen, daß der DAX im März 2009 zu weniger als 90% des Buchwerts erworben werden konnte. Mithin ergaben sich bezüglich der Bodenbildung durchaus fundamentale unterstützende Aspekte, die nicht solitär der Intervention geschuldet waren.

Die Aktivität der Zentralbanken war auf globaler Ebene noch nie so ausgeprägt, wie seit dem Ausbruch der Krise seit Juli 2007. Das gilt für das Thema Zuführung notwendiger **Liquidität**, das gilt für die Übernahme wesentlicher Funktionalitäten nach dem Infarkt der internationalen Geldmärkte und es gilt für die aggressiven **Zinssenkungen**.

Die Homogenität der Antworten der Zentralbanken auf die Krise muß als Katalysator des Erfolgs der Reflationierung der Weltwirtschaft und damit nachgelagert der Finanzmärkte und explizit dem Aktienmarkt interpretiert werden. Bis zum jetzigen Datum läßt sich konstatieren, daß diese internationale Kooperation der Zentralbanken und auch Regierungen der größte Stabilisierungserfolg in der Geschichte der Finanzmärkte darstellt. Das gilt nicht nur für die Applikation der unterstützenden Maßnahmen, Nein, das gilt auch für die jetzt diskutierten und partiell angekündigten Exitstrategien, die sukzessive, die Stabilisierungserfolge nicht gefährdend, umgesetzt werden sollen. Diese Kooperation ist gleichzeitig der entscheidende Unterschied zu der Weltwirtschaftskrise 1929/32, in der die individuelle Lösungssuche der betroffenen Länder dominierte.

Dieser so weit erfolgreiche Politikansatz auf internationaler Ebene impliziert ohne wenn und aber, daß bei einer erneuten Gefahrenlage für die globale Wirtschaft oder das Finanzsystem enge Kooperation auf G30 Ebene wahrscheinlich ist. Mithin kann man hier von einem „**G30 Put**“ für die Weltwirtschaft oder das Finanzsystem reden. Die durch die jüngste internationale Beschlußfassung veränderte Reagibilität des IWF ist impliziter Beleg. Der IWF hat neuerdings internationale Kreditzusagen in Höhe von 600 Mrd. USD, die kurzfristig abrufbar sind. Damit erhöht sich die Interventionskraft dieser Institution um circa das 10-fache gegenüber der Vergangenheit. Mit anderen Worten hat die Weltgemeinschaft eine neue Qualität einer möglichen „Adhoc-Intervention“ ins Leben gerufen. Dieser Umstand verdeutlicht eindrucksvoll, daß die Politik ein Scheitern der

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

bisherigen Interventionen in der Größenordnung von mehr als 30.000 Mrd. USD nicht zulassen will und wird! Dieser „Put“ wird unseres Erachtens bei einer neu aufkommenden Krise jedoch anders gelebt werden als bisher. Funktionalitäten werden geschützt. Eigentümerverhältnisse stehen dann jedoch zur Disposition. Die Milde der jüngsten Vergangenheit für „Täter und Mittäter“ ist (hoffentlich) Historie!

Als Folge der Wiederbelebung der Weltwirtschaft erholten sich die **Rohstoffpreise** im Jahresverlauf 2009 auf Niveaus, die für die Produzentenländer und die Abnehmerländer verträglich sind. Genau diese Balance insbesondere bei den Energierohstoffen ist elementar für eine nachhaltige Belebung der Weltwirtschaft und damit auch nachfolgend der Aktienmärkte. Wir erwarten für den Ölpreis im Berichtszeitraum 2010 eine Schwankungsbandsbreite zwischen 70 – 110 USD, die eng mit dem von uns dargelegten Konjunkturzyklus korrelieren wird. Diese Bandsbreite mit kurzfristigen Spitzenkursen bei 110 USD definieren wir als unschädlich für den Konjunkturverlauf der Weltwirtschaft im kommenden Jahr.

In den letzten Monaten wurde in einigen Medien thematisiert, daß der DAX oder andere europäische **Aktienmärkte** bezüglich des fulminanten Anstiegs seit März 2009 **ambitioniert bewertet werden**. Wir treten dieser Sichtweise hier mit aller Deutlichkeit entgegen. Im Gegenteil im März 2009 lag eine massive Unterbewertung vor, die durch den Anstieg dann in Teilen neutralisiert wurde. Zur weiteren Analyse bedienen wir uns der Buchwertbetrachtung. Bei einem DAX-Stand von 5.800 Punkten bewegt sich der DAX bei 150% des Buchwerts. Das entspricht unter historischen Gesichtspunkten einer Bewertung am oberen Ende des unteren Drittels.

Schauen wir auf aktuelle Bewertungen anderer Märkte, um die aktuelle Bewertung des DAX einzuordnen. Der S&P 500 (USA) ist aktuell bei 215% des Buchwerts angesiedelt. Shanghai A-Shares stehen bei circa 300% des Buchwerts. Das mag vor dem Hintergrund eines 10% Wachstums in China per 2010 gerechtfertigt sein. Die dargestellte Situation belegt, daß von ambitionierter Bewertung nicht ansatzweise gesprochen werden kann. Im Gegenteil handelt es sich um ein **konservatives Bewertungsniveau**, das derzeit anzutreffen ist.

Wir haben zuvor darauf hingewiesen, daß die **EZB** die **Leitzinsen** anheben wird. Wir sehen diese Aktionen als Ausdruck konjunktureller Stärke. In diesem Zusammenhang ist der von uns im Jahresverlauf erwartet Zinserhöhungszyklus von aktuell 1,00% auf 2,00% nicht geeignet, sich nachhaltig belastend auf die Aktienmärkte auszuwirken.

Per 2010 werden die Aktienmärkte der Konjunktur eng folgen. Unsere grobe Aufteilung der konjunkturellen Entwicklung in den vier Quartalen per 2010 impliziert annäherungsweise folgende DAX-Bewegungen:

Das **1. Quartal 2010** führt zu einer Fortsetzung der Aufwärtsbewegung in Richtung **6.500 – 6.800** Punkten. Kurzfristige weitere Befestigungen, die nicht auszuschließen sind, klassifizieren wir als temporäre Übertreibung.

Im Zuge der dann von uns favorisierten konjunkturellen Abschwächung/Beruhigung kommt es im **2. Quartal** zu Gewinnmitnahmen, die zu Jahrestiefstständen im **3. Quartal** per August/September 2010 im Umfeld von **5.000** Punkten führen.

Im weiteren Verlauf verleiht die sukzessive im **3. Quartal** erneut anziehende Weltkonjunktur den Märkten erneut Phantasie, die ein Potential in Richtung **Jahresende 2010 bei 6.200 -6.500** Punkte eröffnet.

Index	Tiefststände	Höchststände
DAX	4.700 - 5000	6500 – 6.800

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

- Ausblick Rentenmarkt:**
- **Globale Konjunkturerholung im Mittelpunkt**
 - **Tendenziell zunehmende Risikofreude belastet**
 - **Deflation und Inflation im Griff der Rohstoffpreise**
 - **„Niedrigzinspolitik“ vor dem Ende**
 - **Flachere Zinskurve auf der Agenda**
 - **Güterzyklus und Arbeitsmarkt eröffnen keinen Raum für Lohn-Preisspirale**
 - **Staatsverschuldung als unterschwelliges Problem**
 - **Prognose: Renditeboden erreicht!**

Für die Rentenmärkte steht das Thema der **Fortsetzung der globalen Konjunkturerholung** im Mittelpunkt. Diese Konjunkturerholung wird die Risikohaltung an den Märkten wesentlich beeinflussen. **Risikofreude** wird insbesondere im 1. und im 4. Quartal 2010 entsprechend unserer Prognose des Konjunkturverlaufs zunehmen und in diesen Phasen tendenziell Aufwärtspotential für die Renditeentwicklung begründen. In der von uns erwarteten schwächeren Konjunkturphase per 2. und 3. Quartal 2010 ist eine Erholung an den Rentenmärkten mit einer rückläufigen Renditeentwicklung in Folge zunehmender Risikoaversion in hohem Maße wahrscheinlich.

Die Deflation bei den Verbraucherpreisen endet aktuell im 4. Quartal 2010. Hinter dieser **Preisdeflation** standen maßgeblich Basiseffekte aus dem Rohstoffsektor, insbesondere dem Energiesektor.

Per 2010 steht das **Thema zunehmender Verbraucherpreise** auf der Agenda. Hier werden erneut Basiseffekte bezüglich der Rohstoffpreise eine prominente Rolle spielen. Zur Verdeutlichung bedienen wir uns eines Vergleichs der Verbraucherpreise und der Kernraten der Verbraucherpreise in der Phase Juli 2008 bis November 2009 der Eurozone.

- Per Juli 2008 lag der Anstieg der Verbraucherpreise bei 4,0%, Öl markierte Höchstkurse bei 147 USD per Fass. Die Kernrate der Verbraucherpreise (= ohne Alkohol, Tabak und Energie) lag bei 1,9%.
- Der Tiefpunkt der Preisentwicklung ergab sich per Juli 2009 mit einem Preisrückgang in der Gesamtrate bei -0,7%. Die Kernrate legte um 1,3% zu. Der Ölpreis stellte sich auf circa 65 USD pro Fass.
- Per Oktober 2009 sanken die Verbraucherpreise im Jahresvergleich um -0,1%. Die Kernrate lag bei 1,2%. Der Ölpreis stellte sich auf circa 78 USD pro Fass.
- Laut erster Schätzung stellte sich der Anstieg der Verbraucherpreise per November 2009 auf +0,6%.

Mithin ergab sich bedingt durch Rohstoffpreise eine Varianz der Preise von 4,0% auf -0,7%, während die Kernrate lediglich eine Schwankungsbreite von 1,2% bis 1,9% aufwies. Die Kernrate zeigt den Inflationsdruck an, der sich aus der inneren Dynamik der nationalen Volkswirtschaft ergibt. Diese Größe bietet entsprechend unserer Darstellung ein hohes Maß an Stabilität und oszilliert vereinfacht gesagt um 1,5%.

Per 2010 unterstellen wir eine freundliche Entwicklung der Rohstoffpreise. Die 100 USD-Marke pro Faß Rohöl ist sowohl per 1. Quartal 2010 als auch per 4. Quartal 2010 eine realistische Größe. Per Mitte 2010 sehen wir maximales Rückschlagspotential in Richtung 70 USD pro Fass. Über Basiseffekte ergibt sich damit bezüglich der Verbraucherpreisentwicklung Aufwärtspotential in Richtung 2,0%.

Dieser Anstieg der Gesamtrate wird mit einer Kernrate um 1,5% (zuletzt 1,2%) korrespondieren. Die EZB wird dank ihres primären Stabilitätsauftrags vor diesem Hintergrund früher als von den meisten Häusern antizipiert bereits zum Ende des 1. Quartals den Zinserhöhungszyklus mit einem Schritt um 0,25% auf dann 1,25% starten. Per Sommer sehen wir den Leitzins bei 1,75% und per Ende 2010 bei mindestens 2,00%, maximal 2,25%. Das Jahr 2010 liefert uns das Ende der extremen **Niedrigzinspolitik**.

Treasury

Focus

**BREMER
LANDESBANK**

Der Anstieg der kurzfristigen Renditen wird am Kapitalmarkt Aufwärtsdruck für das Zinsniveau mit sich bringen. Der Leitzinsanstieg wird sich jedoch nicht analog am Kapitalmarkt spiegeln, sondern nur unterproportional nachvollzogen werden. Mithin ergibt sich eine **flachere Zinskurve** per 2010.

Wir halten per 2010 an einer moderaten Inflationsprognose fest, die eine Bandbreite von 1,0% bis circa 2,0% bieten wird. Nachhaltiger Inflationsdruck wird sich weder über den **Güterzyklus** bei einer Kapazitätsauslastung in den Industrienationen von 70% - 75% ergeben, noch durch eine **Lohn-Preisspirale** bei einem hohen Sockel der Arbeitslosigkeit forciert sein.

Die **hohe Neuverschuldung der öffentlichen Hand** stellt eine Belastung für die Rentenmärkte 2010 dar. Der sportliche Umgang der Bank of England oder der Fed mit diesem Thema durch umfangreichen Ankauf der Staatsanleihen eröffnet sich für die EZB nicht im identischen Maße. Wir sehen grundsätzlich in diesem Thema per 2010 eine Belastung für die Rentenmärkte, aber wir erkennen kein Potential für eine nachhaltige Verwerfung.

Wir haben nach unserer Lesart den **Renditeboden bei 10-jährigen Bundesanleihen** im Frühjahr 2009 im Dunstkreis von 2,80% erreicht. Derzeit befinden wir uns in einer andauernden Bodenbildung, die Potential für eine Trendwende am Rentenmarkt bietet.

Hinsichtlich unserer Konjunkturprognose besteht Raum für einen Renditeanstieg auf circa 3,80% im Frühjahr. Mit der von uns im weiteren Verlauf des 2. und 3. Quartals anstehenden Konjunkturabkühlung ergibt sich Korrekturpotential bis etwa 3,50%. Mit der anziehenden Konjunktur hin zum Jahresende 2010 ist ein Renditeanstieg auf erneut 3,80% - 4,00% wahrscheinlich.

Index	Tiefststände	Höchststände
10JÄHRIGE BUND-RENDITE	3,10%	4,00%

Verfaßt von: **Financial Markets**

Folker Hellmeyer,

0421 332 2690 folker.hellmeyer@bremerlandesbank.de

WICHTIGE HINWEISE

Dieses Informationsschreiben ist erstellt worden von der Bremer Landesbank („Bank“). Die Bremer Landesbank untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Eine Überprüfung oder Billigung dieses Informationsschreibens oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Dieses Informationsschreiben richtet sich ausschließlich an in der Bundesrepublik Deutschland ansässige Kunden der Bank und der Sparkassen des Finanzverbundes. Zudem dient dieses Informationsschreiben allein Informationszwecken und stellt insbesondere kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung irgendeines Anlagetitels dar.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, können wir keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in dem vorstehenden Informationsschreiben geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile unseres Hauses dar, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit keinerlei Gewähr übernommen werden kann.

Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Informationsschreibens. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden. Dementsprechend ist eine Änderung unserer Meinung jederzeit möglich, ohne daß diese notwendig publiziert werden wird. Die Bewertung einzelner Finanzinstrumente aufgrund historischer Entwicklung läßt sich nicht zwingend auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Vielmehr können etwa Fremdwährungskurse oder ähnliche Faktoren negative Auswirkungen auf den Wert von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten haben. Soweit im Rahmen dieses Informationsschreibens Preis-, Kurs- oder Renditeangaben oder ähnliche Informationen in einer anderen Währung als Euro angegeben sind, weisen wir hiermit ausdrücklich darauf hin, daß die Rendite einzelner Finanzinstrumente aufgrund von Währungskursschwankungen steigen oder fallen kann.

Da wir nicht überprüfen können, ob einzelne Aussagen sich mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und –zielen decken, haben unsere Empfehlungen nur einen unverbindlichen Charakter und stellen insbesondere keine Anlageberatung oder Rechts- oder Steuerberatung dar.

Ferner stellt dieses Informationsschreiben keine Finanzanalyse dar, sondern eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Werbemitteilung im Sinne des § 31 Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes in seiner ab dem 01.11.2007 geltenden Fassung. Aus diesem Grund ist diese Auswertung nicht unter Berücksichtigung aller besonderen gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen erstellt worden. Ebenso wenig unterliegt diese Auswertung dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung, wie dies für Finanzanalysen gilt. Soweit Sie weitergehende Informationen oder eine anleger- und objektgerechte Beratung wünschen, empfehlen wir Ihnen, eine/n unserer Anlageberater/ -innen aufzusuchen.

Weder die BREMER LANDESBANK noch ihre Angestellten übernehmen eine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Verluste aufgrund einer Nutzung der in diesem Informationsschreiben enthaltenen Aussagen oder Inhalte.

Die Weitergabe dieses Informationsschreibens an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieses Informationsschreibens ist nur mit unserer vorherigen, schriftlichen Genehmigung zulässig.