



# Konjunktur und Finanzmärkte

## Research

April / Mai 2012

# Inhalt

<b>Das Wichtigste in Kürze</b>	3
<b>Vereinigte Staaten</b>	
Unstete Erholung	4
<b>China</b>	
Konjunktur hat an Schwung verloren	6
<b>Euroraum</b>	
Die Pillen der EZB beruhigten nur kurz	8
<b>Deutschland</b>	
Nur langsames Frühlingserwachen	10
<b>Großbritannien</b>	
Weitere quantitative Maßnahmen?	12
<b>Schweiz</b>	
Weder Deflation noch Inflation	12
<b>Osteuropa</b>	
Konjunktur hält sich überraschend gut	13
<b>Japan</b>	
Konjunktur nimmt Fahrt auf	14
<b>Rentenmärkte</b>	
Bundrenditen bleiben niedrig	15
<b>Devisenmärkte</b>	
EUR-USD: Sorgen im Euroraum nehmen wieder zu	17
Pfund: Moderates Aufwertungspotenzial	18
Schweizer Franken: Der Mindestkurs bleibt bei 1,20	18
Yen: Expansive Geldpolitik belastet	19
<b>Aktienmärkte</b>	
Weltweit expansivere Geldpolitik stützt DAX	20
<b>Rohstoffmärkte</b>	
Überangebot versus Angebotsrisiken	22
<b>Prognosetabellen</b>	
Wachstum und Inflation	23
Zinsen	24
Wechselkurse	25

Commerzbank AG  
Corporates & Markets  
60327 Frankfurt am Main  
Internet: [www.commerzbank.de](http://www.commerzbank.de)  
E-Mail: [economic.research@commerzbank.com](mailto:economic.research@commerzbank.com)

Chefvolkswirt: Dr. Jörg Krämer

Editor: Christoph Weil

Bestellungen richten Sie bitte an Ihre  
Commerzbank-Filiale oder an:  
Commerzbank AG  
Corporates & Markets  
Research  
D-60327 Frankfurt am Main.

Die Publikation erscheint monatlich.

Abgeschlossen am 23. April 2012

## Das Wichtigste in Kürze



**Dr. Jörg Krämer**  
Chefvolkswirt  
+49 69 136 23650

Die Staatsschuldenkrise ist in den zurückliegenden Wochen wieder aufgeflammt. Die Renditen spanischer, aber auch italienischer Staatsanleihen sind merklich gestiegen. Die Wirkung der beiden Drei-Jahrestendern der EZB hat wie von uns erwartet nachgelassen. Die nach wie vor ungelöste Staatsschuldenkrise bleibt das größte Risiko für die Konjunktur und die Finanzmärkte.

### **Euroraum: Weiter im Griff der Staatsschuldenkrise**

Der italienische Ministerpräsident Monti hat anders als angekündigt dem Druck der Gewerkschaften nachgegeben und den übertriebenen Kündigungsschutz nicht wesentlich gelockert. Bei betriebsbedingten Kündigungen müssen italienische Unternehmen weiter damit rechnen, von den Gerichten nach teilweise mehrjährigen Verhandlungen gezwungen zu werden, entlassene Mitarbeiter wieder einzustellen. Bedenklich ist außerdem, dass Monti Italiens sehr zentralisierte und starre Lohnfindung nicht einmal liberalisieren wollte. Anders als Spanien dürfte Italien nicht nennenswert an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen. Italien wird es schwerfallen, seine zu hohe Staatsschuldenquote nicht nur in einzelnen Jahren, sondern dauerhaft zu senken. Ohne einen Durchbruch im größten Peripherieland Italien ist eine Lösung der Staatsschuldenkrise jedoch nicht möglich. Wenn die Staatsschuldenkrise wie im Herbst letzten Jahres erneut zu eskalieren drohte, dürfte die EZB wohl weitere Dreijahrestender folgen lassen, auch wenn sie das derzeit ablehnt. Wegen der nach wie vor hohen Unsicherheit bleiben die Peripherieländer im Griff der Rezession. In den übrigen Ländern des Euroraums haben sich die auf Umfragen basierenden Frühindikatoren dagegen etwas erholt. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal noch einmal gefallen sein sollte, dürfte es vom Frühjahr an wieder zulegen. Allerdings wird es wohl nur verhalten aufwärts gehen. Für den Euroraum als Ganzes rechnen wir für 2012 weiter mit einem Minus von 0,4%. Die im Export gut aufgestellte und nicht unter einer geplatzten Immobilienblase leidende deutsche Wirtschaft wird sich weiter besser schlagen und in diesem Jahr um schätzungsweise 0,5% wachsen.

### **USA: QE3 bei enttäuschenden Wirtschaftsdaten**

Die US-Wirtschaft arbeitet sich weiter langsam aus der Krise heraus. Die Beschäftigung nimmt zu, wobei sie zuletzt von einer unüblich milden Witterung begünstigt wurde. Außerdem ist der Überhang unverkaufter Wohnimmobilien deutlich gesunken. Wir rechnen für dieses Jahr weiter mit einem Wachstum von 2,0%. Die Fed dürfte nur dann eine weitere Runde der Quantitativen Lockerung („QE3“) beschließen, wenn die US-Wirtschaft enttäuscht.

### **China: Wachstum lässt nach**

Im ersten Quartal hat sich das Wachstum der chinesischen Wirtschaft von 8,9% auf 8,1% abgeschwächt. Die Inflation liegt mittlerweile deutlich unter den 6,5%, die sie Mitte 2011 in der Spitze erreicht hatte. Den Spielraum wird die Zentralbank nutzen und ihren Mindestreservesatz bis Mitte des Jahres um weitere 50 Basispunkte senken. Der Renminbi dürfte in diesem Jahr weiter aufwerten, wir sehen USD-CNY zum Jahresende bei 6,05.

### **Euro leidet unter EZB-Liquiditätsschwemme**

Die ungelöste Staatsschuldenkrise zwingt die EZB dazu, ihre Zentralbankgeldmenge viel stärker auszuweiten als die anderen großen Zentralbanken. Das ist für uns ein wichtiges Argument, mittelfristig mit einem deutlich niedrigeren EUR-USD-Wechselkurs zu rechnen.

TABELLE 1: **Konjunkturprognose 2012/13**

Region	Wachstum			Inflation *)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
USA	1,7	2,0	2,5	1,7	2,0	2,0
China	9,2	7,5	7,5	5,5	4,8	5,0
Euroraum	1,5	-0,4	0,8	2,7	2,3	1,7
Deutschland	3,0	0,5	1,3	2,3	2,2	1,9

\*) USA: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel. Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

## USA: Unstete Erholung

**Bernd Weidensteiner**

+49 69 136 24527

**Dr. Christoph Balz**

+49 69 136 24889

Die US-Wirtschaft ist auch zu Jahresbeginn recht ordentlich gewachsen. Zuletzt gab es jedoch vermehrt Anzeichen für eine Abschwächung. In der zweiten Jahreshälfte dürfte das Expansionstempo zwar wieder anziehen. Aber die unstete wirtschaftliche Entwicklung dürfte die Fed weiter mit Sorge betrachten. Von der unter Budgetzwängen leidenden Finanzpolitik sind keine Impulse zu erwarten.

Die amerikanische Wirtschaft ist Anfang 2012 stärker gewachsen als ursprünglich erwartet. Dazu dürfte allerdings der ungewöhnlich milde Winter seinen Teil beigetragen haben. Die Beschäftigung zog in den Wintermonaten merklich an. Von Dezember bis Februar wurden durchschnittlich rund 250 Tsd neue Stellen pro Monat geschaffen. Die geleisteten Arbeitsstunden sind im ersten Quartal 2012 um 4,1% gestiegen (gegenüber dem 4. Quartal 2011, auf Jahresbasis hochgerechnet, siehe Grafik 1). Dies deutet darauf hin, dass die US-Wirtschaft auch im ersten Vierteljahr 2012 ordentlich zugelegt hat.

Aber das Plus im ersten Quartal dürfte die wahre Lage überzeichnen. Denn die wetterbedingten Beschäftigungsgewinne im Winter müssen kurzfristig mit einem geringeren Jobaufbau „bezahlt“ werden. Der Arbeitsmarktbericht für den März enttäuschte bereits mit lediglich 120 Tsd neuen Jobs, auch im April besteht das Risiko eines verhaltenen Stellenwachstums.

Diese kurzfristigen Einflüsse werden die konjunkturelle Erholung aber nicht ausbremsen. Die US-Unternehmen sind außergewöhnlich profitabel, die Finanzierung von Investitionen ist insgesamt ohne Probleme möglich. Darüber hinaus gibt es Fortschritte bei der Bereinigung am Immobilienmarkt. Die Bautätigkeit zieht in Teilbereichen wieder an. Und schließlich hat der starke Anstieg der Benzinpreise die privaten Konsumausgaben nicht ausgebremst, da die Belastung durch den drastischen Verfall der Erdgaspreise teilweise kompensiert wurde. Die Verbraucher dürften damit trotz weiterhin verhaltender Lohnzuwächse über genügend Mittel für eine moderate Ausweitung ihrer Ausgaben verfügen.

### Staat als Wachstumsbremse?

Die privaten Haushalte und die Unternehmen müssen die Bremseffekte kompensieren, die der Staat auf die Wirtschaft ausübt. Denn vor allem die 50 Bundesstaaten und die Kommunen leiden unter Haushaltsnöten. Die weitaus meisten Bundesstaaten haben verfassungsrechtliche Vorgaben zum Haushaltsausgleich, der bei Einnahmeausfällen sofortige Ausgabenkürzungen erzwingt. Bis zum Beginn der Rezession Ende 2007 stiegen die Ausgaben der Staaten und Kommunen mit einer recht konstanten Rate von (nominal) 5½ % pro Jahr. In den letzten drei Jahren wuchsen die Ausgaben nur noch um durchschnittlich 2,2%. Zuletzt waren die Ausgaben sogar rückläufig (Grafik 2).

TABELLE 2: USA - Konjunkturprognose 2012/13

Indikator		2010	2011	2012	2013	2011			2012				2013	
						2.Vj	3.Vj	4.Vj	1.Vj	2.Vj	3.Vj	4.Vj	1.Vj	2.Vj
Private Konsumausgaben <sup>1)</sup>	Vj/Vq	2,0	2,2	2,0	2,5	0,7	1,7	2,1	2,0	2,0	2,4	2,4	1,8	3,2
Anlageinvestitionen <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	4,4	8,8	6,4	7,0	10,3	15,7	5,2	2,2	4,8	7,8	7,8	5,2	7,8
Inlandsnachfrage <sup>1)</sup>	Vj/Vq	3,4	1,6	2,2	2,7	1,1	1,3	3,1	2,0	2,0	2,7	2,7	2,1	3,2
Exporte <sup>1)</sup>	Vj/Vq	11,3	6,7	5,6	6,4	3,6	4,7	2,7	6,7	7,0	7,0	7,0	6,1	6,1
Importe <sup>1)</sup>	Vj/Vq	12,5	4,9	5,4	7,2	1,4	1,2	3,7	7,0	7,4	7,4	7,4	6,1	7,8
<b>Bruttoinlandsprodukt <sup>1)</sup></b>	<b>Vj</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
	<b>Vq</b>					<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>
Arbeitslosenquote <sup>3)</sup>	%	9,6	9,0	8,1	7,6	9,0	9,1	8,7	8,3	8,2	8,0	7,9	7,8	7,7
Verbraucherpreise	Vj	1,6	3,1	2,0	2,0	3,4	3,8	3,3	2,8	2,1	1,6	1,7	1,6	1,8
- Kernrate <sup>4)</sup>	Vj	1,0	1,7	2,0	2,0	1,5	1,9	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,8	1,9
Leistungsbilanzsaldo <sup>3)</sup>	Mrd. \$	-479	-483	-535	-568	0,7	1,7	2,1	2,0	2,0	2,4	2,4	1,8	3,2

1) Real (chain-weighted), Vierteljahreswerte: saisonbereinigte Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet; 2) Ausrüstungen und gewerbliche Bauten; 3) Quartalswerte saisonbereinigt; 4) Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel; Vj/Vq = Veränderung gegen Vorjahr/Vorquartal in Prozent; Prognosewerte schattiert. Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

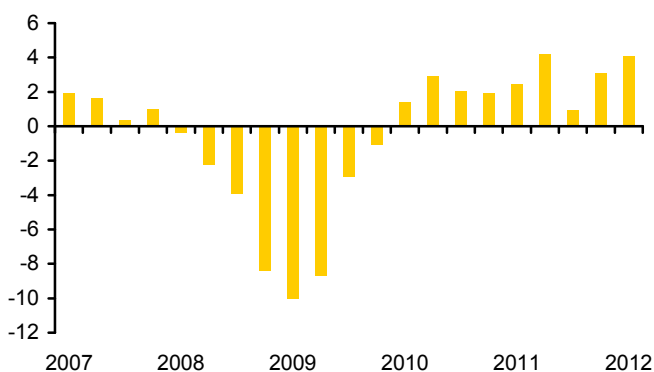
Seit Ende der Rezession Mitte 2009 fielen die Beiträge der Staaten und Kommunen zum Wirtschaftswachstum damit leicht negativ aus. Dies ist eine völlig ungewöhnliche Situation, in allen Aufschwungsphasen der Nachkriegszeit trugen die Staatsausgaben zum Wachstum bei. Eine Folge der Sparmaßnahmen ist ein deutlicher Stellenabbau im öffentlichen Sektor. Seit Juni 2009 (dem Rezessionsende) strichen Bundesstaaten und Kommunen rund 570 Tsd Jobs. Die private Wirtschaft konnte das zwar mit einem Stellenaufbau von rund 2,9 Mio kompensieren. Eine öffentliche Hand in Normalform (also mit einem Stellenzuwachs von 600 bis 700 Tsd in drei Jahren) hätte den mäßigen Aufschwung am Arbeitsmarkt aber verstärkt. Im Vergleich mit den Erholungen vor 1990 wäre er gleichwohl recht kraftlos geblieben. „Kaputtgespart“ wurde der Aufschwung damit keineswegs.

Immerhin gibt es erste Hoffnungszeichen, dass sich die Bremse bei den Bundesstaaten lockert. Denn die Steuereinnahmen der Staaten und Kommunen ziehen deutlich an, der Stellenabbau scheint in den letzten Monaten nahezu zum Stillstand gekommen zu sein. In weiteren Jahresverlauf wird die Haushaltslage der Bundesregierung im Mittelpunkt stehen. Dabei geht es erneut um das Schicksal der Steuersenkungen, die noch aus der Amtszeit von Präsident Bush stammen. Sollte sich der Kongress bis Jahresende nicht auf eine gemeinsame Linie verständigt haben, droht ein vollständiges Auslaufen aller Vergünstigungen. Das würde die Wirtschaft vor große Probleme stellen und das Wachstum ausbremsen. Darauf hat nicht zuletzt die Fed regelmäßig hingewiesen. Wir rechnen damit, dass man sich letztlich doch auf einen Kompromiss einigt, der eine fiskalische Vollbremsung verhindert. Der US-Wahlkampf wird eine rasche Einigung aber verhindern. Die Entscheidung könnte erst nach den Wahlen am 6. November fallen.

### Fed bleibt vorsichtig

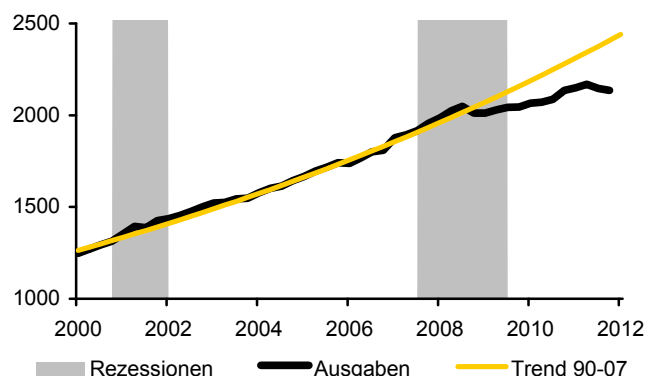
Verschiedene Reden maßgeblicher Mitglieder der Fed haben die Position der Notenbank verdeutlicht. Nach wie vor ist die Fed nicht von der Stabilität des Aufschwungs überzeugt. Die Fed dürfte daher kaum Anlass sehen, ihre Erwartung äußerst niedriger Leitzinsen bis Ende 2014 zu ändern. Gleichzeitig stoßen zusätzliche quantitative Maßnahmen („QE3“) offenbar auf erhebliche Widerstände in der Fed. Im Gegensatz zu unserer bisherigen Einschätzung bedarf es für QE3 wohl schwacher Wirtschaftsdaten; bislang gingen wir davon aus, dass nur starke Daten weitere Maßnahmen verhindern würden. Dem Arbeitsmarktbericht für April kommt bei der Einschätzung eine zentrale Bedeutung zu. Sollte dieser erneut negativ überraschen, läge QE3 wieder auf dem Tisch.

**GRAFIK 1: Kräftiger Anstieg der Arbeitsstunden im Q1**  
Index der Arbeitsstunden in der Privatwirtschaft, Veränderung gg. Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet, in %



Quelle: Global Insight; Commerzbank Research

**GRAFIK 2: Staaten und Kommunen müssen sparen**  
Laufende Ausgaben der US-Bundesstaaten und Kommunen, Quartalsdaten in Mrd Dollar. Trend auf Basis der Daten von 1990 bis 2007. Rezessionen wie vom NBER festgelegt.



Quelle: Global Insight; Commerzbank Research



Nach den jüngsten Daten scheint es gelungen, den boomenden Immobilienmarkt zu zähmen. Doch daraus erwachsen neue Ängste – wird ein schwacher Wohnungsmarkt die Inlandsnachfrage in eine Abwärtsspirale stürzen? Die Hauspreise rutschen in diesem Jahr weiter ab und in vielen Städten hat die Zahl der Immobilienkäufe seit einem Jahr drastisch abgenommen. Die Frage ist, wie die Politik auf die anhaltende Schwäche am Immobilienmarkt reagiert. Die Kommunen fordern eine Lockerung der Beschränkungen, da für sie Grundstücksverkäufe eine wichtige Finanzierungsquelle sind. Die Zentralregierung konzentriert sich jedoch darauf, Wohnungen erschwinglich zu machen. Sofern sich die Konjunkturdaten nicht drastisch verschlechtern, ist eine deutliche Lockerung der Geldpolitik unwahrscheinlich. Allerdings besteht die Möglichkeit, Ausgaben für den öffentlichen Wohnungsbau und Ähnliches vorzuziehen.

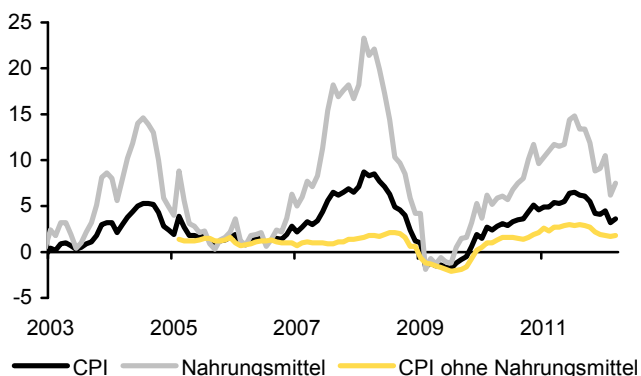
Das Aufwertungstempo des Renminbi hat sich in den letzten Monaten auf annualisiert 4% verlangsamt. Im Herbst haben spekulative Anleger in großen Umfang Kapital aus China abgezogen. Dies führte zu einem Rückgang der Währungsreserven im Schlussquartal 2011. Im ersten Vierteljahr sind diese aber wieder von 3,18 Bio Dollar auf 3,3 Bio Dollar gestiegen. Dies deutet darauf hin, dass der Abfluss spekulativer Gelder wie von uns erwartet nur ein kurzfristiges Phänomen war.

Die niedrigere Inflation, ein schwächeres Wachstum und ein langsamer Anstieg der Währungsreserven geben der chinesischen Notenbank Spielraum, die Mindestreservesätze weiter zu senken. Wir erwarten, dass die Sätze bis zur Jahresmitte um weitere 50 Basispunkte gesenkt werden. Die Leitzinsen dürften dagegen unverändert bleiben. Bei einer Zinssenkung käme wohl nur eine Verringerung des 12-Monats-Ausleihsatz in Betracht. Der Renminbi ist weiterhin unterbewertet. Wir rechnen damit, dass er in diesem Jahr weiter aufwertet und sehen USD-CNY zum Jahresende bei 6,05.

Das starke Wachstum des Renminbi-Offshore-Marktes hat sich in den letzten Monaten abgeschwächt. Die Renminbi-Einlagen in Hongkong sind von 627 Mrd CNY im November auf 566 Mrd CNY im Februar gefallen. Die täglichen Handelsvolumina der Renminbi-Offshore-Märkte (CNH) sind auf rund 2 Mrd US\$/Tag geklettert, gegenüber 5 Mrd US\$/Tag in den Märkten für nicht-lieferbare CNY-Terminkontrakte (NDF). Die CNH-Volumina dürften die des CNY-NDF-Marktes Ende des Jahres übersteigen.

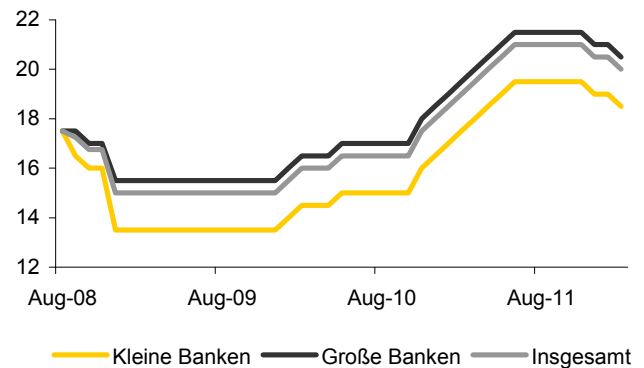
Im Herbst wird auf dem alle fünf Jahre statt findenden Parteikongresses der politische Führungswechsel eingeläutet. Xi Jinping und Li Keqiang werden wohl Präsident Hu Jintao und Premier Wen Jiabao als wichtigste Mitglieder des Ständiges Ausschusses des Politbüros im Oktober/November 2012 nachfolgen. Es wird ferner allgemein erwartet, dass die beiden beim nationalen Volkskongress im März 2013 das Amt des Präsidenten bzw. Premierministers übernehmen. Wir erwarten eine weitgehende Beibehaltung der politischen Leitlinien.

**GRAFIK 4: China – Inflation hat Hochpunkt überschritten**  
Verbraucherpreisindex (CPI) gegenüber Vorjahr in %



Quelle: CEIC, Commerzbank Research

**GRAFIK 5: Mindestreservesatz weiter gesenkt**  
Mindestreservesatz für Banken, in %



Quelle: CEIC, Commerzbank Research

## Euroraum: Die Pillen der EZB beruhigten nur kurz

Christoph Weil

+49 69 136 24041

**Die Staatsschuldenkrise bleibt der größte Belastungsfaktor für die Euro-Wirtschaft. Die beruhigende Wirkung der gut 1000 Mrd Euro, welche die EZB den Banken für drei Jahre ausgeliehen hat, lässt bereits wieder nach. Die wieder aufkeimende Unsicherheit ist Gift für die Konjunktur im Euroraum. Die Politik ist gefordert, den jüngsten Renditeanstieg insbesondere von spanischen Staatsanleihen zu stoppen.**

Die Staatsschuldenkrise belastet weiterhin die Wirtschaft im Euroraum. Die zwei dreijährigen Repogeschäfte der EZB konnten die Anleger nur kurzfristig beruhigen. Inzwischen ist die Rendite zehnjähriger spanischer Staatsanleihen wieder über 6% gestiegen. Griechenland, Portugal und Irland haben bei rund 7% die Segel gestrichen, und den Internationalen Währungsfonds und die anderen Euro-Länder um Hilfe gebeten. Insofern ist die Politik gefordert, den Renditeanstieg zu stoppen. Aber auch dann wird die Staatsschuldenkrise weiter köcheln. Die Kapitalflucht aus der Peripherie dauert an. Portugal und Irland sind weiterhin vom Kapitalmarkt abgeschnitten. Aus heutiger Sicht erscheint es unwahrscheinlich, dass sich beide Länder wie in den Rettungsprogrammen unterstellt, im nächsten Jahr wieder am Markt refinanzieren können. Und Griechenland ist auch mit dem zweiten Hilfsprogramm noch lange nicht gerettet. Bei den Wahlen im Mai könnte die Mehrheit für den Reformkurs im griechischen Parlament verloren gehen.

Die wieder aufkeimende Unsicherheit ist Gift für die Wirtschaft im Euroraum, die sich seit dem Herbst 2011 erneut in einer Rezession befindet. Im Schlussquartal 2011 sank das Bruttoinlandsprodukt um 0,3% gegenüber dem dritten Vierteljahr 2011 und die bislang vorliegenden Daten deuten auf einen weiteren leichten Rückgang im ersten Quartal 2012. Die Stimmung in der Wirtschaft hat sich nach einer leichten Verbesserung zur Jahreswende bereits wieder verschlechtert. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe fiel im März wieder fast auf die Tiefstände vom Herbst 2011 zurück.

Gleichwohl sehen wir weiterhin eine gute Chance, dass die Rezession im Euroraum im Frühjahr endet, sofern die die Staatsschuldenkrise unter Kontrolle bleibt. Hierfür gibt es mehrere Gründe:

- (1) Die Bremskraft der einschneidenden Maßnahmen zur Sanierung der öffentlichen Haushalte in den Peripherieländern wird in der zweiten Jahreshälfte nachlassen.
- (2) Das außenwirtschaftliche Umfeld hat sich stabilisiert. In den USA haben die Konjunkturindikatoren in den vergangenen Monaten mehrheitlich positiv überrascht. Zusätzlich wird der Export durch den schwächeren Euro stimuliert. Die günstigeren Exportaussichten stützen die Investitionsnachfrage im Euroraum.
- (3) Die Geldpolitik ist extrem expansiv ausgerichtet. Die Zinsen in den Kernländern liegen nahe ihrer historischen Tiefstände.

Ein kräftiger Aufschwung in der zweiten Jahreshälfte ist allerdings unwahrscheinlich. Der Rückgang im Winterhalbjahr 2011/12 dürfte erst zum Jahresende wieder aufgeholt

TABELLE 4: Euroraum - Konjunkturprognose 2012/13

Indikator		2010	2011	2012	2013	2011			2012				2013	
						2.Vj	3.Vj	4.Vj	1.Vj	2.Vj	3.Vj	4.Vj	1.Vj	2.Vj
Private Konsumausgaben <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	0,8	0,1	-0,2	0,7	-0,5	0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlageinvestitionen <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	-0,8	1,9	-0,2	0,7	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8
Inlandsnachfrage <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	1,0	0,6	-0,5	0,0	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Außenbeitrag <sup>2)3)</sup>	%	0,8	0,9	0,1	0,8	0,3	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Bruttoinlandsprodukt <sup>1)2)</sup></b>	<b>Vj</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>
	<b>Vq</b>					<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Arbeitslosenquote <sup>2)</sup>	%	10,1	10,2	10,9	10,8	10,0	10,2	10,5	10,8	10,8	10,9	11,0	10,9	0,0
Verbraucherpreise	Vj	1,6	2,7	2,3	1,7	2,8	2,7	2,9	2,7	2,4	2,3	2,2	2,0	1,6
- Kernteuerung <sup>4)</sup>	Vj	1,0	1,4	1,4	1,4	1,6	1,3	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,3
Leistungsbilanzsaldo	Mrd €	-58,1	-58,0	-30,0	-10,0	-21,0	-1,2	22,8	-	-	-	-	-	-

1) In konstanten Preisen; 2) Vierteljahreswerte saisonbereinigt; 3) Veränderung in Prozent des BIP; 4) Verbraucherpreise ohne Energie sowie Nahrungs- und Genussmittel; Vj/Vq = Veränderung gegen Vorjahr/Vorquartal in Prozent; Prognosewerte schattiert. Quelle: Global Insight, Commerzbank Research



sein. Im Jahresdurchschnitt 2012 erwarten wir einen Rückgang des Bruttoinlandsproduktes um 0,4%. Für das kommende Jahr prognostizieren wir ein leichtes Plus von 0,8%.

### Inflationsrate wird 2012 über 2% verharren

Kurzfristig wird die Inflation maßgeblich von der Bewegung der Energiepreise bestimmt. Diese sind in den letzten Monaten insbesondere wegen der Iran-Krise deutlich gestiegen. Im März lag die Inflationsrate mit 2,7% weiterhin auf einem hohen Niveau. Wir erwarten, dass der Rohölpreis im Sommer wieder etwas nachgeben wird. In diesem Fall wird die Inflationsrate im Jahresverlauf sinken. Sie wird aber auch noch Ende 2012 über 2% liegen. Im Jahresdurchschnitt erwarten wir eine Inflationsrate von 2,3%. Am positiven Inflationsausblick ändert dies aber wenig. Die steigende Arbeitslosigkeit wird verhindern, dass die Löhne 2012 stärker steigen. Im kommenden Jahr dürfte die Inflationsrate wieder unter 2% fallen. Langfristig sehen wir allerdings das Risiko einer deutlich höheren Inflation.

### Dr. Michael Schubert

+49 69 136 23700

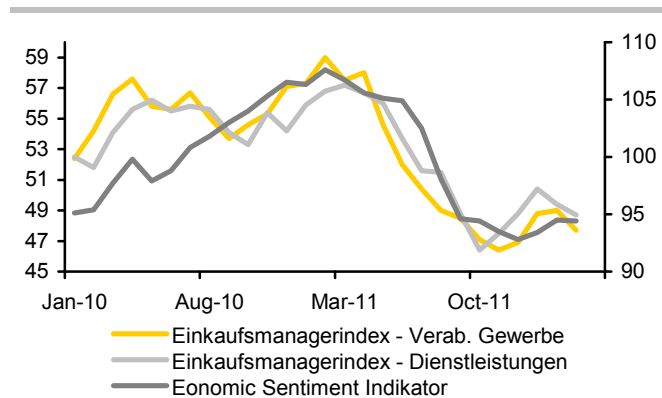
### EZB wartet ab

Nach den umfangreichen Maßnahmen der Notenbank in den letzten Monaten (Zinssenkungen, 3-Jahres-Tender, Ausweitung des Sicherheitenrahmens) sieht die EZB nunmehr die Regierungen in der Pflicht. Während sich die Geldpolitik auf die Gewährleistung von Preisstabilität konzentriert, sei es Aufgabe der nationalen Politik, die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Volkswirtschaften zu fördern, erklärte die Notenbank auf der letzten Pressekonferenz. Der Ball liege nunmehr im Feld der Regierungen, hoben EZB-Ratsmitglieder wiederholt hervor.

Wohl auch um Erwartungen auf weitere expansive Maßnahmen zu dämpfen, erklärte die Notenbank auf ihrer Pressekonferenz, sie werde Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität „entschlossen und rechtzeitig“ entgegentreten. Die EZB werde „ein besonderes Augenmerk darauf legen, ob höhere Energiepreise an Löhne, Gewinne und die allgemeine Preissetzung weitergegeben werden“. Wir erwarten auf Jahressicht unveränderte Leitzinsen.

Gleichzeitig war die Notenbank bemüht, sich für die Zukunft grundsätzlich alle Optionen offen zu halten. So sahen zwar verschiedene Ratsmitglieder keine Notwendigkeit für einen weiteren Langfristtender. Es werde dauern, bis die bisherigen Tender ihre Wirkung entfalten, erläuterte EZB-Präsident Draghi. Aber gleichzeitig betonte er, die Tender seien eine „klassische geldpolitische Maßnahme“. Wir gehen davon aus, dass die EZB weitere Langfristtender anbieten wird, falls die systemischen Risiken wieder deutlich steigen. Auch weitere Staatsanleihenkäufe wollten Ratsmitglieder nicht grundsätzlich ausschließen. Das Programm „existiere“, auch wenn sie einschränkten, diese Aussage dürfe nicht als Vorankündigung missverstanden werden.

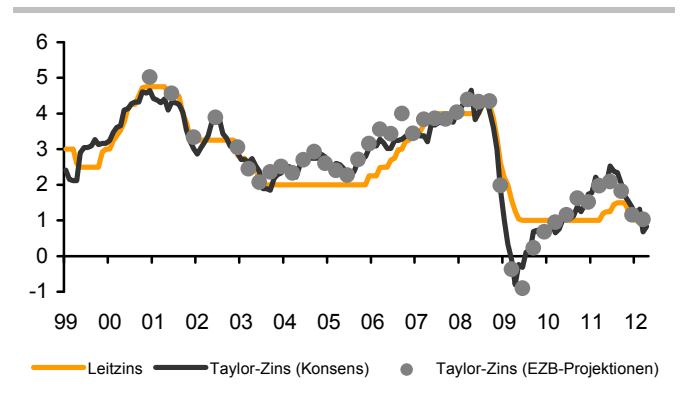
GRAFIK 6: Die Stimmung kippt schon wieder  
saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: Reuters, Commerzbank Research

GRAFIK 7: Leitzins durch Inflations- und  
Wachstumserwartungen bestimmt

Leitzins und Taylor-Rule auf Basis von Prognosen für das Wachstum und die Teuerung



Quelle: Economist, EZB, Commerzbank Research

## Deutschland: Nur langsames Frühlingserwachen

**Dr. Ralph Solveen**

+49 69 136 22322

**Dr. Ulrike Rondorf**

+49 69 136 45814

Die Konjunkturdaten zeigen derzeit ein gemischtes Bild. Die Stimmung der deutschen Unternehmen hat sich zwar seit vergangenem Herbst deutlich aufgehellt, und die von der Staatsschuldenkrise ausgehende lähmende Unsicherheit ist zurückgegangen. Aber eine nachhaltige Trendwende in der deutschen Industrie blieb bislang aus. Wir erwarten unverändert, dass die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr nur um 0,5% wachsen wird.

Der Anstieg der Frühindikatoren um die Jahreswende nährte die Hoffnung, dass der Rückgang der wirtschaftlichen Leistung im Schlussquartal 2011 nur ein einmaliger Ausrutscher war. Tatsächlich hat sich die Industrieproduktion zu Beginn des Jahres von ihrem Einbruch im Dezember erholt. Im Durchschnitt von Januar und Februar lag sie aber immer noch 0,7% unter dem Niveau des vierten Quartals. Auch die Umsätze im Einzel- und Großhandel dürften laut erster Zahlen zum ersten Quartal nicht zugelegt haben. In der Baubranche ist die Produktion zuletzt sogar regelrecht eingebrochen. Die im Vergleich zur Vergangenheit ungewöhnlich kalte Witterung hatte im Februar zu mehr Produktionsausfällen als üblich geführt. Lediglich der Dienstleistungssektor wird wohl zum Wachstum der deutschen Wirtschaft beitragen. Insgesamt erwarten wir daher für das erste Vierteljahr nur ein Plus des Bruttoinlandsprodukts von 0,1% gegenüber dem Schlussquartal 2011.

### Durchwachsene Aussichten, ...

Ein Blick auf die Stimmungsindikatoren und die Auftragseingänge zeigt, dass auch im zweiten Quartal nicht mit einem nennenswert höheren Wachstum zu rechnen ist. Der Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe fiel in den letzten Monaten enttäuschend aus: Nach den bisher verfügbaren Zahlen für Januar und Februar konnten die deutschen Unternehmen in der Tendenz im ersten Quartal erneut weniger Aufträge verbuchen als im Quartal zuvor. Die Bestellungen aus den nichteuropäischen Ländern haben sich zwar mittlerweile von ihrer Schwächeperiode im Herbst erholt, die Nachfrage aus dem europäischen Ausland nimmt aber weiterhin ab (Grafik 8). Hier ist der Einfluss der Staatsschuldenkrise in der Euro-Peripherie auf Deutschland deutlich sichtbar.

Die nach der Erholung zur Jahreswende bereits wieder schwächeren Stimmungsindikatoren lassen auch für die folgenden Monate keine Trendwende in der Industrie erwarten. In den letzten drei Monaten sind die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie gefallen. Das Ifo-Geschäftsklima konnte sich zwar auch im April auf seinem hohen Niveau halten, die Details waren jedoch weniger rosig. Berücksichtigt man aus der Unternehmensumfrage des Ifo-Institutes lediglich die spezifischen Fragen zum Auftragszugang, der Produktion und Beschäftigung, die in ähnlicher Form auch im Einkaufsmanagerindex enthalten sind, wäre dieser Index in den letzten Monaten ebenfalls gefallen (Grafik 9).

TABELLE 5: Deutschland - Konjunkturprognose 2012/13

Indikator		2010	2011	2012	2013	2011			2012				2013		
						2.Vj	3.Vj	4.Vj	1.Vj	2.Vj	3.Vj	4.Vj	1.Vj	2.Vj	
Private Konsumausgaben <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	0,6	1,5	1,1	1,5	-0,7	1,2	-0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Anlageinvestitionen <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	5,5	6,4	2,0	4,7	0,0	0,3	1,1	0,5	0,3	1,1	1,4	1,4	1,2	
Inlandsnachfrage <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	2,4	2,3	1,1	2,0	0,2	0,5	0,1	0,1	0,4	0,6	0,6	0,6	0,4	
Exporte <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	13,7	8,3	2,9	4,5	2,7	2,6	-0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,3	1,3	
Importe <sup>1)2)</sup>	Vj/Vq	11,7	7,4	4,5	6,4	2,9	2,7	-0,3	0,9	1,2	1,4	1,7	1,7	1,6	
Bruttoinlandsprodukt <sup>1)2)</sup>	Vj	3,7	3,0	0,5	1,3	3,0	2,6	1,5	1,3	0,2	-0,1	0,6	1,3	1,4	
	Vq					0,3	0,6	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	
Arbeitslosenquote <sup>2)</sup>	%	7,7	7,1	6,8	6,7	7,1	7,0	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	
Verbraucherpreise	Vj	1,1	2,3	2,2	1,9	2,3	2,4	2,4	2,2	1,9	2,1	2,3	2,0	2,0	
- Kernrate <sup>3)</sup>	Vj	0,9	1,3	1,5	1,7	1,5	1,5	1,1	1,5	1,3	1,4	1,7	1,6	1,7	
Leistungsbilanzsaldo <sup>2)</sup>	Mrd €	139	135	127	131	32	35	35	32	31	31	33	32	31	

1) In Preisen des Vorjahres; 2) Vierteljahreswerte saisonbereinigt; 3) Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel; Vj/Vq = Veränderung gegen Vorjahr/Vorquartal in Prozent; Prognosewerte schattiert. Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

### ... aber immerhin Wachstum

Das unscharfe Konjunkturbild sehen wir jedoch nicht als Vorboten eines neuerlichen Abschwungs und damit als Grund, unsere Wachstumsprognose für Deutschland zu überdenken. Wir rechnen weiterhin damit, dass das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 0,5% höher liegen wird als im letzten Jahr. Für ein Wachstum sprechen die guten konjunkturellen Rahmenbedingungen: die Weltwirtschaft hat wieder Tritt gefasst, wovon das wettbewerbsfähige Deutschland besonders profitiert, zumal vom Wechselkurs derzeit kein Gegenwind kommt. Dies zeigen auch die zuletzt guten Zahlen zum Außenhandel. Zudem sorgen die außergewöhnlich niedrigen Zinsen für niedrige Finanzierungskosten.

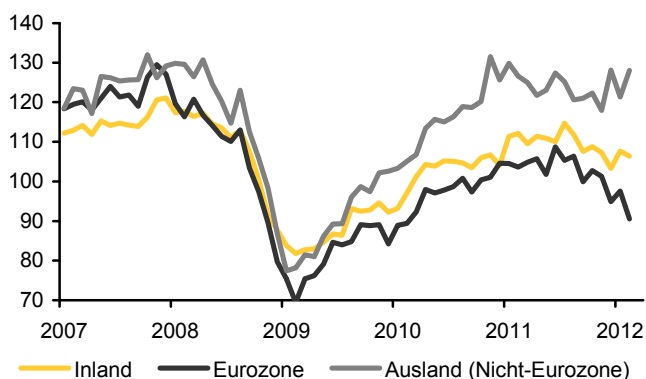
### Inflation: Wird die Zwei vor dem Komma zur Regel?

Das Umfeld niedriger Zinsen wird wohl auch noch einige Zeit andauern. Denn wir erwarten, dass die EZB ihren Leitzins aus Rücksicht auf die Peripherieländer bis Ende 2013 unverändert bei 1% belassen wird. Die Geldpolitik wird auf absehbare Sicht für die deutsche Wirtschaft zu expansiv sein. Daraus entstehen für Deutschland, das deutlich stärker wächst als der Rest des Euroraums, mittel- bis langfristig Inflationsgefahren.

Derzeit wird die Inflationsrate jedoch noch vor allem von den hohen Zuwachsraten der Energiepreisen getrieben. Im März lag sie bei 2,1%, und auch in den kommenden Monaten dürfte sie bei 2% verharren. Der breite Preisauftrieb ist lediglich moderat. So steigen die Verbraucherpreise bereinigt um die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise seit einigen Monaten zwischen 1,2% und 1,4% im Vergleich zum Vorjahr.

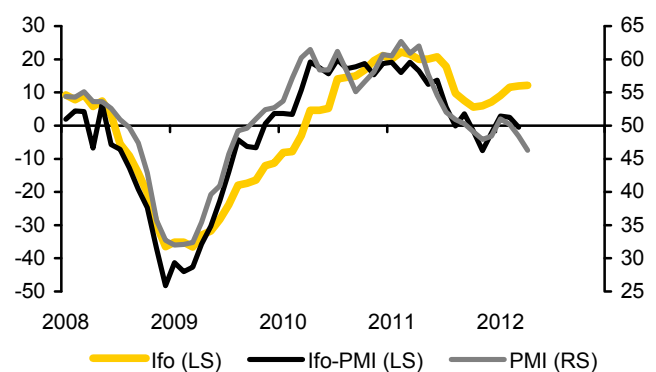
Dies könnte sich allerdings mit zunehmender Kapazitätsauslastung der deutschen Wirtschaft und einen dadurch angeschobenen Lohnanstieg ändern. Dann besteht die Gefahr, dass sich die Inflationsrate über der von der EZB proklamierten Grenze für die Preisstabilität von „unter aber nahe 2%“ festsetzt. Höhere Lohnabschlüsse sind bereits in diesem Jahr an der Tagesordnung. Die neu abgeschlossenen Tarifverträge dürften höhere Lohnsteigerungen beinhalten als ihre noch unter dem Eindruck der Finanzmarktkrise verhandelnden Vorläufer. Wir rechnen mit einem Plus bei den Tariflöhnen von 2,7% gegenüber 2011. Dies ist angesichts der moderaten Lohnabschlüsse der letzten Jahre und der guten wirtschaftlichen Lage jedoch kein ungewöhnlich hoher Anstieg. Zu befürchten ist jedoch, dass die Abschlüsse in den kommenden Jahren höher ausfallen werden, als dies mit Blick auf die Produktivität gerechtfertigt wäre. Dies birgt nicht nur Risiken für die Preisstabilität, sondern geht auch mit einem Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit einher.

**GRAFIK 8: Welt der zwei Geschwindigkeiten**  
Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe, Index 2005=100, saisonbereinigte Zahlen



Quelle: Global Insight; Commerzbank Research

**GRAFIK 9: Ähnliche Fragen, ähnliche Antworten**  
Ifo-Geschäftsklima für die gewerbliche Wirtschaft, Diffusionsindex, Einkaufsmanagerindex für die Industrie (PMI) und Index berechnet auf Basis von Unterkomponenten des Ifo



Quelle: Global Insight; Commerzbank Research

## Großbritannien: Weitere quantitative Maßnahmen?

**Peter Dixon**  
+44 20 7475 1808

Die jüngsten Daten zeichnen ein durchwachsendes Bild der britischen Konjunktur. Das verarbeitende Gewerbe ist in den ersten zwei Monaten 2012 gegenüber Ende 2011 um 1,4% geschrumpft. Die Produktion im Dienstleistungssektor scheint dagegen weiter gestiegen zu sein. Unsere auf den Einkaufsmanagerindizes für Industrie, Dienstleistungssektor und Baugewerbe basierende Schätzung weist für das erste Vierteljahr ein Wachstum der Privatwirtschaft um knapp 1/2% gegenüber Vorquartal aus. Selbst bei einem negativen Wachstumsbeitrag vom öffentlichen Sektor wäre die britische Wirtschaft danach zu Jahresbeginn ordentlich gewachsen. Das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal wird wohl darüber entscheiden, ob die Bank von England (BoE) das Wertpapierkaufprogramm aufstockt, das nach den bisherigen Plänen Anfang Mai ausläuft. Sollte die britische Wirtschaft stagniert oder gar geschrumpft sein, dürfte die BoE weitere quantitative Maßnahmen beschließen. Zwei Mitglieder des geldpolitischen Gremiums hatten zuletzt eine Ausweitung des Programms um 25 Mrd Pfund auf 350 Mrd Pfund gefordert. Ob dies der Konjunktur tatsächlich helfen würde, ist zu bezweifeln. Mittlerweise haben die Wertpapierkäufe die Bilanz der BoE auf mehr als 20% des Bruttoinlandsprodukts anschwellen lassen, ohne dass dies das Kreditangebot nachweislich gestärkt hätte. Die jüngste Umfrage der BoE zu den Kreditvergabebedingungen weist für das erste Quartal 2012 einen Rückgang der Firmenkredite aus. Zuletzt war dies 2008 der Fall.

## Schweiz: Weder Deflation noch Inflation

**Dr. Ulrike Rondorf**  
+49 69 136 45814

Der Schweizer Franken hat sich dank des Mindestkurses der Schweizerischen Nationalbank (SNB) stabilisiert, der Welthandel gewinnt wieder an Schwung und die von der Staatsschuldenkrise im Euroraum ausgehende Unsicherheit hat nachgelassen. All dies verbessert die Wachstumsaussichten für die Schweizer Wirtschaft. Nach der schwächeren Expansion im Herbst erwarten wir in den kommenden Quartalen wieder höhere Wachstumsraten. Insgesamt dürfte die Wirtschaft 2012 um rund 1% zulegen. Haupttreiber des Wachstums werden wohl die Exporte sein, aber auch der private Konsum dürfte sich wie auch schon in den vergangenen Jahren als wichtige Stütze erweisen. Die Arbeitslosenquote in der Schweiz liegt derzeit nahe ihres Tiefstandes und die Reallöhne dürften stärker anziehen. Die SNB trägt den verbesserten Wachstumsaussichten und den geringeren Deflationsgefahren Rechnung: Sie versucht nun nicht mehr über die Steuerung der Liquidität im Innenbankenmarkt den 3-Monats-Libor möglichst nahe bei null zu halten. Ihr Zielband für den Libor hat sie zwar auf ihrer letzten Sitzung im März bei 0-0,25% belassen, aber der Zusatz „dabei wird ein Kurs von 0% angestrebt“ wurde im Kommuniqué fallengelassen. Wir erwarten, dass die Schweizer Geldpolitik in den kommenden Monaten geradeaus fahren wird: Der Mindestkurs wird weiter Bestand haben und das Zielbandes dürfte frühestens Ende 2012 auf 0-0,50% ausgeweitet werden. Denn die Deflationsgefahr hat sich zwar deutlich verringert. Die Inflationsgefahren sind aber auf mittelfristige Sicht ebenfalls gering. Derzeit fallen die Preise im Vergleich zu 2011 noch und auch im kommenden Jahr dürfen sie nur leicht steigen.

TABELLE 6: Großbritannien - Konjunkturprognose 2012/13

Indikator		2010	2011	2012	2013
Konsumausgaben <sup>1)</sup>	Vj	1,2	-1,2	0,6	1,2
Anlageinvestitionen <sup>1)</sup>	Vj	3,1	-1,2	0,0	2,5
Inlandsnachfrage <sup>1)</sup>	Vj	2,9	-0,8	0,3	0,9
Exporte <sup>1)</sup>	Vj	7,4	4,6	2,5	3,7
Importe <sup>1)</sup>	Vj	8,1	1,2	1,5	1,9
<b>Bruttoinlandsprodukt <sup>1)</sup></b>	<b>Vj</b>	<b>2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>
Arbeitslosenquote	%	7,9	8,1	8,6	8,9
Verbraucherpreise	Vj	3,3	4,5	3,0	1,9
Leistungsbilanzsaldo	Mrd £	-48,6	-29,0	-25,6	-15,8

<sup>1)</sup> In konstanten Preisen; Vj = Veränderung gegen Vorjahr in Prozent; Prognosewerte schattiert.

Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

TABELLE 7: Schweiz - Konjunkturprognose 2012/13

Indikator		2010	2011	2012	2013
Konsumausgaben <sup>1)</sup>	Vj	1,7	1,0	1,0	1,2
Anlageinvestitionen <sup>1)</sup>	Vj	10,9	5,1	2,1	2,9
Inlandsnachfrage <sup>1)</sup>	Vj	3,0	1,8	1,1	1,4
Exporte <sup>1)</sup>	Vj	8,4	3,4	2,5	4,1
Importe <sup>1)</sup>	Vj	7,3	1,9	2,5	6,1
<b>Bruttoinlandsprodukt <sup>1)</sup></b>	<b>Vj</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
Arbeitslosenquote	%	3,9	3,1	3,3	3,3
Verbraucherpreise	Vj	0,7	0,2	0,1	1,1
Leistungsbilanzsaldo	Mrd sfr	83	84	70	70

<sup>1)</sup> In konstanten Preisen; Vj = Veränderung gegen Vorjahr in Prozent; Prognosewerte schattiert.

Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

## Osteuropa

Tatha Ghose  
+44 20 7475 8399

### Polen: Zentralbank schlägt plötzlich harten Ton an

Während die Wirtschaft bis zuletzt kräftig gewachsen ist, hat sich die Stimmung in der Industrie, im Baugewerbe und im Einzelhandel merklich verschlechtert. Dies deutet auf ein schwächeres Wachstum in der zweiten Jahreshälfte. Im Jahresdurchschnitt 2012 dürfte ein Plus von 3,2% zu Buche stehen (2011: 4,3%). Im Zuge der Haushaltskonsolidierung werden die Staatsausgaben sinken. Auch die privaten Ausrüstungsinvestitionen, insbesondere im Energiebereich, dürften zurückgehen. Mittelfristig bleibt der Wachstumsausblick aber positiv. So ist es vor allem Polen zu verdanken, dass die mittel- und osteuropäischen Länder ihre Marktanteile in der EU deutlich steigern konnten (Grafik 11). Die Zentralbank hat im April einen scharfen Ton angeschlagen. Danach ist eine Zinserhöhung im Mai praktisch sicher. Dessen ungeachtet ist der Inflationsausblick weiterhin günstig. Die Kerninflation liegt bei 2,5% und der Lohnauftrieb hält sich in Grenzen.

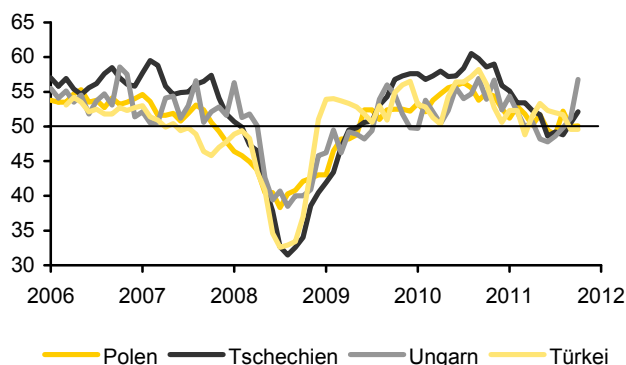
### Tschechien: Regierungskoalition hat sich aufgelöst

Die drei Regierungsparteien haben den Koalitionsvertrag wegen fehlender Mehrheiten aufgekündigt. Neuwahlen sind nicht mehr ausgeschlossen. Damit dürfte sich die Verabschiedung der Sparpläne für 2013-14 verzögern. Doch dies kein Grund zu größerer Sorge. Makroökonomisch gibt es keine nennenswerten Ungleichgewichte, die Staatsverschuldung ist niedrig und das Haushaltsdefizit gering – Tschechien gilt als Musterbeispiel für solide Haushaltspolitik. Konjunkturell gibt es ein Licht am Ende des Tunnels. Der Einkaufsmanagerindex, der im letzten Jahr stetig gesunken ist, hat nach oben gedreht (Grafik 10). Zudem wiesen die Auftragseingänge aus dem Ausland zuletzt ein sattes Plus auf. Die Inflation ist im Zuge der Mehrwertsteuererhöhung gestiegen. Angesichts der lahmen Konjunktur dürfte die Notenbank die Zinsen 2012 nicht erhöhen.

### Ungarn: Verhandlungen mit EU/IWF dauern an

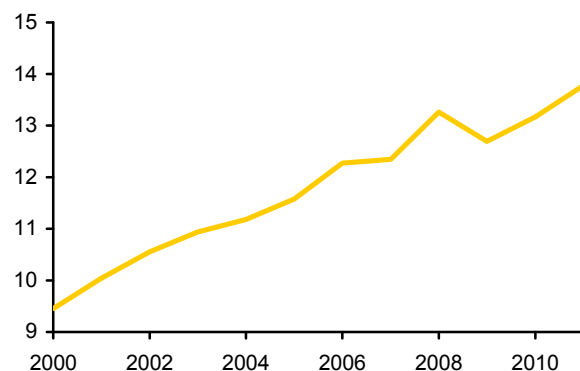
Die Konjunktur überraschte zuletzt positiv. Der Einkaufsmanagerindex hat nach oben gedreht. Der Inflationszyklus könnte am Hochpunkt angelangt sein. So trieb die starke Abwertung der Währung die Teuerungsrate auf fast 6%. Die Kernrate zog von 4,9% auf 5,4% an. Da der Forint seit Februar jedoch relativ stabil ist, dürfte die Inflation nun die Spitze erreicht haben und bis Mitte des Jahres wieder in Richtung 4% sinken. Das zentrale Problem ist nach wie vor das Fehlen einer Finanzierungsvereinbarung mit dem IWF. Die EU hat mehrere Defizitverfahren gegen Ungarn eingeleitet und Zahlungen aus dem Kohäsionsfonds in Höhe von knapp 495 Mio Euro eingefroren. Es ist weiterhin sehr wahrscheinlich, dass sich Ungarn 2012 nicht vollständig über den Kapitalmarkt finanzieren kann und das Land deshalb bis Juni oder Juli eine Einigung mit EU/IWF erzielen muss. Bis dahin dürfte der Markt sehr volatil bleiben.

GRAFIK 10: Stimmung könnte endlich Boden ausbilden  
Einkaufsmanagerindizes großer osteuropäischer Länder



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 11: Anteil an deutschen Importen steigt weiter  
Anteil der deutschen Importe aus Mittel- und Osteuropa an den gesamten Importen in Prozent



Quelle: Eurostat, CEIC, Commerzbank Research

## Japan: Konjunktur nimmt Fahrt auf

Dr. Marco Wagner

+49 69 136 84335

**Die Wiederaufbauarbeiten nach dem Tsunami schieben die japanische Konjunktur an. Gleichzeitig stellen die Staatsschulden eine enorme Herausforderung dar. Die Inflationsrate dürfte 2012 bei etwa Null Prozent liegen. Von der Bank von Japan sind 2012 weitere geldpolitische Lockerungen zu erwarten.**

Die japanische Konjunktur gewinnt an Fahrt, und die Wirtschaft dürfte 2012 deutlich wachsen. Die positiven Zahlen für die Industrieproduktion, Exporte, Investitionen und den Konsum im Januar und Februar deuten auf eine breite Erholung der japanischen Wirtschaft im ersten Quartal 2012 hin. Das Wachstum dürfte sich über die kommenden Quartale fortsetzen. Die Wiederaufbauarbeiten nach dem Tsunami sorgen für eine starke Inlandsnachfrage. Wachstumstreiber werden vor allem die Investitionen sein. Diese werden zusätzlich angefacht durch die lockere Geldpolitik der Bank von Japan, die mit ihrer Nullzinspolitik und weiteren unkonventionellen Maßnahmen günstige Finanzierungsbedingungen schafft. So beurteilt die Mehrzahl der Unternehmen in der Tankan-Umfrage vom März die Finanzierungssituation als entspannt. Auch die Produktionskapazitäten, insbesondere im Hinblick auf die Energieversorgung, sollten ausreichend sein. Die Regierung ist sich der Bedeutung der Energie für die Konjunkturerholung bewusst und hat angekündigt, die überprüften Atomreaktoren notfalls auch gegen lokale Widerstände wieder anzufahren. Somit dürfte die Energieversorgung auch im Sommer gesichert sein, wenn die Energienachfrage ihre Spitzen erreicht.

Eine Herausforderung bleibt die Staatsverschuldung, die bei über 200% des Bruttoinlandsprodukts liegt. Das Reformpaket der Regierung, nach dem die Unternehmenssteuern gesenkt und die Mehrwertsteuer auf 10% verdoppelt werden sollen, kann die Schuldenproblematik nicht lösen und die Staatsschuldenquote bestenfalls auf dem heutigen Niveau stabilisieren. Weitere Sparanstrengungen werden also erforderlich sein.

Die Teuerungsrate lag in den ersten beiden Monaten 2012 knapp über 0% (Grafik 12). Preistreiber sind vor allem Energie und Nahrungsmittel, die wegen des Tsunami teuer importiert werden müssen. Hingegen ist die Kerninflationsrate deutlich im Minus und wird sich nur langsam von unten an die 0%-Marke annähern. Mit einer Verbesserung der inländischen Kapazitäten dürften die Energie- und Nahrungspreise im Jahresverlauf etwas langsamer steigen. Deshalb erwarten wir für 2012 eine Gesamtinflationsrate von etwa 0%.

Die Bank von Japan hat sich nachhaltiges Wachstum zum Ziel gesetzt und für die Inflation ein Zwischenziel von 1% angegeben. Mit einer von der Notenbank erwarteten Inflationsrate von 0% und einer Wirtschaft, für die ein nachhaltiger Aufschwung noch nicht sichtbar ist, dürften in den kommenden Monaten weitere geldpolitische Lockerungen zu erwarten sein.

TABELLE 8: Japan - Konjunkturprognose 2012/13

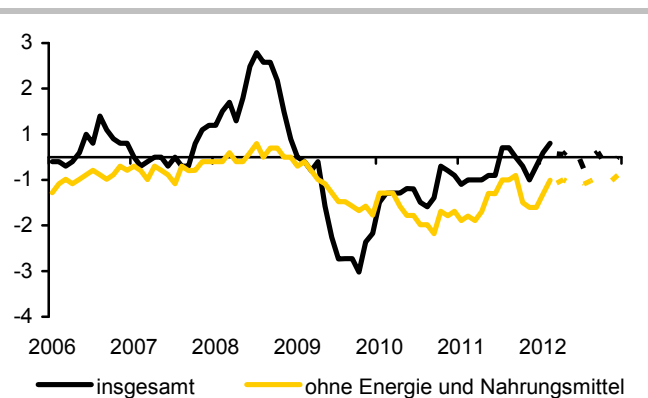
Indikator		2010	2011	2012	2013
Konsumausgaben <sup>1)</sup>	Vj	2,6	0,0	1,2	0,9
Anlageinvestitionen <sup>1)</sup>	Vj	-0,1	0,6	6,0	2,7
Inlandsnachfrage <sup>1)</sup>	Vj	2,7	0,1	2,7	1,6
Exporte <sup>1)</sup>	Vj	24,4	0,0	1,9	4,0
Importe <sup>1)</sup>	Vj	11,1	5,8	6,4	5,3
<b>Bruttoinlandsprodukt<sup>1)</sup></b>	<b>Vj</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
Arbeitslosenquote	%	5,1	4,6	4,5	4,4
Verbraucherpreise	Vj	-0,7	-0,3	0,0	0,2
Leistungsbilanzsaldo	Bill Yen	17,2	9,7	10,3	11,0

1) In konstanten Preisen; Vj = Veränderung gegen Vorjahr in Prozent; Prognosewerte schattiert.

Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

GRAFIK 12: Japan – Kernrate deutlich im Minus

Verbraucherpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, Prognose ab März 2012



Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

## Rentenmärkte

Rainer Guntermann

+49 69 136 87506

### Bund-Renditen bleiben niedrig

Der Rückenwind durch die Dreijahrestender der EZB lässt nach und die Risikoaufschläge für Spanien haben fast wieder die Höchststände vom letzten November erreicht. Dies dürfte den oberen Rand einer breiten Seitwärtsspanne markieren. Bund-Renditen sind auf Rekordtiefs gefallen und dürften länger niedrig bleiben als bislang gedacht. Wir sehen die zehnjährigen Bund-Renditen bis zum Sommer unter 2% und den 3-Monats Euribor auf neue Rekordtiefs fallen.

### Krisensymptome lassen Bund-Renditen auf Allzeittiefstände fallen

Drei Wochen, nachdem Italiens Premier Monti die Krise für fast beendet erklärte, sind die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen zweitweise wieder auf über 400 Basispunkte gestiegen, den höchsten Wert seit Februar. Im Zentrum der aktuellen Krisenwelle steht jedoch Spanien. Hier sind die Renditeaufschläge für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren weniger als 30 Basispunkte von den Höchstständen im letzten November entfernt (siehe Grafik 13). Gleichzeitig sind die Bund-Renditen für Laufzeiten zwischen zwei und zehn Jahren auf neue Tiefstände gefallen (Grafik 14).

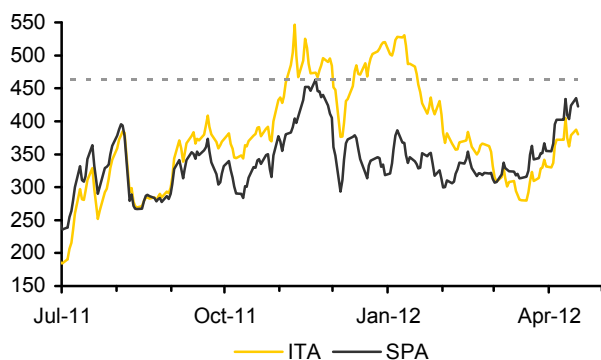
Trotz dieser alarmierenden Entwicklungen zeigt sich bei genauerem Hinsehen, dass die Flucht in Qualität weniger stark ausgeprägt ist als im Herbst letzten Jahres. Die Renditen von Bundesanleihen mit kürzeren Laufzeiten sind nach wie vor positiv, während sie im Herbst in den negativen Bereich gefallen waren. Ferner sind andere traditionelle Krisensymptome wie die Aufschläge von unbesicherten Geldmarktermin- gegenüber Tagesgeld-Terminsätzen oder die Ausfallversicherungen (CDS) für Anleihen der Finanzinstitute von den jüngsten Tiefständen nur moderat gestiegen.

Die neuerliche Verunsicherung zeigen aber, dass die Staatsschuldenkrise noch lange nicht gelöst ist. Die privaten Investoren halten sich weiterhin zurück, nicht zuletzt weil für sie der Renditerückgang seit November die Bonitätsrisiken nicht angemessen widerspiegelt. Lediglich die Banken aus der Peripherie haben in den letzten Monaten Staatsanleihen aus ihren eigenen Ländern gekauft. Die 500 Mrd Euro große Nettoliquiditätsspritze aus den beiden Dreijahrestendern der EZB hat diesen Weg geebnet. Dass die Renditeaufschläge zweijähriger Staatsanleihen aus Spanien am 1. März, dem Valutetermin des letzten Dreijahrestenders, ihren Tiefpunkt erreichten ist kein Zufall.

Wie geht es weiter? Die Geschwindigkeit mit der die Renditeaufschläge jüngst gestiegen sind, hat zwar die Nervosität an den Märkten verstärkt. Wir gehen aber weithin davon aus, dass die Risikoaufschläge sich für den Rest des Jahres in einer breiten Seitwärtsspanne bewegen werden und die jüngste Ausweitungswelle die Spreads an den oberen Rand dieser Spanne gespült hat.

GRAFIK 13: Spanien wieder im Sog der Krise

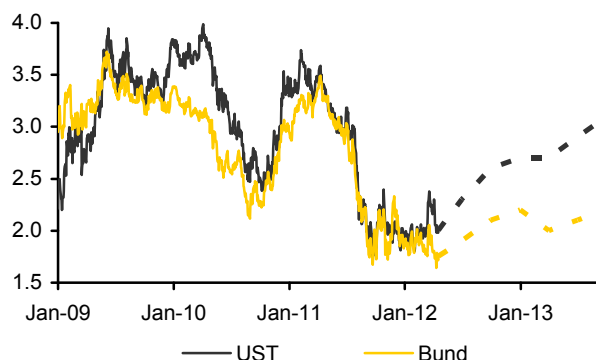
Renditedifferenz zwischen zehnjähriger Staatsanleihen aus Italien und Spanien gegenüber Bundesanleihen, in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Grafik 14: Bund-Renditen bleiben länger niedrig

Rendite zehnjähriger Bundesanleihen und US-Treasuries, in Prozent p.a., ab Mitte April Commerzbank Prognosen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

## (Wie) reagieren die Politiker?

Entscheidend im aktuellen Umfeld ist die Frage, ob sich der Markt aus eigener Kraft stabilisieren kann oder er abermals Unterstützung der Politik braucht. Zwar ist das Risiko einer weiteren Aufwärtsspirale bei den Renditeaufschlägen nicht von der Hand zu weisen. Aber die Politik dürfte bestrebt sein, dies zu verhindern. Der Markt setzt vor allem darauf, dass die EZB ihr SMP-Anleihekaufprogramm wieder aufnimmt. Die Hürde dafür erscheint allerdings hoch, obwohl sich einige Ratsmitglieder jüngst aufgeschlossener gegenüber neuen Anleihekäufen zeigten und EZB-Präsident Draghi auf der letzten Pressekonferenz Spekulationen über einen Ausstieg einen Dämpfer verpasst hat. Aber auch der europäische Rettungsfonds (EFSF) könnte mit vorbeugenden Kreditlinien oder Interventionen am Sekundärmarkt einen weiteren Anstieg der Risikoprämien verhindern.

## Renditeprognosen für Bunds nach unten revidiert

Der von der großzügigen Liquiditätssituation ausgehende Abwärtsdruck auf die Bund-Renditen dürfte noch längere Zeit anhalten, selbst wenn sich die akuten Krisensymptome etwas abschwächen. Wir haben deshalb unsere Prognosen für zehnjährige Bund-Renditen um 20 Basispunkte auf 1,90% zur Jahresmitte und um 10 Basispunkte auf 2,20% per Jahresende reduziert.

Die Euribor-Sätze sind Mitte April beschleunigt gefallen. Für die Dreimonats-Geldmarktsätze sehen wir nun im Sommer neue Rekordtiefstände.

Unsere Bund-Prognosen für das zweite Halbjahr wären noch niedriger, gäbe es nicht den von den US-Treasuries ausgehenden Aufwärtsdruck. Aktuell liegen die zehnjährigen US-Treasury-Renditen mit nahe 2% unweit des Niveaus, das wir Anfang des Jahres prognostiziert hatten. Nach dem schwächeren US-Arbeitsmarktbericht für März hegt der Markt immer noch große Hoffnungen auf eine weitere Dosis quantitativer Lockerung (QE3). Nach dem restriktiver anmutenden Sitzungsprotokoll des FOMC vom Anfang des Monats erscheint dies zu optimistisch. Sofern sich die Daten, wie von uns erwartet, nicht weiter verschlechtern, könnte den langlaufenden US-Renditen somit eine spürbare Korrektur bevorstehen, sobald klar wird, dass die Unterstützung durch die Fed aus Operation Twist – dem Bilanztausch von Anleihen mit kurzen Laufzeiten in längere Laufzeiten - ausläuft. Wir erwarten, dass die zehnjährigen US-Treasury-Renditen im dritten Quartal bei 2,60% anzieht und sich anschließend auf diesem Niveau stabilisieren.

TABELLE 9: Zinsprognosen für USA und den Euroraum

USA	2012					2013					
	23.04.12	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.	Euro	23.04.12	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
3-Monats-OIS	0,14	0,10	0,10	0,10	0,10		3-Monats-OIS	0,33	0,35	0,35	0,40
3-Monats-Libor	0,47	0,45	0,45	0,50	0,50	3-Monats-Euribor	0,73	0,65	0,65	0,70	0,75
2-jährige Bonds	0,26	0,30	0,30	0,30	0,30	2-jährige Bunds	0,12	0,20	0,35	0,30	0,20
5-jährige Bonds	0,82	1,10	1,20	1,20	1,20	5-jährige Bunds	0,64	0,85	0,90	0,90	0,90
10-jährige Bonds	1,93	2,30	2,60	2,70	2,70	10-jährige Bunds	1,68	1,90	2,10	2,20	2,00
30-jährige Bonds	3,09	3,30	3,40	3,50	3,60	30-jährige Bunds	2,38	2,60	2,70	2,70	2,60
<b>Swapsread</b>						<b>Swapsread</b>					
2 Jahre	29	25	25	25	25	2 Jahre	87	80	75	70	55
5 Jahre	28	25	25	25	25	5 Jahre	84	65	60	55	45
10 Jahre	9	20	20	20	20	10 Jahre	56	45	40	40	40
30 Jahre	-29	-20	-10	-10	-10	30 Jahre	12	10	10	10	15

Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research



## Devisenmärkte

### EUR-USD: Sorgen im Euroraum nehmen wieder zu

Antje Praefcke

+49 69 136 43834

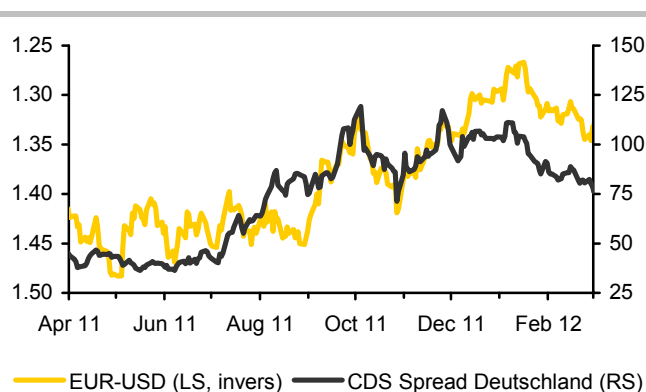
Seit einigen Wochen schon handelt EUR-USD in einer engen Spanne zwischen 1,30 und 1,35. Dies überrascht nicht, denn der geldpolitische Ausblick diesseits und jenseits des Atlantik hat sich nicht grundlegend geändert. Die amerikanische Notenbank betont immer wieder, dass die jüngsten US-Konjunkturdaten zwar ermutigend sind, aber eine weitere Runde der quantitativen Lockerung (QE3) noch nicht vom Tisch ist. Die Unsicherheit, ob die Geldpolitik in den USA nicht doch noch einmal gelockert wird, verhindert eine stärkere Aufwertung des Dollar. Auf der anderen Seite haben die zwei dreijährigen Repogeschäfte der EZB die große Verunsicherung an den Märkten etwas gedämpft, so dass der Euro sich vergleichsweise gut halten konnte.

Aber die Sorgen im Euroraum nehmen allmählich wieder zu. Die Reformbemühungen der Peripherieländer scheinen den Anlegern offensichtlich nicht schnell genug zu gehen. Verstärkt wurden die Zweifel der Anleger zudem dadurch, dass Spanien und Italien ihre angestrebten Haushaltsdefizite nach oben revidiert haben. So sind die Renditen in Spanien und Italien zuletzt wieder gestiegen.

Sollte dieser Trend anhalten, dürfte die EZB bald wieder aktiv werden. Sie denkt bereits laut darüber nach, wieder Staatsanleihen zu kaufen. Auch ein neuer langfristiger Tender ist nicht auszuschließen, auch wenn die Notenbank dies nicht will. Vor diesem Hintergrund ist es unwahrscheinlich, dass der Euro stark leiden wird. Denn in diesem Szenario würde der europäische Rettungsschirm nicht in Anspruch genommen und Deutschland würden keine finanziellen Belastungen entstehen. Es gibt demnach auch keinen Grund am Status deutscher Bundesanleihen als „sicherer Hafen“ zu zweifeln. Solange der nicht in Gefahr ist, wird die Staatsschuldenkrise in der Euro-Peripherie den Euro nicht stärker belasten (Grafik 15). So steht Investoren, die spanische Staatsanleihen verkaufen, mit Bundesanleihen eine EUR-denominierte sichere Alternative zur Verfügung. Leicht belasten dürften dagegen die zunehmenden Inflationsrisiken aufgrund der expansiven Geldpolitik der EZB.

Infolgedessen gehen wir unverändert davon aus, dass EUR-USD in den kommenden Wochen und Monaten nur leicht fallen wird. Die Sorge vor einer weiteren Runde quantitativer Lockerung der amerikanischen Notenbank wird starke Dollargewinne verhindern (Grafik 16). Zum Jahresende erwarten wir den EUR-USD bei 1,29.

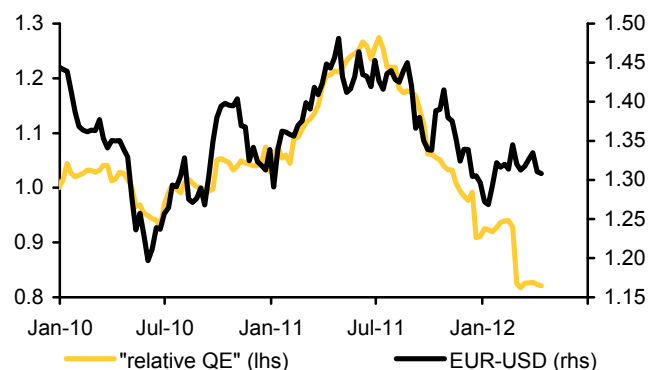
GRAFIK 15: Euro profitiert weiterhin vom sicheren Hafen „Deutschland“



Quelle: Federal Reserve System, EZB, Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 16: Verhindert nur noch die verbliebene Angst vor QE3 einen Absturz von EUR-USD?

Relation Geldbasis USA zu Geldbasis Euroraum, Index (1 Januar 2010 = 1); EUR-USD Spot



Quelle: EBS, Commerzbank Research

## Pfund: Moderates Aufwertungspotenzial

**Peter Kinsella**

+44 20 7475 3959

Das Protokoll der geldpolitischen Sitzung vom April hat den Markt überrascht. Das Ratsmitglied Posen ist von seiner Forderung nach weiteren Wertpapierkäufen abgerückt und hat für ein unverändertes Volumen des Wertpapierkaufprogramms gestimmt. Da Posen in den letzten Monaten der stärkste Befürworter einer Ausweitung dieses Programms war, hat sein Schwenk große Bedeutung. Nun müssten mindestens vier weitere Mitglieder des geldpolitischen Gremiums ihre Meinung ändern, um eine Ausweitung des Programms herbeizuführen. Dies hat die Last einer weiteren quantitativen Lockerung vom Pfund genommen. Es ist gegenüber Euro und Dollar kräftig gestiegen und hat wichtige technische Marken durchbrochen, bei EUR-GBP nach unten und bei GBP-USD nach oben.

Die Frage ist, wie es weitergeht. Aus dem Protokoll der Bank von England geht klar hervor, dass die Inflation allmählich Anlass zur Sorge gibt. Die Zentralbank rechnet jetzt damit, dass die Teuerungsrate bis zum Herbst im Bereich von 3% verharrt und danach in Richtung 2% sinkt. In den letzten Monaten war der Rückgang der Inflationsrate der Hauptimpuls für die Aufwertung des Pfunds, insbesondere, da die Realzinsen auf relativer Basis gestiegen sind. Sollte die Inflation in Richtung 2% sinken, dürfte das Profil der britischen Realzinsen zum ersten Mal seit zwei Jahren neutral bis leicht positiv werden. Dies sollte für sich genommen das Pfund auf handelsgewichteter Basis moderat aufwerten lassen. Das Hauptrisiko für dieses Szenario ist ein enttäuschendes Wirtschaftswachstum im ersten Vierteljahr 2012, das die Frage weiterer Wertpapierkäufe aufwerfen könnte. Allerdings scheint die Bank von England hier recht zuversichtlich.

**Lutz Karpowitz**

+49 69 136 42152

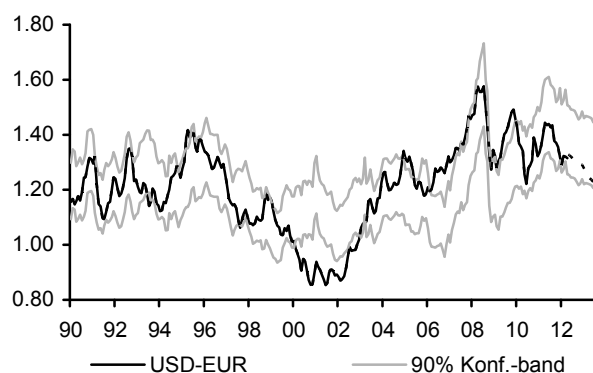
## Schweizer Franken: Der Mindestkurs bleibt bei 1,20

Wir haben immer wieder darauf hingewiesen, dass die Schweizerische Nationalbank die verkündete Untergrenze für EUR-CHF bei 1,20 verteidigen wird. Daran hat auch das kurzfristige Unterschreiten dieser Marke am 5. April nichts geändert. Technisch konnte der Kurs unter 1,20 nur entstehen, da eine Bank im Markt war, die keine Kreditlinie mehr mit der SNB hatte. Diese war also schlichtweg nicht in der Lage mit der SNB zu handeln, weshalb die Kauforders der SNB technisch nicht zum Tragen kamen.

An der Vorgehensweise der SNB aber hat sich nichts geändert. Vielmehr bestätigt ihre Reaktion am 5. April das Versprechen, welches sie vorher immer wieder gemacht hatte: Wie angekündigt intervenierte sie am Devisenmarkt massiv und gab sofort bekannt, dass die Untergrenze von 1,20 weiterhin gilt.

**GRAFIK 17: Regressionsmodell – Schuldenkrise dämpft Euro**

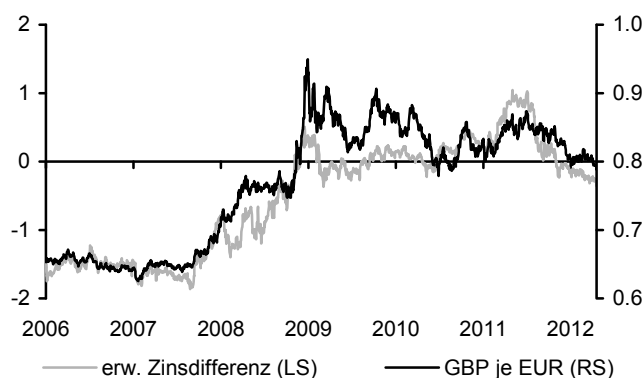
Erklärende Variablen: Zinsdifferenz am Kapitalmarkt und Produktivitätsdifferenzen; vor 1999: D-Mark/Dollar



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

**GRAFIK 18: EUR-GBP – Wieder im Einklang mit der Zinsdifferenz**

EUR-GBP-Kurs und Zinsdifferenz, berechnet aus Forwards für Dreimonatsgeld in sechs Monaten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Auch wenn die deflationären Gefahren in der Schweiz im Jahresverlauf abklingen werden, dürfte die SNB an ihrer Strategie des Mindestkurses festhalten. Zudem gelangt derzeit durch den Mindestkurs kaum zusätzliche Liquidität in den Markt, wodurch die langfristigen Inflationsrisiken dieser Strategie begrenzt bleiben. Darüber hinaus besteht das Risiko, dass EUR-CHF einbricht, wenn die SNB jetzt einen Rückzieher macht. Dies würde die Verbraucherpreise wieder auf Talfahrt schicken, was die SNB ganz sicher nicht will. Munition, um Euro gegen Franken zu kaufen, hat sie unendlich.

Wir gehen deshalb davon aus, dass die Untergrenze von 1,20 in EUR-CHF weiterhin halten wird. Nachdem zuletzt aber sämtliche Spekulationen über eine mögliche Anhebung des Mindestkurses abgeklungen sind, dürfte auch keine größere Erholung in EUR-CHF bevorstehen.

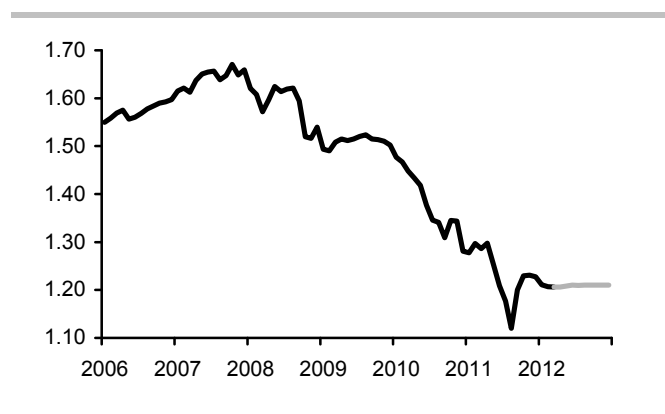
## Yen: Expansive Geldpolitik belastet

Seit Anfang Februar stand der Yen unter starkem Verkaufsdruck. Grund hierfür war die Sorge, dass die japanische Leistungsbilanz langfristig ins Minus rutschen könnte. Zudem fährt die japanische Notenbank weiterhin eine sehr expansive Geldpolitik. Auch wenn die Notenbank das kürzlich verkündete Inflationsziel von 1% nicht mit aller Kraft kurzfristig erreichen will, ist die expansive Politik eine Belastung für den Yen. Bislang wurde ein Anstieg von USD-JPY dadurch erschwert, dass der Dollar unter den quantitativen Maßnahmen der Fed litt. Nun ist dieser relative Vorteil des Yen zunehmend vom Tisch.

Während die Leistungsbilanzsorgen mittelfristig abklingen sollten, dürfte die expansive Ausrichtung der BoJ weiter belasten. Der Yen könnte also unter Druck bleiben. Dabei sollte allerdings nicht übersehen werden, dass die Risikoaversion weiterhin ein wichtiger Treiber für den Yen bleiben wird, der traditionell als sicherer Hafen fungiert. Schlechte Nachrichten aus der Euro-Peripherie könnten den Yen zwischenzeitlich auch mal wieder unterstützen.

Insofern wundert es nicht, dass USD-JPY nach seinem Hoch von über 84 Mitte März zuletzt wieder etwas niedriger notierte, nachdem die Staatschuldenkrise im Euroraum wieder aufgeflackert war. Allerdings dürfte die Funktion des Yen als sicherer Hafen durch die jüngsten Entwicklungen in Japan zumindest etwas beschädigt sein, was das Erholungspotenzial in Phasen erhöhter Risikoaversion zwangsläufig begrenzt. Wir gehen deshalb davon aus, dass USD-JPY seine Niveaus über 80 auf Dauer wird verteidigen können.

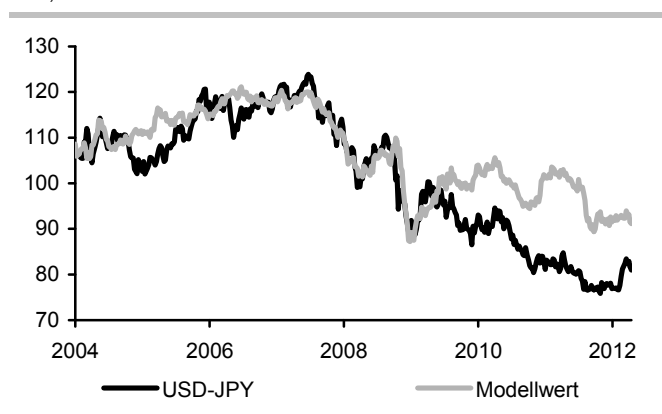
GRAFIK 19: Schweizer Franken stabil über 1,20  
EUR-CHF, Monatsendstände, ab Mai 2012 Prognose



Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

GRAFIK 20: Yen überbewertet

USD-JPY-Modell mit den erklärenden Variablen: Zinsdifferenz am Geld- und Kapitalmarkt und gleitende Standardabweichung, USD-JPY, Wochenendstände



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

## Aktienmärkte

Andreas Hürkamp  
+49 69 136 45925

### Weltweit expansivere Geldpolitik stützt DAX

Im Börsenjahr 2011 rutschte der DAX nach einem guten Start noch tief in die Verlustzone, nachdem sich die Staatsschuldenkrise im Euroraum im Jahresverlauf deutlich verschärfte. Wir erwarten, dass sich der DAX in diesem Jahr robuster zeigen wird, da die Geldpolitik weltweit deutlich expansiver ist als im Vorjahr.

TABELLE 10: Konsolidierung an den Aktienmärkten

Index	Gewinne 12e									
	Performance (%) seit				Indexpunkte		Wachstum (%)		KGV 12e	
	31.03	31.12	30.06	aktuell	31.12	aktuell	31.12	aktuell	31.12	
DAX 30	6.732	-3,1	14,1	-8,7	647	654	7,2	7,2	10,4	9,0
MDAX	10.662	-0,4	19,8	-2,5	889	859	11,3	15,5	12,0	10,4
Euro Stoxx 50	2.328	-6,0	0,5	-18,3	255	269	3,3	5,4	9,1	8,6
S&P 500	1.385	-1,7	10,1	4,9	105	106	9,1	9,5	13,2	11,9

Quelle: Commerzbank Research, I/B/E/S

Der DAX war überraschend stark in das Börsenjahr 2012 gestartet. Doch mit dem Anstieg der Renditen zehnjähriger spanischer Staatsanleihen auf 6% ist die Staatsschuldenkrise im Euroraum wieder stärker in den Fokus der Aktienanleger gerückt. Droht den Aktienmärkten eine Wiederholung des Börsenjahres 2011, als die Staatsschuldenkrise den DAX nach einem guten Jahresstart noch tief ins Minus drückte? Wir sind überzeugt, dass der DAX 2012 dank der weltweit wieder expansiveren Geldpolitik weniger anfällig gegenüber der weiter köchelnden Staatsschuldenkrise ist als im Vorjahr.

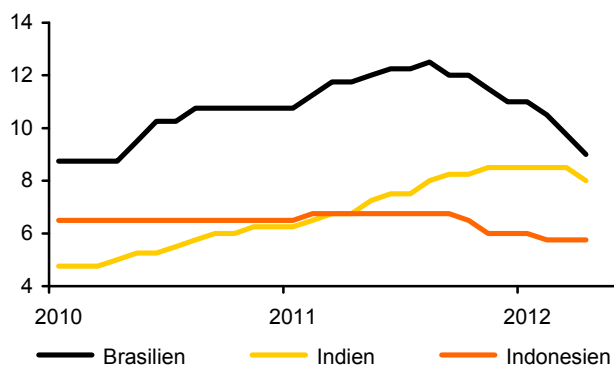
(1) Emerging Markets: 2011 erhöhten die Notenbanken in den Schwellenländern die Leitzinsen und die Mindestreservesätze im Bankensektor deutlich. 2012 wird dagegen gekennzeichnet durch fallende Leitzinsen (Brasilien, Indien) und sinkende Mindestreservesätze (China, Indien) (Grafik 21).

(2) USA: Im ersten Halbjahr 2011 stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen in Richtung 4,0% – steigende Bondrenditen könnten ein wichtiger Grund für die zwischenzeitliche Schwächephase der US-Konjunktur gewesen sein. Im Jahr 2012 stagniert die Bondrendite dagegen im Bereich von 2% (Grafik 22).

(3) Euroraum: Die EZB hatte bis Juli 2011 die Leitzinsen um 50 Basispunkte erhöht, und der Euribor stieg im ersten Halbjahr um 100 Basispunkte. Inzwischen hat die EZB die Leitzinsen zweimal gesenkt, und der Euribor ist um 75 Basispunkte gefallen.

Aufgrund der verbesserten monetären Indikatoren empfehlen wir auf Sicht der kommenden Monate bei einem DAX von 6.600 bis 6.700 Positionen in DAX-Globalisierungsgewinnern aufzustocken. Die global expansivere Geldpolitik dürfte den DAX im Börsenjahr 2012 gegenüber der Staatsschuldenkrise weniger anfällig machen als im Börsenjahr 2011.

GRAFIK 21: Schwellenländer haben Leitzinsen gesenkt  
Leitzinsen in Prozent p.a.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 22: US-Bondrenditen stagnieren  
Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen in Prozent



Quelle: Datastream, Commerzbank Research

## Aktienmärkte: Konjunktur, Gewinne, Bewertung, Sentiment

	Konjunktur	aktuell	-1M	-3M	-1J
(-) Sorgen um Spanien drücken deutsche Bondrenditen	€ 10Y Bondrendite in %	1,64	2,04	1,95	3,31
	\$ 10Y Bondrendite in %	1,98	2,30	2,01	3,40
(+) Fallender Euribor wichtiger Unterschied zum Börsenjahr 2011	€ Inflationserwartungen (Swaps)	2,36	2,40	2,54	2,34
	\$ Inflationserwartungen (Swaps)	2,91	3,03	2,84	3,11
(-) WTI Ölpreis verharrt auf hohem Niveau über 100 US\$	€ Zinsstruktur (10Y/Euribor 3M)	2,22	2,11	1,70	2,45
	\$ Zinsstruktur (10Y/Libor 3M)	4,26	4,30	3,61	12,42
	€/US\$	1,312	1,317	1,297	1,451
(+) Dow Transport Index und DRAM Index relativ stabil	US\$/YEN	81,3	83,5	77,8	82,5
	Oil (WTI) in \$ je Barrel	102,6	107,1	99,7	110,8
	US Dow Transport Index	5.304	5.351	5.282	5.259
(-) iTraxx Crossover springt wieder deutlich Richtung 700	DRAM index	3.180	3.198	3.132	3.680
	Baltic Dry Index	1.006	879	926	1.271
	iTraxx Crossover	675	504	684	373
(+) DAX-Gewinnerwartungen haben sich im vergangenen Quartal stabilisiert	<b>Gewinne in Indexpunkten</b>	<b>aktuell</b>	<b>-1M</b>	<b>-3M</b>	<b>-1J</b>
	DAX EPS 2012/13e	647 / 727	645 / 723	655 / 724	730 / 794
	Gewinnwachstum 2012/13	7% / 12%	7% / 12%	7% / 11%	15% / 9%
(-) Euro Stoxx 50 – Gewinnerwartungen stehen weiter unter Druck	MDAX EPS 2012/13e	889 / 1019	865 / 1006	860 / 988	918 / 1046
	Gewinnwachstum 2012/13	11% / 15%	13% / 16%	16% / 15%	24% / 14%
	Euro Stoxx 50 EPS 2012/13e	255 / 282	257 / 284	269 / 294	325 / 352
	Gewinnwachstum 2012/13	3% / 11%	5% / 11%	6% / 9%	12% / 8%
(+) Stabile S&P 500 Gewinnerwartungen	S&P 500 EPS 2012/13e	105 / 118	104 / 118	105 / 118	111 / 123
	Gewinnwachstum 2012/13	9% / 13%	9% / 13%	9% / 12%	14% / 10%
(+) DAX KGV unter 10, Euro Stoxx 50 KGV unter 9	<b>Bewertung: KGV, Rendite in %</b>	<b>aktuell</b>	<b>-1M</b>	<b>-3M</b>	<b>-1J</b>
	DAX KGV / Dividendenrendite	9,9 / 3,9%	10,6 / 3,6%	9,7 / 4%	10,9 / 3,2%
(+) S&P 500 Dividendenrendite höher als US-Bondrendite	MDAX KGV / Dividendenrendite	11,4 / 2,5%	11,8 / 2,5%	11,3 / 2,7%	13 / 2,4%
	Euro Stoxx 50 KGV / Rendite	8,8 / 6,2%	9,7 / 6%	8,9 / 6,2%	9,7 / 5,3%
	S&P500 KGV / Rendite	12,6 / 2,5%	13 / 2,4%	12,4 / 2,5%	13 / 2,3%
(+) Relativ hohe Put Call Ratios	<b>Sentiment</b>	<b>aktuell</b>	<b>-1M</b>	<b>Mittel 3-M</b>	<b>Mittel 1-J</b>
	Eurex Put Call Ratio (14-Tage)	1,05	1,04	1,11	1,08
(+) Zuletzt mehr AAll Bären als Bullen	CBOE Put Call Ratio (14-Tage)	0,96	0,92	0,93	1,02
	US AAll Anteil Optimisten in %	31,2	42,4	41,9	37,5
(-) VIX weiter unter 20	US AAll Anteil Pessimisten in %	33,8	27,8	27,5	33,0
(+) RSI bewegen sich in den „über-verkauften“ Bereich	VDAX-New	25,1	18,5	23,4	29,1
	VIX	18,6	14,5	17,5	24,1
	DAX RSI (14-Tage)	46,0	69,4	60,3	51,6
	S&P500 RSI (14-Tage)	49,9	71,7	63,8	53,4

Quelle: Bloomberg, Datastream, I/B/E/S, Eurex, CBOE, AAll, CBCM

## Rohstoffmärkte

### Überangebot versus Angebotsrisiken

Carsten Fritsch

+49 136 21006

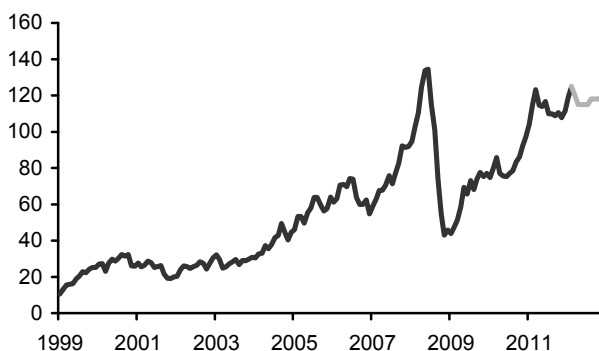
Die Sorgen vor Angebotsausfällen werden wohl noch längere Zeit anhalten und eine Risikoprämie auf den Ölpreis rechtfertigen. Aufgrund des Überangebotes, einer saisonal schwächeren Nachfrage und des Rückzugs spekulativer Finanzanleger könnte sich Öl kurzfristig gleichwohl verbilligen. Zum Jahresende erwarten wir einen Preis von 118 Dollar je Barrel. Der Goldpreis dürfte nach einer Verschnaufpause seinen Aufwärtstrend wieder aufnehmen und bis zum Jahresende auf 1.900 Dollar je Feinunze steigen.

Bislang hat die Iran-Krise noch nicht zu einer Angebotsverknappung geführt. Im Gegenteil, aktuellen Schätzungen der Internationalen Energieagentur (IEA), der OPEC und der US-Energiebehörde EIA zufolge besteht auf dem globalen Ölmarkt derzeit sogar ein tägliches Überangebot von mehr als 1 Mio Barrel. Die IEA spricht in ihrem aktuellen Monatsbericht davon, dass sich der globale Ölmarkt erstmals seit zwei Jahren entspannt. Wir rechnen daher damit, dass der Ölpreis im Frühjahr vorübergehend unter Druck gerät und auf 115 Dollar je Barrel fällt. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Iran-Krise nicht weiter eskaliert. Das Überangebot dürfte dann auf die Preise drücken, zumal sich die Ölnachfrage im zweiten Quartal saisonbedingt abschwächt. Angesichts einer gestiegenen Risikoaversion und des bestehenden Überangebots ziehen sich die Finanzanleger zunehmend aus dem Markt zurück, was den Ölpreis zusätzlich unter Druck setzt. Die stark gesunkenen freien Förderkapazitäten und die anhaltenden Sorgen vor Angebotsausfällen im Zuge der Iran-Krise dürften einem deutlicheren Preisrückgang aber entgegenstehen. Zum Jahresende erwarten wir mit einer anziehenden Nachfrage einen Brentölpreis von 118 Dollar je Barrel.

### Goldpreis im langfristigen Aufwärtstrend

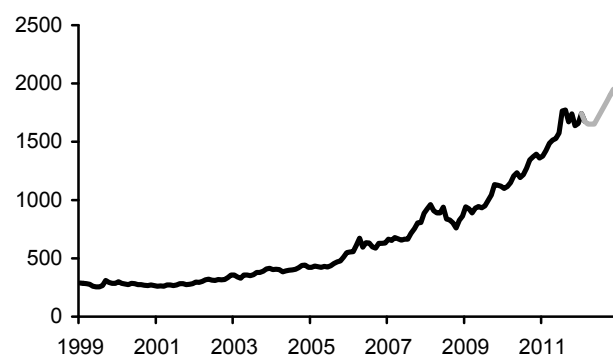
Gold verhält sich weiterhin mehr wie eine risikoreiche Anlageklasse denn wie ein sicherer Hafen. Dies erklärt sich mit dem Verhalten der spekulativen Finanzanleger, welche ihr Engagement zuletzt deutlich reduziert haben. Bis zum Sommer dürfte sich der Goldpreis angesichts einer nur verhaltenen physischen Nachfrage mit Gewinnen schwer tun. In Anbetracht der weiterhin schwelenden Staatsschuldenkrise, als Absicherung gegen Finanzmarktrisiken und zur Diversifikation dürfte Gold dennoch gesucht bleiben. Für eine hohe Investmentnachfrage spricht auch das Umfeld niedriger bzw. negativer Realzinsen, das die Opportunitätskosten der Goldhaltung mindert. Spätestens im zweiten Halbjahr dürfte Gold deshalb seinen langfristigen Aufwärtstrend wieder aufnehmen. Unterstützung gibt auch das anhaltende Kaufinteresse des offiziellen Sektors. Bis zum Jahresende dürfte der Goldpreis wieder auf 1.900 Dollar je Feinunze klettern.

GRAFIK 23: Ölpreis vorübergehend schwächer erwartet  
Brent Blend, in Dollar je Barrel, ab Mai 2012 Prognose



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

GRAFIK 24: Goldpreis steigt im Jahresverlauf wieder an  
Dollar je Feinunze, ab Mai 2012 Prognose



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

## Wachstum und Inflation

TABELLE 11

	Bruttoinlandsprodukt in konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent			Verbraucherpreise Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent		
	2011	Prognosen		2011	Prognosen	
		2012	2013		2012	2013
Euroraum	1,5	-0,4	0,8	2,7	2,3	1,7
Deutschland	3,0	0,5	1,3	2,3	2,2	1,9
Frankreich	1,7	0,0	1,0	2,1	2,3	1,8
Italien	0,5	-1,2	0,3	2,7	2,5	1,7
Spanien	0,7	-1,0	-0,3	3,2	2,0	1,3
Niederlande	1,3	-0,5	0,8	2,3	1,8	1,5
Belgien	2,0	-0,2	0,8	3,5	2,3	1,8
Österreich	2,9	0,1	1,0	1,7	1,9	1,7
Griechenland	-6,8	-3,4	0,8	3,3	1,5	1,0
Finnland	2,7	0,4	1,8	3,3	2,8	1,7
Portugal	-1,6	-3,5	0,0	3,7	2,5	2,0
Irland	0,8	0,2	2,2	1,2	1,4	1,4
Slowakei	3,3	0,6	2,9	3,7	2,5	2,0
Großbritannien	0,7	0,7	1,5	4,5	3,0	1,9
Schweden	4,0	0,6	2,0	3,0	1,3	1,8
Dänemark	1,0	0,3	1,0	2,8	2,5	2,0
Schweiz	1,9	0,9	1,2	0,2	0,1	1,1
Norwegen	1,7	2,0	2,3	1,3	1,0	1,8
Polen	4,3	3,2	3,8	4,3	3,7	3,0
Ungarn	1,7	0,5	2,0	3,9	5,1	4,0
Tschechien	1,7	-0,1	2,1	1,9	2,0	1,7
Russland	4,0	3,5	3,7	8,5	6,2	6,0
USA	1,7	2,0	2,5	3,1	2,0	2,0
Kanada	2,5	2,3	2,5	2,9	2,0	2,0
Japan	-0,7	1,9	1,8	-0,3	0,0	0,2
Australien	2,0	3,0	3,3	3,4	2,5	2,6
Neuseeland	1,4	2,6	3,0	4,0	2,3	3,0
China	9,2	7,5	7,5	5,5	4,8	5,0
Indien	6,9	7,4	7,9	9,5	8,3	8,0
Brasilien	2,7	3,3	4,3	6,6	5,2	5,6
Südafrika	3,2	3,2	4,0	5,0	4,8	5,5
Welt	3,9	3,3	3,8			

Quelle: Global Insight, Commerzbank Research

# Zinsen

 TABELLE 12: in Prozent p.a. <sup>1)</sup>

Land		23.04.12	Prognosehorizont				
			Jun 12	Sep 12	Dez 12	Mrz 13	Jun 13
<b>Euroraum</b>	10 Jahre <sup>2)</sup>	1,66	1,90	2,10	2,20	2,00	2,10
	3 Monate	0,73	0,65	0,65	0,70	0,75	0,80
	Refinanzierungssatz	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Großbritannien</b>	10 Jahre	2,12	2,30	2,60	2,70	2,65	2,85
	3 Monate	1,01	1,00	1,00	0,95	0,95	0,90
	Repo-Satz	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>Schweden</b>	10 Jahre	1,74	1,80	2,10	2,10	2,00	2,15
	3 Monate	2,18	2,10	2,10	2,15	2,35	2,40
	Repo-Satz	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50
<b>Schweiz</b>	10 Jahre	0,73	0,65	0,90	1,10	1,00	1,20
	3 Monate	0,11	0,12	0,13	0,15	0,25	0,30
	Zielsatz für 3-Mon.-LIBOR	0,13	0,13	0,13	0,13	0,25	0,25
<b>USA</b>	10 Jahre	1,91	2,30	2,60	2,70	2,70	2,90
	3 Monate (T-Bills)	0,07	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
	3 Monate Eurodollar	0,47	0,45	0,45	0,50	0,50	0,50
	Fed Funds Rate	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Kanada</b>	10 Jahre	2,01	2,20	2,50	2,70	2,80	3,05
	3 Monate	1,30	1,30	1,30	1,50	1,80	2,00
	Zielrate für Tagesgeldsatz	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50
<b>Japan</b>	10 Jahre	0,92	1,00	1,05	1,05	0,95	1,00
	3 Monate	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
	Zielrate für Tagesgeldsatz	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Australien</b>	10 Jahre	3,76	4,10	4,50	4,60	4,70	4,90
	3 Monate	4,16	4,50	4,55	4,60	4,80	5,00
	Zielrate für Tagesgeldsatz	4,25	4,00	4,00	4,00	4,25	4,50
<b>Polen</b>	10 Jahre	5,48	5,55	5,80	5,80	5,80	5,90
	3 Monate	4,84	4,85	4,85	4,85	5,00	5,25
	Interventionsrate (7 Tage)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75
<b>Ungarn</b>	10 Jahre	8,83	8,75	8,50	8,50	8,50	8,50
	3 Monate	7,25	7,25	7,20	7,20	7,00	7,00
	14-Tage Einlagesatz	7,00	7,00	7,00	7,00	6,50	6,50
<b>Tschechien</b>	10 Jahre	3,49	3,50	3,50	3,50	3,75	3,80
	3 Monate	1,25	1,22	1,20	1,20	1,20	1,22
	Repo-Satz (2 Wochen)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
<b>Südafrika</b>	10 Jahre	7,67	7,75	7,75	7,75	8,00	8,00
	3 Monate	5,60	5,60	5,60	5,60	5,70	5,70
	Repo-Satz	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50

Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research; 1) Rendite 10-jährige Staatsanleihen, Dreimonatsgeld; 2) Deutsche Bundesanleihen



# Wechselkurse

TABELLE 13

Währung		23.04.12	Prognosehorizont				
			Jun 12	Sep 12	Dez 12	Mrz 13	Jun 13
<b>Dollar</b>	USD je EUR	1,31	1,32	1,30	1,29	1,25	1,23
<b>Japanischer Yen</b>	JPY je EUR	106	112	108	106	100	102
	JPY je USD	81	85	83	82	80	83
<b>Britisches Pfund</b>	GBP je EUR	0,82	0,82	0,81	0,81	0,80	0,79
	USD je GBP	1,61	1,61	1,60	1,59	1,56	1,56
<b>Schweizer Franken</b>	CHF je EUR	1,20	1,21	1,21	1,21	1,23	1,25
	CHF je USD	0,92	0,92	0,93	0,94	0,98	1,02
<b>Schwedische Krone</b>	SEK je EUR	8,85	8,85	8,83	8,90	8,95	8,85
	SEK je USD	6,74	6,70	6,79	6,90	7,16	7,20
<b>Norwegische Krone</b>	NOK je EUR	7,55	7,50	7,52	7,55	7,60	7,50
	NOK je USD	5,75	5,68	5,78	5,85	6,08	6,10
<b>Kanadischer Dollar</b>	CAD je EUR	1,31	1,31	1,30	1,30	1,29	1,24
	CAD je USD	1,00	0,99	1,00	1,01	1,03	1,01
<b>Australischer Dollar</b>	AUD je EUR	1,28	1,28	1,25	1,25	1,25	1,19
	USD je AUD	1,03	1,03	1,04	1,03	1,00	1,03
<b>Neuseeländischer Dollar</b>	NZD je EUR	1,62	1,59	1,59	1,57	1,56	1,48
	USD je NZD	0,81	0,83	0,82	0,82	0,80	0,83
<b>Polnischer Zloty</b>	PLN je EUR	4,20	4,15	4,15	4,18	4,22	4,15
	PLN je USD	3,20	3,14	3,19	3,24	3,38	3,37
<b>Ungarischer Forint</b>	HUF je EUR	299	285	285	290	299	295
	HUF je USD	228	216	219	225	239	240
<b>Tschechische Krone</b>	CZK je EUR	25,06	24,50	24,50	24,80	25,40	24,90
	CZK je USD	19,09	18,56	18,85	19,22	20,32	20,24
<b>Rumänischer Leu</b>	RON je EUR	4,38	4,36	4,36	4,36	4,38	4,34
	RON je USD	3,34	3,30	3,35	3,38	3,50	3,53
<b>Russischer Rubel</b>	RUB je EUR	38,77	38,08	38,37	39,71	38,54	37,12
	RUB je USD	29,53	28,85	29,52	30,78	30,83	30,18
<b>Ukrainische Hryvnia</b>	UAH je EUR	10,54	10,56	10,40	10,32	10,00	9,84
	UAH je USD	8,03	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
<b>Türkische Lira</b>	TRY je EUR	2,36	2,35	2,32	2,33	2,30	2,22
	TRY je USD	1,79	1,78	1,78	1,81	1,84	1,80
<b>Südafrikanischer Rand</b>	ZAR je EUR	10,33	10,23	10,27	10,38	10,13	9,72
	ZAR je USD	7,87	7,75	7,90	8,05	8,10	7,90
<b>Chinesischer Renminbi</b>	CNY je EUR	8,30	8,16	7,94	7,80	7,50	7,32
	CNY je USD	6,31	6,18	6,11	6,05	6,00	5,95

Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

**Research-Kontakte** (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

**Chefvolkswirt**  
 Dr. Jörg Krämer  
 +49 69 136 23650

**Economic Research**

Dr. Jörg Krämer (Leiter)  
 +49 69 136 23650  
 Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter, Deutschland)  
 +49 69 136 22322  
 Elisabeth Andreae (Skandinavien, Kanada)  
 +49 69 136 24052  
 Dr. Christoph Balz (USA, Fed)  
 +49 69 136 24889  
 Peter Dixon (UK, BoE)  
 +44 20 7475 1808  
 Dr. Anthony Karydakakis (USA), New York  
 +1 212 895 1993  
 Jutta Kayser-Tilosen (Eurozone)  
 +49 69 136 28656  
 Dr. Ulrike Rondorf (Deutschland, Schweiz)  
 +49 69 136 45814  
 Dr. Michael Schubert (EZB)  
 +49 69 136 23700  
 Eckart Tuchtfeld (Politik Deutschland)  
 +49 69 136 23888  
 Dr. Marco Wagner (Japan)  
 +49 69 136 84335  
 Bernd Weidensteiner (USA, Fed)  
 +49 69 136 24527  
 Christoph Weil (Eurozone)  
 +49 69 136 24041

**Aktienstrategie**

Christoph Dolleschal  
 (stv. Leiter Research)  
 +49 69 136 21255  
 Gunnar Hamann  
 +49 69 136 29440  
 Andreas Hürkamp  
 +49 69 136 45925  
 Markus Wallner  
 +49 69 136 21747

**Emerging Markets Research Rentenstrategie**

Dr. Michael Ganske (Leiter)  
 +44 20 7475 1662  
 Apostolos Bantis (EM Credits)  
 +44 20 7475 4798  
 Ashley Davies (EM Asien)  
 +65 6311 0166  
 Tatha Ghose (Zentraleuropa, Türkei,  
 Israel, Südafrika)  
 +44 20 7475 8399  
 Charlie Lay (EM Asien)  
 +65 6311 0111  
 Melanie Fischinger (LatAm)  
 +49 69 136 44042  
 Barbara Nestor (CIS, Baltikum,  
 Südeuropa)  
 +44 20 7475 1690  
 Marina Vlasenko (EM Credits)  
 +44 20 7475 9783

**Devisenstrategie**

Ulrich Leuchtmann (Leiter, Dollar)  
 +49 69 136 23393  
 Alexandra Bechtel (FX Compass)  
 +49 69 13641250  
 Ashley Davies (Asien)  
 +65 6311 0166  
 Lutz Karpowitz (Yen)  
 +49 69 136 42152  
 Peter Kinsella (Pfund)  
 +44 20 7475 3959  
 You-Na Park (Franken, LatAm)  
 +49 69 136 42155  
 Antje Praefcke (Dollar-Block,  
 Skandinavien)  
 +49 69 136 43834  
 Dr. Michael Schubert (Quant)  
 +49 69 136 23700

Christoph Rieger (Leiter)  
 +49 69 136 87664

Marcel Bross  
 +49 69 136 87623

Rainer Guntermann  
 +49 69 136 87506

Peggy Jäger  
 +49 69 136 87508

Markus Koch  
 +49 69 136 87685

David Schnautz  
 +44 20 7475 3229

Benjamin Schröder  
 +49 69 136 87622

Ted Packmohr (Leiter Cov. Bonds)  
 +49 69 136 87571

Annegret Hasler (Cov. Bonds)  
 +49 69 136 87572

**Commodity Research**

Eugen Weinberg (Leiter)  
 +49 69 136 43417

Daniel Briesemann (Edel- und  
 Industriemetalle)

+49 69 136 29158

Carsten Fritsch (Energie,  
 Agrarrohstoffe)

+49 69 136 21006

Dr. Michaela Kuhl (Agrarrohstoffe)  
 +49 69 136 29363

Barbara Lambrecht (Industriemetalle)  
 +49 69 136 22295

**Weitere Publikationen:****Economic Research:**

Woche im Fokus (wöchentliche Flaggschiffpublikation)  
 Economics aktuell (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)  
 Economic Insight (umfassende Analyse ausgewählter Themen)

**Commodity Research:**

TagesInfo Rohstoffe, Rohstoffe kompakt (wöchentliche Analyse zu Energie-, Metall- und Agrarmärkten)

**Interest Rate Strategy:**

Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)  
 European Sunrise (täglicher Marktkommentar für die europäischen Rentenmärkte)  
 Pfandbrief Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)

**FX Strategy:**

Tagesinfo Devisen, Währungsausblick, Hot Spots (tiefergehende Analyse von Themen am Devisenmarkt)

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind der Bereich Corporates & Markets der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Corporates & Markets ist der Investmentbereich der Commerzbank, in dem die Research-, Anleihe-, Aktien-, Zinsprodukt- und Devisenaktivitäten zusammengefasst sind.

Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Wertpapieren beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den positiven Anlageertrag einer in diesem Dokument beschriebenen Einschätzung kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Dokument genannte Prognosen aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugänglichen Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

**Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:**

**Deutschland:** Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

**Großbritannien:** Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Services Authority (FSA). Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die FSA erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

**USA:** Die Commerz Markets LLC, („Commerz Markets“), eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG und in den USA registrierter Broker-Dealer, hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Zur Verteilung in den USA ist dieses Dokument ausschließlich nur an „US Institutional Investors“ und „Major US Institutional Investors“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC.

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 des SFA entgegengenommen werden.

**Hongkong:** Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

**Japan:** Commerzbank AG, Tokyo Branch ist für die Verteilung von Research verantwortlich. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch unterliegt der Aufsicht der japanischen Financial Services Agency (FSA).

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

© Commerzbank 2012. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.14

**Commerzbank Corporates & Markets**

<b>Frankfurt</b> Commerzbank AG DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt Tel: + 49 69 136 21200	<b>London</b> Commerzbank AG London Branch PO BOX 52715 30 Gresham Street London, EC2P 2XY Tel: + 44 207 623 8000	<b>New York Branch</b> Commerzbank AG 2 World Financial Center, 31st floor New York, NY 10281 Tel: + 1 212 703 4000	<b>Singapore Branch</b> Commerzbank AG 8, Shenton Way, #42-01 Singapore 068811 Tel: +65 63110000	<b>Hong Kong Branch</b> Commerzbank AG 29/F, Two IFC 8 Finance Street Central Hong Kong Tel: +852 3988 0988
--	---	---	--	---