



# Aktienmarktprognose

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

## Inhaltsverzeichnis

VÖB-Prognose-Überblick.....	2
Markteinschätzungen sowie Einzelprognosen	
BayernLB .....	5
DekaBank .....	6
Helaba .....	7
HSH Nordbank .....	8
NORD/LB .....	9
Referentenprofile / Kontaktinformationen.....	10

# VÖB-Prognose-Überblick

## Aktienmarktindizes Europa

DAX	Tagesendstand am 5.9.2011	In 3 Monaten Dezember 2011	In 6 Monaten März 2012	In 12 Monaten September 2012
BayernLB	5.246,18	5.400	6.000	6.500
DekaBank		5.700	6.000	6.500
Helaba		6.000	6.200	6.500
HSH Nordbank		6.800	7.100	7.000
NORD/LB		5.300	5.500	5.800

EUROSTOXX 50	Tagesendstand am 5.9.2011	In 3 Monaten Dezember 2011	In 6 Monaten März 2012	In 12 Monaten September 2012
BayernLB	2.107,27	2.100	2.350	2.500
DekaBank		2.280	2.400	2.600
Helaba		2.300	2.400	2.500
HSH Nordbank		2.550	2.650	2.600
NORD/LB		2.100	2.175	2.250

STOXX 50	Tagesendstand am 5.9.2011	In 3 Monaten Juni 2011	In 6 Monaten März 2012	In 12 Monaten September 2012
BayernLB	2.108,04	2.120	2.360	2.520
DekaBank		2.250	2.400	2.600
Helaba		2.280	2.380	2.480
HSH Nordbank		2.450	2.550	2.500
NORD/LB		2.070	2.125	2.200

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>	Deutschland		Euroraum		USA	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
BayernLB	2,9	1,4	1,8	1,2	1,7	2,0
DekaBank	2,8	1,3	1,7	1,2	1,5	1,9
Helaba	2,9	1,8	1,8	1,4	1,8	2,2
HSH Nordbank	3,0	1,5	1,8	1,3	1,4	1,7
NORD/LB	2,9	1,7	1,9	1,6	1,9	2,8

	US-Rohöl (USD) <sup>2</sup> Dezember 2011	S&P 500 Dezember 2011	EUR / USD Dezember 2011
BayernLB	95	1.150	1,45
DekaBank	93	1.200	1,44
Helaba	84	1.190	1,40
HSH Nordbank	85	1.250	1,43
NORD/LB	84	1.200	1,42

Vergleichswerte vom 5.9.2011:

US-Rohöl 83,50 USD  
S&P 500 1.173,97  
EUR / USD 1,4095

Leitzinsen in Prozent	Euroraum 31. Dezember 2011	USA 31. Dezember 2011
BayernLB	1,75	0,00-0,25
DekaBank	1,50	0,00-0,25
Helaba	1,50	0,00-0,25
HSH Nordbank	1,75	0,00-0,25
NORD/LB	1,75	0,00-0,25

Vergleichswerte: USA 0,00-0,25 %, letzte Änderung am 16.12.2008 (-0,75)  
Euroraum 1,50 %, letzte Änderung am 13.07.2011 (+0,25)

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

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



## Markteinschätzung sowie Prognose der BayernLB

Für die Perspektiven an den Aktienmärkten in den kommenden zwölf Monaten sind vor allem zwei Fragen ausschlaggebend. Erstens die konjunkturellen Aussichten: Setzt sich der weltweite Aufschwung, wenn auch abgeschwächt, fort und kann folglich ein Abgleiten in eine Rezession vermieden werden? Zweitens die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum: Wird das Krisenmanagement der nationalen Regierungen der betroffenen Länder, aller EWU- bzw. EU-Regierungen im Rahmen der Stabilisierungsmaßnahmen sowie der EZB letztlich erfolgreich sein? Das Ausmaß des Kursrückgangs seit Anfang August 2011 oder gar weitere Kursverluste wären fundamental nur gerechtfertigt, wenn ein massiver Konjunkturerinbruch mit spürbar sinkenden Unternehmensgewinnen bevorstünde und/oder der Fortbestand des Euro gefährdet wäre. Zwar sind die Konsens-Erwartungen für die Unternehmensgewinne 2012 nach unserer Einschätzung zu hoch und werden daher spürbar nach unten korrigiert werden. Die Furcht vor einer Rezession oder einem Zerfall der Währungsunion halten wir aber für übertrieben.

Vor dem Hintergrund einer schwächeren Weltkonjunktur und einer zu erwartenden Normalisierung der sehr hohen Gewinnmargen dürften die Unternehmensergebnisse im kommenden Jahr bestenfalls stabil bleiben und nicht wie in der Konsens-Prognose zurzeit unterstellt, mit zweistelligen Raten steigen (DAX, EURO STOXX, S&P 500). Die Unternehmensgewinne bilden auf Sicht von zwölf Monaten damit keinen Treiber mehr für die Aktienmärkte. Da die Zinsen im Prognosezeitraum eher mäßig steigen und damit die Aktienmärkte tendenziell belastet werden, können Kurssteigerungen nur durch eine Normalisierung der stark gestiegenen Risikoprämien ausgelöst werden.

Treiber der Aktienmarkt-Risikoprämien bilden, wie erwähnt, insbesondere die Weltkonjunktur und die Staatsschuldenkrise. Solange die Konjunktur-Frühindikatoren weiter abwärts gerichtet sind und dadurch Rezessionsängste anhalten, ist bei den Kursen keine nachhaltige Trendwende nach oben zu erwarten. Mit dem starken Kursrutsch ist aber bereits viel Negatives in den Aktienkursen eskomptiert. So würde das Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX auf Basis der Unternehmensgewinne 2012 selbst bei einem Gewinnrückgang im kommenden Jahr um 25 Prozent nur bei gut 11 liegen (gemessen am DAX Anfang September). Auf Sicht von drei Monaten rechnen wir daher mit einer volatilen Bodenbildung, die Ende August bereits eingesetzt hat. Dabei sind sowohl temporäre Erholungsbewegungen zu erwarten als auch erneute Kursrückgänge.

Bleiben, wie von uns erwartet, eine Rezession und eine dramatische Verschärfung der Staatsschuldenkrise aus, ist mit wieder sinkenden Aktienmarkt-Risikoprämien und einer nachhaltigeren Kurserholung zu rechnen. In unserem Prognose-Szenario haben wir dies für den Sechs- bis Neun-Monats-Horizont unterstellt. Hierfür spricht auch die anhaltend expansive Geldpolitik der Notenbanken mit negativen kurzfristigen und sehr niedrigen langfristigen Realzinsen. Dies wird die Investitionsbereitschaft in risikobehaftete Assets wie Aktien fördern, sobald die Rezessionsangst nachlässt.

## Markteinschätzung sowie Prognose der DekaBank

Zuletzt haben die Aktienmärkte jegliche Verbindung zu den Fundamentalfaktoren verloren und spiegeln in extremem Umfang die Ängste um die Stabilität der Währungsinstitutionen in Europa wider.

Zunächst hatte es im Spätsommer nach den starken Bewegungen an den Rentenmärkten auch die Aktienmärkte erwischt: Zu den Ängsten bezüglich der hohen Staatsverschuldung in den Industrieländern kommen aufkeimende Rezessionsbefürchtungen hinzu. Diese Sorgen haben durchaus ihre Berechtigung: Der Welteinkaufsmanagerindex signalisiert eine deutlich schwächere Gangart der Weltkonjunktur. Es grassieren Ängste, dass im Falle einer erneuten Rezession die Finanzpolitik nicht mehr über die notwendigen Spielräume verfügen würde, um eine konjunkturelle Schwächephase auszugleichen. Vielmehr müssten die Staaten wegen der angespannten Finanzlage eventuell sogar prozyklisch mitsparen. Zusammen mit den hohen Schuldenlasten von Staaten, privaten Haushalten und Unternehmen würde dies in einigen Ländern Gefahren für die Finanzstabilität bedeuten. Die erste Augustwoche war Crashwoche an den Aktienmärkten. Schwache Konjunkturdaten in der Mitte eines Konjunkturzyklus sind eigentlich nichts Außergewöhnliches. Angesichts der extremen Risikoscheu an den Finanzmärkten und vor allem der dramatischen Begleitmusik durch den Streit um zu hohe Staatsschulden in allen großen Industrieländern reagieren die Aktienmärkte jedoch derzeit besonders empfindlich. Niedrige Bewertungen und eine hervorragende Berichtssaison reichen nicht aus, um die Ängste über die Zukunft zu besänftigen. Nach unserem Konjunkturbild sind diese Reaktionen zwar verständlich, aber übertrieben.

Schließlich gesellte sich im Verlauf des Augusts eine extreme Flucht in die als am sichersten angesehenen Kapitalmarktsegmente wie Bundesanleihen hinzu. Die fortwährenden Beispiele für eine nicht funktionierende Eindämmungsstrategie der europäischen Schuldenkrise machen die Märkte äußerst nervös. Schnelle Lösungen sind hier nicht zu erwarten. Die Politik beginnt, eine Doppelstrategie aus langfristig angestrebter Vertiefung der Währungsunion hin zu einer politischen Union und einer kurzfristigen Bereitstellung von einer Überbrückungsfinanzierung zu etablieren. Gerade bei letzterer erweist sich die europäische Politik als vermintes Gelände. Die Volatilitäten auch an den Aktienmärkten werden hoch bleiben.

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

Rezessionsängste entladen sich derzeit im Zeitraffertempo an den Aktienmärkten. Bis dato haben die international führenden Aktienindizes zwischen knapp 20 Prozent und gut 30 Prozent an Wert verloren. Einerseits warnt eine alte Börsenregel davor, in das fallende Messer zu greifen, andererseits bieten sich im Zuge panikartiger Ausverkaufssituationen bei Aktien häufig interessante Kaufgelegenheiten. Es kommt somit darauf an, das Chance-Risiko-Verhältnis abzuwägen. Vergleichbare historische Verläufe helfen dabei, ein mögliches Kursmuster zu identifizieren. Nach einem Rückgang von mehr als 20 Prozent befindet sich der DAX in einem Bärenmarkt. In den Bärenmärkten seit 1960 betragen die Kursverluste gemessen am DAX im Mittel rund 42 Prozent. Sie erstreckten sich dabei auf einen Zeitraum von durchschnittlich 20 Monaten. Meist gingen diese mit einer Rezession in Deutschland und/oder den USA einher. In den Jahren, in denen es nicht zu einer Rezession kam (1987 und 1998), fiel die Korrektur beim DAX auch sehr deutlich aus (-39 Prozent). Nach rund drei Monaten war allerdings der Boden erreicht. Rund 30 Prozent hat der DAX gegenüber dem Jahreshoch in der Spitze bereits verloren. Dennoch halten sich gemessen am historischen Kursmuster in Bärenmärkten seit 1960 Chancen und Risiken gegenwärtig noch in etwa die Waage. Selbst wenn eine Rezession ausbleibt, könnte es bis in den Herbst hinein noch ungemütlich bleiben. Zum Jahresausklang bestünde aber die Aussicht auf eine Kursbefestigung. Immerhin erscheinen Dividentitel im historischen Vergleich nun wieder sehr niedrig bewertet. Zwar sind die zugrundeliegenden Gewinnprognosen unseres Erachtens zu hoch. Sie werden in den kommenden Monaten wohl spürbar reduziert werden. Am Aktienmarkt werden derzeit allerdings bereits deutlich niedrigere Unternehmensergebnisse vorweggenommen. Ein Rückgang der Nettoergebnisse in den kommenden 12 Monaten auf den langfristigen Trend (-25 Prozent auf 500) und ein KGV von 12 (Durchschnitt seit 2002) ergäbe für den DAX einen fairen Gravitationswert von rund 6.000 Punkten. Der durchschnittliche Gewinnrückgang in den Zyklen seit 1973 beläuft sich übrigens auf rund 33 Prozent. Bei DAX-Ständen im Bereich von 5.500 Punkten hätte der Aktienmarkt eine „normale Gewinnrezession“ größtenteils eingepreist. Die Bewertungssituation bietet somit zwar einen Puffer, als Kaufargument reicht dies vermutlich aber noch nicht aus. Trotz der deutlichen Kursrückgänge der vergangenen Wochen spricht das Chance-Risiko-Verhältnis derzeit nicht wirklich für breite Aktienneueingagements. Die Bewertung ist vermutlich noch nicht niedrig genug, um über die bestehenden Wachstumsrisiken hinweg zu sehen. Der Höhepunkt der Risikoversion und damit der Kursboden bei Aktien werden meist erst erreicht, wenn sich die konjunkturellen Frühindikatoren bereits in unmittelbarer Nähe ihres Tiefs befinden. Dies scheint trotz des jüngsten Rückgangs beim ifo-Geschäftsklimaindex derzeit jedoch noch nicht der Fall zu sein. Vielmehr dürfte die Wachstumsunsicherheit vorerst hoch bleiben und Aktien belasten. Wir raten daher, eine Bodenbildung bei Aktien abzuwarten. Sofern es nicht doch zu einer Rezession kommt, dürfte sich der DAX nach einem auch saisonal ungemütlichen Herbst auf Sicht der kommenden sechs Monate aber wieder oberhalb der Marke von 6.000 Punkten etablieren.

## Markteinschätzung sowie Prognose der HSH Nordbank AG

Bis Ende Juli schien die Welt an den Aktienmärkten in Ordnung. Zwar sorgte das Thema Staatsverschuldung in den USA wie auch in Teilen Europas für Verunsicherung. Der DAX zeigte sich hingegen ähnlich wie viele andere führende Aktienindizes vergleichsweise unbeeindruckt. So schwankte der deutsche Leitindex seit Jahresbeginn in einer Seitwärtsrange zwischen 7.000 und 7.500 Punkten. Im Umfeld der – zumindest in zeitlicher Hinsicht dramatischen – Anhebung der US-Schuldengrenze, überwiegend schwacher Konjunkturdaten und der Herabstufung der Bonitätsnote der USA kippte die Stimmung. Die Sorge, die Wirtschaft der USA könne erneut in die Rezession abgleiten, macht die Runde. Zugleich wird ein Abkühlen der weltwirtschaftlichen Entwicklung befürchtet, weil u. a. gerade die nachhaltige Erholung in den USA ausbleibe und Europa durch die Schuldenkrise geschwächt sei. In der Folge wurden risikobehaftete Assets ver-, die vermeintlich sicheren Häfen Gold und deutsche sowie US-amerikanische Staatsanleihen gekauft.

Doch welche durchgreifenden Änderungen gab es in den vergangenen sechs Monaten auf makroökonomischer Ebene tatsächlich? Derzeit zeichnet sich eher weitestgehend genau das ab, was bereits Ende letzten / Anfang diesen Jahres prognostiziert wurde. Das Wirtschaftswachstum überschreitet seinen Höhepunkt im Laufe von 2011. Es wird sich im zweiten Halbjahr und in 2012 verlangsamen. Abgesehen davon, dass die wirtschaftliche Entwicklung für die USA überwiegend zu optimistisch eingeschätzt wurde, weist vieles daraufhin, dass die prognostizierten Entwicklungen ansonsten eintreffen werden. Zweifelsohne hat die Verschärfung der Schuldenkrise bzw. die Unfähigkeit der Politik, für glaubhafte Lösungen zu sorgen, die Risiken für die weltwirtschaftliche Dynamik erhöht. Bleibt ein neuerlicher spürbarer Abschwung jedoch aus, so ist die derzeitige Marktphase als deutliche Übertreibung nach unten zu sehen. Die Unternehmensberichterstattung zum 2. Quartal verlief insgesamt positiv, einzig die Ausblicke enthielten regelmäßig Warnhinweise nach dem Motto: Wenn es zu einer neuen Finanzkrise kommt, werden wir uns nicht entziehen können. Gleichzeitig sind viele Auftragsbücher voll, in einigen Bereichen wird an der Grenze der Kapazität gearbeitet. Ein Großteil der Unternehmen hat den Aufschwung für Restrukturierungen sowie die Anpassung von Geschäftsmodellen genutzt oder ist noch dabei. Zugleich haben sich die Unternehmen insgesamt bemüht, ihre Bilanzen zu bereinigen und die Verschuldung herunter zu fahren, so dass sie für eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen gerüstet sind. Die Insider-Geschäfte signalisieren bei den meisten Unternehmen, dass die Perspektiven besser sind, als derzeit eingepreist ist.

Von einem erneuten Abrutschen in eine Rezession gehen wir zwar nicht aus. Wir rechnen jedoch für Euroland und die USA nur mit einem Wirtschaftswachstum unter Potenzial. Das wird zwar zu Revisionen der Gewinnerwartungen der Unternehmen führen. Dennoch bleiben die Aktienmärkte attraktiv bewertet. Vor diesem Hintergrund halten wir es für das wahrscheinlichste Szenario, dass wir zum Jahresende 2011 eine deutliche Erholung erleben, an die sich eine moderat schwächere Phase mit Kursen innerhalb der alten Seitwärtsrange anschließt.

## Markteinschätzung sowie Prognose der NORD/LB

1. In den USA beginnt das von vielen Marktbeobachtern befürchtete Double-Dip-Risiko nach den aktuellen Zahlen zum ISM PMI in den Hintergrund zu treten. Wir rechnen mit einer spürbaren Belebung der Wirtschaftsaktivität im 2. Halbjahr 2011. In diesem Umfeld wird die aktuell extreme Risikoaversion vieler Investoren zu weichen beginnen, was für moderat steigende Treasury-Renditen spricht, wobei wir nach der Einigung im Schuldenstreit nicht davon ausgehen, dass Sorgen um die Solvenz des US-Bundes in diesem Kontext eine Rolle spielen werden.
2. Innerhalb der Eurozone hat sich die Wachstumsdynamik im II. Quartal deutlich verlangsamt. So legte das reale Bruttoinlandsprodukt zwischen April und Juni lediglich um 0,2 Prozent Q/Q zu. Auch in den kommenden Monaten dürften die Aufschwungsbäume innerhalb des Währungsraums kaum in den Himmel wachsen. Rezessionsängste, wie sie an der einen oder anderen Stelle bereits geschürt werden, sind aus unserer Sicht aber deutlich überzogen. Die Veröffentlichung der Einkaufsmanagerindizes unterstützt unsere Einschätzung, wonach der Aufschwung durchaus als holprig aber intakt zu bezeichnen ist. Gleichwohl drücken vor allem Nervosität und Unsicherheit an den Kapitalmärkten auf die Stimmung. In dieser Gemengelage sind deutsche Bundesanleihen als „sicherer Hafen“ gefragt wie selten zuvor.
3. Im zurückliegenden II. Quartal hat sich die wirtschaftliche Dynamik in Deutschland zwar wie erwartet abgeschwächt, der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorquartal fiel mit nur 0,1 Prozent jedoch überraschend gering aus. Auch die Aussichten für die konjunkturelle Entwicklung im zweiten Halbjahr trüben sich derzeit etwas ein. Wir sehen uns in der Prognose bestätigt, dass sich die deutsche Wirtschaft nach der sehr dynamischen Entwicklung zu Jahresbeginn bereits auf einen flacheren Wachstumspfad begeben hat und dort vorerst verbleiben wird. Vor allem aufgrund der schwachen Entwicklung im II. Quartal sowie nach Maßgabe der revidierten historischen Zeitreihen haben wir unsere Wachstumsprognose für das Gesamtjahr 2011 auf 2,9 Prozent korrigiert.
4. Die meisten europäischen Aktienbörsen machen gegenwärtig einen hochgradig nervösen Eindruck. Mit großer Spannung werden Konjunkturdaten und Aussagen von Notenbankvertretern verfolgt und mit ausgeprägten Kursschwankungen darauf reagiert. Dabei preisen die Marktteilnehmer offenbar eine deutliche Abschwächung der Wirtschaft mit entsprechenden Gewinnrückgängen der Unternehmen ein, die wir zurzeit so noch nicht sehen. Ohnehin stehen die aktuell recht zuversichtlichen Ausblicke der Firmen im Widerspruch zu den verbreiteten Konjunktursorgen. Dies wird auch an den niedrigen Bewertungen und hohen Dividendenrenditen vieler Gesellschaften deutlich. Daraus aber auf kurzfristig vorhandenes erhebliches Kurspotential zu schließen, wäre voreilig. Schwache Wirtschaftszahlen können schnell zu weiteren Rückschlägen an den verunsicherten Börsen führen, und die Staatsschuldenkrise harrt unverändert einer abschließenden Lösung. Zudem stehen mit September und Oktober zwei traditionell eher schwächere Börsenmonate bevor. Daher gehen wir erst mittelfristig von einer Stabilisierung an den Aktienmärkten aus und bleiben zunächst bei unserer vorsichtigen Haltung.

## Kontaktinformationen

**BayernLB**

Dr. Jürgen Pfister  
Chefvolkswirt  
Brienner Straße 18, 80333 München  
Tel. 0 89/21 71-2 17 50  
E-Mail: [juergen.pfister@bayernlb.de](mailto:juergen.pfister@bayernlb.de)

**DekaBank**

Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt  
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt / Main  
Tel. 0 69/71 47-23 81  
E-Mail: [ulrich.kater@deka.de](mailto:ulrich.kater@deka.de)

**Helaba**

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

**HSH Nordbank**

Dirk Gojny  
Head of Research  
Gerhart-Hauptmann/Platz 50, 20095 Hamburg  
Tel. 0 40/33 33 14 646  
E-Mail: [dirk.gojny@hsh-nordbank.com](mailto:dirk.gojny@hsh-nordbank.com)

**NORD/LB**

Volker Sack  
Head of Company Research  
Friedrichwall 10, 30159 Hannover  
Tel. 0 511/361-53 53  
E-Mail: [volker.sack@nordlb.de](mailto:volker.sack@nordlb.de)

---

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

Redaktion:  
Manuel Pauser

Stand: 07. 09. 2011

Herstellung:  
DCM · Druck Center Meckenheim



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