



Kapitalmarktperspektiven

Februar 2012





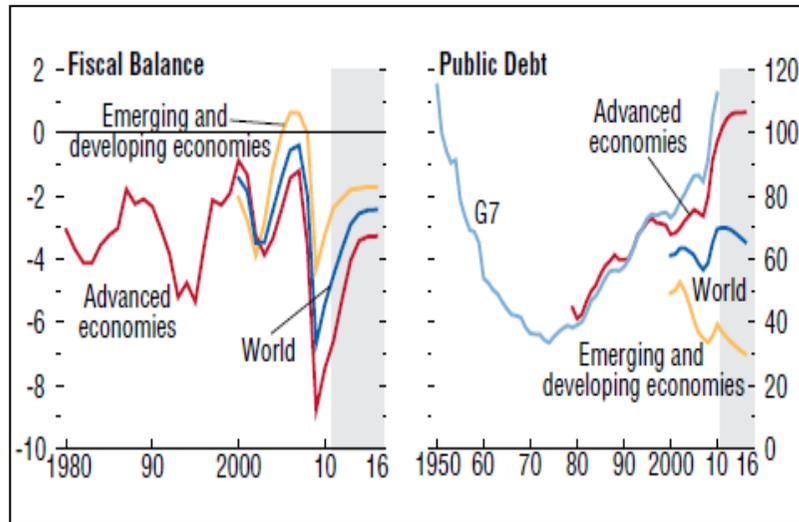
Quelle: Bloomberg

KURZÜBERBLICK: Annahmen und Perspektiven	4
1 KONJUNKTUR INTERNATIONAL	5 - 17
1.1 Schuldenkrise: Staatsschuldenkrise bedroht die Finanzstabilität	6 - 9
1.2 Weltwirtschaft: Globales Wachstum schwächt sich 2012 auf rund 3% ab	10 - 11
1.3 Schwellenländer: Schwächeres Wachstum, Inflation fast am Höhepunkt	12 - 14
1.4 Welthandel: Geringere Wachstumsraten, Frachtraten schwächen sich ab	15 - 16
1.5 Rohstoffe: Preisdruck lässt etwas nach	17
2 KONJUNKTURPERSPEKTIVEN USA, JAPAN, EUROPA	18 - 33
2.1 USA: Erholung bei den Frühindikatoren	19 - 22
2.2 Japan: Konjunkturelle Erholung nach der Katastrophe vor dem Ende	23
2.3 Deutschland: Keine „Goldene Dekade“, Wachstum 2012 bei etwa 0,2% erwartet	24 - 28
2.4 Euroland: Geringe Wettbewerbsfähigkeit und Rezession in der Peripherie	29 - 33
3 RENTENMÄRKTE	34 - 41
3.1 Geldpolitik: Weitere Zinssenkungen der EZB, Fed bleibt bis 2014 beim Nullzins	35 - 36
3.2 Kapitalmarktrenditen: Anhaltende Niedrigzinsphase erwartet, Überblick über Staatsanleihen	37 - 40
3.3 Unternehmensanleihen: High-Yield-Corporates erholen sich, High-Yield-Governments halten sich gut	41
4 WÄHRUNGEN	42 - 45
4.1 EUR/USD: Euro bleibt wegen der Schuldenkrise unter Druck	43
4.2 EUR/GBP: Schwächephase des Pfund setzt sich fort	44
4.3 EUR/CHF: Test der SNB-Obergrenze möglich	45
5 AKTIENMÄRKTE	46 - 59
5.1 Marktüberblick	47
5.2 Gewinnschätzungen und Aktienmarktbewertungen für Märkte	48 - 51
5.3 Einflussfaktoren für Sektorgewinne	52 - 53
5.4 Gewinnrevisionstrends internationaler Aktienmärkte	54 - 56
5.5 Schwellenländeraktienmärkte: Gewinnerwartungen und Bewertung	57
5.6 Marktstimmungsindikatoren: Noch kein übermäßiger Optimismus	58
5.7 Asset-Allocation-Modell: Untergewichtung der Aktienquote empfohlen	59
6 COMMITMENTS OF TRADERS Überblick über spekulative Positionen an US-Börsen	60 - 62

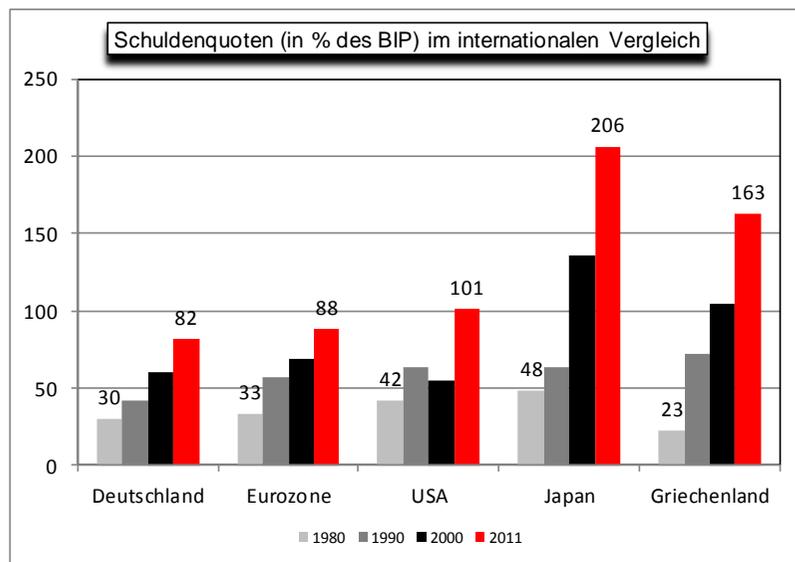
- Die konjunkturelle Dynamik der **Weltwirtschaft** hat sich zwar **abgeschwächt**, doch haben sich viele Frühindikatoren – vor allem in den USA und Deutschland – zuletzt wieder verbessert. Ein scharfer konjunktureller Einbruch und eine **globale Rezession** sind somit für das Jahr 2012 **unwahrscheinlich**. Dennoch besteht die Gefahr, dass sich die Schuldenkrise wieder intensiviert und negative Rückkopplungseffekte von den Finanzmärkten auf die Realwirtschaft auftreten. Der Internationale Währungsfonds hat deshalb seine Prognose für das globale Wirtschaftswachstum im Jahr 2012 von bislang 4,0% auf 3,3% nach unten revidiert. Besonders skeptisch ist der IWF für die Länder der Eurozone, für die in diesem Jahr eine Rezession zu erwarten ist.
- In vielen Schwellenländern haben die Notenbanken damit begonnen, die Zinsen zu senken. Hinzu kommt, dass auch die Notenbanken in den USA, Großbritannien, Japan und in der Eurozone mit Hilfe von unkonventionellen Maßnahmen eine **äußerst expansive Geldpolitik** betreiben. Dies hat dazu beigetragen, die Schuldenkrise etwas in den Hintergrund zu drängen. In der Eurozone setzen Politik und EZB alles daran, den Bestand der Währungsunion sicherzustellen. Ein Ausscheiden einzelner Länder aus der Währungsunion ist gleichwohl nicht undenkbar.
- Die **EZB** hat den Leitzins im vergangenen Jahr zunächst um 50 Basispunkte erhöht, nur um ihn später aufgrund der sich abschwächenden Konjunktur wieder auf 1,0% zu senken. **Weitere Zinssenkungen** – ebenso wie ein weiterer Langfristtender - werden schon bald folgen, da die Inflationsrate im Jahresverlauf wieder unter die 2%-Marke fällt. In den USA hat die **Fed** angekündigt, die **Leitzinsen** aufgrund der immer noch hohen Arbeitslosigkeit und der schwachen Konjunktur wohl bis **Ende 2014 unverändert** zu belassen. Darüber hinaus sind weitere unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen im Jahresverlauf wahrscheinlich.
- Die **Renditen** für Bundesanleihen und US-Treasuries sind aufgrund schwächerer Konjunkturdaten und der Zuspitzung der europäischen Schuldenkrise stark **gesunken**. Da die Unsicherheiten zunächst weiter anhalten, bleiben Bundesanleihen als sicherer Hafen gesucht. Insofern ist davon auszugehen, dass die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen auf einem äußerst niedrigen Niveau bleiben wird. Erst wenn es zu einer längerfristigen und tragfähigen Lösung in der Schuldenkrise kommt, ist mit einem leichten Renditeanstieg zu rechnen.
- Der **Euro** hat sich gegenüber dem US-Dollar zuletzt wieder erholt, weil man hofft, dass es den europäischen Politikern doch gelingen wird, die Schuldenkrise zu lösen. Angesichts weiterer Zinssenkungen der EZB in naher Zukunft, dürfte diese Tendenz aber nicht anhalten, so dass sich der Wechselkurs in den kommenden Monaten Richtung 1,25 EUR/USD bewegen dürfte.
- Bessere Konjunkturdaten haben dazu geführt, dass die Aktienmärkte mit Schwung in das neue Jahr gestartet sind. Angesichts der nachlassenden wirtschaftlichen Dynamik sind die **Gewinnerwartungen** für das Jahr 2012 zwar immer noch **ambitioniert**, sollte es 2012 jedoch zu keiner Rezession kommen und sich die Wirtschaft stabilisieren, könnten die Kurse in den kommenden Monaten zunächst weiter anziehen. Dennoch hängt die ungelöste Schuldenkrise wie ein Damoklesschwert über der weiteren Aktienmarktentwicklung.
- Da sich viele Frühindikatoren zuletzt weiter verbessert haben, empfiehlt unser **Asset-Allocation-Modell** derzeit, Aktien gegenüber Renten neutral zu gewichten.



1 KONJUNKTUR INTERNATIONAL

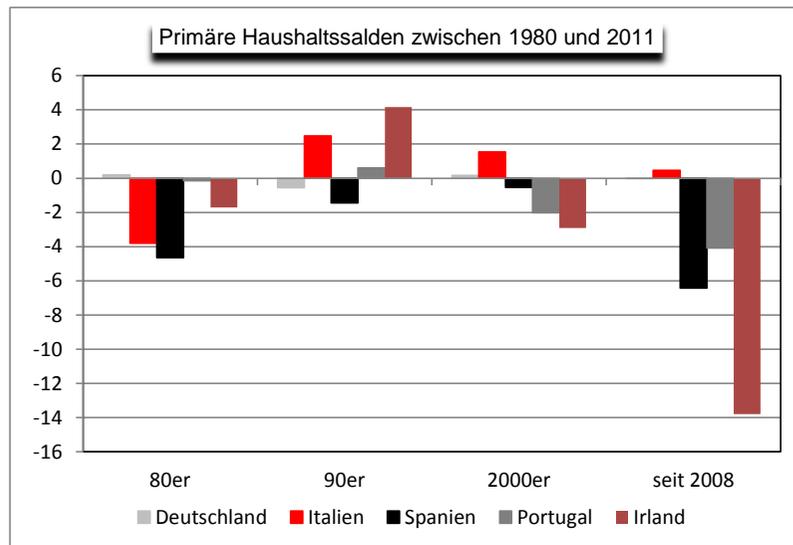


Quelle: IWF, World Economic Outlook, September 2011

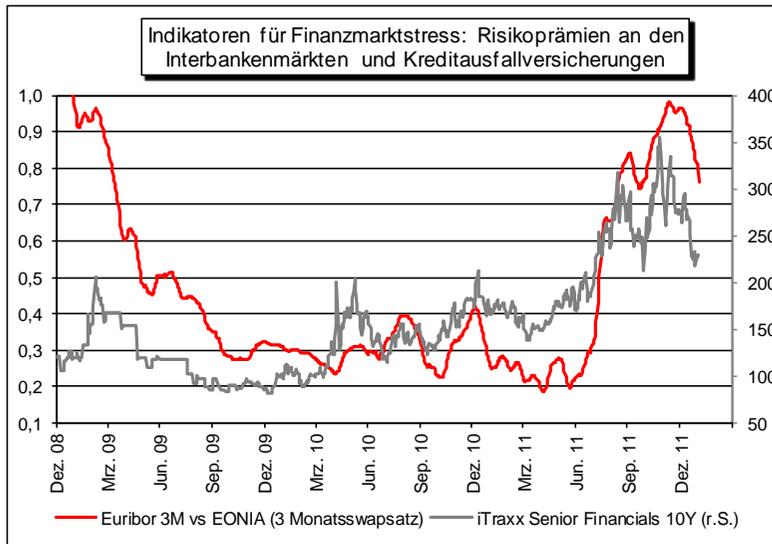


- Die Rettung des Finanzsystems in den Jahren 2008 und 2009 hat besonders in den Industrieländern zu einer deutlichen Zunahme der Staatsverschuldung geführt. Dies hat Zweifel an der Bonität staatlicher Schuldner deutlich zunehmen lassen. Insbesondere bei einigen südeuropäischen Ländern gehen die Anleger davon aus, dass die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls oder einer Schuldenrestrukturierung unter Beteiligung der Gläubiger deutlich zugenommen hat.
- Die Rating-Agenturen haben im vergangenen Jahr insbesondere Griechenland, Irland und Portugal heruntergestuft. Anfang Januar hat Standard & Poor's die Bonitätsnoten von neun Euroländern herabgestuft, darunter Frankreich und Österreich, die ihr AAA-Rating verloren haben. Deutschland ist das einzige europäische Land, das bei allen drei großen Ratingagenturen ein AAA und einen stabilen Ausblick aufweist.
- Die Regierungen in den Industrieländern betreiben seit fast 40 Jahren ein ununterbrochenes „deficit spending“. Bei einem durchschnittlichen Haushaltsdefizit von 4% und dem Ziel einer stabilen Schuldenquote von 60% würde man jedoch ein nominales Wirtschaftswachstum von 6,7% p.a. benötigen.
- Um die Schuldenquoten in den nächsten Jahren deutlich zu reduzieren, müssten fast alle Industrieländer erhebliche Milliardenbeträge einsparen.

Welche Schuldenquote ergibt sich bei einer bestimmten Kombination aus Wachstum, Inflation und Defizit?			
reales Wachstum	Inflation	Budgetdefizit	Schuldenquote
1%	1%	2,4%	120%
1%	2%	3,6%	120%
2%	2%	4,8%	120%
2%	4%	7,2%	120%
1%	1%	2,0%	100%
1%	2%	3,0%	100%
2%	2%	4,0%	100%
2%	4%	6,0%	100%
1%	1%	1,6%	80%
1%	2%	2,4%	80%
2%	2%	3,2%	80%
2%	4%	4,8%	80%
1%	1%	1,2%	60%
1%	2%	1,8%	60%
2%	2%	2,4%	60%
2%	4%	3,6%	60%



- Die Höhe der Staatsschulden wird vom Zinsniveau, dem (nominalen) Wirtschaftswachstum und dem Haushaltsdefizit beeinflusst. Alle drei Variablen stehen in direktem Zusammenhang! So bestimmt das Verhältnis von Haushaltsdefizit und Wachstum die Schuldenquote. Zur Erfüllung der Maastricht-Kriterien (HH-Defizit: 3%, Schuldenquote: 60%) ist ein nominales Wirtschaftswachstum von 5% erforderlich!
- Das Haushaltsdefizit eines Staates hängt seinerseits vom Zinsniveau und dem nominalen Wachstum ab. Sind die Zinsen höher als das Wachstum, steigt die Schuldenquote normalerweise an. Dies kann nur verhindert werden, wenn der Staat einen Primärüberschuss im Staatshaushalt erzielt, seine Einnahmen also die Ausgaben unter Ausklammerung der Zinszahlungen übersteigen.
- Beispiel: Italien hat ein nominales BIP von 1.500 Mrd € und Schulden von 1.800 Mrd €, also eine Schuldenquote von 120%. Bei einem Wachstum von 3% (2% real + 1% Inflation) kann sich Italien ein Haushaltsdefizit von 3,6% leisten, um seine Schuldenquote stabil zu halten. Soll die Schuldenquote auf 60% sinken, muss das HH-Defizit auf 1,8% halbiert werden. Bei einem Zinssatz von 4% zahlt Italien jedes Jahr 72 Mrd € Zinsen, also 4,8% des BIPs. Damit das HH-Defizit 3,6% nicht überschreitet, benötigt Italien also einen Primärüberschuss von 1,2%. Bei einem Zins von 6% ist sogar ein Primärüberschuss von 3,5% notwendig.

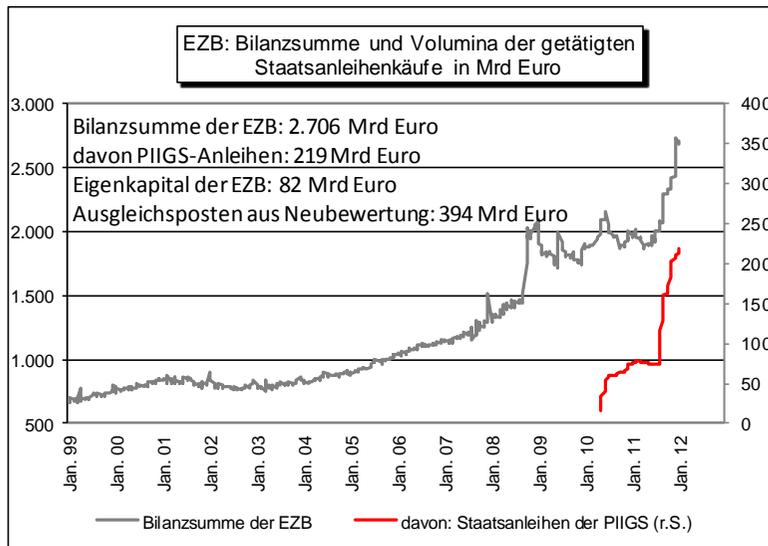
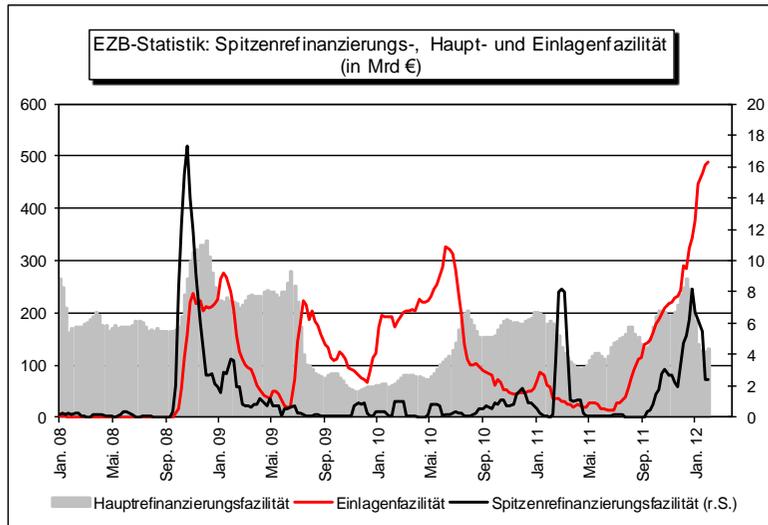


- Die Staatsschuldenkrise begann im Frühjahr 2010 mit dem ersten Rettungsprogramm für Griechenland und hat sich zunächst in höheren Kreditausfallversicherungsprämien für Staatsanleihen der Länder der europäischen Peripherie bemerkbar gemacht. Mittlerweile hat die Krise aber auch andere Marktsegmente erfasst.
- So signalisiert der iTraxx Crossover-Index für europäische Unternehmen, die kein Investmentgrade-Rating haben, eine zunehmende Risikoaversion der Marktteilnehmer. Die Risikoaufschläge für diesen Index befinden sich aber noch unterhalb der Niveaus, die während der Finanzkrise 2008/2009 erreicht wurden. Dagegen sind die CDS-Prämien für europäische Finanzinstitute zwischenzeitlich auf einen neuen Rekordwert angestiegen. Auch die Differenz zwischen dem Dreimonatseuribor und dem Dreimonatsswapsatz für EONIA signalisiert ein hohes Misstrauen unter den europäischen Banken.

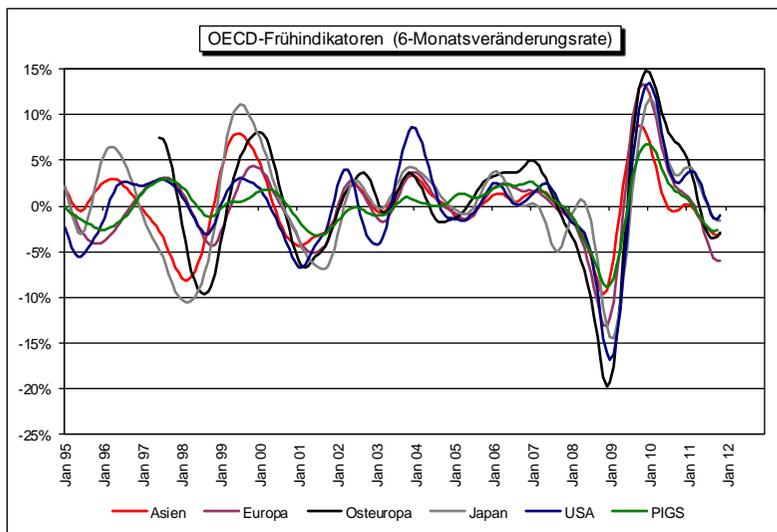
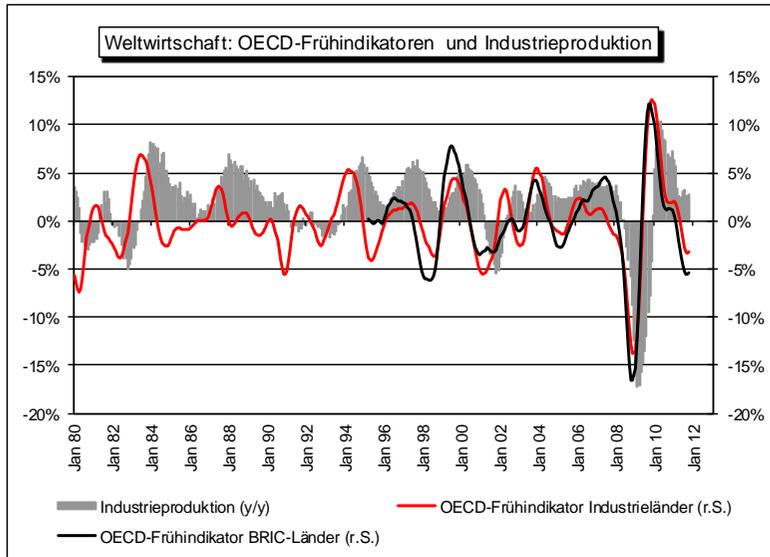
Bilanzielle Forderungen deutscher Banken und Versicherungen gegenüber ausgewählten Ländern in Mrd Euro (Stand Juni 2011)

Land	Kreditnehmer									
	Öffentliche Haushalte		Banken und Geldmarktfonds		Sonstiger Finanzsektor		Unternehmen/ Privatpersonen		Gesamt	
	Banken	Versicherer	Banken	Versicherer	Banken	Versicherer	Banken	Versicherer	Banken	Versicherer
Belgien	8,6	4,1	15,5	24,0	1,7	0,1	6,4	0,4	32,3	28,7
Frankreich	23,7	7,9	49,8	20,2	7,8	6,2	33,4	2,7	114,7	37,0
Griechenland	17,5	2,1	0,7	0,0	0,5	0,0	9,2	0,0	27,8	2,1
Irland	5,9	2,9	4,0	1,0	26,5	3,5	5,6	0,1	42,0	7,3
Italien	42,2	9,0	54,4	29,4	5,0	1,1	16,1	0,7	117,7	40,3
Portugal	6,2	2,1	7,3	0,6	1,2	0,2	6,2	0,2	20,9	3,1
Spanien	22,6	5,7	47,4	9,1	20,2	3,2	29,2	0,3	119,5	18,3
USA	80,0	4,8	26,3	4,1	169,5	7,1	107,4	1,4	383,1	17,4

Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2011



- Der Beginn der Finanzkrise wurde in den Jahren 2007 und 2008 durch den US-Immobilienmarkt ausgelöst und war eine Bankenkrise. Banken hatten verbrieft US-Hypothekenkredite in ihren Bilanzen, die aufgrund der fallenden Immobilienpreise in den USA deutlich an Wert verloren. Die Folge war eine Vertrauenskrise in den gesamten Bankensektor, weil viele Finanzinstitute erhebliche Abschreibungen vornehmen mussten. Die Schieflage vieler Banken erforderte das Eingreifen der Staaten, die diese Banken rekapitalisieren mussten.
- Die Fortsetzung der Finanzkrise im Jahr 2011 ist dagegen eine Staatsschuldenkrise. Aufgrund der hohen Staatsverschuldung und eines zunehmenden Misstrauens in die Politik, die Staatsfinanzen zu konsolidieren, ist es zu einer neuen Vertrauenskrise gekommen, von der primär die Staaten betroffen sind. Da aber Banken (und Versicherungen) die Hauptgläubiger der Staaten sind, sind erneut auch Finanzinstitute von der Vertrauenskrise betroffen.
- Während die Banken durch den Staat gerettet wurden, stellt sich die Frage, wer diesmal die Staaten retten kann. Eine Idee ist, dass Notenbanken zu Staatsfinanzierern werden. Auch die EZB hat bereits begonnen – wenn auch in geringerem Umfang als die US-Notenbank, die Bank of England oder die Bank of Japan – Staatsanleihen aufzukaufen. Führt die Monetisierung der Staatsschulden zu einer wachsenden Geldmenge droht Inflation.



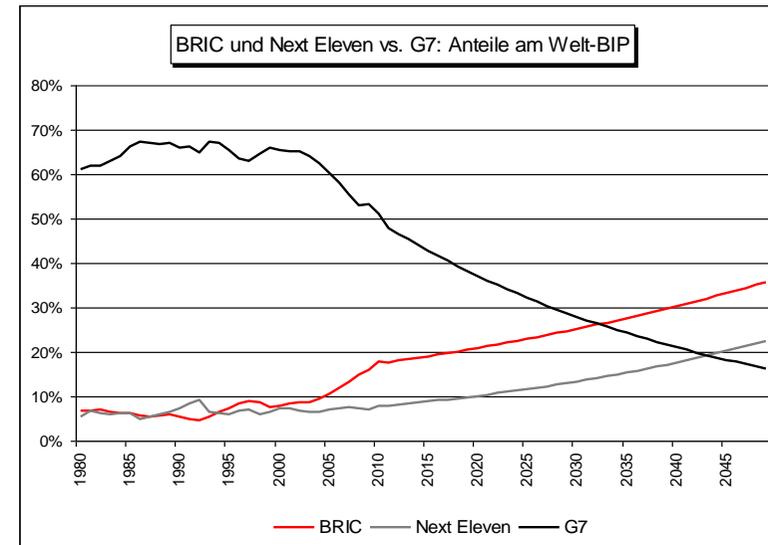
- Vor allem die OECD-Frühindikatoren haben sich bei der Prognose von Wendepunkten im Konjunkturzyklus in den vergangenen Jahren durch eine hohe Treffsicherheit ausgezeichnet.
- Seit dem Jahr 2008 ist eine sehr synchrone wirtschaftliche Entwicklung in den verschiedenen Regionen der Welt feststellbar. Damit kommt es zu sich selbst verstärkenden konjunkturellen Effekten, die im Aufschwung positiv und im Abschwung negativ wirken. Wenn sich diese Entwicklung fortsetzt, könnte es in Zukunft zu kürzeren und volatileren Konjunkturzyklen kommen.
- Für 2012 geht der IWF von einer schwächeren Konjunkturerentwicklung und einem globalen Wachstum von 3,3% aus. Zuletzt hat sich die Fallgeschwindigkeit der OECD-Frühindikatoren aber verlangsamt, so dass ein konjunktureller Wendepunkt näher rücken könnte.
- Die größten Risiken für die Weltwirtschaft: 1. Eskalation der Schuldenkrise in Europa, 2. Liquiditäts- und Bonitätskrise bei europäischen Banken, 3. deutliche Konjunkturabschwächung in den Schwellenländern, 4. starker Renditeanstieg an den Rentenmärkten.

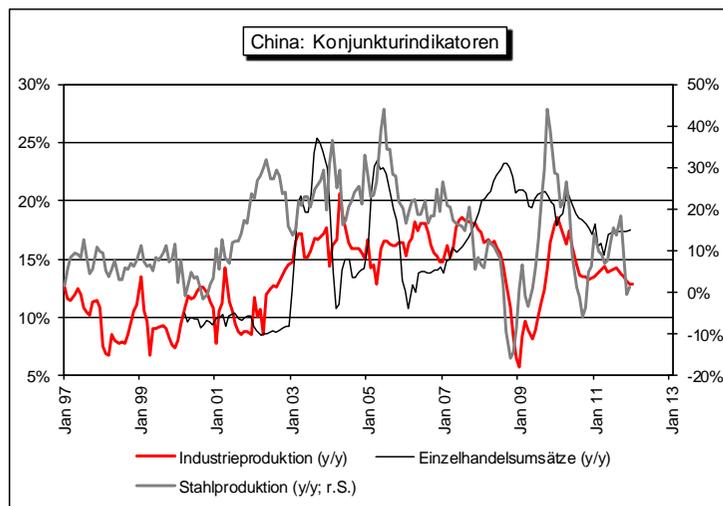
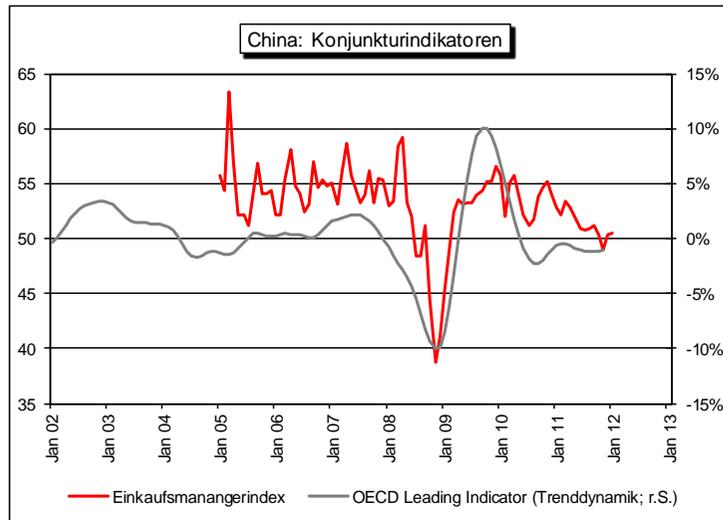


	2009	2010	2011	2012	2013	Anteil am Welt-BIP	Anteil an der Weltbevölkerung
Welt insgesamt	-0,7	5,2	3,8	3,3	3,9		
Industrielländer	-3,7	3,2	1,6	1,2	1,9	52,1	15,0
USA	-3,5	3,0	1,8	1,8	2,2	19,5	4,6
Japan	-6,3	4,4	-0,9	1,7	1,6	5,8	1,9
Euroland	-4,3	1,9	1,6	-0,5	0,8	14,6	4,8
Deutschland	-5,1	3,6	3,0	0,3	1,5	4,0	1,2
Frankreich	-2,6	1,4	1,6	0,2	1,0	2,9	0,9
Italien	-5,2	1,5	0,4	-2,2	-0,6	2,4	0,9
Spanien	-3,7	-0,1	0,7	-1,7	-0,3	1,8	0,7
Großbritannien	-4,9	2,1	0,9	0,6	2,0	2,9	0,9
Kanada	-2,8	3,2	2,3	1,7	2,0	1,8	0,5
Andere Industrieländer	-1,1	5,8	3,3	2,6	3,4	7,5	2,3
Afrika	2,8	5,3	4,9	5,5	5,3	2,4	11,7
Osteuropa (CEE)	-3,6	4,5	5,1	1,1	2,4	3,5	2,6
Russland	-7,8	4,0	4,1	3,3	3,5	3,0	2,1
Asien	7,2	9,5	7,9	7,3	7,8	24,1	52,2
China	9,2	10,4	9,2	8,2	8,8	13,6	19,7
Indien	6,8	9,9	7,4	7,0	7,3	5,5	17,5
ASEAN-5	1,7	6,9	4,8	5,2	5,6	3,9	1,2
Mittlerer Osten	2,6	4,3	3,1	3,2	3,6	5,0	6,0
Lateinamerika	-1,7	6,1	4,6	3,6	3,9	8,6	8,3
Brasilien	-0,6	7,5	2,9	3,0	3,6	2,9	2,8
Welthandel	-10,9	12,7	6,9	3,8	5,4		

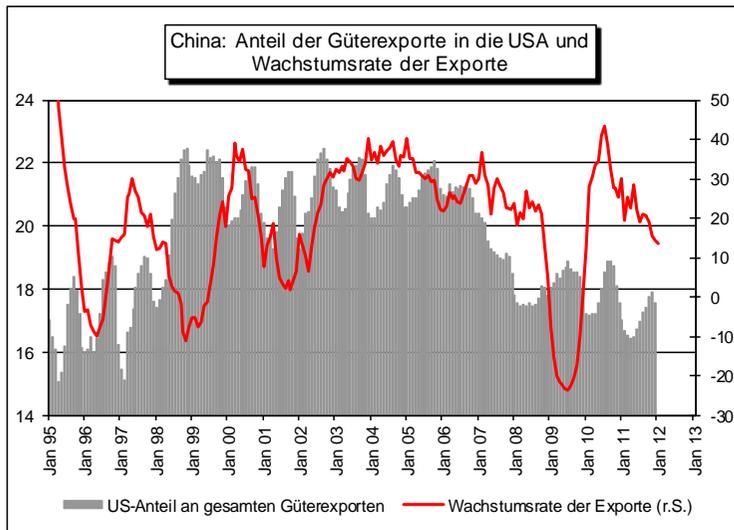
- Die Schwellenländer haben mittlerweile einen Anteil von fast 50% am aggregierten Weltsozialprodukt (basierend auf dem jeweiligen nationalen BIP zu Kaufkraftparitäten). Allein die BRIC-Länder kommen nach dieser Berechnungsmethode auf einen Anteil an der Weltwirtschaft von fast 25% – mehr als die USA (20%) und Europa (15%). Legt man das BIP in USD zugrunde, hat China mit einem BIP von 5,6 Bio USD (2010) einen Anteil von 9%, während Indien, Russland und Brasilien mit einem BIP von gut 1,5-2 Bio USD auf einen Anteil von jeweils etwa 3% an der Weltwirtschaft kommen.
- In den nächsten 20 Jahren könnten die BRIC-Länder die G7 als größte und wichtigste Wirtschaftsregion ablösen. Auch die Next-Eleven-Länder haben ein enormes Wachstumspotenzial.

Rang	Land	Bruttoinlandsprodukt (BIP) nominal in Mrd. US-Dollar (2010)
	Welt	62.379
	EU-16	12.164
1	USA	14.527
2	China	5.878
3	Japan	5.460
4	Deutschland	3.317
5	Frankreich	2.563
6	Großbritannien	2.250
7	Italien	2.052
8	Brasilien	2.088
9	Indien	1.729
10	Russland	1.479
11	Kanada	1.577
12	Spanien	1.410

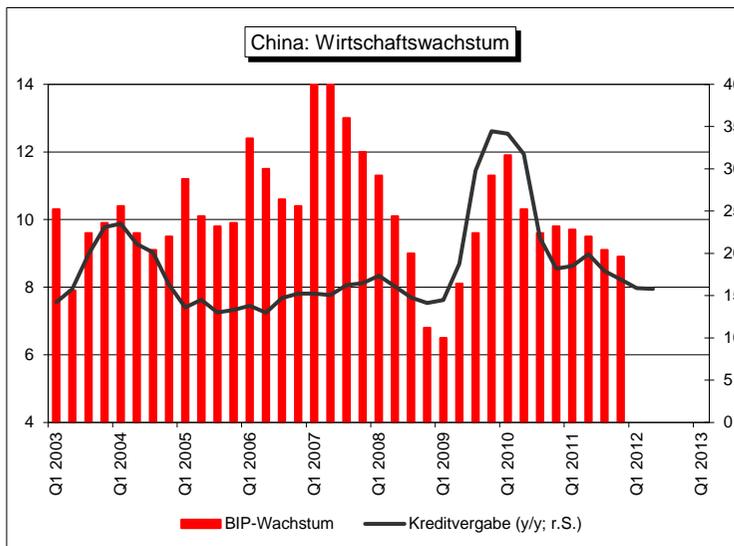


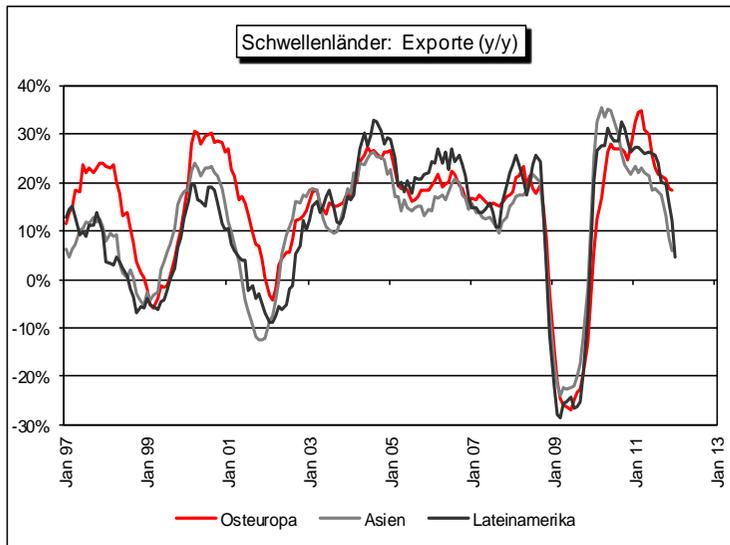


- In China haben sich wichtige Frühindikatoren in den vergangenen Monaten abgeschwächt. So signalisieren sowohl der OECD-Frühindikator als auch der Einkaufsmanagerindex, dass die wirtschaftliche Dynamik in den kommenden Monaten schwächer ausfallen wird.
- Ein „hard landing“ der chinesischen Wirtschaft ist aber unwahrscheinlich. Denn die Regierung und die Notenbank haben in den vergangenen Jahren gezeigt, dass sie in der Lage sind, die Wirtschaft sowohl rechtzeitig zu stützen als auch Überhitzungstendenzen rechtzeitig entgegenzuwirken. Die wirtschaftspolitischen Spielräume sind groß genug, um im Falle einer wirtschaftlichen Abschwächung entschlossen einzugreifen. So verfügt China über die global größten Währungsreserven in Höhe von gut 3 Billionen US-Dollar.
- Die Inflationsrate ist im ersten Halbjahr 2011 stark angestiegen, da sich vor allem Nahrungsmittel erheblich verteuert haben. Oberstes Ziel der chinesischen Regierung war es, den Preisauftrieb einzudämmen, weshalb die Notenbank eine restriktivere Geldpolitik verfolgte. Da sich die Inflationsrate zuletzt deutlich verringert hat, könnte die Geldpolitik in den kommenden Monaten wieder expansiver ausgerichtet werden. Allerdings wird die Notenbank aus Furcht vor einer Überhitzung des Immobilienmarktes zunächst die Mindestreservesätze senken bevor der Leitzins explizit herabgesetzt wird.

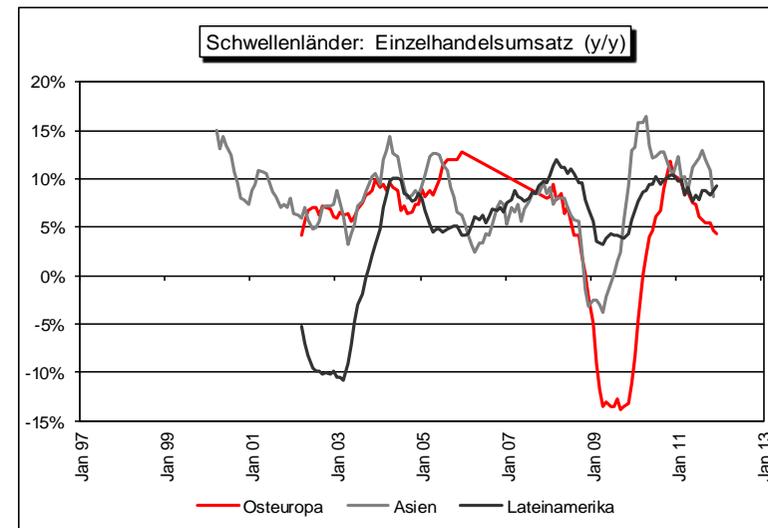
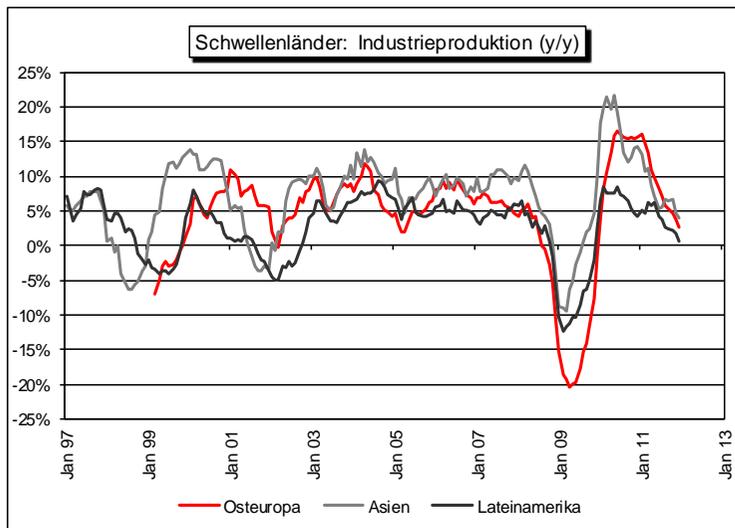


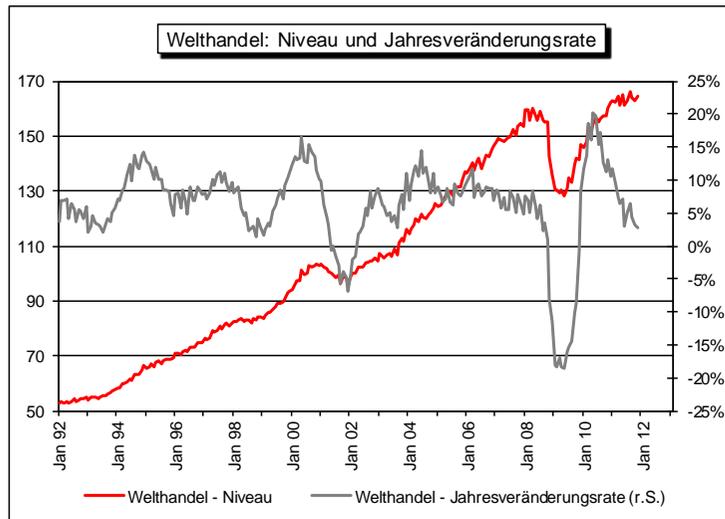
- Der wichtigste Pfeiler des chinesischen Wirtschaftswachstums der vergangenen Jahre waren die Exporte. Ein Großteil der chinesischen Güter geht in die USA, nämlich rund 18% aller Ausfuhren, während gut 21% der Exporte nach Europa und fast 47% in die asiatischen Nachbarländer gehen. Die Wachstumsrate der Exporte hat sich zuletzt abgeschwächt.
- Die Kreditvergabe wurde während der Wirtschaftskrise 2009 massiv ausgeweitet. Dies hat unter anderem dazu geführt, dass die Immobilienpreise besonders in den Metropolen stark angestiegen sind. Folgt man aber den offiziellen Statistiken, dann hat sich dieser Trend wieder abgeschwächt. Im Laufe des Jahres 2011 ist das Kreditwachstum kontinuierlich zurückgegangen.



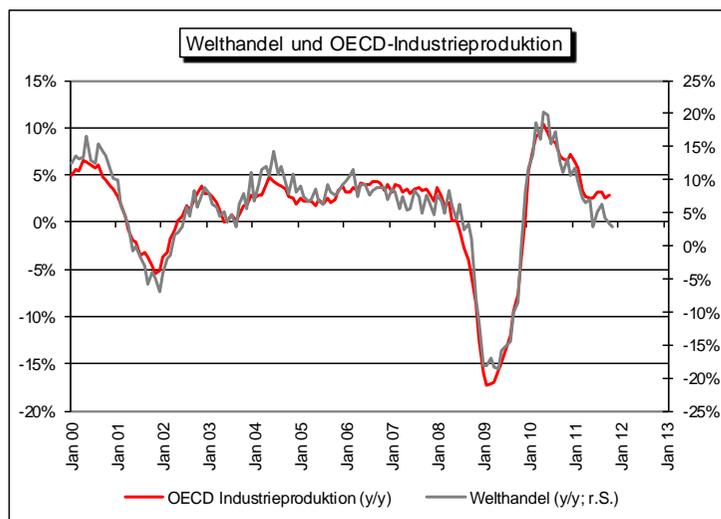


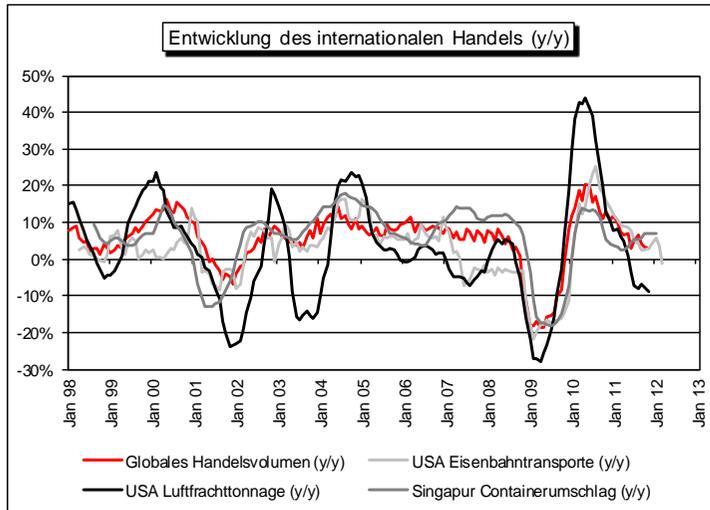
- In fast allen Schwellenländern hat sich das Wachstum wichtiger makroökonomischer Zeitreihen deutlich abgeschwächt. So wachsen sowohl die Exporte als auch die Industrieproduktion kaum noch. Dies liegt zum einen an Basiseffekten, zum anderen an den nachlassenden Impulsen von Seiten der Geld- und Fiskalpolitik. Da der Inflationshöhepunkt aber fast erreicht sein dürfte, haben viele Notenbanken schon damit begonnen, ihre Geldpolitik wieder zu lockern.



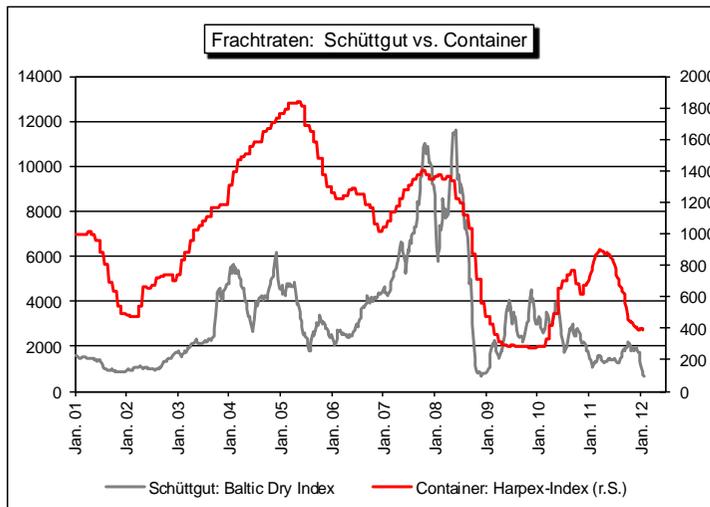


- Seit dem Sommer 2009 hat sich der globale Handel dank der schnellen wirtschaftlichen Erholung in den Schwellenländern wieder erholt. Das Volumen des Welthandels liegt mittlerweile über dem alten Rekordwert vom Frühjahr 2008.
- Die Natur- und Atomkatastrophe, die sich im März in Japan ereignet hat, hinterlässt auch beim Welthandel Spuren: So ist das Handelsvolumen seit dem Frühjahr kaum vom Fleck gekommen.
- 2011 hat der Welthandel um etwa 6% zugenommen. Für die kommenden Monate zeichnet sich bislang keine Erholung ab, so dass das Wachstum 2012 nur bei etwa 4% liegen könnte.



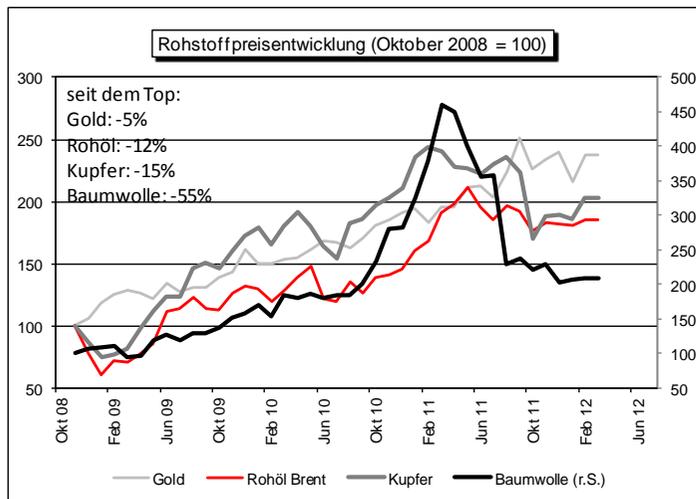
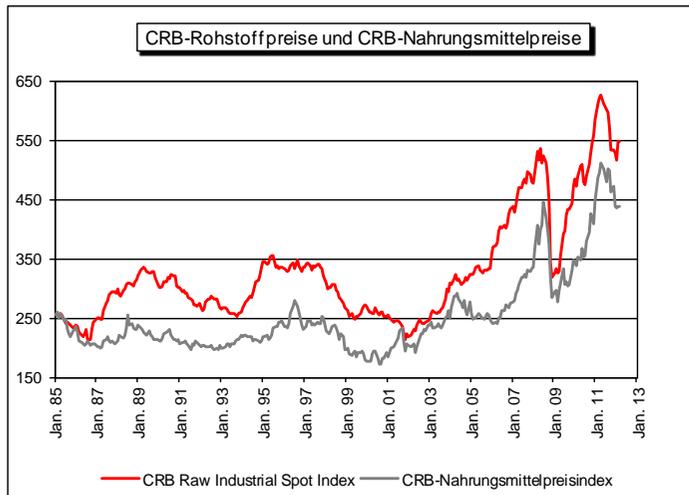


- Für die Schifffahrt ist davon auszugehen, dass der Zuwachs der globalen Handelsflotte zu anhaltendem Preisdruck führen wird, weil die Handelsvolumina weniger stark zunehmen als der zur Verfügung stehende Frachtraum.
- Der Baltic Dry Index hat sich in den ersten Wochen des Jahres 2012 mehr als halbiert. Neben einem Überangebot an Frachtschiffen könnte auch das chinesische Neujahrsfest hierbei eine Rolle spielen, weil in dieser Zeit in China der Handel fast zum Erliegen kommt. Die Frachtraten von Containerschiffen sind dagegen zuletzt nur leicht gesunken.



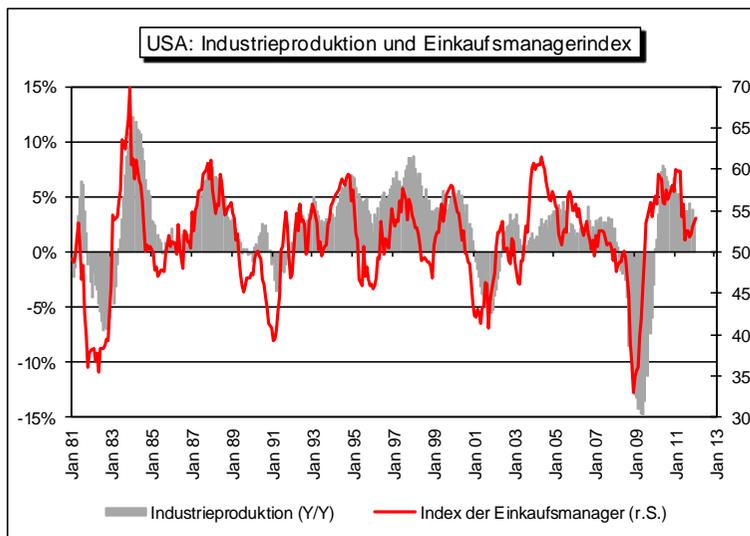
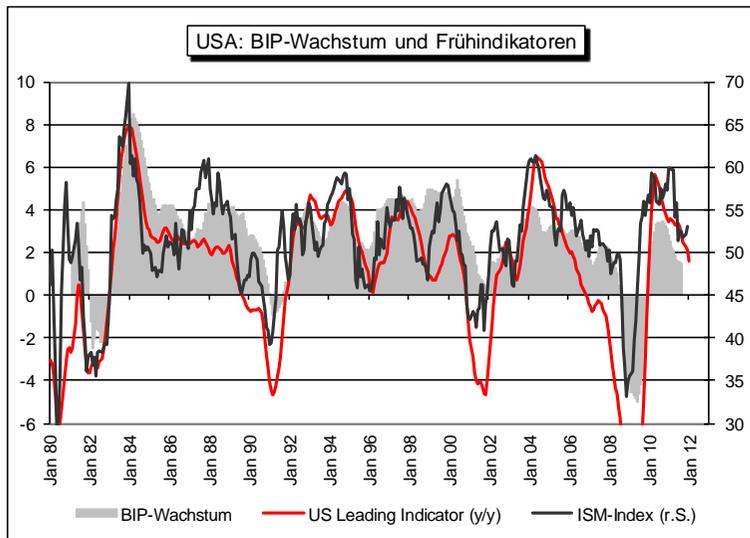
Rohstoffmärkte	Veränderung zum				
	02.02.2012	26.01.2012	30.12.2011	01.11.2011	30.12.2011
CRB Index	589,21	-0,9%	4,7%	-1,2%	4,7%
MG Base Metal Index	383,13	-1,7%	14,6%	9,4%	14,6%
Rohöl Brent	111,95	1,9%	4,0%	2,5%	4,0%
Gold	1751,99	1,5%	11,3%	2,9%	11,3%
Silber	33,80	1,3%	19,9%	2,5%	19,9%
Aluminium	2228,50	-0,7%	11,7%	6,8%	11,7%
Kupfer	8418,25	-1,9%	10,9%	9,1%	10,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	662,00	-12,1%	-61,9%	-65,4%	-61,9%

Stand: 02.02.2012 09:49

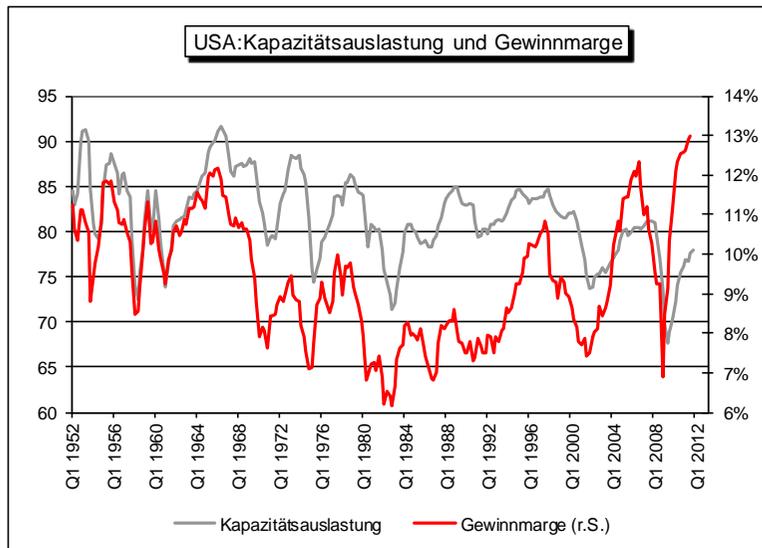


- Dank der Erholung vieler Frühindikatoren und besserer Konjunkturdaten aus vielen Schwellenländern, haben sich die Rohstoffpreise seit dem Frühjahr 2009 deutlich erholen können. Aber nicht nur die hohe Nachfrage aus den Schwellenländern hat die Rohstoffmärkte in den letzten Jahren geprägt, sondern auch der (spekulative) Einfluss der Finanzmärkte.
- Auch langfristig ist mit weiteren Preiszuwächsen zu rechnen. Grund dafür ist die zunehmende Industrialisierung der Schwellenländer, die zu einer stärkeren Nachfrage führt. Um den wachsenden Bedarf zu decken, ist bei vielen Rohstoffen ein Ausbau der Produktionskapazitäten notwendig, der wiederum mit höheren Förderkosten verbunden sein wird.
- Politische Unruhen in Nordafrika und dem Nahen Osten waren Anfang 2011 für den deutlichen Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise verantwortlich. Da sich das globale Wachstum 2012 verlangsamt und die Unternehmen damit weniger Preisüberwälzungsspielräume haben werden, sollten die Rohstoffpreise etwas nachgeben. Die große Unbekannte ist dabei in erster Linie der Ölpreis, denn wenn es zu einem Konflikt zwischen den USA und dem Iran kommen sollte, könnte sich der Ölpreis wieder deutlich verteuern.

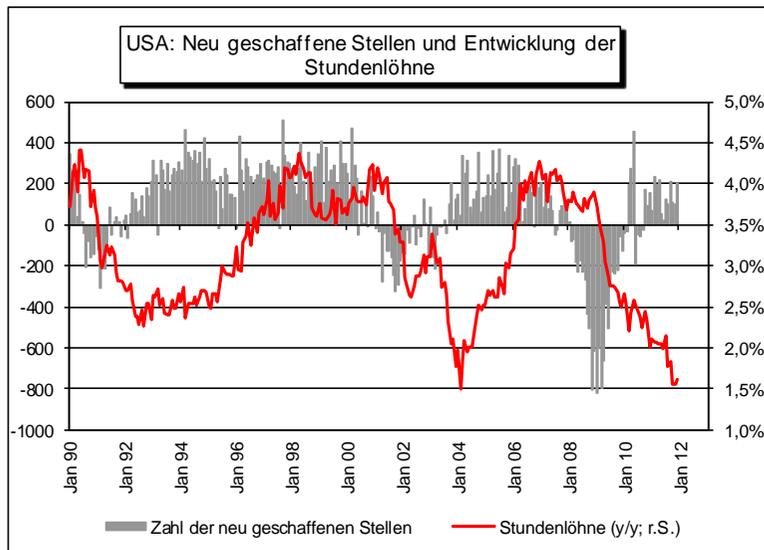
2 KONJUNKTURPERSPEKTIVEN USA, JAPAN, EUROLAND

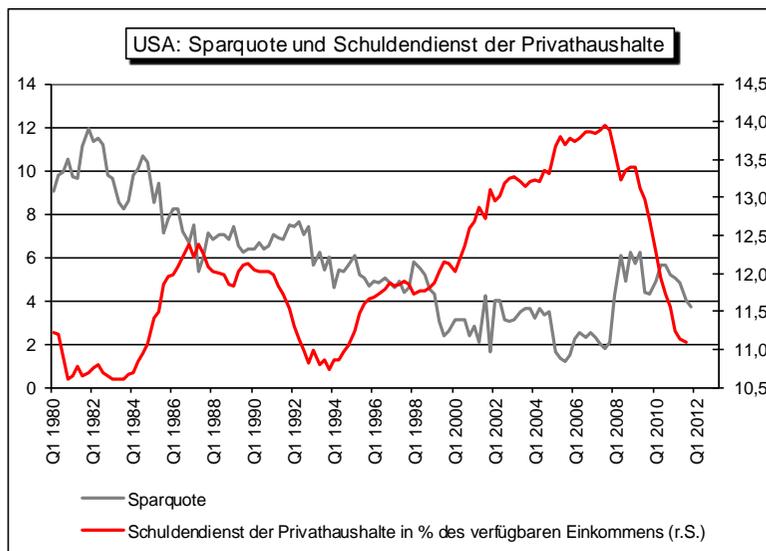
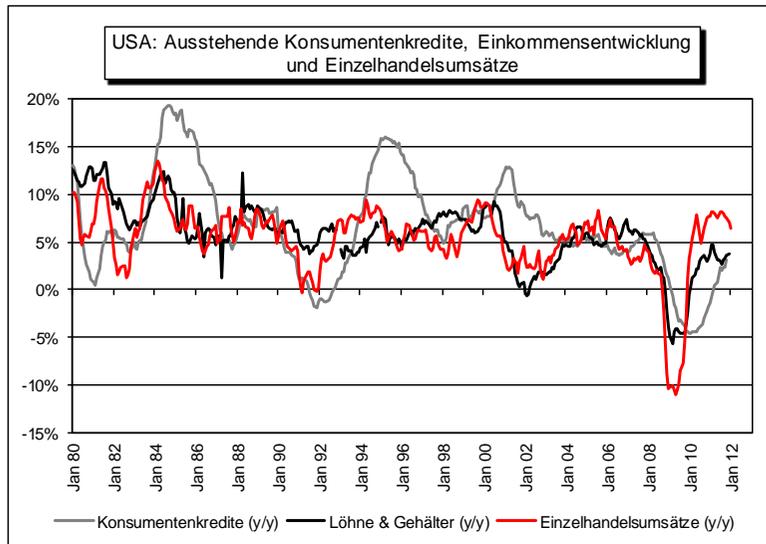


- Nachdem die US-Wirtschaft im 1. Halbjahr 2011 trotz zum Teil sehr guter Frühindikatoren nur verhalten gewachsen ist, hat sich das Wirtschaftswachstum im 4. Quartal mit 2,8% etwas stärker erholt. Die stärksten Wachstumsimpulse kamen vom privaten Verbrauch, den Bauinvestitionen und einem Lageraufbau. Das Wirtschaftswachstum profitiert dabei auch von einigen temporären Effekten, wie die Ausweitung der Automobilproduktion nach den Lieferverzögerungen aufgrund der Japan-Katastrophe.
- Zuletzt haben sich viele Konjunkturdaten verbessert, so dass sich die Rezessionsorgen etwas verflüchtigt haben. Nicht nur die Unternehmen haben ihre Situation zuletzt wieder positiver beurteilt, auch das Konsumentenvertrauen hat sich angesichts einer leichten Erholung am Arbeitsmarkt verbessert. Der in der Vergangenheit sehr zuverlässige Indikator des Economic Cycle Research Institute (ECRI) signalisiert allerdings immer noch eine relativ hohe Rezessionsgefahr für die USA.
- Obwohl sich die US-Wirtschaft im Vergleich zu der der Eurozone derzeit in besserer Verfassung und mit besseren Zahlen präsentiert, ist sie dennoch vergleichsweise schwach. Nachdem das reale BIP im Gesamtjahr 2011 um 1,7% gewachsen ist, rechnen wir für mit einem Wirtschaftswachstum in ähnlicher Größenordnung.

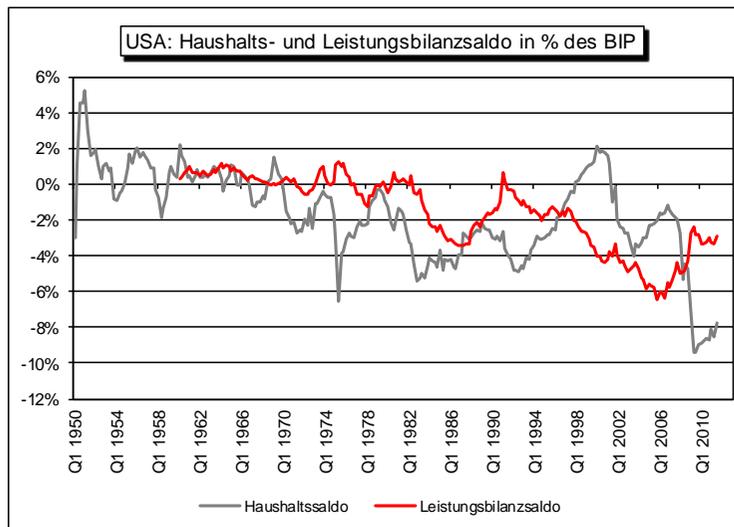
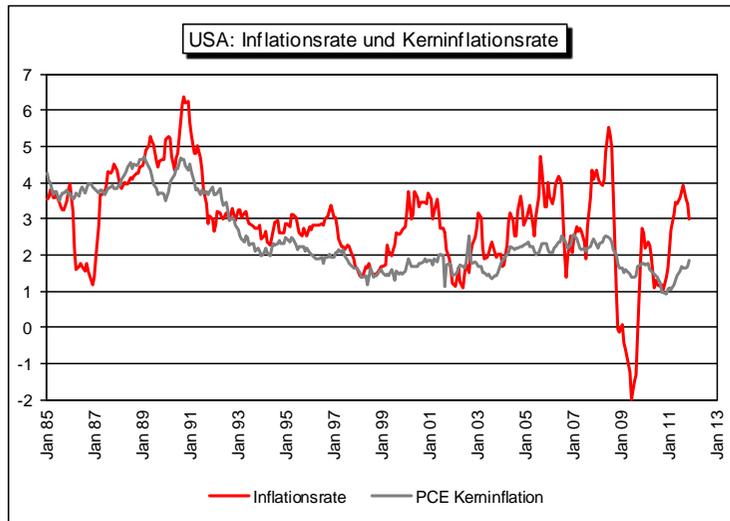


- In der vergangenen Rezession haben die US-Unternehmen fast 9 Millionen Arbeitsplätze abgebaut. Sei dem sind aber erst rund 2,7 Millionen neue Jobs geschaffen worden, so dass die Arbeitslosenquote mit 8,5% immer noch sehr hoch ist. Eine „jobless recovery“ ist zwar nicht unüblich, doch verläuft die Erholung diesmal besonders langsam. Die Frühindikatoren deuten nicht darauf hin, dass sich an diesem Sachverhalt zunächst viel ändern wird.
- Während die Stimmung der Konsumenten aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit und der kaum vorhandenen (Real-) Lohnzuwächse fast auf dem Tiefpunkt früherer Rezessionen angelangt ist, geht es vor allem den großen US-Unternehmen sehr gut. Obwohl die Kapazitätsauslastung immer noch sehr gering ist, hat das gute Kostenmanagement (also auch die geringe Einstellungsbereitschaft) dazu beigetragen, dass die Gewinnmarge so hoch ist wie nie zuvor.

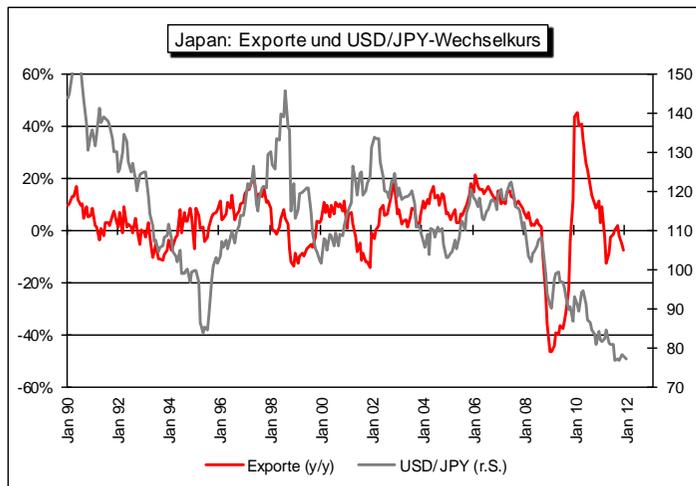
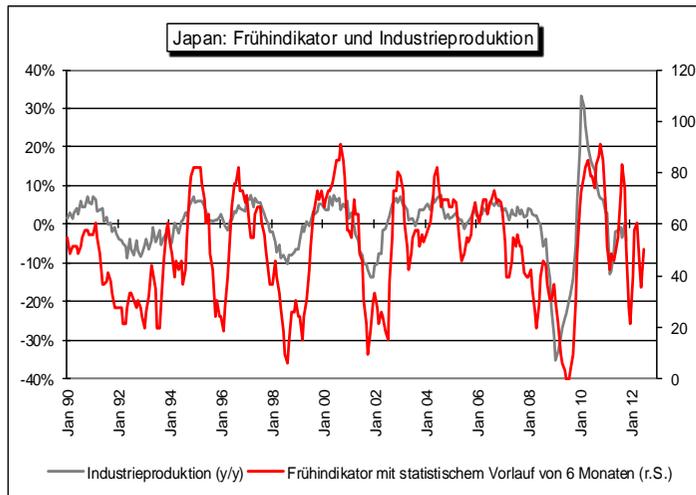




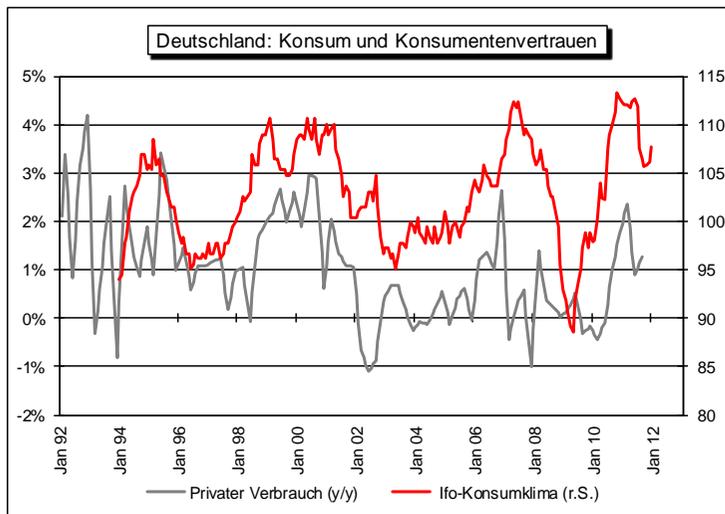
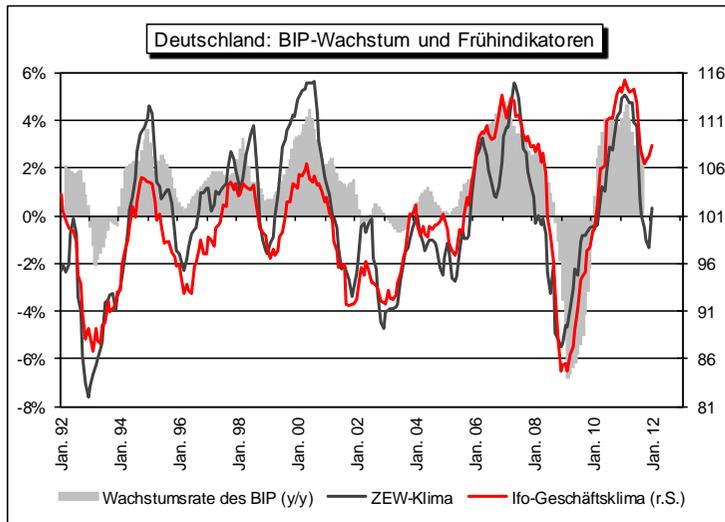
- Die Konsumfreude der US-Amerikaner beruhte in den letzten Jahren maßgeblich auf steigenden Löhnen und der stetig steigenden Kreditaufnahme. Bis Herbst 2010 ist jedoch die Netto-Kreditaufnahme der privaten Haushalte kontinuierlich gesunken. Der Anteil der Kredite an den verfügbaren Einkommen ist von 130% im Jahr 2007 auf zuletzt 115% gesunken. Aufgrund der sehr niedrigen Zinsen ist der Schuldendienst der Privathaushalte ebenfalls gesunken.
- Die real verfügbaren Einkommen, die entscheidend für das Konsumverhalten sind, stagnieren allerdings. Insofern ist der starke Zuwachs bei den Konsumausgaben nicht nachhaltig. Entweder müssen die Realeinkommen stärker steigen, wofür vor allem eine Erholung notwendig wäre, oder die Konsumausgaben müssen zurückgeführt werden.
- Kurzfristig können die Privathaushalte ihre Konsumausgaben stärker steigern, indem sie mehr Kredite aufnehmen oder ihre Sparquote reduzieren. Beide Effekte sind momentan zu beobachten. So nimmt die Nachfrage nach Konsumentenkrediten wieder zu, während gleichzeitig die Sparquote auf das niedrigste Niveau seit Ende 2007 gefallen ist.



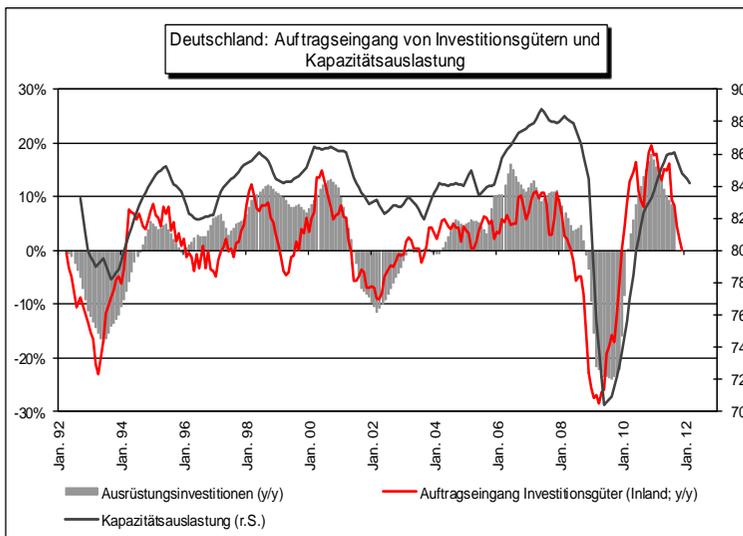
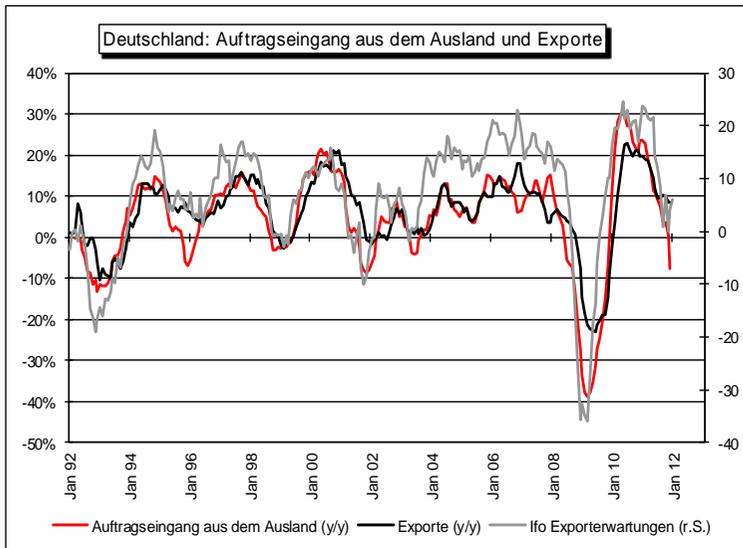
- In den vergangenen Monaten hat sich der Inflationsdruck in den USA deutlich verschärft. Insbesondere die Preise für Energie und Lebensmittel haben sich stark verteuert. Während die höheren Lebensmittelpreise teilweise durch Sonderfaktoren wie schlechte Ernten und Unwetter erklärt werden können, ist der Preisanstieg bei vielen Rohstoffen maßgeblich darauf zurückzuführen, dass die globale Nachfrage kräftig angezogen hat.
- Die Gesamtinflation lag zuletzt bei knapp 4%, während die für die Notenbank wichtigere Kerninflation nur einen Anstieg von 1,6% verzeichnete. Insofern dürfte die US-Notenbank an ihrer sehr expansiven Geldpolitik unverändert festhalten.
- Möglicherweise setzen die USA darauf, ihre stark gestiegene Staatsverschuldung durch Inflation abzubauen. So belief sich das Haushaltsdefizit des im Oktober zu Ende gegangenen Fiskaljahres 2011 auf 1,29 Billionen US-Dollar. Dies ist das zweithöchste Defizit in der Geschichte der USA (das höchste Defizit gab es 2009 mit 1,42 Billionen US-Dollar) und das dritte Mal in Folge, dass der Fehlbetrag die Billionen-Dollar-Grenze überstieg.



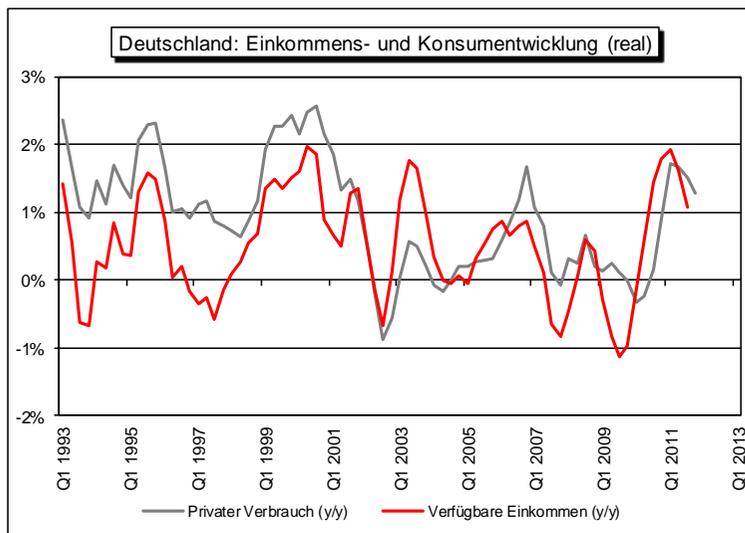
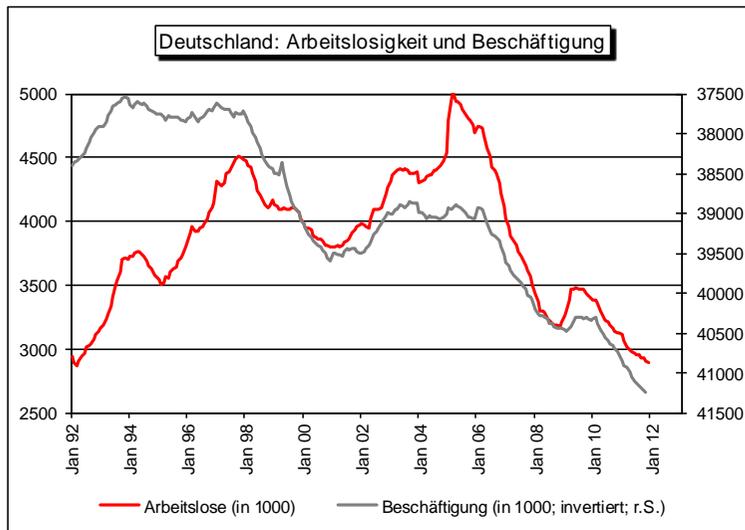
- Das verheerende Erdbeben vom 11. März 2011 und der darauf folgende Tsunami haben große Zerstörungen angerichtet und tausende Menschenleben gefordert. Wenn man sich am japanischen BIP in US-Dollar orientiert, kommt die japanische Wirtschaft auf einen Anteil an der Weltwirtschaft von knapp 9%. Es zeigt sich, dass bei isolierter Betrachtung ein konjunktureller Einbruch in Japan – selbst wenn dieser länger als ein Quartal anhält – nur vergleichsweise geringe globale Auswirkungen hätte.
- Allerdings hat diese isolierte Fokussierung allein auf die japanische Volkswirtschaft einen Schönheitsfehler, weil sie nicht die wirtschaftlichen Interdependenzen berücksichtigt. Aus deutscher Sicht spielt die japanische Wirtschaft zwar keine große Rolle, ein konjunktureller Einbruch Japans könnte über den „Umweg“ über China aber auch für die deutsche Wirtschaft von Relevanz sein.
- Nach der Katastrophe ist es zu einem heftigen konjunkturellen Einbruch gekommen, der Japan zurück in die Rezession geworfen hat. Zwar hat schon kurze Zeit später der wirtschaftliche Aufholprozess begonnen, doch sieht es so aus, als ob dieser bereits wieder zu Ende geht.



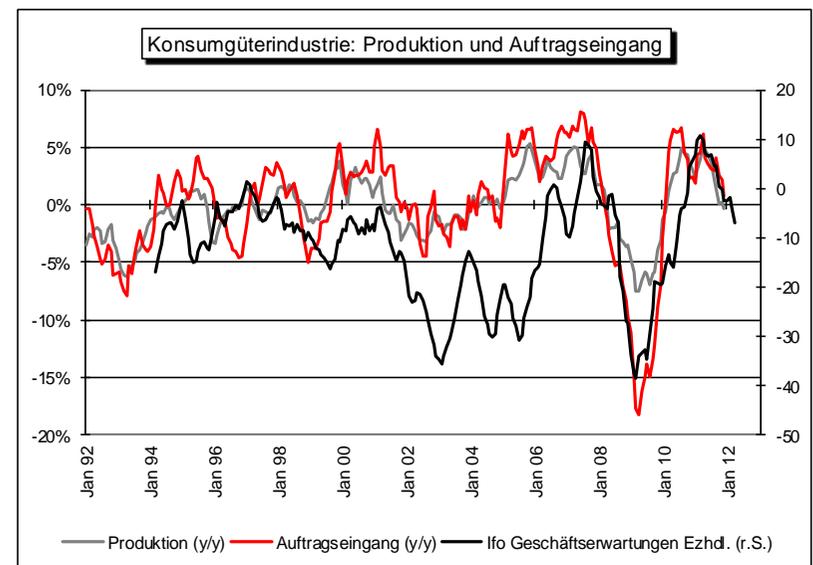
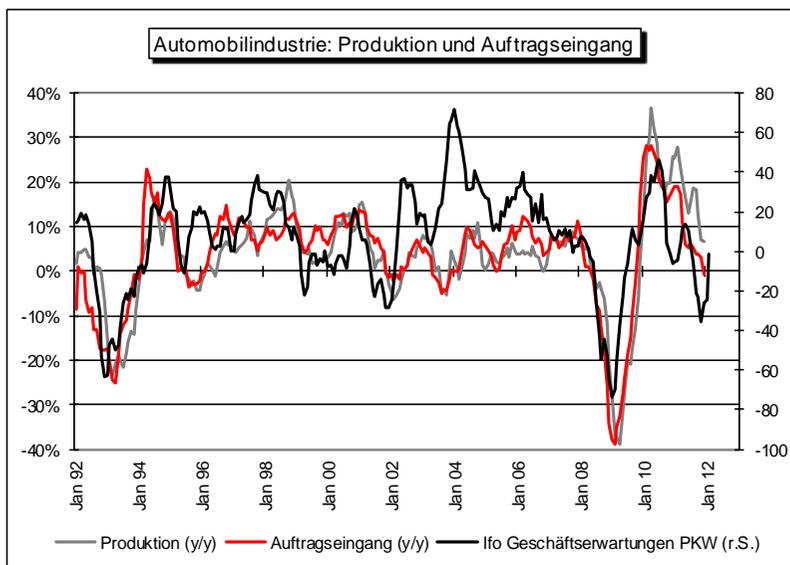
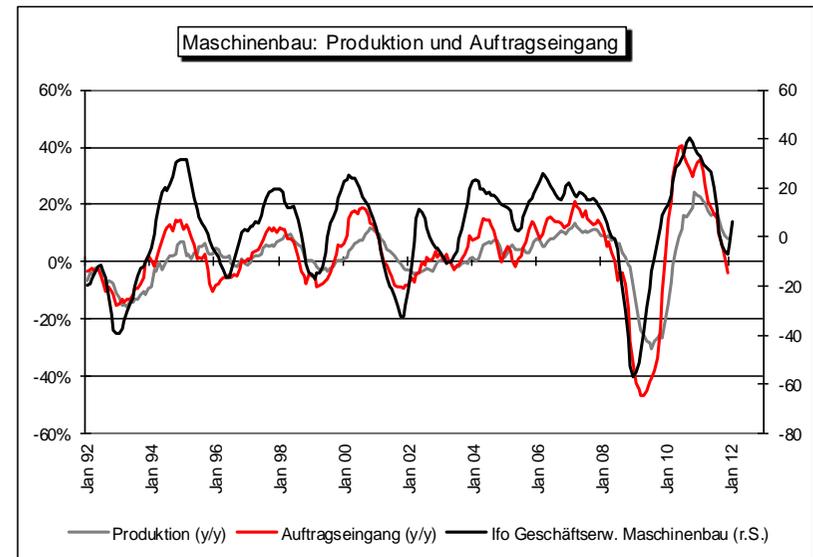
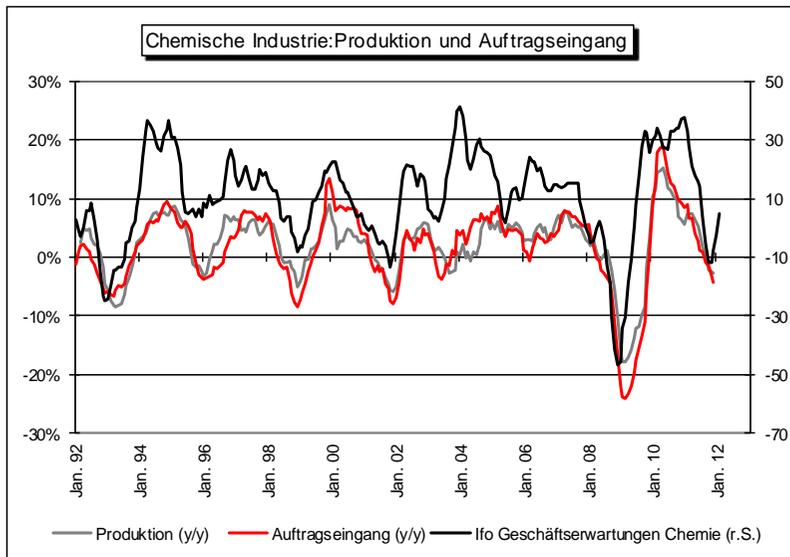
- Für die deutsche Wirtschaft haben sich zuletzt alle wichtigen Frühindikatoren verbessert. Während der ZEW-Index als auch die Einkaufsmanagerindizes nur eine schwache wirtschaftliche Dynamik signalisieren, deutet der Ifo-Index auf eine wesentlich robustere Verfassung der deutschen Wirtschaft hin.
- Die deutsche Wirtschaft profitiert von niedrigen Zinsen und günstigen Finanzierungsbedingungen. Dazu wirkte sich die hohe Nachfrage nach deutschen Produkten aus allen Regionen der Welt positiv aus, die zusätzlich von dem niedrig bewerteten Euro profitierte. Hinzu kommt, dass auch die Binnennachfrage an Schwung gewonnen hat. Dank der Erholung des Arbeitsmarktes und höherer Lohnabschlüsse dürfte der private Verbrauch auch 2012 stärker als in anderen europäischen Ländern wachsen.
- Im 4. Quartal hat die reale Wirtschaftsleistung um rund 0,25% abgenommen, für das Gesamtjahr 2011 errechnet sich ein Plus von 3,0%. Da die deutsche Volkswirtschaft sehr zyklisch ausgerichtet ist und der Handel sowie die Güterproduktion eine wesentliche Rolle spielen, macht sich die Abschwächung der Weltwirtschaft in diesem Jahr bemerkbar. Aufgrund der schwächeren globalen Konjunktur erwarten wir für 2012 nur noch eine reale Wachstumsrate des BIPs von 0,2%.



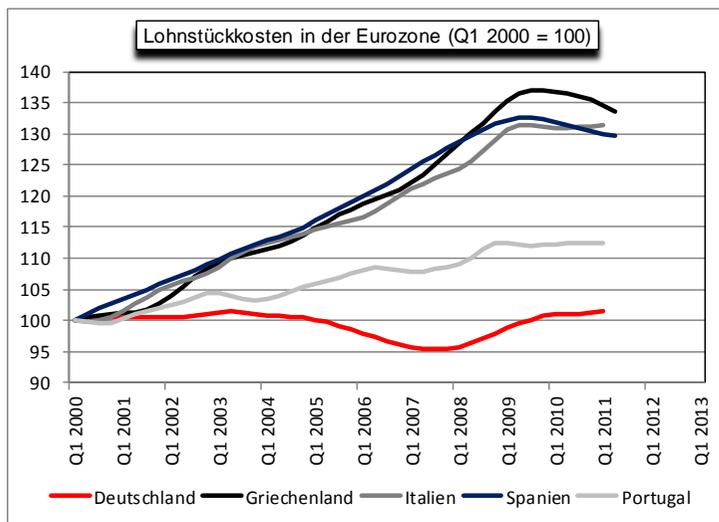
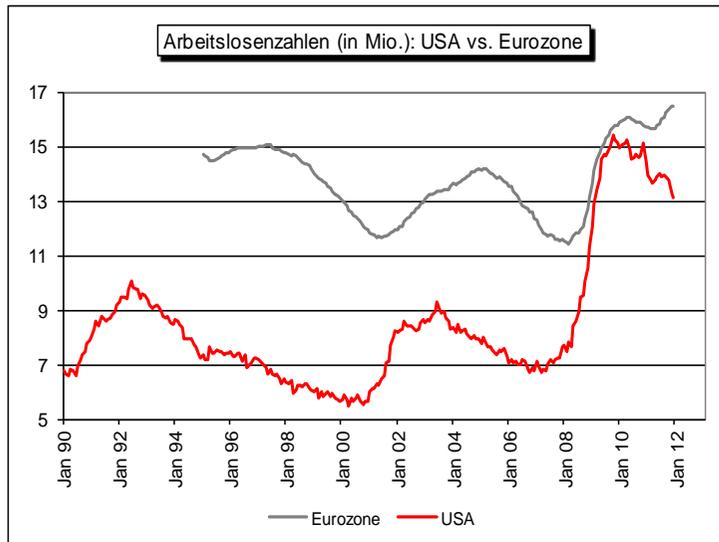
- In den letzten Jahren ist der Anteil der deutschen Exporte am BIP kontinuierlich angestiegen. Von 2003 bis 2008 war Deutschland „Exportweltmeister“. 2009 hat man den Titel an China verloren, 2010 waren die USA „Exportvize-weltmeister“. Dieses Jahr könnte sich Deutschland den Vizeweltmeistertitel zurückholen.
- Die deutsche Wirtschaft hat erheblich von der Erholung des Welthandels profitiert. Die Auftragseingänge aus dem Ausland haben sich zuletzt jedoch abgeschwächt. 2011 könnten die Exporte zwar erneut prozentual zweistellig zulegen, aber für 2012 zeichnet sich ein wesentlich geringerer Zuwachs ab.
- Deutschland exportiert einen immer größeren Anteil seiner Güter in die Schwellenländer. Der Anteil Chinas an den deutschen Ausfuhren beträgt mehr als 6%, der Russlands gut 3%, Brasiliens kommt auf gut 1% und Indiens auf knapp 1%. Damit führt Deutschland mittlerweile fast genauso viele Güter nach China aus wie in die USA.
- Die Ausrüstungsinvestitionen sind 2009 um gut 20% eingebrochen, 2010 ist es zu einer Gegenbewegung und einem Zuwachs von gut 10% gekommen. Da zuletzt sowohl die Aufträge für Investitionsgüterhersteller als auch die Kapazitätsauslastung wieder angestiegen sind, zeichnet sich für 2011 ein weiterer knapp prozentual zweistelliger Zuwachs ab.



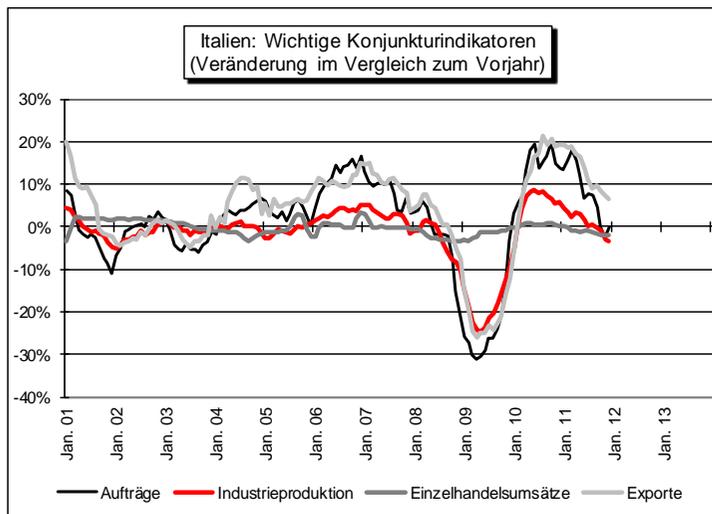
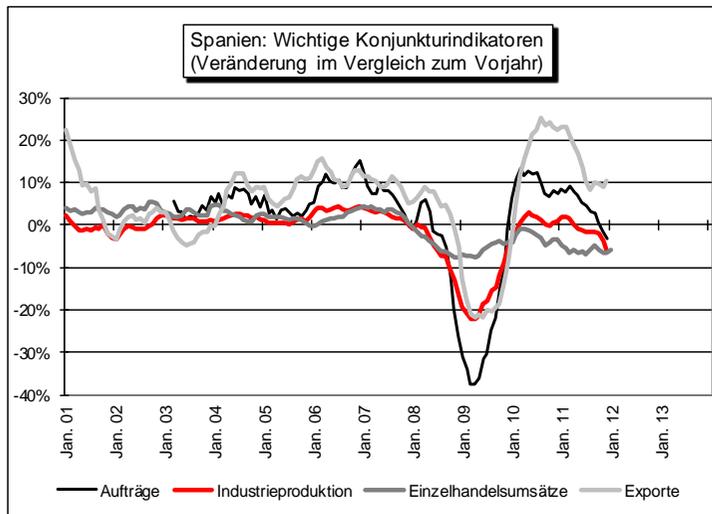
- Am deutschen Arbeitsmarkt hat sich der Aufschwung bis zuletzt fortgesetzt: Zuletzt fiel die Arbeitslosenquote auf unter 7% und damit auf das niedrigste Niveau seit der Wiedervereinigung. Der gute Zustand des deutschen Arbeitsmarktes ist auch auf den Einsatz von Kurzarbeit in der Krise 2009 zurückzuführen, mit der die Unternehmen die Stundenzahl ihrer Beschäftigten reduzieren konnten, ohne dafür Personal abzubauen.
- Vor dem Hintergrund der sich eintrübenden konjunkturellen Entwicklung in Deutschland dürften die Unternehmen in den nächsten Monaten weniger neue Stellen schaffen als zuvor. Allerdings dürfte der Arbeitsmarkt allein schon wegen der demographischen Entwicklung recht stabil bleiben.
- Von der zunehmenden Beschäftigung konnte der Konsum bislang kaum profitieren. Zwar sind die verfügbaren Einkommen in den vergangenen Quartalen um mehr als 3% angestiegen, aufgrund der höheren Inflation fiel der Zuwachs in realer Rechnung aber deutlich geringer aus.



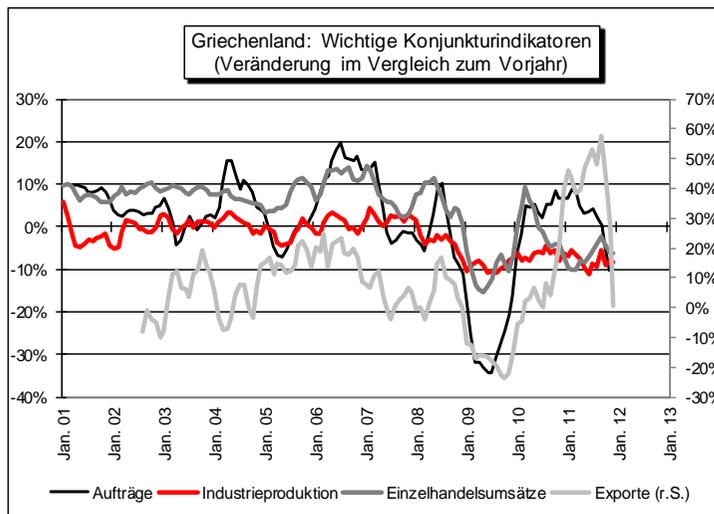
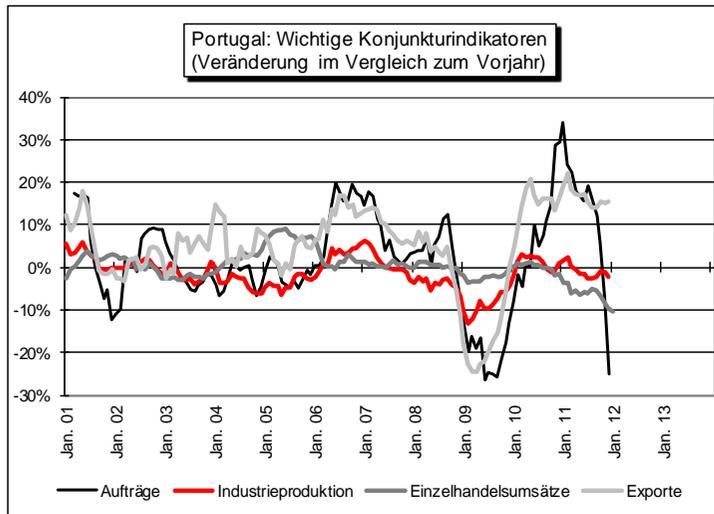
		2009	2010	2011e	2012e
		Deutschland	Deutschland	Deutschland	Deutschland
Industrieproduktion	(% gg. Vj.)	-15,5	10,1	8,2	-0,1
Reales BIP (saison- und kalenderbereinigt)	(% gg. Vj.)	-4,9	3,6	3,0	0,4
Reales BIP (nicht kalenderbereinigt)	(% gg. Vj.)	-5,0	3,7	2,9	0,2
Privater Verbrauch	(% gg. Vj.)	0,0	0,6	1,4	0,8
Staatsverbrauch	(% gg. Vj.)	3,3	1,7	1,3	0,7
Ausrüstungen	(% gg. Vj.)	-22,8	10,0	9,5	1,2
Bauten	(% gg. Vj.)	-2,8	1,9	5,9	1,3
Sonstige Anlageinvestitionen	(% gg. Vj.)	0,7	4,7	4,5	2,3
Exporte	(% gg. Vj.)	-13,6	13,4	8,6	1,8
Importe	(% gg. Vj.)	-9,2	11,5	7,6	2,8
Außenbeitrag	(in Mrd €)	106,6	137,8	159,5	151,6
Wachstumsbeitrag	(in %-Punkten)	-2,8	1,4	0,9	-0,3
Vorratsveränderung	(in Mrd €)	-0,3	13,5	9,7	7,8
Wachstumsbeitrag	(in %-Punkten)	-0,6	0,6	-0,2	-0,1
Verfügbares Einkommen	(% gg. Vj.)	-0,7	2,5	3,4	2,6
Sparquote	(%)	11,1	11,3	11,0	10,8
Konsumentenpreise	(% gg. Vj.)	0,3	1,1	2,3	1,6
Produzentenpreise	(% gg. Vj.)	-4,1	1,7	5,7	1,8
Importpreise	(% gg. Vj.)	-8,4	7,8	7,7	2,2
Lohnstückkosten	(% gg. Vj.)	6,4	-1,3	0,4	1,0
Arbeitslosenquote	(in %)	8,2	7,8	7,2	7,1
Leistungsbilanzsaldo	(in Mrd €)	134	141	137	132
Budgetsaldo	(in % des BIP)	-3,2	-3,7	-2,5	-2,5
Geldmarktzins (Euribor 3 Monate)	(Jahresende)	0,7	1,0	1,4	0,8
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen	(Jahresende)	3,4	2,9	1,8	2,5
Wechselkurs EUR/ USD	(Jahresende)	1,43	1,34	1,30	1,25



- In der Eurozone haben sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den vergangenen Monaten kontinuierlich verschlechtert. In den hoch verschuldeten europäischen Ländern ist mit einer restriktiven Fiskalpolitik zu rechnen, so dass die Eurozone 2012 in eine Rezession geraten wird. Insbesondere in den Ländern der europäischen Peripherie, möglicherweise aber auch in Frankreich, dürfte das Bruttoinlandsprodukt sinken; für die gesamte Eurozone erwarten wir einen Rückgang des BIPs von 0,5%.
- Besonders belastend für die wirtschaftliche Entwicklung ist die Tatsache, dass die Länder der europäischen Peripherie in den vergangenen Jahren kontinuierlich über ihre Verhältnisse gelebt haben und ihre Wettbewerbsfähigkeit gering ist. So sind die Lohnstückkosten in Griechenland, Spanien und Italien in den vergangenen 12 Jahren massiv angestiegen. Dieser Wettbewerbsnachteil kann in einer Währungsunion nicht über eine Abwertung der Währung, sondern nur über geringere (Real-) Löhne ausgeglichen werden.
- Neben der Fiskalpolitik dürften sich vor allem die privaten Konsumausgaben weiter abschwächen. So ist die Arbeitslosenquote in den 17 Ländern der Europäischen Währungsunion deutlich angestiegen. Insgesamt sind mehr als 16 Millionen Personen in der Eurozone ohne Beschäftigung, mehr als jemals zuvor seit Beginn der Statistik im Jahr 1991.



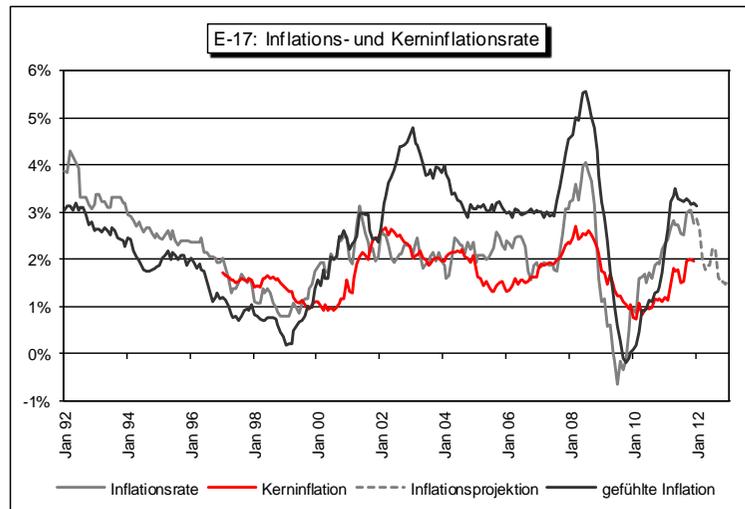
- Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist in den Ländern der europäischen Peripherie immer noch schwach. Dies liegt vor allem an den eingeleiteten Sparprogrammen der öffentlichen Haushalte. So wurden zum Teil Steuern deutlich erhöht und die Löhne im öffentlichen Sektor erheblich gekürzt.
- Die Auftragseingänge haben sich in den PIGS-Staaten in den vergangenen Monaten wieder abgeschwächt. Mehr Aufträge sind aber die Voraussetzung für eine höhere Produktion und mehr Beschäftigung. Auch bei den Exporten sind die zwischenzeitlich hohen Zuwachsraten wieder zurückgegangen. Alles in allem zeigt sich, dass sich das konjunkturelle Umfeld verschlechtert hat, so dass ein Erreichen der Budgetziele noch schwieriger zu erreichen sein wird, als es ohnehin der Fall gewesen wäre.
- Eingeleitete Strukturreformen benötigen Zeit, bis sie zu den gewünschten Erfolgen führen. Dies hat auch Deutschland in den vergangenen 15 Jahren erlebt. Da fiskalische Kennzahlen der wirtschaftlichen Entwicklung mit einiger zeitlicher Verzögerung folgen, wird die zukünftige Schuldenentwicklung entscheidend davon abhängen, ob die eingeleiteten oder noch einzuleitenden Reformen von Erfolg gekrönt sein werden.



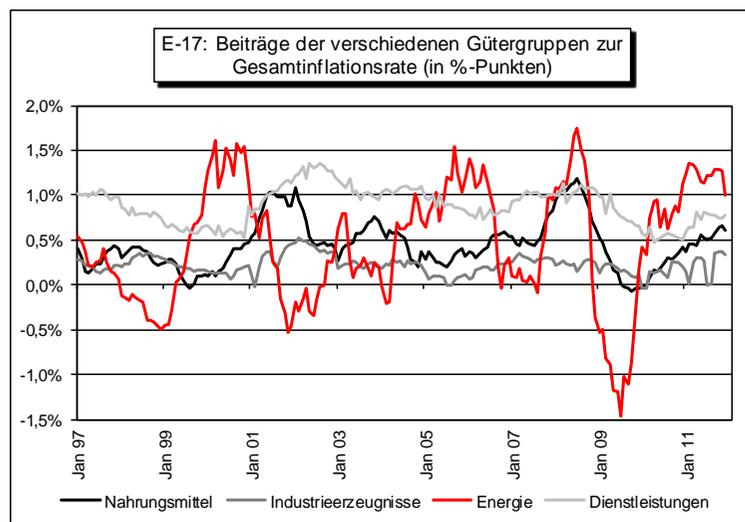
- Mit Italien und Spanien stehen Europas dritt- und viertgrößte Volkswirtschaft vor einer Rezession. Um die hohen Haushaltsdefizite unter Kontrolle zu bringen, haben die Regierungen beider Länder Sparprogramme und Steuererhöhungen auf den Weg gebracht. Diese Maßnahmen dürften die wirtschaftliche Entwicklung in diesem Jahr jedoch weiter bremsen, so dass das reale BIP beider Länder um rund 1% sinken könnte.
- Portugal und vor allem Griechenland haben bereits seit längerem mit negativen Wachstumsraten zu kämpfen. So ist das reale BIP in Portugal 2011 um über 1% und das griechische BIP um mehr als 5% gegenüber dem Vorjahr gesunken. Eine grundlegende Besserung ist derzeit nicht absehbar.
- Ob Griechenland in der Eurozone verbleiben wird, ist ungewiss. Da sich das Land nicht über die Kapitalmärkte selbst refinanzieren kann, ist es auf weitere Hilfszahlungen der EU und des IWF angewiesen. Da das Land aber kaum Fortschritte bei den durch die Troika auferlegten Reformen vorweisen kann, ist es völlig offen, ob das Land im März die nächste Tranche des Notkredites erhalten wird. Wird der Kredit nicht ausgezahlt, kann Griechenland seine bestehenden Schulden nicht mehr bedienen, und das Land wäre pleite.



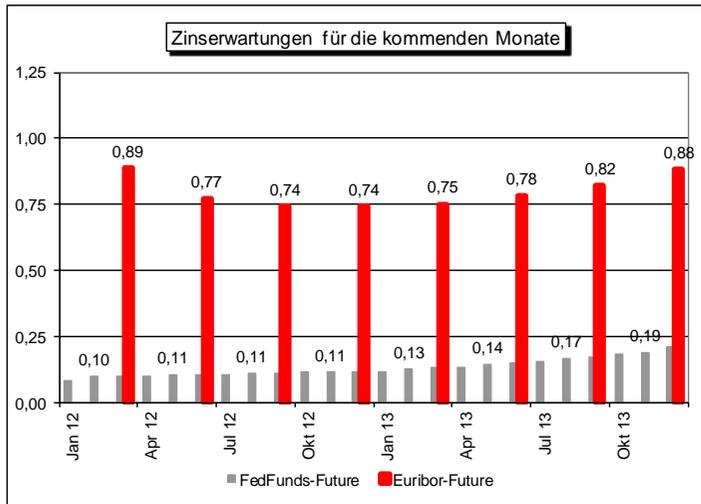
	BIP 2010		HH-Saldo 2010		Schulden 2010		Wachstum 2000-2008		Zinszahlungen 2010		in % der Steuereinnahmen
	in Mrd Euro	Anteil	in % des BIP	in Mrd Euro	in % des BIP	in Mrd Euro	reales BIP	realer Konsum	in Mrd Euro	in % des BIP	
E-16	9153	100%	-6,2	568	85,6	7835	15%	12%	n.a.	n.a.	n.a.
Deutschland	2472	26,8%	-4,3	106	83,2	2057	11%	3%	50	2,0%	8,8%
Frankreich	1931	21,4%	-7,1	137	82,3	1590	13%	16%	45	2,3%	9,1%
Italien	1554	17,0%	-4,6	71	118,4	1840	8%	5%	65	4,2%	14,7%
Spanien	1051	11,8%	-9,3	98	61,0	641	28%	27%	16	1,5%	7,8%
Niederlande	588	6,4%	-5,1	30	62,9	370	17%	17%	7	1,2%	4,9%
Belgien	354	3,8%	-4,1	15	96,2	341	15%	15%	12	3,3%	11,6%
Österreich	286	3,1%	-4,4	13	71,8	205	18%	18%	6	2,1%	7,5%
Griechenland	230	2,6%	-10,6	24	144,9	334	35%	38%	12	5,3%	26,6%
Portugal	173	1,9%	-9,8	17	93,3	161	8%	12%	5	3,0%	13,7%
Irland	156	1,8%	-31,3	49	94,9	148	37%	40%	4	2,4%	10,8%
Finnland	157	1,7%	-2,5	4	48,3	76	26%	29%	1	0,4%	1,4%
Slowakei	66	0,7%	-7,7	5	41,0	27	61%	51%	1	0,9%	5,7%
Luxemburg	38	0,4%	-1,1	0	19,1	7	35%	18%	n.a.	n.a.	n.a.
Slowenien	35	0,4%	-5,8	2	38,8	14	40%	29%	n.a.	n.a.	n.a.
Zypern	17	0,2%	-5,3	1	61,5	11	40%	41%	n.a.	n.a.	n.a.
Malta	6	0,1%	-3,6	0	69,0	4	20%	20%	n.a.	n.a.	n.a.



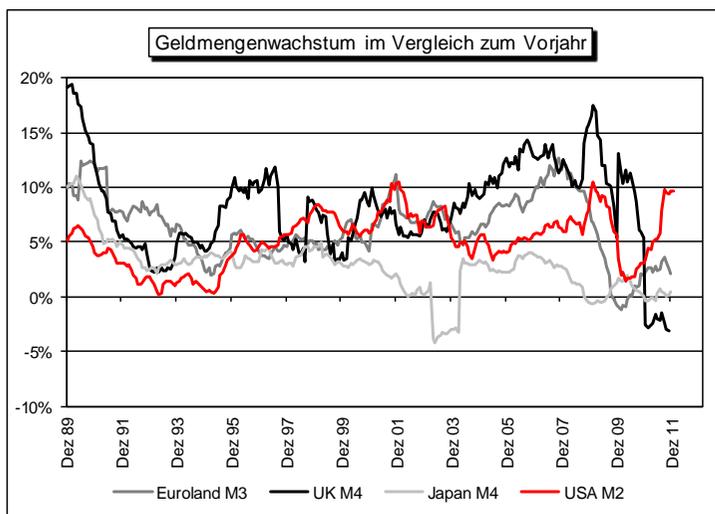
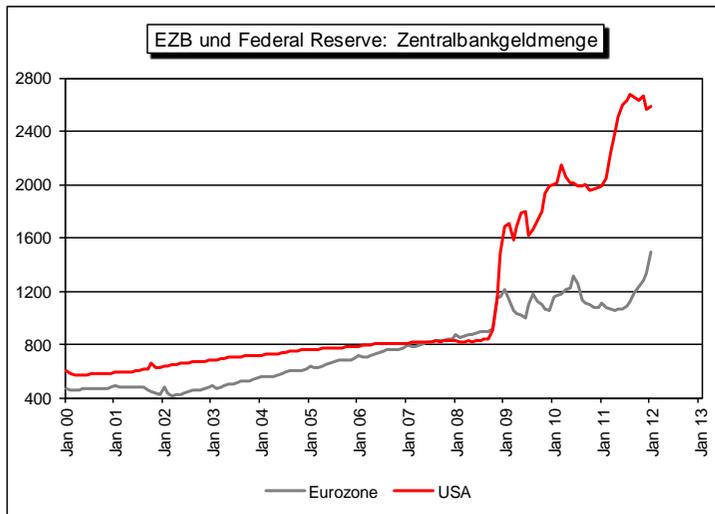
- Die Inflationsrate in den Ländern der Europäischen Währungsunion rutschte im Verlauf des Jahres 2009 für einige Monate knapp unter die Nulllinie. Seit Jahresbeginn ist die Inflationsrate aufgrund der höheren Nahrungsmittel- und Energiepreise kräftig angestiegen. Mittlerweile scheint aber der Höhepunkt der Preisentwicklung erreicht zu sein.
- Die Teuerungsrate lag zuletzt bei 2,8%, für die kommenden Monate zeichnet sich ein weiterer Rückgang ab. Schon im 2. Quartal 2012 dürfte die Inflationsrate wieder unter der 2%-Marke liegen. Für das Gesamtjahr 2012 rechnen wir mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1,9% nach 2,7% im Jahr 2011. Die Kerninflationsrate von 2,0% zeigt, dass auch der nachgelagerte Inflationsdruck etwas zugenommen hat.
- Realwirtschaftlich ist die Voraussetzung für Inflation, dass die Kapazitätsauslastung ansteigt und sich die Situation am Arbeitsmarkt deutlich entspannt. Von der monetären Seite kann es zu Inflation kommen, wenn die breiten Geldmengenaggregate M2 und M3 wieder deutlich wachsen.



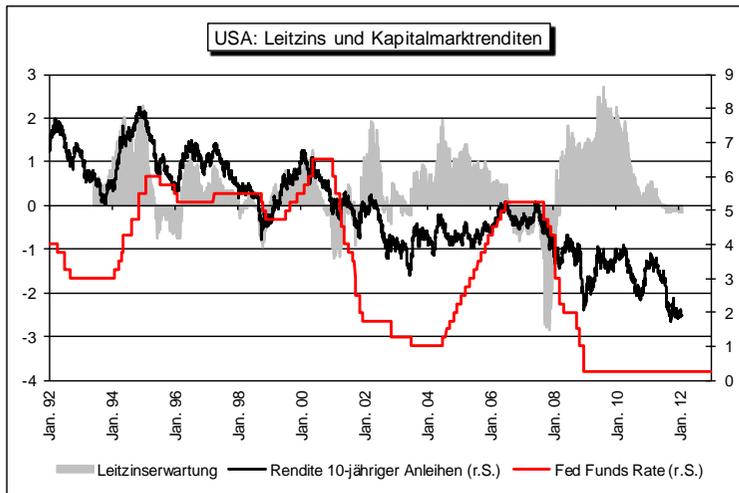
3 RENTENMÄRKTE



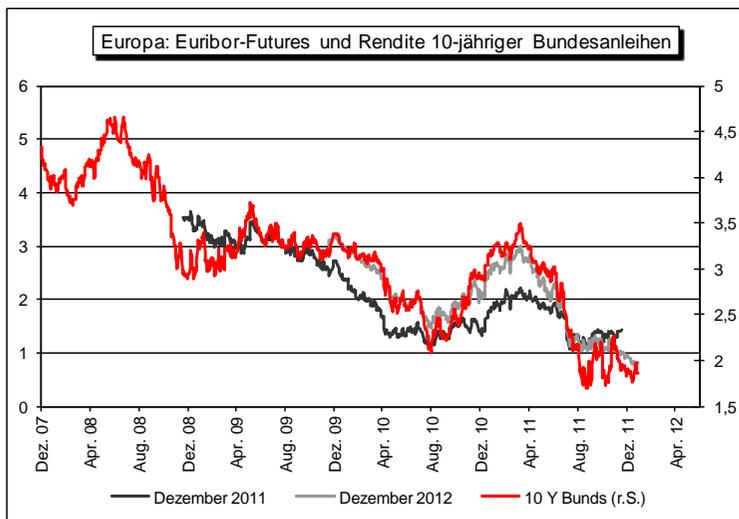
- Die EZB hat den Leitzins im April und Juli 2011 auf 1,5% zunächst erhöht, um dann angesichts schwächerer Konjunkturdaten die Zinsen im November und Dezember um jeweils 25 Basispunkte wieder zu senken. Im Laufe dieses Jahres könnte der Hauptrefinanzierungssatz auf 0,5% gesenkt werden.
- Die amerikanische Notenbank bleibt angesichts schwacher Konjunkturdaten bei ihrer äußerst expansiven Geldpolitik. Bis Ende 2014 wird man den Leitzins möglicherweise nicht erhöhen. Die quantitative Lockerung („QE2“) ist plangemäß Ende des 2. Quartals ausgelaufen. Als weitere konjunkturstützende Maßnahme wurde ein Asset-Swap-Programm beschlossen, bei dem langlaufende Staatsanleihen gekauft und gleichzeitig kurzlaufende Staatsanleihen verkauft werden.
- Das geldpolitische Arsenal der US-Notenbank ist so gut wie erschöpft. Dennoch sind weitere unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen (insbesondere ein weiteres Aufkaufprogramm von Staatsanleihen, „QE3“) angesichts der derzeitigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen denkbar. Ob sie helfen werden, ist jedoch fraglich.



- Zwar hat die im Umlauf befindliche Zentralbankgeldmenge seit Ende 2008 in den USA und in der Eurozone signifikant zugenommen, doch muss diese Entwicklung nicht notwendigerweise zu einer höheren Inflationsrate führen. Unter konjunkturellen Gesichtspunkten wäre nur bei einer nachhaltigen Zunahme der wirtschaftlichen Dynamik mit mehr Inflationsdruck zu rechnen.
- Unter monetären Gesichtspunkten („Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen“) könnte eine nachhaltige Geldmengenausweitung ein Inflationssignal sein. Allerdings ist das Geldmengenwachstum in vielen Ländern zunächst zurückgegangen, weil die Geschäftsbanken die ihnen zur Verfügung stehende Liquidität nicht an Unternehmen und Privathaushalte weitergegeben haben.
- In den USA hat sich das Wachstum der Geldmenge M2 zuletzt deutlich beschleunigt, während in der Eurozone die Geldmenge M3 kaum wächst. Die inflationären Risiken, die aus der monetären Entwicklung resultieren, sind von daher in der Eurozone geringer als in den USA. Auch in Japan und Großbritannien hat sich die lockere Geldpolitik bislang kaum auf das Geldmengenwachstum in diesen Ländern ausgewirkt.

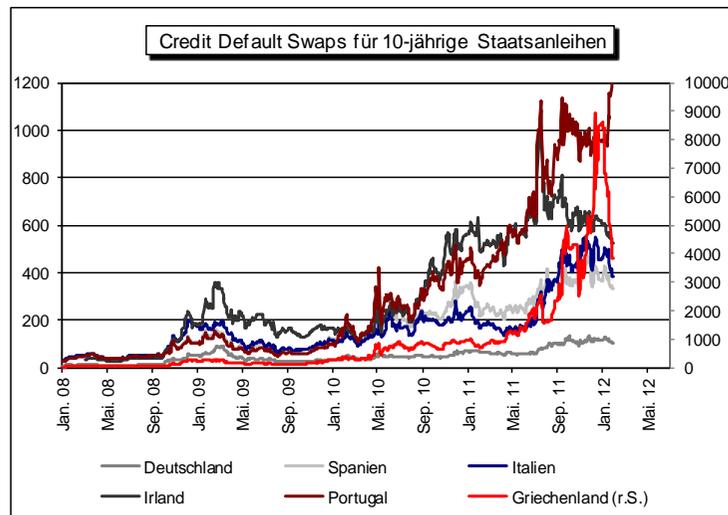
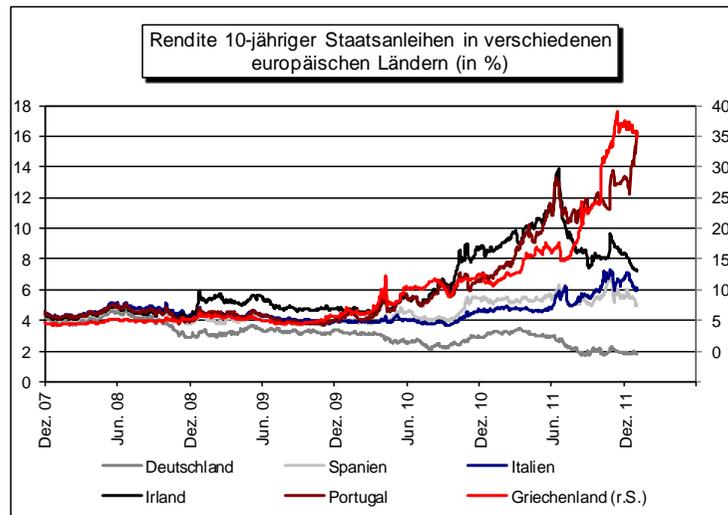


- Wie die Euribor-Futures zeigen, spekulieren die Marktteilnehmer auf weitere Zinssenkungen der EZB. Die US-Notenbank hat auf absehbare Zeit Zinserhöhungen ausgeschlossen. Angesichts der konjunkturellen Unsicherheiten halten wir diese Erwartungen für gerechtfertigt.
- Da sich die Renditen für deutsche Bundesanleihen und amerikanische Treasuries sehr stark an den Leitzinsen bzw. den Leitzinserwartungen orientieren, erwarten wir auf Sicht der kommenden Monate kaum veränderte Kapitalmarktrenditen. Ohne die Schuldenkrise würde die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen vermutlich um rund 100 Basispunkte höher liegen.



Rentenmärkte	Veränderung zum				
	02.02.2012	26.01.2012	30.12.2011	01.11.2011	30.12.2011
10-jährige US Treasuries	1,84	-9	-4	-16	-4
10-jährige Bunds	1,84	-6	1	3	1
10-jährige JGB	0,96	-2	-3	-6	-3
US Treas 10Y Performance	524,97	0,8%	0,4%	2,1%	0,4%
Bund 10Y Performance	474,24	0,8%	0,3%	1,0%	0,3%
REX Performance Index	423,94	0,5%	0,2%	1,1%	0,2%
Hypothekenzinsen USA	3,98	0	3	-12	3
IBOXX AAA, €	2,55	-30	-73	-59	-73
IBOXX BBB, €	5,34	-19	-78	-28	-78
ML US High Yield	7,90	-7	-76	-80	-76
JPM EMBI+, Index	614	0,9%	2,0%	2,9%	2,0%
Wandelanleihen Exane 25	4781	0,7%	5,3%	1,9%	5,3%

Stand: 02.02.2012 09:49



- Das letzte Euro-Gipfeltreffen hat einige wichtige Fortschritte auf dem Weg zur Eindämmung der europäischen Schuldenkrise gebracht. So verständigten sich die Staats- und Regierungschefs der 17 Euroländer mit Banken und anderen privaten Gläubigern von griechischen Staatsanleihen auf einen Schuldenschnitt von 50% und auf einen neuen Fiskalpakt.
- Zudem hat man sich darauf geeinigt, den Rettungsfonds EFSF zu hebeln, um auch Länder wie Spanien oder Italien zu unterstützen. Diese Hebelung könnte entweder über eine Versicherung erreicht werden, in dem die EFSF Garantien für Staatsanleihen aus Krisenländern abgibt, um diese für private Investoren attraktiver zu machen. Das zweite Modell besteht darin, dass die EFSF eine Zweckgesellschaft gründet, an der sich andere Investoren beteiligen sollen. Hier hofft man darauf, dass institutionelle Anleger in eine solche Zweckgesellschaft investieren, die dann in der Lage wäre, mit einem höheren Volumen Anleihen aus Krisenländern aufzukaufen.
- Während die Aktienmärkte auf die Gipfelbeschlüsse mit starken Kursgewinnen reagiert haben, fiel die Reaktion am Rentenmarkt verhalten aus. Insbesondere für Italien ist die Situation weiterhin kritisch zu sehen, da die Schuldenquote des Landes weiter ansteigen dürfte. Nach dem Dreijahrestender der EZB sind die Renditen in Italien und Spanien jedoch wieder gesunken.

3 Rentenmärkte Szenario-Analyse



Break-even Renditen bis Februar 2013										
In Abhängigkeit vom erwarteten Zins sowie der verbleibenden Restlaufzeit										
Verbleibende Restlaufzeit:(max 1 Jahr) in Jahren										1,00
in Zins-Tagen										360
Restlaufzeit	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aktuelle Rendite=>	0,12	0,17	0,35	0,55	0,76	0,99	1,22	1,45	1,64	1,82
0,00	0,24%	0,50%	1,38%	2,73%	4,54%	6,90%	9,77%	13,07%	16,37%	19,97%
0,20	0,04%	0,10%	0,78%	1,92%	3,52%	5,66%	8,31%	11,38%	14,44%	17,79%
0,40	-0,16%	-0,29%	0,19%	1,12%	2,51%	4,45%	6,88%	9,72%	12,55%	15,66%
0,60	-0,36%	-0,69%	-0,41%	0,33%	1,52%	3,25%	5,47%	8,09%	10,70%	13,57%
0,80	-0,55%	-1,08%	-0,99%	-0,45%	0,54%	2,06%	4,08%	6,49%	8,88%	11,53%
1,00	-0,75%	-1,47%	-1,58%	-1,23%	-0,43%	0,90%	2,71%	4,91%	7,09%	9,53%
1,20	-0,95%	-1,86%	-2,16%	-1,99%	-1,39%	-0,25%	1,36%	3,36%	5,34%	7,58%
1,40	-1,14%	-2,25%	-2,73%	-2,75%	-2,33%	-1,39%	0,04%	1,84%	3,63%	5,66%
1,60	-1,33%	-2,63%	-3,30%	-3,51%	-3,27%	-2,51%	-1,27%	0,35%	1,94%	3,79%
1,80	-1,53%	-3,01%	-3,86%	-4,25%	-4,19%	-3,61%	-2,56%	-1,12%	0,29%	1,95%
2,00	-1,72%	-3,39%	-4,42%	-4,99%	-5,11%	-4,70%	-3,82%	-2,56%	-1,33%	0,15%
2,20	-1,91%	-3,77%	-4,98%	-5,72%	-6,01%	-5,78%	-5,07%	-3,98%	-2,91%	-1,61%
2,40	-2,10%	-4,14%	-5,53%	-6,45%	-6,90%	-6,84%	-6,29%	-5,37%	-4,47%	-3,33%
2,60	-2,30%	-4,51%	-6,08%	-7,16%	-7,79%	-7,88%	-7,50%	-6,74%	-6,00%	-5,02%
2,80	-2,49%	-4,88%	-6,62%	-7,87%	-8,66%	-8,91%	-8,69%	-8,09%	-7,50%	-6,67%
3,00	-2,67%	-5,25%	-7,16%	-8,58%	-9,52%	-9,93%	-9,86%	-9,41%	-8,98%	-8,29%
3,20	-2,86%	-5,62%	-7,70%	-9,27%	-10,37%	-10,93%	-11,02%	-10,72%	-10,42%	-9,88%
3,40	-3,05%	-5,98%	-8,23%	-9,96%	-11,22%	-11,93%	-12,15%	-11,99%	-11,84%	-11,43%
3,60	-3,24%	-6,34%	-8,75%	-10,65%	-12,05%	-12,90%	-13,27%	-13,25%	-13,23%	-12,96%
3,80	-3,42%	-6,70%	-9,28%	-11,32%	-12,87%	-13,87%	-14,37%	-14,49%	-14,59%	-14,45%
4,00	-3,61%	-7,06%	-9,79%	-11,99%	-13,69%	-14,82%	-15,46%	-15,70%	-15,93%	-15,91%
4,20	-3,79%	-7,41%	-10,31%	-12,66%	-14,49%	-15,76%	-16,53%	-16,90%	-17,25%	-17,34%
4,40	-3,98%	-7,77%	-10,82%	-13,31%	-15,29%	-16,69%	-17,58%	-18,07%	-18,54%	-18,74%
4,60	-4,16%	-8,12%	-11,33%	-13,96%	-16,07%	-17,60%	-18,62%	-19,23%	-19,80%	-20,11%
4,80	-4,34%	-8,47%	-11,83%	-14,61%	-16,85%	-18,50%	-19,64%	-20,36%	-21,05%	-21,46%
5,00	-4,53%	-8,82%	-12,33%	-15,25%	-17,62%	-19,39%	-20,65%	-21,48%	-22,27%	-22,78%
5,20	-4,71%	-9,16%	-12,82%	-15,88%	-18,38%	-20,27%	-21,64%	-22,58%	-23,46%	-24,07%

Duration*	1,00	2,00	2,99	3,97	4,93	5,86	6,75	7,61	8,44	9,23
Modifizierte Duratio	1,00	1,99	2,98	3,95	4,89	5,80	6,67	7,50	8,31	9,07
Verwendeter Kupon	0,12	0,17	0,35	0,55	0,76	0,99	1,22	1,45	1,64	1,82
Verwendeter Kursw	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Zero coupon curve	0,121	0,168	0,346	0,546	0,756	0,985	1,221	1,452	1,637	1,815

* Duration und modifizierte Duration unter der Annahme, dass der Coupon der Rendite auf Endfälligkeit entspricht.

Analyse der impliziten Forward Rates basierend auf Bundesanleihen										
Laufzeit	Zins aktuell	Implizite Forward Rates für die letzten x Jahre								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Jahr	0,12									
2 Jahre	0,17	0,22								
3 Jahre	0,35	0,71	0,46							
4 Jahre	0,55	1,16	0,93	0,69						
5 Jahre	0,76	1,64	1,40	1,16	0,92					
6 Jahre	0,99	2,22	1,92	1,66	1,41	1,16				
7 Jahre	1,22	2,79	2,50	2,20	1,93	1,67	1,41			
8 Jahre	1,45	3,31	3,04	2,75	2,46	2,18	1,92	1,66		
9 Jahre	1,64	3,36	3,33	3,15	2,90	2,62	2,36	2,10	1,84	
10 Jahre	1,82	3,75	3,55	3,47	3,29	3,05	2,79	2,53	2,28	2,02

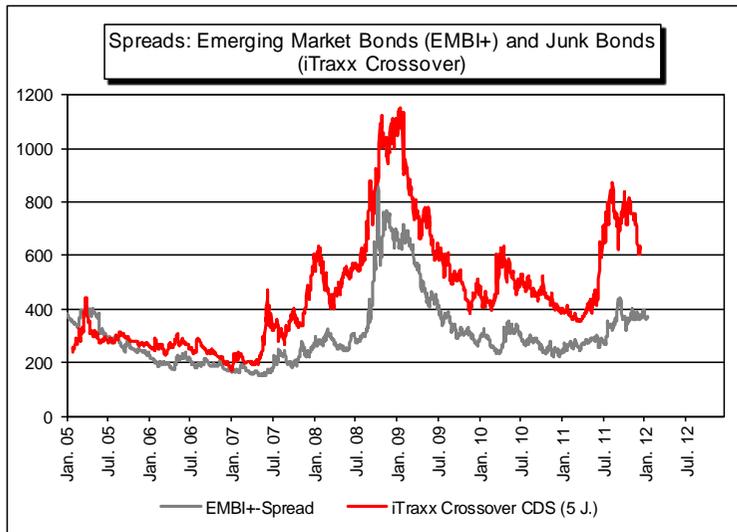
Fragstellung: Lege ich heute mein Geld für z.B. 10 Jahre zu 1,82% an, oder lege ich es jetzt auf 6 Jahre zu 0,99% an und rechne damit, daß der Zins für eine 4 Jährige Anleihe in 6 Jahren größer ist als 3,29%

- Lesehilfe: Unter der Annahme, dass die Rendite für eine 10-jährige Anleihe von aktuell 1,82% bis Februar 2013 auf 2,4% ansteigt, ergibt sich näherungsweise eine Performance (aus Kupon und Kursverlust) von 3,33%.
- Auf Sicht der nächsten 3 Monate erwarten wir stabile Renditen für 10-jährige Bundesanleihen von 1,8% per Ende des 1. Quartals 2012. Schwächere Konjunkturdaten, geringere Inflationsraten und die Aussicht auf Zinssenkungen der EZB sprechen für ein solches Szenario.
- Wenn sich im Verlauf der nächsten Monate die Frühindikatoren weiter verbessern und somit auf eine konjunkturelle Verbesserung hindeuten, sollte dies zu leicht steigenden Renditen führen.

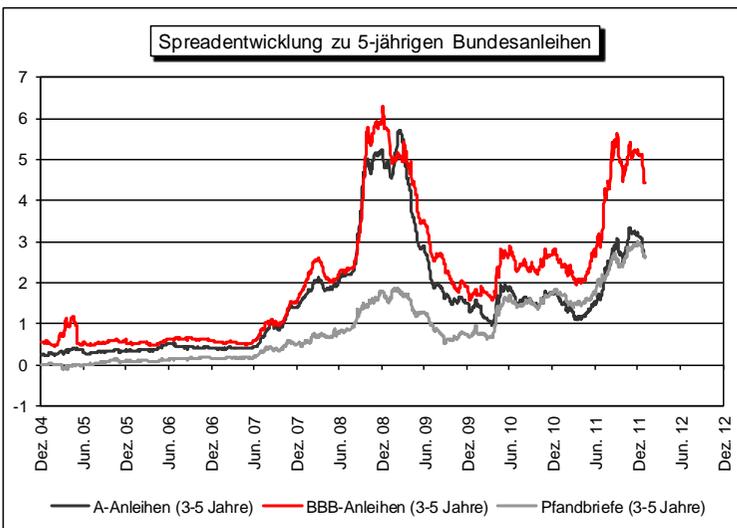


Renditen und Performance von Staatsanleihen im Überblick								
	3 Monate	2 Jahre		5 Jahre		10 Jahre		Währung
	Zins aktuell	Rendite aktuell	Performance ytd	Rendite aktuell	Performance ytd	Rendite aktuell	Performance ytd	gg. Euro, ytd
Deutschland	1,13%	0,16%	0,0%	0,69%	0,4%	1,79%	0,5%	
Italien	1,13%	3,57%	2,7%	4,74%	6,0%	5,97%	8,4%	
Belgien	1,14%	1,76%	2,0%	2,35%	2,8%	3,65%	3,9%	
Spanien	1,13%	2,37%	2,0%	3,39%	2,8%	4,98%	3,7%	
Irland	1,13%	5,40%	5,9%	5,74%	7,8%	7,34%	8,1%	
Portugal	1,13%	20,00%	-5,9%	21,91%	-13,0%	16,15%	-14,1%	
Griechenland	1,13%	216,73%	-9,6%	49,22%	7,7%	34,60%	12,1%	
USA	0,06%	0,22%	0,1%	0,69%	0,8%	1,80%	0,8%	-1,8%
Japan	0,34%	0,13%	0,0%	0,34%	0,0%	0,97%	0,3%	-0,4%
UK	1,10%	0,35%	0,0%	0,97%	0,6%	1,97%	0,3%	0,0%
Australien	4,65%	3,17%	0,3%	3,27%	0,3%	3,86%	-0,1%	2,9%
Kanada	0,87%	0,95%	0,1%	1,27%	0,2%	1,90%	0,6%	0,6%
Neuseeland	2,77%			3,38%	-0,3%	3,87%	-0,1%	5,1%
Norwegen	2,70%			1,85%	0,7%	2,38%	0,7%	1,3%
Dänemark	1,00%	0,22%	-0,1%	0,76%	0,1%	1,78%	-0,8%	0,0%
Schweden	2,57%	0,78%	0,0%	1,12%	-0,2%	1,63%	-0,5%	0,2%
Schweiz	0,07%	0,03%	0,2%	0,19%	-0,2%	0,61%	0,4%	0,9%
Ungarn	7,48%	8,39%	1,1%	8,77%	2,7%	9,08%	5,0%	7,0%
Polen	4,70%	4,61%	0,4%	5,00%	1,8%	5,57%	2,8%	5,5%

3 Rentenmärkte Unternehmens- und Schwellenländeranleihen



- Die weitere Zuspitzung der Schuldenkrise, verbunden mit schlechten Konjunkturdaten, hat sich auch bei Unternehmensanleihen mit einem schlechteren Rating negativ bemerkbar gemacht. Insbesondere High-Yield-Unternehmensanleihen, aber auch solche mit einem BBB-Rating verzeichneten deutliche Kursverluste.
- High-Yield-Government-Bonds aus Schwellenländern sind dagegen bislang von Spreadausweitungen (fast) nicht betroffen. Geringere Staatsschuldenquoten führen dazu, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten im Vergleich zu früheren Krisen geringer eingeschätzt werden.



	Aktuelle Anleihenrenditen					Anleihenperformance seit 1.1.2012					
	All	1-3	3-5	5-7	7-10	All	1-3	3-5	5-7	7-10	
Bundes anl.	1,42	0,16	0,69	1,21	1,79	0,1%	0,0%	0,4%	0,9%	0,5%	Bundes anl.
Pfandbriefe	3,78	2,72	3,28	3,76	4,07	1,9%	1,4%	2,0%	2,2%	2,0%	Pfandbriefe
AAA	2,75	1,86	2,72	2,87	2,45	1,3%	0,0%	0,0%	0,9%	1,5%	AAA
AA	3,11	1,87	2,43	2,91	3,50	1,5%	0,8%	1,5%	1,8%	2,3%	AA
A	3,79	2,97	3,32	3,77	4,36	2,9%	1,8%	2,8%	3,6%	4,8%	A
BBB	5,42	4,72	5,12	5,43	5,87	3,8%	2,6%	3,7%	4,7%	5,2%	BBB

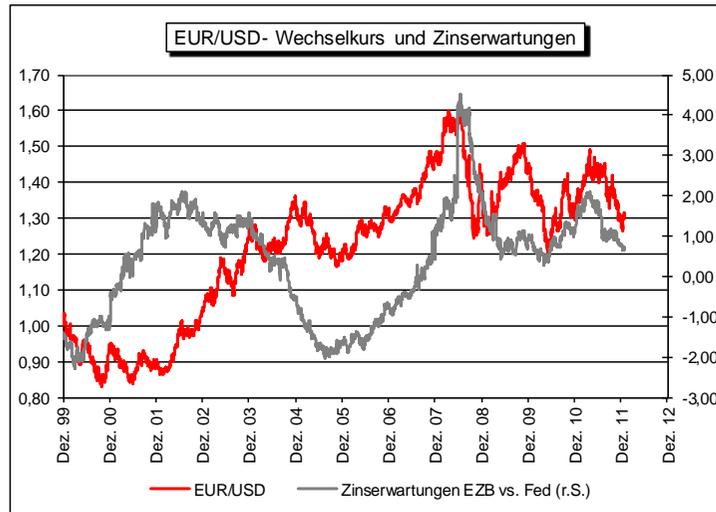
Stand: 01.02.2012

	EMBI+	Argentinien	Brasilien	Mexiko	Afrika	Türkei	Rußland
Index	603,2	134,42	931,55	540,39	532,84	388,17	637,80
m/m in %	1,0%	4,6%	1,6%	1,7%	0,1%	-0,9%	-0,5%
YTD in %	8,2%	-5,0%	10,8%	10,8%	9,1%	4,2%	7,6%
Spread akt.	381	938	222	189	232	391	338
Spread Max	1697	7220	2436	1160	1802	1194	4023
Spread Min	149	185	138	71	49	140	84
Spread Mittel	534	1942	582	278	455	427	516

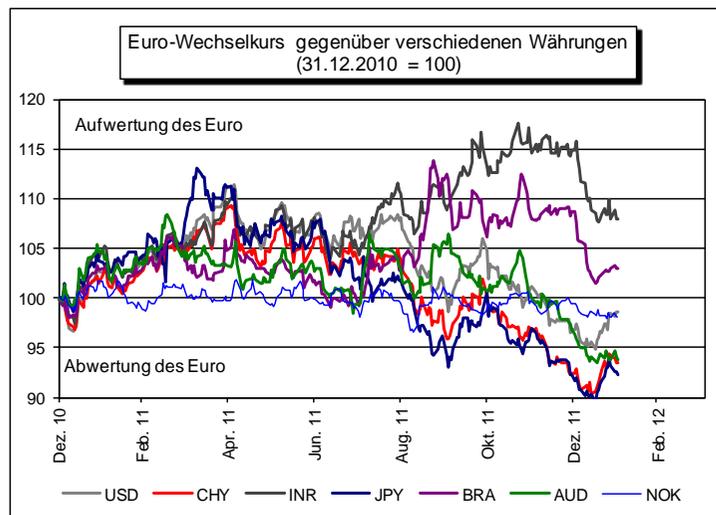
Stand: 03.01.2012



4 WÄHRUNGEN

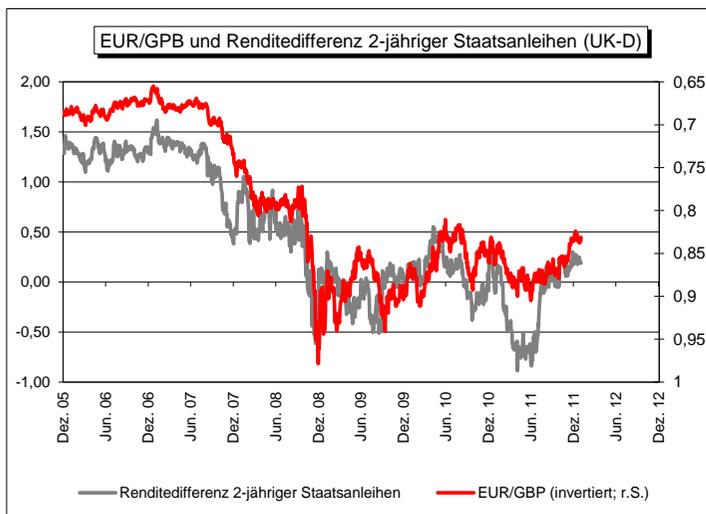
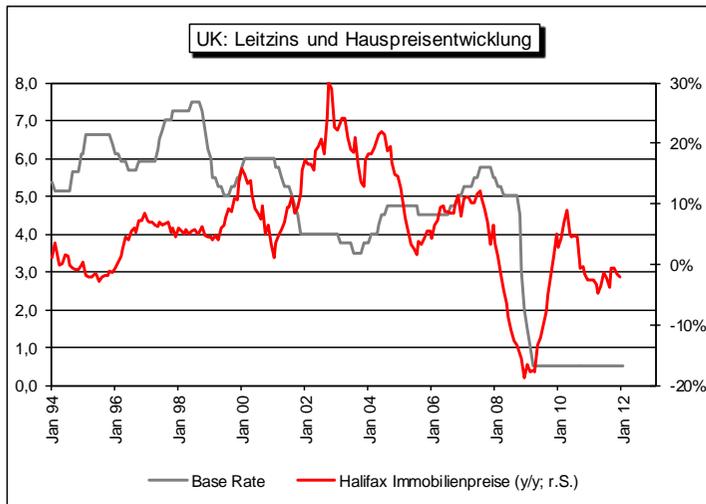


- Die Unsicherheit über die Erreichung einer nachhaltigen Lösung für die Schuldenkrise ist immer noch enorm groß und wird auch mittelfristig den Wechselkurs Euro/US-Dollar beeinflussen.
- Zuletzt hat sich die Gemeinschaftswährung aufgrund der Hoffnung einer baldigen Lösung in der Griechenlandfrage zwar wieder erholt. Da aber die Schuldenkrise auch weiterhin die Märkte bewegen wird und sich die Wachstums- und Zinsdifferenzen zugunsten der US-Währung entwickeln sollte, dürfte der Euro gegenüber dem Dollar mittelfristig an Wert verlieren und sich Richtung 1,25 EUR/USD bewegen.

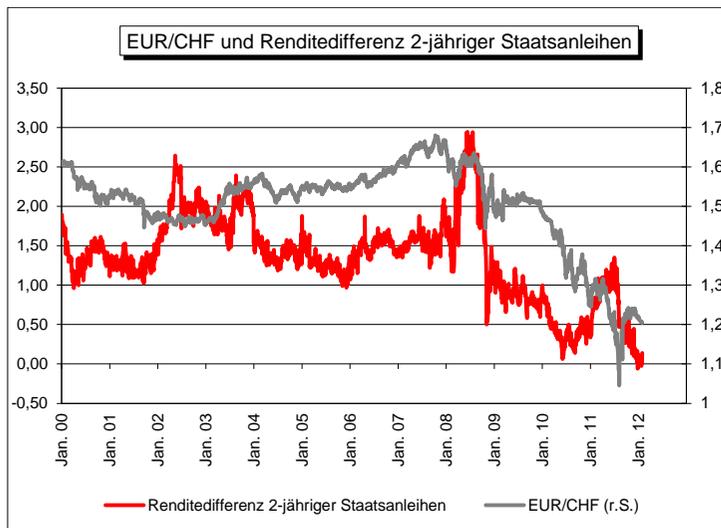
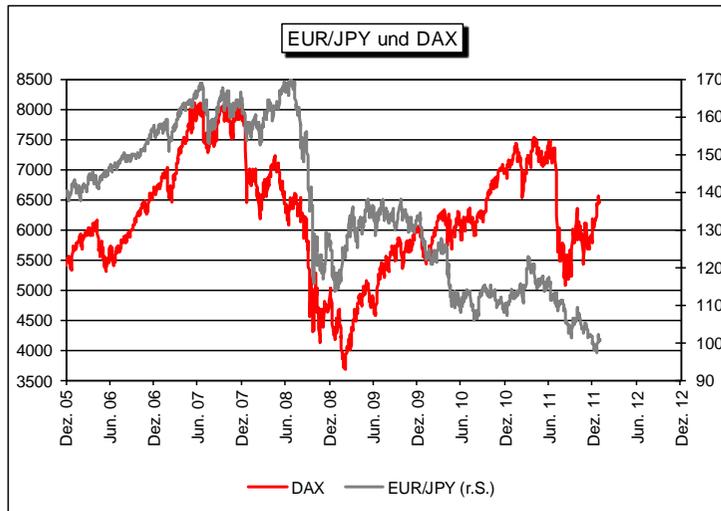


Devisenmärkte	Veränderung zum				
	02.02.2012	26.01.2012	30.12.2011	01.11.2011	30.12.2011
EUR/ USD	1,3155	0,1%	1,7%	-3,5%	1,7%
EUR/ GBP	0,8303	-0,9%	-0,6%	-3,2%	-0,6%
EUR/ JPY	100,11	-1,8%	-0,1%	-6,1%	-0,1%
USD/ JPY	76,10	-1,7%	-1,1%	-2,8%	-1,1%

Stand: 02.02.2012 09:49



- Kurzfristig bleibt das Britische Pfund trotz Schuldenkrise noch unter Druck. Auch wenn Zinserhöhungen angesichts der hohen Inflationsrate angebracht wären, hat die Bank of England diese bis zum Jahr 2013 ausgeschlossen, da die britische Wirtschaft noch keine selbsttragende Kraft entwickelt hat. Stattdessen hat die britische Notenbank die quantitativen Maßnahmen ausgeweitet und beschlossen, die Staatsanleihenkäufe um weitere 75 Mrd. Pfund zu erhöhen. Zudem kann Großbritannien nicht von der Griechenland-Krise profitieren, da die Volkswirtschaft selbst hohe Haushaltsdefizite erwirtschaftet und somit nicht als stabiler Hort in Frage kommt. Daher ist kurzfristig keine spürbare Aufwertung absehbar.
- Sollte es zu einer Erholung in der britischen Wirtschaft kommen, dürfte das Pfund gegenüber dem Euro an Wert gewinnen. Eine wirkliche Trendwende mit einer Bewegung zum Gleichgewicht bei 0,70 EUR/GBP dürfte aber erst mit einer Zinserhöhung der Bank of England und mit einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum einsetzen.



- Die massive Liquiditätszufuhr der japanischen Notenbank in Reaktion auf die Zerstörungen des Erdbebens und die Exportrückgänge infolge der Produktionsausfälle haben temporär zu einem schwächeren Yen geführt. Nachdem sich die japanische Wirtschaft im Zuge der Wiederaufbau-massnahmen erholt hat, ist auch der Yen gegenüber dem Euro wieder stärker geworden. Unterstützt wird diese Entwicklung durch die Flucht in den Yen als sicherer Hafen. Die japanische Notenbank versucht zwar, mit Hilfe von Devisenmarktinterventionen den Yen zu schwächen, doch dürfte ihr damit kaum großer Erfolg beschieden sein.
- Anfang September 2011 hat die Schweizerische Notenbank eine Obergrenze für den Schweizer Franken gegenüber dem Euro von 1,20 festgelegt, um eine weitere Aufwertung der eigenen Währung zu verhindern. Da der Schweizer Franken ähnlich wie Gold bei Anlegern den Status eines „sicheren Hafens“ hat, kam es im Laufe des vergangenen Jahres zu einer starken Aufwertung des Franken, der der schweizerische Exportwirtschaft und der gesamten Wirtschaft erheblich geschadet hat. Es ist nicht auszuschließen, dass Devisenmarktteilnehmer den Willen der SNB, die Obergrenze des Franken zum Euro nachhaltig zu verteidigen, bald testen werden.

5 AKTIENMÄRKTE



Aktienmarktpformance im Vergleich											
		in Landeswährung		in Euro				in Landeswährung		in Euro	
		2012 YTD	2011	2012 YTD	2011			2012 YTD	2011	2012 YTD	2011
Europa						Lateinamerika					
Eurozone	Euro Stoxx 50	4,3%	-17,1%	4,3%	-17,1%	Brasilien	Bovespa	11,1%	-18,1%	17,4%	-24,7%
Europa	Stoxx 50	2,2%	-8,4%	2,2%	-8,4%	Mexiko	IPC (Bolsa)	0,9%	-3,8%	7,4%	-12,2%
Deutschland	DAX 30	9,5%	-14,7%	9,5%	-14,7%	Argentinien	Merval	13,2%	-30,1%	11,5%	-33,3%
Deutschland	MDAX	11,5%	-12,1%	11,5%	-12,1%	Chile	IPSA	2,0%	37,6%	6,9%	59,6%
Deutschland	TecDAX	8,6%	-19,5%	8,6%	-19,5%	Osteuropa					
Frankreich	CAC 40	4,4%	-17,0%	4,4%	-17,0%	Ungarn	BUX	11,3%	-20,4%	18,9%	-29,6%
Italien	MIB 30	4,9%	-25,2%	4,9%	-25,2%	Polen	Warsaw Gen.	8,9%	-20,8%	14,9%	-29,6%
Spanien	IBEX 35	-0,7%	-13,1%	-0,7%	-13,1%	Tschechien	PX 50	6,6%	-25,6%	7,4%	-26,8%
Portugal	PSI 20	-3,1%	-27,6%	-3,1%	-27,6%	Lettland	OMX Riga	2,9%	41,1%	3,0%	41,1%
Irland	ISEQ	3,7%	0,6%	3,7%	0,6%	Russland	RTS	14,1%	-21,9%	20,1%	-23,3%
Griechenland	Athex All	18,6%	-55,5%	18,6%	-55,5%	Türkei	ISE 100	11,5%	-22,3%	17,3%	-34,3%
Niederlande	AEX	1,9%	-11,9%	1,9%	-11,9%	Asien					
Schweiz	SMI	0,6%	-7,8%	1,5%	-5,1%	Hongkong	Hang Seng	10,6%	-20,0%	9,9%	-17,2%
UK	FTSE 100	2,0%	-5,6%	2,7%	-3,1%	Thailand	SET	5,7%	-0,7%	7,0%	-2,0%
Dänemark	KFX	4,8%	-14,8%	4,8%	-14,6%	Singapur	Straits	9,8%	-17,0%	12,5%	-15,3%
Schweden	OMX	4,9%	-14,5%	5,1%	-14,0%	Südkorea	Kospi	7,1%	-11,0%	8,6%	-11,0%
Norwegen	Oslo SE	7,4%	-16,3%	8,7%	-15,8%	Indonesien	JSX	3,1%	3,2%	3,2%	6,0%
Nordamerika						Philippinen	PHS	7,1%	4,1%	8,6%	7,4%
USA	Dow Jones 30	3,4%	5,5%	1,5%	9,0%	Malaysia	KLSE	-0,6%	0,8%	2,7%	1,3%
USA	S&P 500	4,4%	0,0%	2,5%	3,3%	Taiwan	SE	6,3%	9,6%	7,9%	28,6%
USA	Nasdaq	8,0%	-1,8%	6,1%	1,4%	China	Shanghai Comp	4,2%	-21,7%	3,1%	-15,3%
Kanada	Toronto SE	4,2%	-11,1%	4,8%	-10,3%	Indien	BSE 30	11,2%	-24,6%	18,5%	-34,4%
Japan + Australien						Welt					
Japan	Nikkei 225	4,1%	-17,3%	3,7%	-10,4%	Gesamt	MSCI World	4,2%	7,8%	3,0%	18,1%
Japan	Topix	3,7%	-18,9%	3,2%	-12,1%	Schwellenländer	MSCI EM	7,3%	11,7%	9,2%	25,5%
Australien	ASX	5,2%	-15,2%	8,3%	-12,4%						

Stand: 31.01.2012

5 Aktienmärkte

Bewertung und Kennziffern



FACTSET ExcelConnect

HOME UPDATE EDIT

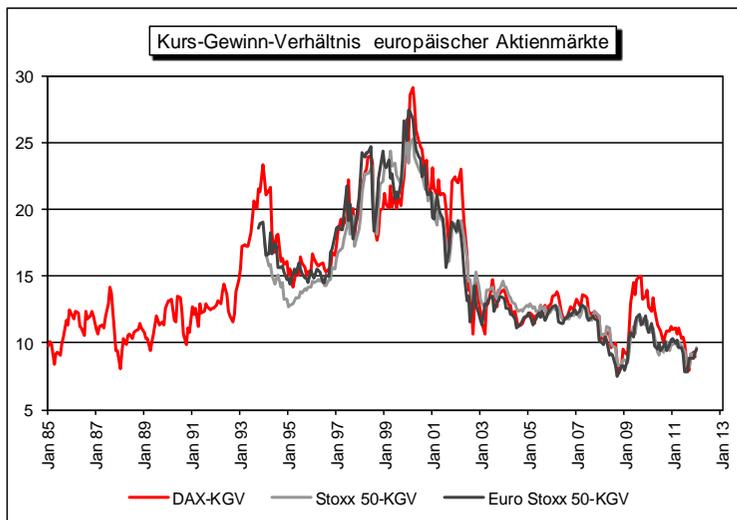
Minibase (Local Currency) as of 31/01/12

	EPS 11	EPS 12	EPS 13	EPS % Change 10	EPS % Change 11	EPS % Change 12	EPS % Change 13	6 Months Revisions (%) 11	6 Months Revisions EPS (%) 12	Next 12 months P/E	Last 12 months P/E	Next 12 months Price/ Book	Next 12 months Price/ Cash Flow	Next 12 months Return on Equity	Next 12 months Net Div Yield	Auf Konsens- Schätzungen basierendes Kursziel 2012
Germany																
DAX Perf (DE)	625,18	647,76	719,74	136,2%	1,3%	3,6%	11,1%	-6,2%	-14,2%	9,9 x	10,3 x	1,2	5,5	12,2%	3,8%	7.110
MDAX Perf (DE)	654,07	803,38	940,76	R+	22,0%	22,8%	17,1%	-6,5%	-11,2%	12,2 x	14,9 x	1,6	6,4	12,9%	2,8%	11.447
SDAX Perf (DE)	286,63	360,86	414,50	1891,7%	6,6%	25,9%	14,9%	-16,5%	-17,2%	12,9 x	16,2 x	1,2	6,3	9,5%	4,0%	5.367
TecDAX Perf (DE)	29,00	49,08	59,31	R+	-40,7%	69,2%	20,9%	-48,6%	-24,7%	14,9 x	24,2 x	1,7	8,9	11,4%	2,1%	883
Europe																
DJ Euro Stoxx 50	247,35	256,92	281,17	26,4%	-0,7%	3,9%	9,4%	-9,4%	-15,5%	9,3 x	9,7 x	1,1 x	5,3 x	11,4%	5,1%	2.624
DJ Stoxx 50	239,34	251,15	272,33	27,9%	7,3%	4,9%	8,4%	-5,5%	-9,3%	9,6 x	10,1 x	1,4 x	6,5 x	14,8%	4,7%	2.608
DJ Stoxx 600	22,32	24,35	27,27	61,7%	5,4%	9,1%	12,0%	-6,9%	-11,1%	10,3 x	11,3 x	1,3 x	6,4 x	12,6%	4,2%	282
France CAC 40	325,46	347,21	383,20	47,6%	-1,7%	6,7%	10,4%	-10,0%	-14,7%	9,4 x	10,1 x	1,0 x	5,5 x	10,5%	4,9%	3.609
Italy Fixed	25,78	32,86	39,36	14,5%	-10,0%	27,5%	19,8%	-26,9%	-23,5%	9,3 x	11,7 x	0,8 x	3,5 x	8,3%	5,0%	33,41
Spain IBEX 35	857,69	886,24	994,95	3,8%	-6,7%	3,3%	12,3%	-6,6%	-15,5%	9,5 x	9,9 x	1,0 x	4,4 x	10,5%	6,5%	9.454
Greece Fixed	0,99	6,91	11,75	-100000,0%	R+	596,6%	70,0%	-90,7%	-57,6%	12,7 x	62,1 x	0,5 x	3,2 x	4,2%	4,0%	149
Ireland ISEQ	325,46	347,21	383,20	47,6%	-1,7%	6,7%	10,4%	-10,0%	-14,7%	9,4 x	10,1 x	1,0 x	5,5 x	10,5%	4,9%	3.609
USA																
S&P 500 (US)	95,60	104,88	117,69	61,1%	15,4%	9,7%	12,2%	-2,2%	-6,4%	12,4 x	13,6 x	1,9 x	8,5 x	15,4%	2,2%	1.458
Dow Jones Industrial	1.040,82	1.109,14	1.228,71	36,7%	11,7%	6,6%	10,8%	-1,1%	-7,7%	11,3 x	12,1 x	2,0 x	7,7 x	17,4%	3,0%	13.868
NASDAQ 100 (US)	166,25	191,54	215,09	39,8%	18,4%	15,2%	12,3%	0,1%	1,6%	12,8 x	14,7 x	2,6 x	9,7 x	20,6%	1,3%	2.743
NASDAQ Composite (US)	163,87	195,02	227,15	R+	30,9%	19,0%	16,5%	-1,5%	-2,2%	14,2 x	16,9 x	2,3 x	9,9 x	16,5%	1,4%	3.232
PHLX Semiconductor (L	31,33	30,55	36,19	228,2%	-1,8%	-2,5%	18,5%	-9,6%	-18,7%	13,2 x	13,1 x	2,3 x	8,2 x	17,5%	2,4%	477
Japan																
Nikkei 225 (JP)	582,00	737,14	875,74	150,2%	5,8%	26,7%	18,8%	-15,2%	-12,5%	11,8 x	14,8 x	0,9 x	4,6 x	7,4%	2,7%	10.293



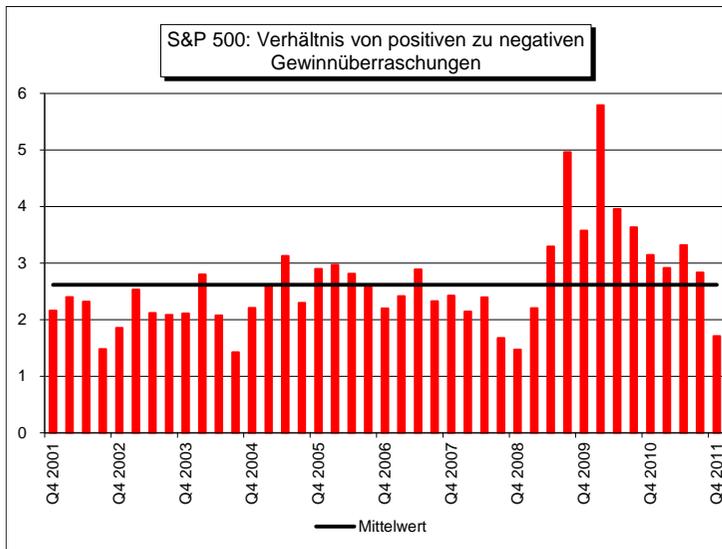
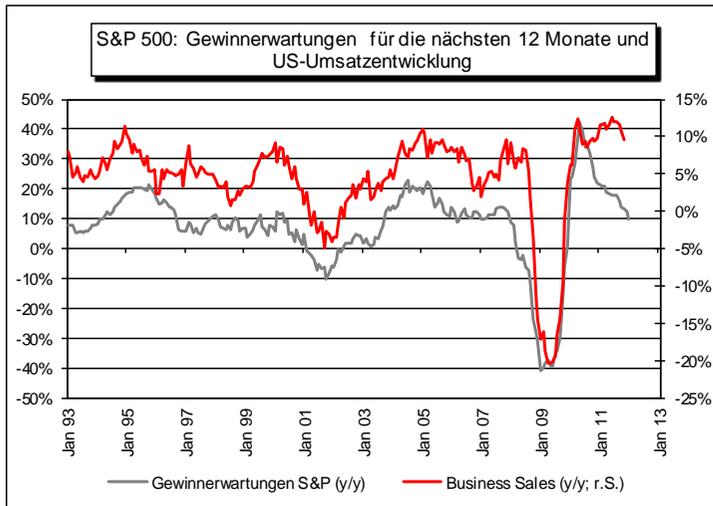
- Zunehmende konjunkturelle Risiken bringen auch immer höhere Risiken für den Aktienmarkt mit sich. Der Blick auf die Bewertung des Aktienmarktes zeigt zwar, dass Aktien attraktiv zu sein scheinen. So beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX auf rund 10 gesunken, ein Abschlag von über 30% im Vergleich zum historischen Mittelwert seit 1985. Und selbst wenn man den Betrachtungszeitraum auf die vergangenen drei Jahre verkürzt, wurden deutsche Aktien im Durchschnitt mit dem 11-fachen der erwarteten Gewinne bewertet.

- Allerdings basieren die Bewertungskennzahlen auf Gewinnerwartungen, die angesichts der schwächeren Konjunkturdaten kritisch hinterfragt werden müssen. Liegen die Unternehmensanalysten mit ihren Prognosen richtig, kann der DAX schnell wieder in Richtung 7.000 Punkte ansteigen. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Gewinne aufgrund der schwächeren Wirtschaftslage dieses Jahr leicht sinken werden. Kommt es 2012 zu einem moderaten Gewinnrückgang und 2013 wieder zu einer Erholung, lässt sich bei einem unterstellten KGV von 10 ein Kursziel von rund 6.000 Punkten herleiten.



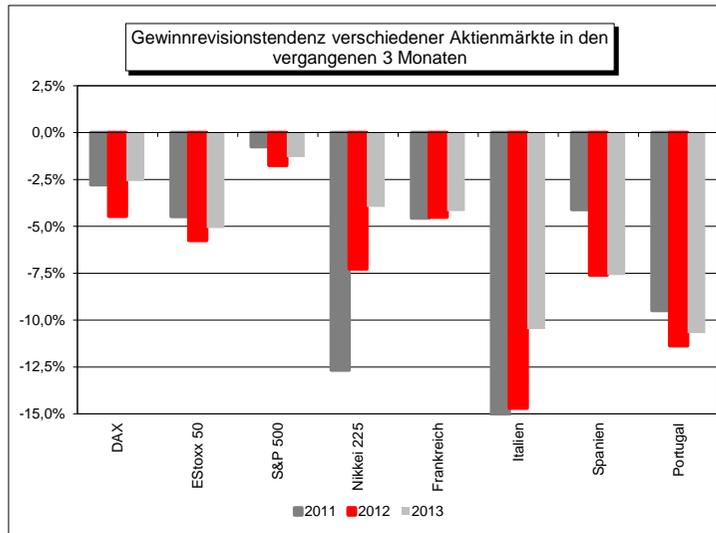
5 Aktienmärkte

Gewinnerwartungen USA/ S&P 500

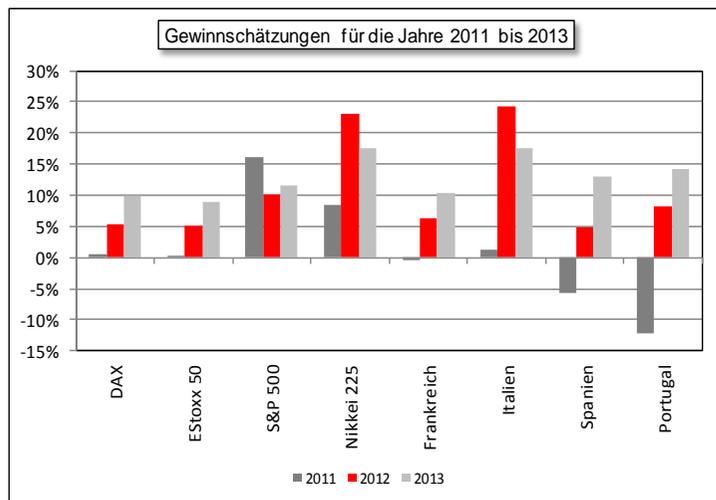


- Die US-Gewinnerwartungen sind in den vergangenen Wochen weniger stark nach unten revidiert worden als dies in Europa der Fall gewesen ist. Ein Gewinnanstieg von 10% im Jahr 2012 und 12% in 2013 dürfte angesichts der erkennbaren globalen konjunkturellen Abkühlung aber zu optimistisch sein.

	EPS % Change 11	EPS % Change 12	EPS % Change 13	6 Months Revisions EPS (%) 11	6 Months Revisions EPS (%) 12	2 Months Revisions Quarterly EPS (%) CQ4 11	2 Months Revisions Quarterly EPS (%) CQ1 12	Next 12 months P/E	Next 12 months Price/Book	Next 12 months Net Div Yield	% Change YTD
S&P 500 /I/ Cons Discr (US)	12,8%	13,5%	16,5%	-2,6%	-4,4%	-1,6%	-3,0%	14,7	2,9	1,6%	5,9%
S&P 500 /I/ Cons Staples (US)	7,6%	7,7%	9,6%	-1,7%	-3,6%	-1,2%	-2,9%	14,2	3,3	3,2%	-1,7%
S&P 500 /I/ Energy (US)	36,6%	1,8%	12,9%	-2,3%	-9,6%	-10,2%	-7,1%	10,5	1,7	2,1%	1,5%
S&P 500 /I/ Financials (US)	8,9%	23,9%	14,1%	-8,6%	-14,6%	-12,2%	-3,4%	11,0	0,9	2,0%	8,0%
S&P 500 /I/ HealthCare (US)	8,7%	3,1%	7,5%	1,6%	-1,3%	2,4%	-0,6%	11,8	2,2	2,4%	3,0%
S&P 500 /I/ Industrials (US)	21,7%	10,5%	13,6%	0,7%	-5,9%	5,9%	-2,7%	13,0	2,5	2,4%	6,9%
S&P 500 /I/ Info Tech (US)	17,9%	11,8%	12,0%	-0,2%	-0,1%	7,8%	0,2%	12,1	2,8	1,1%	7,6%
S&P 500 /I/ Materials (US)	30,3%	3,7%	17,4%	-6,6%	-15,8%	-12,9%	-13,5%	13,2	2,3	2,1%	11,1%
S&P 500 /I/ Telecom Serv (US)	-3,0%	6,3%	14,7%	-7,9%	-14,9%	-18,3%	-7,2%	15,9	1,8	5,9%	-3,9%
S&P 500 /I/ Utilities (US)	-0,8%	-2,7%	2,8%	1,3%	-1,3%	0,1%	-2,0%	14,1	1,4	4,3%	-3,7%
S&P 500 (US)	15,4%	9,7%	12,2%	-2,2%	-6,4%	-1,8%	-3,2%	12,4	1,9	2,2%	4,4%
Dow Jones Industrial Average (I)	11,7%	6,6%	10,8%	-1,1%	-7,7%	-3,1%	-6,1%	11,3	2,0	3,0%	3,4%
NASDAQ 100 (US)	18,4%	15,2%	12,3%	0,1%	1,6%	5,9%	-0,1%	12,8	2,6	1,3%	8,3%
NASDAQ Composite (US)	30,9%	19,0%	16,5%	-1,5%	-2,2%	2,2%	-1,2%	14,2	2,3	1,4%	8,0%
PHLX Semiconductor (US)	-1,8%	-2,5%	18,5%	-9,6%	-18,7%	-6,2%	-12,2%	13,2	2,3	2,4%	12,2%



- Die im (Euro) Stoxx 50 vertretenen Unternehmen werden im Vergleich zum DAX mittlerweile mit keinem Abschlag mehr gehandelt. Allerdings halten wir die Gewinnschätzungen für einzelne Länder (Italien, Spanien, Griechenland) für substantiell zu hoch.

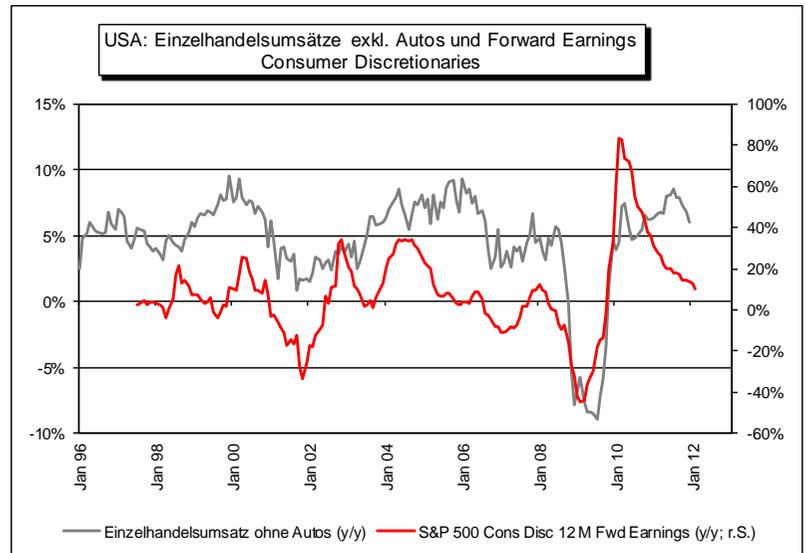
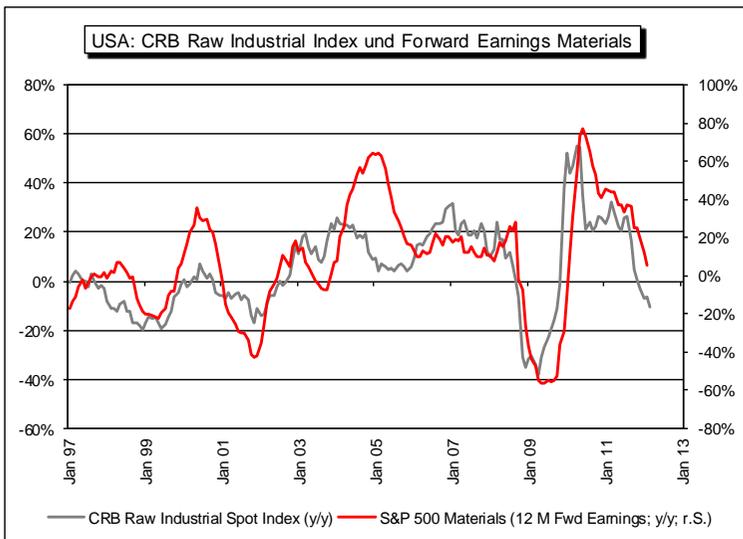
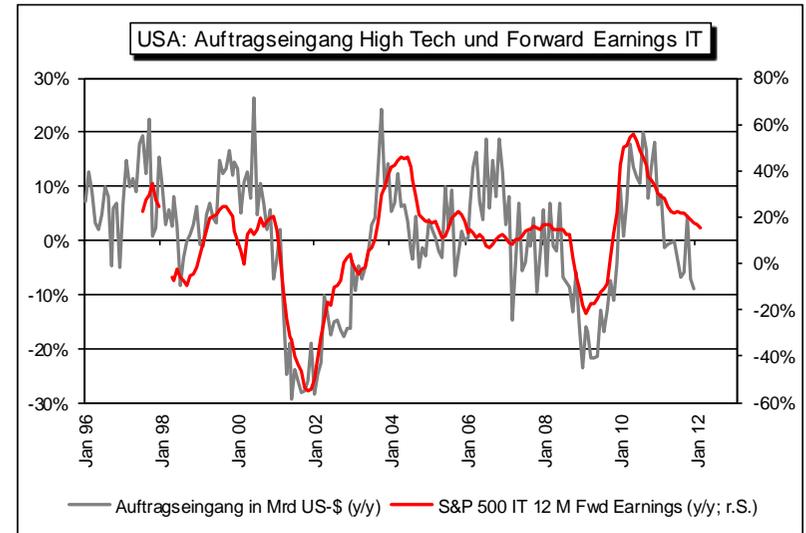
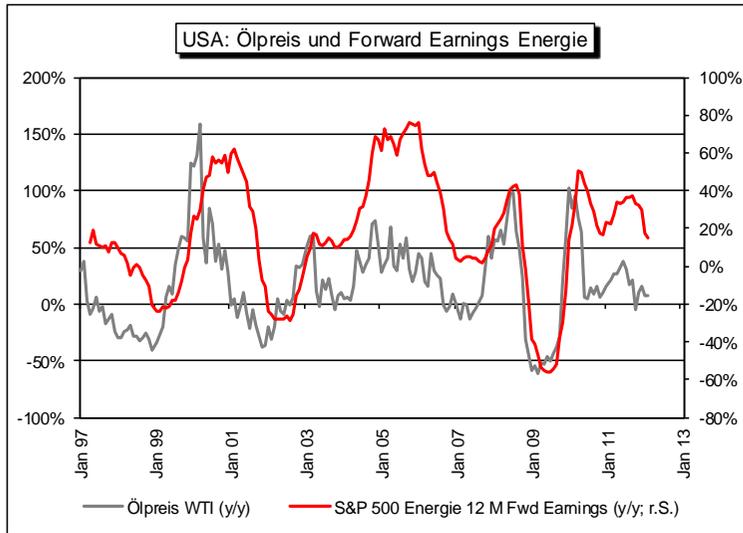


FACTSET ExcelConnect
inibase (Local Currency) as of 31/01/12

	EPS % Change 11	EPS % Change 12	EPS % Change 13	6 Months Revisions EPS (%) 11	6 Months Revisions EPS (%) 12	2 Months Revisions Quarterly EPS (%) CO4 11	2 Months Revisions Quarterly EPS (%) CO1 12	Next 12 months P/E	Next 12 months Net Div Yield	Next 12 months Price/Book	% Change YTD	Market Cap.
DJ Stoxx /2/ Automobiles &	54,1%	-9,7%	14,7%	12,6%	-13,6%	-5,0%	-1,4%	7,3	3,5%	0,9	20,9%	3,2%
DJ Stoxx /2/ Banks	2,3%	22,4%	17,7%	-26,0%	-28,0%	-11,5%	-9,5%	8,0	4,4%	0,6	9,5%	10,7%
DJ Stoxx /2/ Basic Resource	19,2%	4,4%	16,7%	-9,3%	-17,9%	2,0%		8,8	2,8%	1,3	14,0%	7,2%
DJ Stoxx /2/ Chemicals	15,8%	-2,5%	10,6%	-2,8%	-13,9%	-3,3%	-16,5%	12,0	3,3%	1,9	6,8%	3,7%
DJ Stoxx /2/ Construction &	-1,4%	10,1%	11,5%	-9,8%	-17,4%	-32,8%	-85,5%	12,0	4,3%	1,1	6,6%	2,2%
DJ Stoxx /2/ Financial Servi	-52,0%	50,1%	35,9%	-26,3%	-15,2%			10,9	4,8%	1,1	7,1%	1,5%
DJ Stoxx /2/ Food & Beverage	6,2%	9,6%	10,1%	-2,1%	-2,6%			14,7	3,2%	2,5	-0,9%	8,9%
DJ Stoxx /2/ Health Care	12,8%	1,7%	7,2%	1,9%	0,1%	0,6%	-6,0%	11,6	3,9%	2,7	-1,4%	9,5%
DJ Stoxx /2/ Industrial Goods	7,3%	10,6%	14,8%	-10,2%	-14,7%	-11,5%	-8,8%	12,4	3,4%	1,9	7,1%	9,6%
DJ Stoxx /2/ Insurance	-10,1%	28,5%	8,0%	-15,2%	-7,9%	-5,5%	-15,8%	7,4	5,6%	0,8	10,6%	4,5%
DJ Stoxx /2/ Media	6,9%	5,9%	7,7%	-1,2%	-5,4%			11,2	5,4%	1,9	2,0%	2,4%
DJ Stoxx /2/ Oil & Gas	16,8%	10,3%	8,8%	-1,8%	-2,1%	-15,1%	-1,5%	8,5	4,3%	1,3	1,5%	10,5%
DJ Stoxx /2/ Personal & Home	5,4%	12,2%	11,5%	-0,5%	-1,6%			15,3	2,9%	2,7	3,3%	6,5%
DJ Stoxx /2/ Real Estate	3,6%	2,2%	5,0%	2,1%	1,2%			15,4	5,4%	0,8	-3,8%	1,1%
DJ Stoxx /2/ Retail	1,5%	9,3%	11,2%	-2,2%	-6,1%	-8,4%		12,6	4,1%	1,9	4,5%	3,5%
DJ Stoxx /2/ Technology	4,3%	-9,4%	24,7%	-2,2%	-18,7%	-9,1%	-14,8%	15,2	2,6%	2,0	-2,6%	2,6%
DJ Stoxx /2/ Telecommunication	-4,0%	1,5%	4,2%	-2,4%	-6,3%	-16,1%	-6,7%	9,4	8,6%	1,3	4,6%	5,4%
DJ Stoxx /2/ Travel & Leisure	0,0%	1,6%	27,6%	-9,8%	-23,8%			13,8	3,4%	1,4	-0,5%	1,3%
DJ Stoxx /2/ Utilities	-15,8%	9,6%	6,5%	-7,8%	-8,7%			10,0	6,4%	1,0	4,0%	5,8%
DJ Stoxx 600	5,4%	9,1%	12,0%	-6,9%	-11,1%	-7,9%	-12,2%	10,3	4,2%	1,3	2,2%	100,0%
DJ Stoxx 50	7,3%	4,9%	8,4%	-5,5%	-9,3%	-8,2%	-2,0%	9,6	4,7%	1,4	4,3%	
DJ Euro Stoxx 50	-0,7%	3,9%	9,4%	-9,4%	-15,5%	-11,9%	-6,5%	9,3	5,1%	1,1	5,3%	

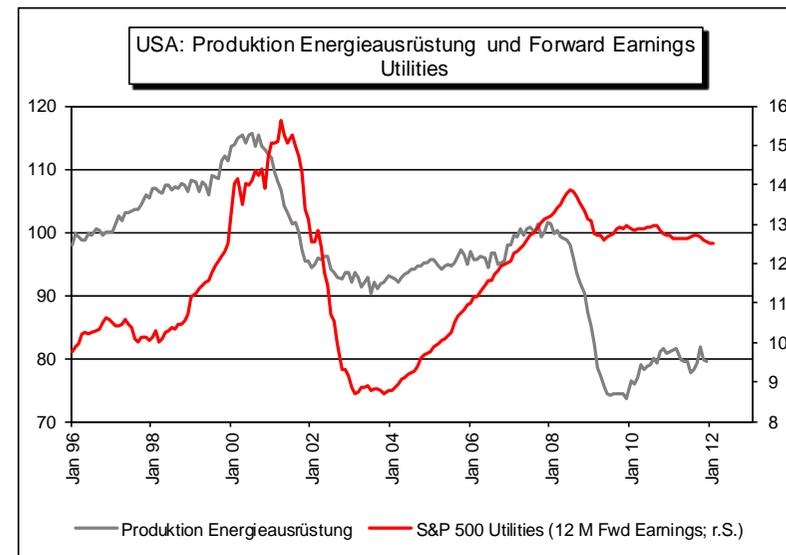
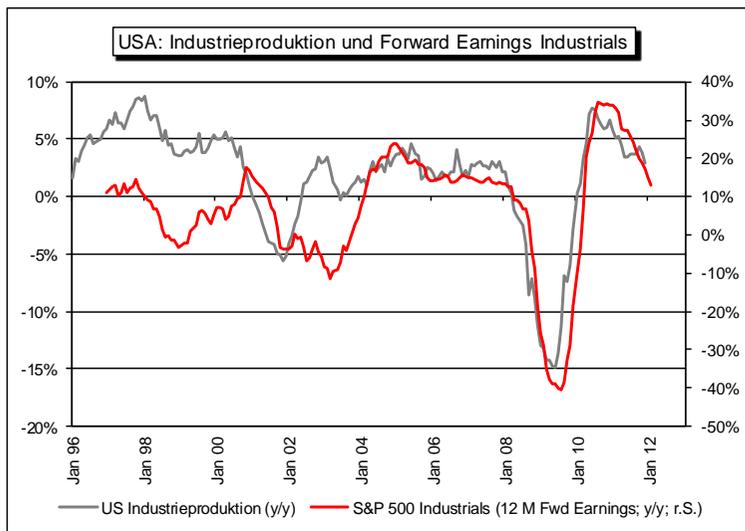
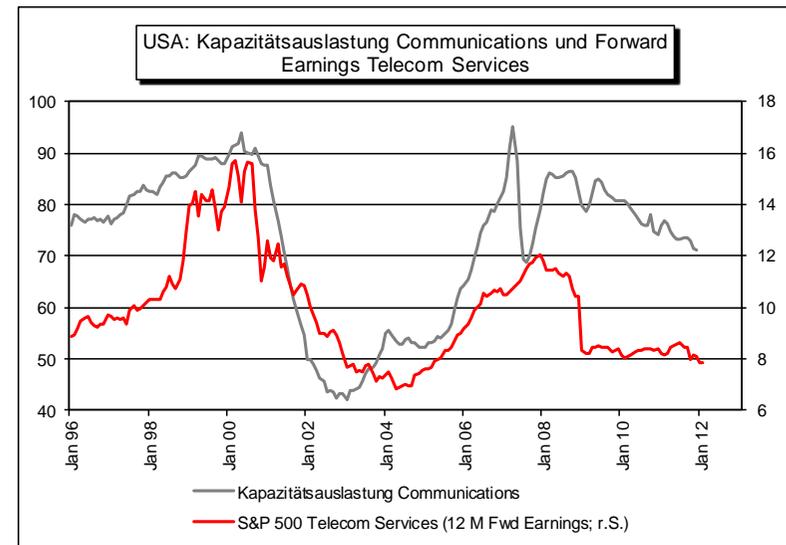
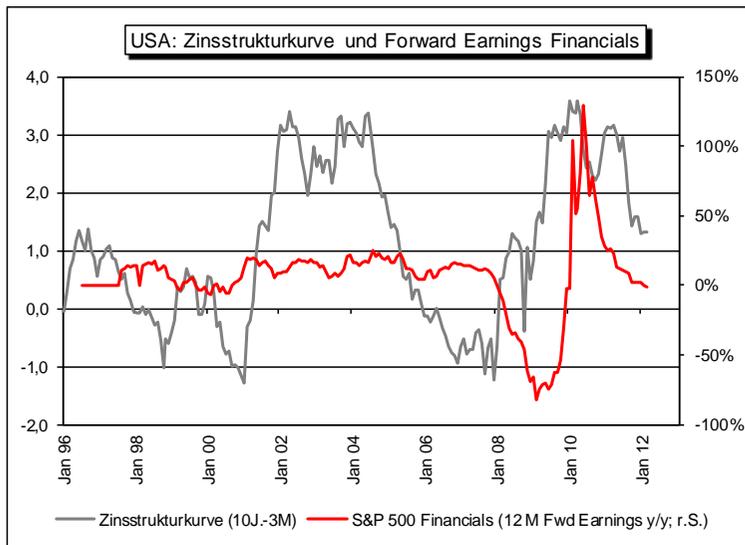
5 Aktienmärkte

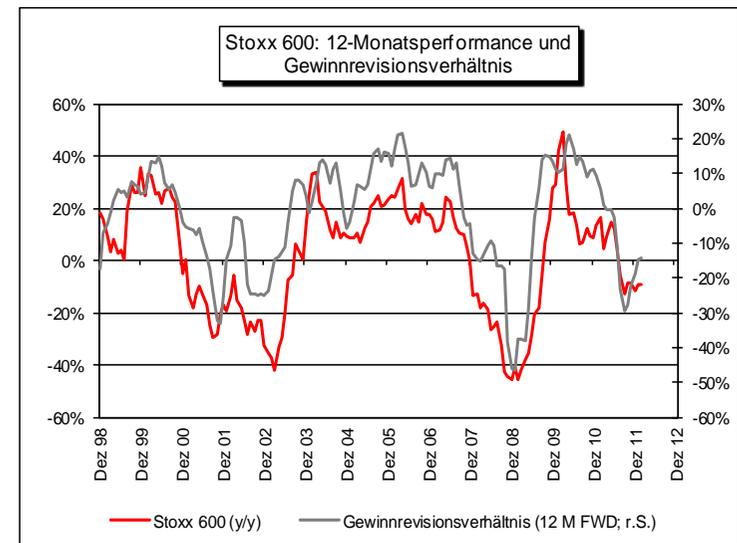
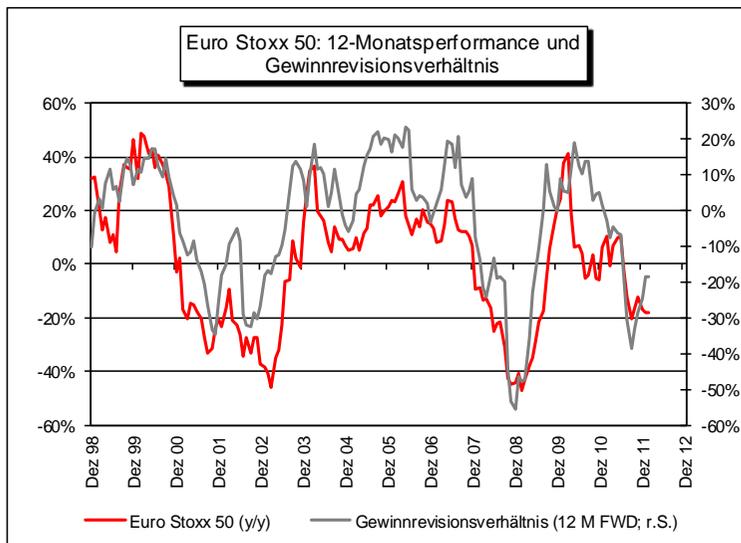
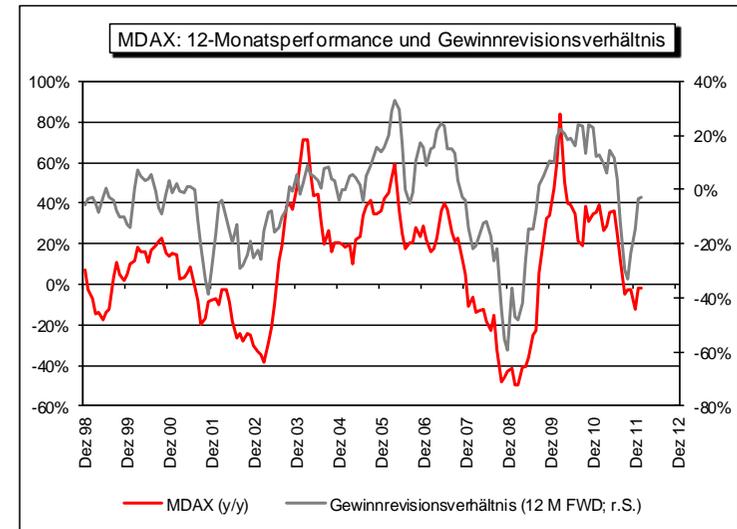
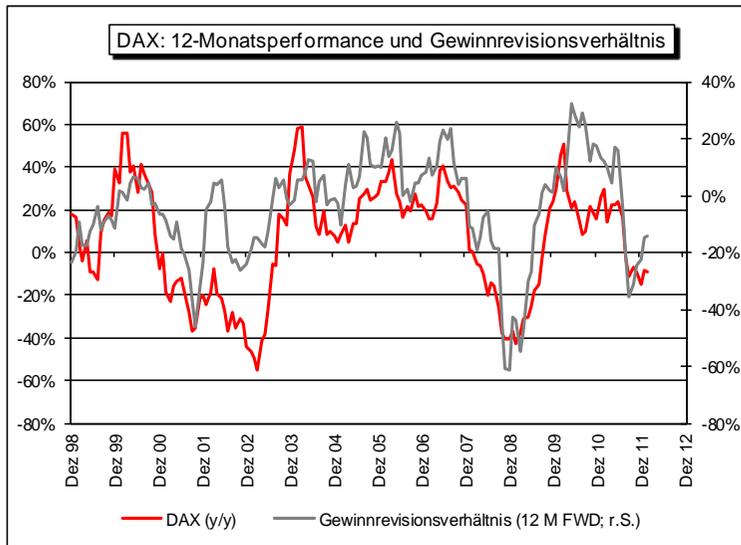
Einflussfaktoren für Branchengewinne

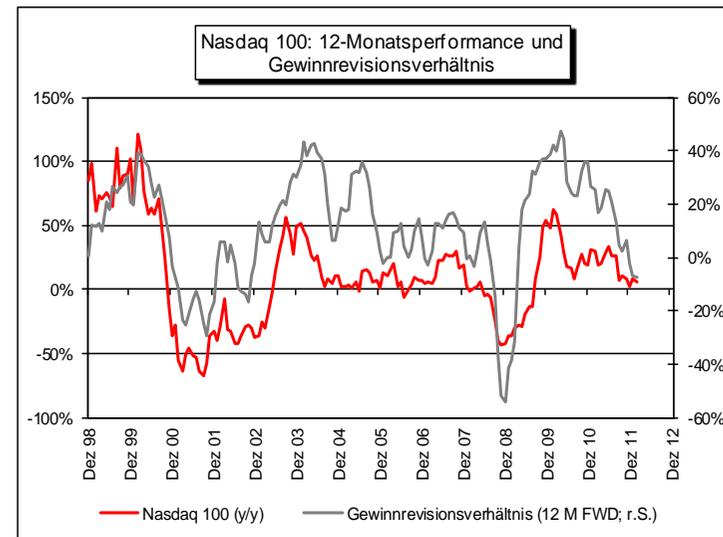
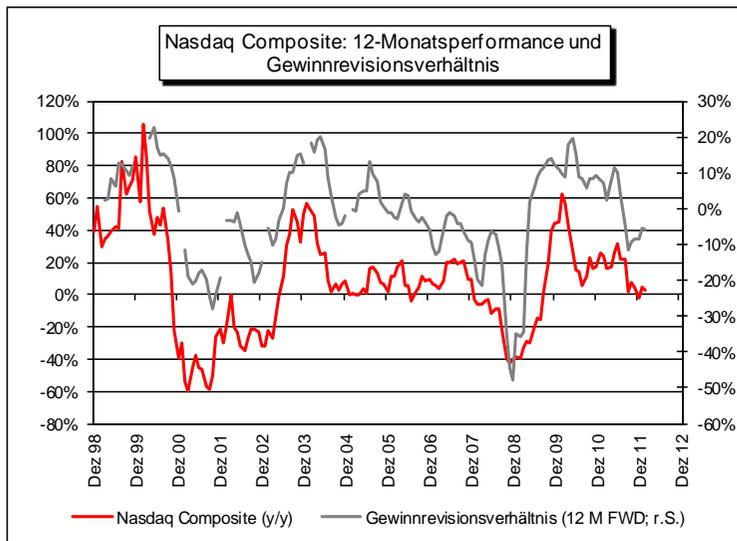
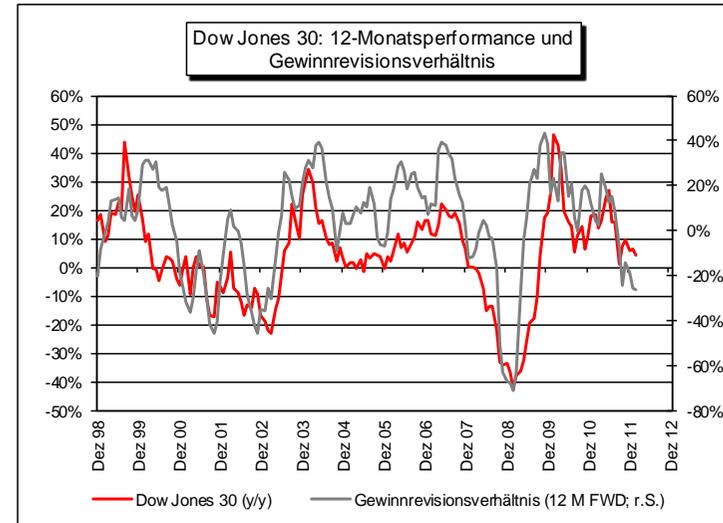
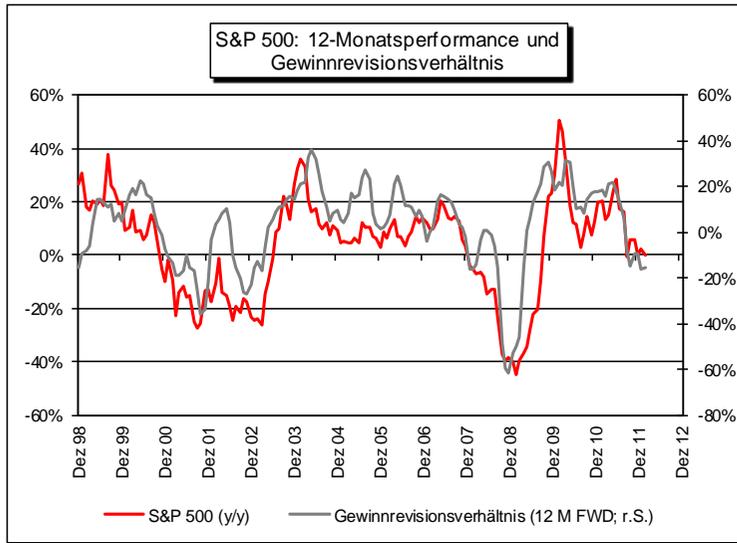


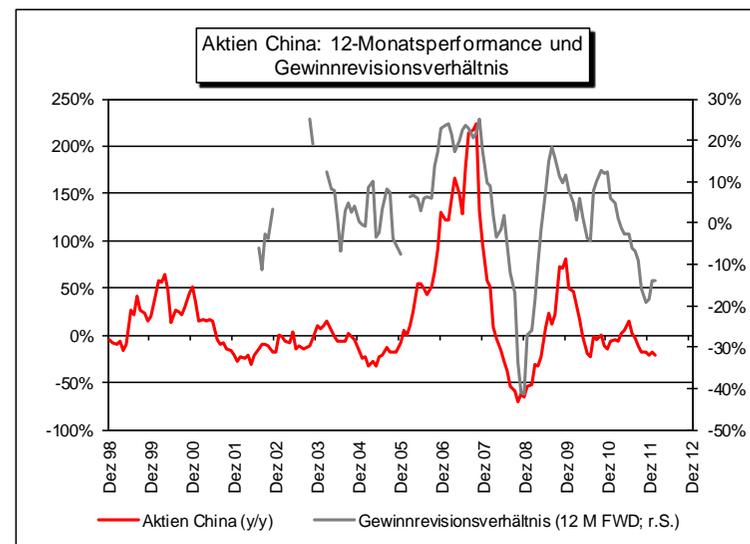
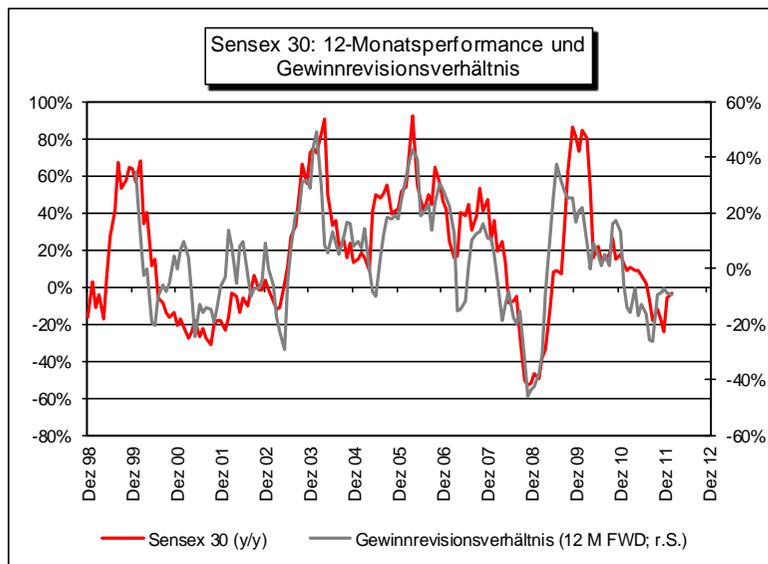
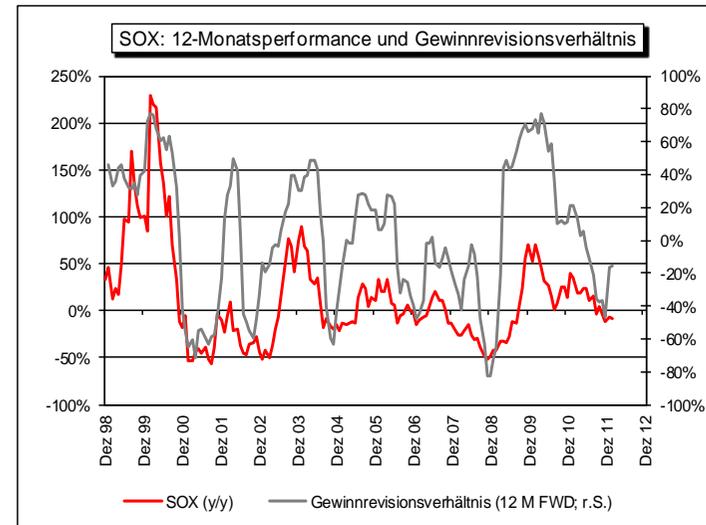
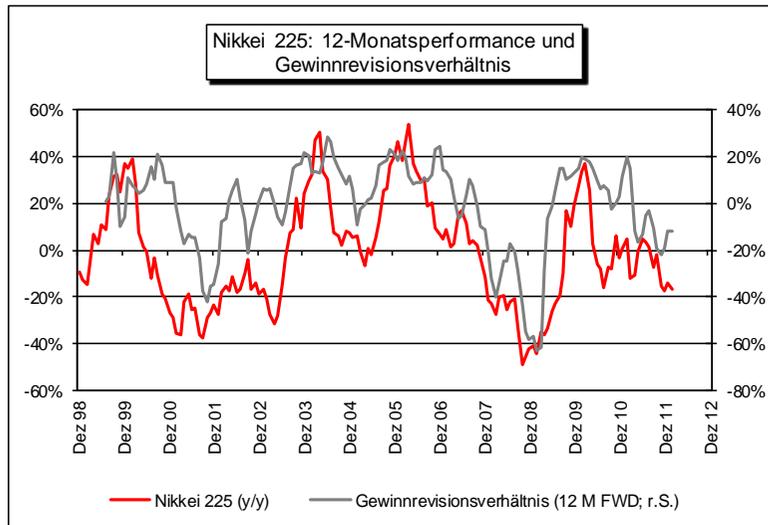
5 Aktienmärkte

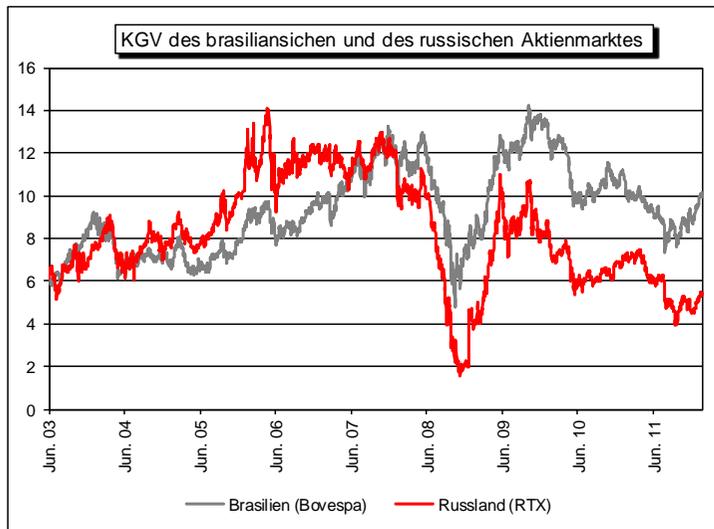
Einflussfaktoren für Branchengewinne







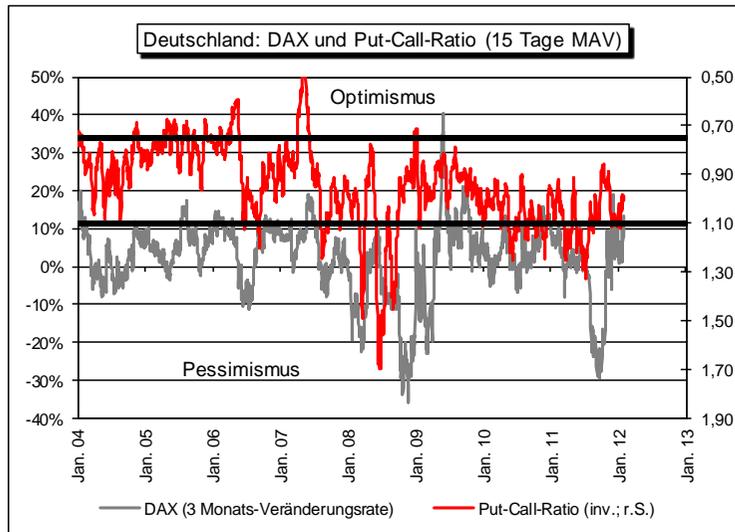




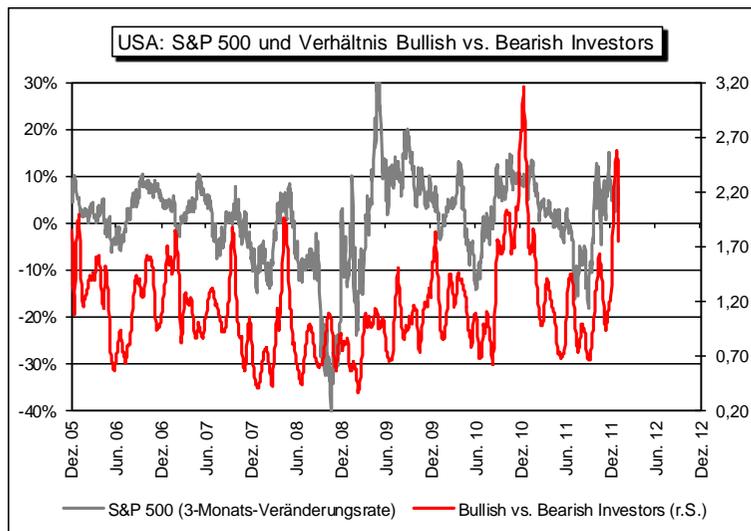
- Die meisten Schwellenländerbörsen weisen ähnliche Bewertungen auf wie die europäischen Aktienmärkte – häufig allerdings bei höherem erwarteten Gewinnwachstum. Unter den BRIC-Ländern ist vor allem der russische Aktienmarkt günstig bewertet; auch Brasilien und China sind nicht mehr überbewertet. Unter Bewertungsgesichtspunkten ist auch die Türkei interessant.



	EPS % Change 11	EPS % Change 12	EPS % Change 13	6 Months Revisions EPS (%) 11	6 Months Revisions EPS (%) 12	Next 12 months P/E	Last 12 months P/E	Next 12 months P/B	Next 12 months Div Yield	% Change YTD	5Y CDS	5Y CDS 1 month change
Bovespa (BR)	12,3%	4,3%	11,3%	-4,7%	-8,1%	10,1 x	10,6 x	1,4	4,0%	13,8%	140	-18
RTX (RU)	42,7%	-8,3%	-2,4%	2,1%	-7,3%	5,4 x	5,0 x	0,8	3,4%	17,8%	216	-61
Sensex 30 (IN)	16,2%	14,4%	14,0%	-5,0%	-7,2%	13,4 x	15,4 x	2,4	1,8%	11,9%	343	-62
China (CN)	9,3%	18,7%	16,9%	-10,4%	-11,9%	9,4 x	11,2 x	1,5	3,2%	5,7%	133	-10
Argentina (AR)	13,7%	24,7%	15,5%	-21,1%	-46,2%	8,7 x	10,7 x	2,3	6,1%	6,9%	754	-192
BUX (HU)	2,0%	15,3%	18,9%	-20,2%	-16,7%	8,5 x	9,8 x	0,9	4,1%	12,8%	571	-31
Chile (CL)	-21,2%	21,8%	11,8%	-15,1%	-18,3%	15,8 x	19,1 x	2,4	2,9%	-0,6%	110	-18
Czech Republic	-23,3%	11,1%	3,1%	-9,5%	-6,6%	10,8 x	11,9 x	1,7	6,7%	-5,9%	144	-29
Indonesia	25,7%	14,1%	16,5%	1,5%	-0,9%	13,3 x	15,3 x	2,8	2,8%	3,9%	174	-27
IPC (Mexbol)	15,8%	17,6%	23,3%	-6,1%	-7,6%	15,5 x	18,4 x	2,7	1,7%	1,7%	136	-15
Malaysia	7,5%	13,4%	10,3%	-6,4%	-5,8%	13,8 x	15,6 x	1,8	3,6%	2,6%	133	-11
Poland	39,4%	-16,8%	5,3%	8,3%	-18,1%	10,7 x	9,1 x	1,2	4,5%	9,3%	237	-41
Singapore	-0,4%	2,3%	10,3%	-3,1%	-14,8%	12,7 x	13,1 x	1,3	3,9%	9,1%	83	0
South Africa	18,8%	21,6%	12,9%	-3,5%	-1,1%	10,8 x	13,1 x	2,0	4,4%	5,5%	159	-18
South Korea	2,8%	19,4%	15,3%	-14,9%	-11,8%	9,5 x	11,2 x	1,2	1,5%	6,9%	145	-11
Taiwan	-16,2%	8,7%	22,5%	-15,0%	-28,3%	14,8 x	16,3 x	1,7	4,0%	7,2%	162	-17
Thailand	11,8%	13,5%	14,2%	-6,6%	-4,8%	11,5 x	13,0 x	1,8	4,2%	6,3%	162	-17
Hong Kong	8,3%	1,5%	13,9%	-6,0%	-10,7%	11,9 x	12,2 x	1,3	3,1%	7,7%	79	-11
Turkey	-7,0%	14,7%	13,1%	-7,0%	-4,9%	9,3 x	10,7 x	1,3	3,4%	14,5%	262	-25



- Stimmungsindikatoren werden als klassische „Kontra-Indikatoren“ verwendet. Wird die Stimmung zu positiv, herrscht Sorglosigkeit vor und man muss davon ausgehen, dass viele Investoren bereits investiert sind. Bei sehr negativer Marktstimmung kann man davon ausgehen, dass viele Investoren nicht mehr investiert sind und somit eine Bodenbildung wahrscheinlich ist.
- Gemessen am Put-Call-Ratio lässt sich sowohl für den DAX als auch für den S&P 500 kein klares Stimmungsbild der Anleger erkennen. Allerdings hat sich die Anlegerstimmung, die von der American Association of Individual Investors erhoben wird, zuletzt verbessert.



5 Aktienmärkte

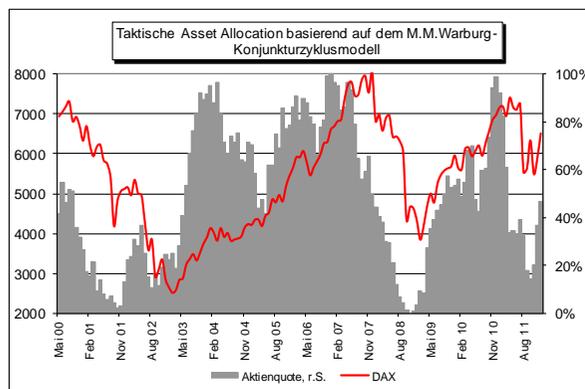
Konsequenzen für die Asset Allocation



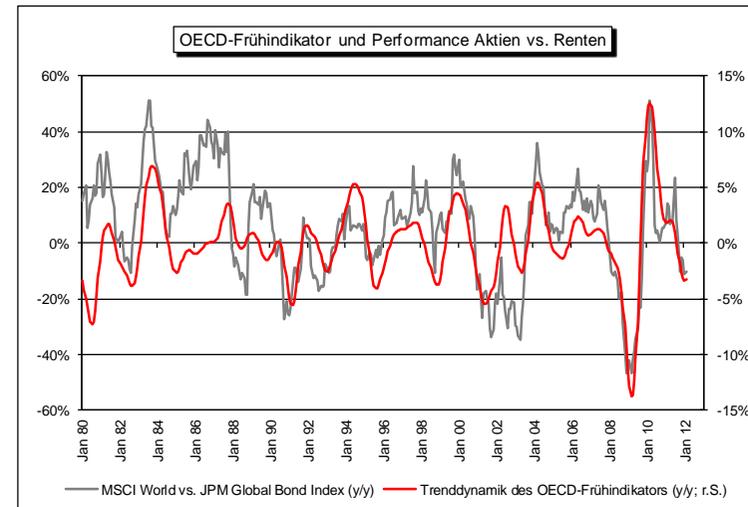
Der aktuelle Wert im M.M.Warburg Asset-Allocation-Modell beträgt 47%

Die Indikatoren wirken sich aktuell wie folgt auf das Modell aus:

	Dynamik	Niveau
Deutschland Auftragseingang	negativ	negativ
Deutschland Ifo-Index	positiv	positiv
Deutschland ZEW-Index	positiv	negativ
Deutschland GfK Konsumklima	positiv	positiv
US Leading Indicator	positiv	negativ
US Consumer Confidence	positiv	positiv
US NAHB Index	positiv	positiv
US ISM Manufacturing Index	positiv	positiv
US ISM Non-Manufacturing Index	positiv	positiv
US New Orders Durables	positiv	positiv
US Building Permits	negativ	positiv
Belgien Frühindikator	positiv	negativ
E-17 Konsumentenvertrauen	positiv	negativ
E-17 Industrievertrauen	negativ	positiv
Japan Frühindikator	positiv	negativ
Brasilien OECD-Frühindikator	negativ	negativ
China OECD-Frühindikator	negativ	negativ
Indien OECD-Frühindikator	negativ	negativ
Russland OECD-Frühindikator	positiv	positiv
OECD-Frühindikator	negativ	negativ
CRB Raw Industrial Spot Index	positiv	negativ
Baltic Dry Index	negativ	negativ
Geldmenge M1 Eurozone	negativ	negativ
Rendite J.P. Morgan Welt	positiv	positiv
EMBI+-Spread	positiv	negativ
Corporate Bond Spread USA	positiv	negativ
Zinsstruktur USA (10J-2J)	negativ	negativ
Ölpreis	positiv	negativ
EUREX Put-Call-Ratio	positiv	positiv
US-KGV (12 M FWD)	negativ	positiv
DAX-KGV (12 M FWD)	negativ	positiv

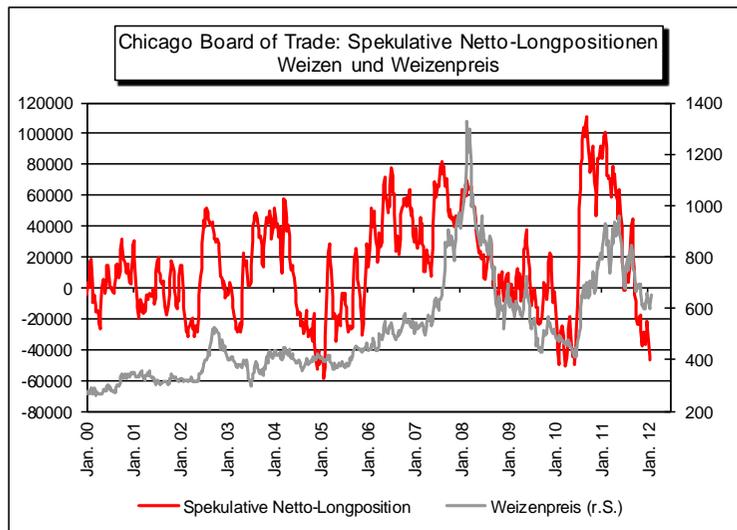
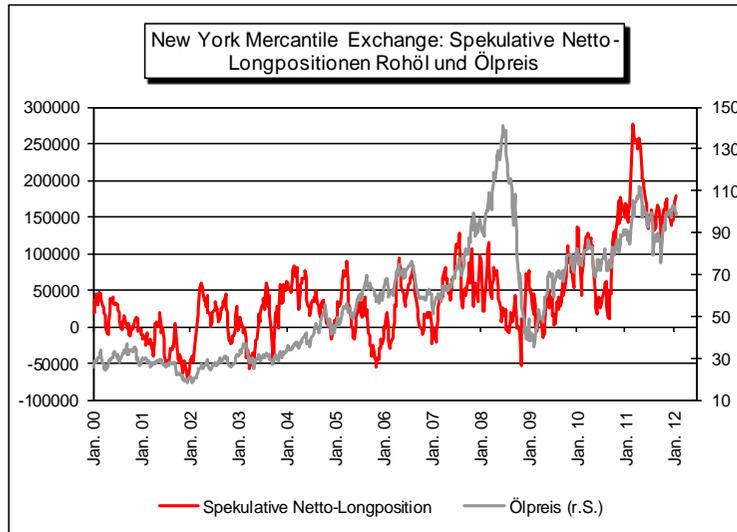


- Das Umfeld für die Aktienmärkte hat sich zuletzt verbessert. So ist die Schuldenkrise in Europa etwas in den Hintergrund gerückt, während sich die meisten Frühindikatoren erholt haben. Die Gewinnrevisionsdynamik ist zwar weiterhin von der Tendenz her negativ, allerdings hat auch hier die Dynamik nachgelassen. Die niedrigen Bewertungen der Aktienmärkte sind angesichts des starken Rückgangs der wirtschaftlichen Dynamik kritisch zu hinterfragen.
- Bundesanleihen und US-Treasuries sind weiterhin als sicherer Hafen gefragt. Kurzlaufende Unternehmensanleihen halten wir für attraktiver solange die Konjunktur nicht einbricht.
- Im Vergleich zum Vormonat hat sich das Konjunkturzyklusmodell etwas verbessert.

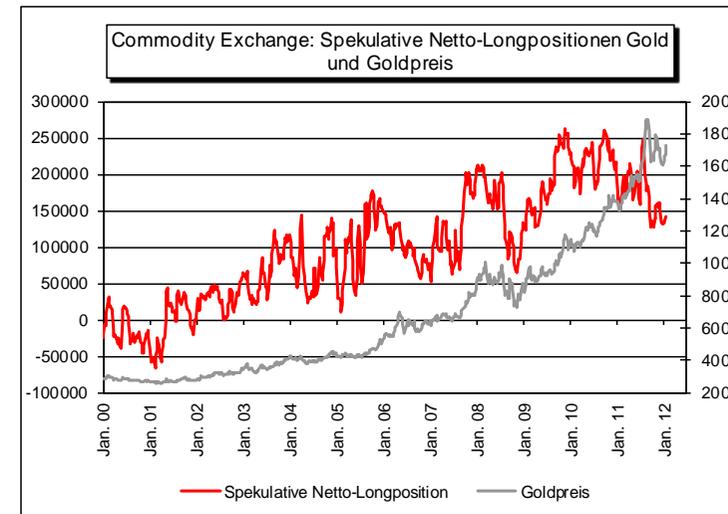


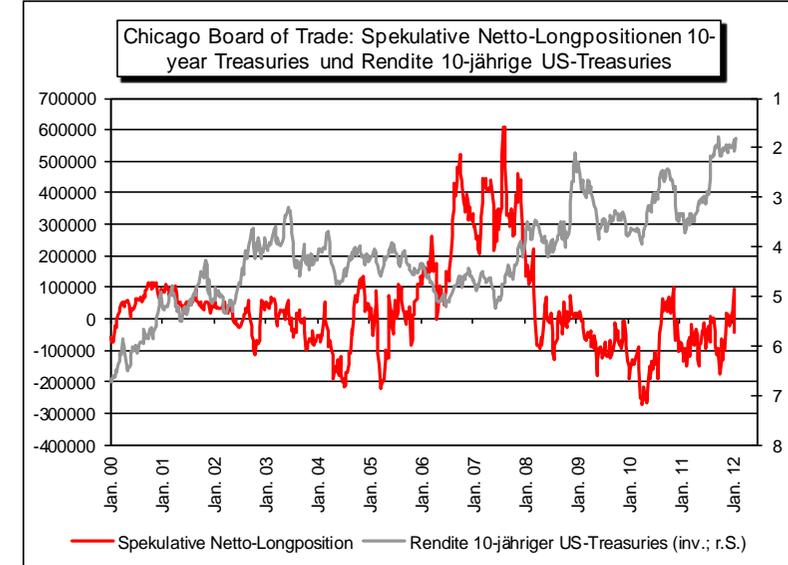
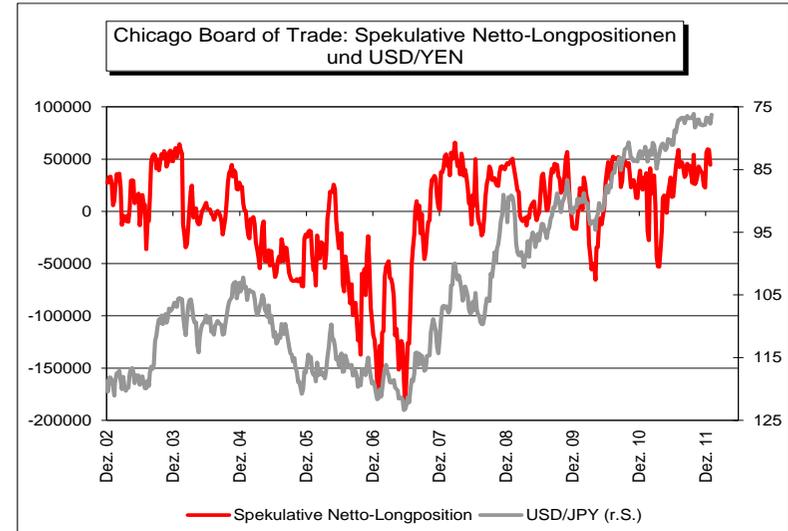
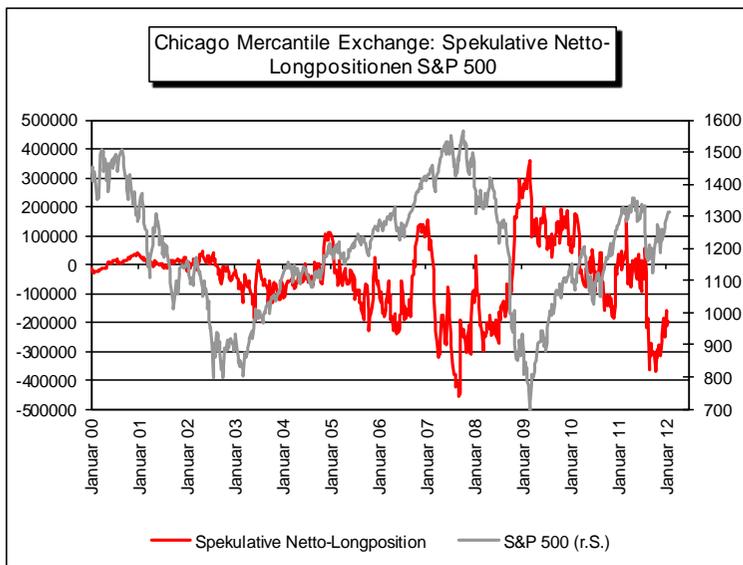
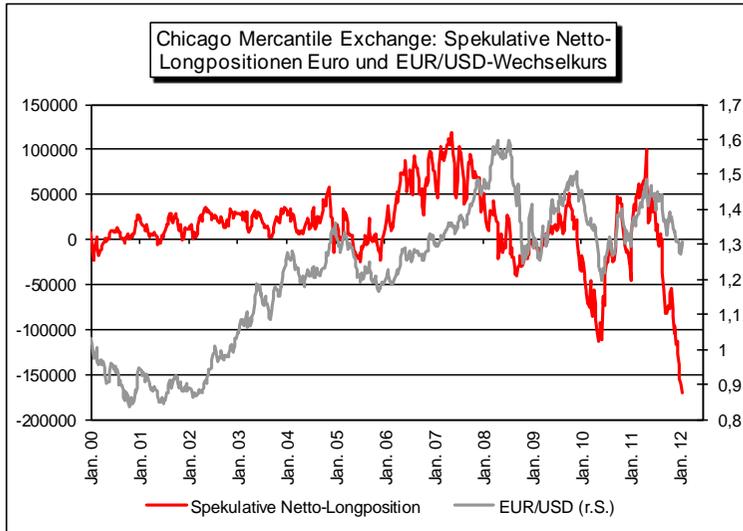
Asset-Allocation-Modell empfiehlt, Aktien gegenüber Renten neutral zu gewichten

6 Commitments of Traders:
Überblick über spekulative Positionen und
das Open Interest an US-Terminmärkten



- Die US-Aufsichtsbehörde für Futures (CFTC) veröffentlicht wöchentliche Daten über Futures-Geschäfte von „Commercials“ (Risikoabsicherer) und „Non-Commercials“ (Spekulant). Als Risikoabsicherer gelten Händler, die ihre Produkte oder ihren Verbrauch absichern (Bsp. Rohöl: Produzenten gehen short, um sich aktuelle Preise zu sichern, Fluggesellschaften gehen long, um sich vor steigenden Preisen zu schützen).





Carsten Klude

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Mail: cklude@mmwarburg.com

Phone: +49 40 3282-2572

Fax: +49 40 3618-1124

Matthias Thiel

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Mail: mthiel@mmwarburg.com

Phone: +49 40 3282-2401

Fax: +49 40 3618-1124

Dr. Christian Jasperneite

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Mail: cjasperneite@mmwarburg.com

Phone: +49 40 3282-2439

Fax: +49 40 3618-1124

Martin Hasse

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Mail: mhasse@mmwarburg.com

Phone: +49 40 3282-2411

Fax: +49 40 3618-1124