



## Hängepartie

REDAKTION  
Dr. Stefan Mitropoulos  
Tel.: 0 69/91 32-46 19  
research@helaba.de

HERAUSGEBER  
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

<b>1 Die Woche im Überblick.....</b>	<b>1</b>
1.1 Chart der Woche .....	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente .....	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 24 mit Prognosen .....	3
<b>2 Im Fokus.....</b>	<b>4</b>
2.1 Devisen: Erfolgleses Aufbäumen der Dollar-Hausse .....	4
2.2 Deutschland: Aufschwung ohne Industrie? .....	5
<b>3 Charttechnik .....</b>	<b>6</b>
<b>4 Prognosetabelle .....</b>	<b>7</b>

## 1 Die Woche im Überblick

### 1.1 Chart der Woche

#### Unsicherheit in Bezug auf Griechenland belastet die Peripherie

Renditedifferenz gegenüber 10-jährigen Bundesanleihen, %-Punkte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Langsam aber sicher läuft der griechischen Regierung die Zeit davon. Während sich der 10-jährige griechische Renditespread von der sich in den vergangenen Wochen erneut zuspitzenden Lage so gut wie unbeeindruckt zeigte und mit rund 1.000 Basispunkten etwa auf dem Niveau von Anfang Mai verharret, macht sich die Unsicherheit in Bezug auf Griechenland mehr und mehr in den übrigen Peripheriestaaten bemerkbar. Die Risikoprämien italienischer, spanischer und nicht zuletzt portugiesischer Staatstitel verzeichneten in den letzten drei Wochen spürbare Anstiege. Der Spread zwischen 10-jährigen portugiesischen Papieren und Bundesanleihen gleicher Laufzeit weitete sich in der Spitze um mehr als 50 auf über 200 Bp. aus und auch in Spanien und Italien gab es mit rund 30 Bp. nennenswerte Zuwächse. Insofern scheint die von Griechenland ausgehende Unsicherheit für die übrige Peripherie der Eurozone durchaus virulent zu sein, wenngleich die Angst vor einer Ansteckung viel geringer ist, als zum Höhepunkt der europäischen Staatsschuldenkrise im Sommer 2012.

## 1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Griechenland schlägt den Aktienanlegern auf die Stimmung, der DAX verlor knapp 3 %. Bis Ende Juni muss Griechenland 1,6 Mrd. € an den IWF zurückzahlen, das Land hat den Währungsfonds um Bündelung der zuvor geplanten vier Teilzahlungen gebeten. Diese Summe kann ohne Hilfspakete nicht zusammengekratzt werden. Spätestens am 20. Juli – wenn 3 ½ Mrd. € zur Rückzahlung von der EZB gehaltenen Staatsanleihen anstehen – ist wohl wirklich „over“. Was darunter zu verstehen ist, bleibt ungewiss. Zwar hat sich jüngst eine politische Annäherung zwischen Athen und seinen Kreditgebern ergeben. Die ökonomischen Positionen beider Lager bleiben aber unvereinbar. Für die offene Tranche von 7,2 Mrd. € des laufenden Hilfspaketes muss Ministerpräsident Tsipras Reformzusagen machen, die er kaum akzeptieren kann. Umgekehrt müssten einer Reformaufweichung alle Finanzminister der 18 übrigen Eurostaaten zustimmen. Der IWF hat signalisiert, sich nicht an zusätzlichen Risiken beteiligen zu wollen, so dass ggf. neue Schuldenschnitte ausschließlich von den Ländern der EWU zu tragen wären.

Die Hängepartie um Griechenland könnte noch einige Monate andauern. Allein der politische Wille, den Euroraum in seiner jetzigen Form zu erhalten, lässt die Verhandlungen weitergehen. Spätestens im Herbst müsste die EU – dann wohl ohne IWF – über ein drittes Hilfspaket befinden. Ob dies mit der aktuellen griechischen Regierung möglich ist, bleibt offen, wie vieles andere auch. Immerhin bedroht dies nicht mehr den Währungsraum als Ganzes (S. 1). Einmal mehr belegen dies der Euro (S. 4) und die Rentenmärkte. Der Euro-Dollar-Kurs schaffte den Sprung über 1,12, Bundesanleihen verbuchten einen kräftigen Zinsanstieg. Dazu beigetragen haben die jüngsten Inflationsdaten im Euroraum. Safe-haven-Zuflüsse sehen anders aus. Warum aber haben Aktienanleger so viel Angst vor Griechenland? Vermutlich ist dies mehr ein Auslöser, denn die Ursache. Aktien sind der konjunkturellen Entwicklung weit vorausgeeilt. Bis zuletzt waren Anleger uneins, ob eine robuste Konjunktur die Unternehmensgewinne befeuert oder ob die nahende Zinswende der Fed diese belastet. Die US-Konjunktur wird anziehen und die Fed die Zinswende einleiten. Doch werden die Unternehmensgewinne nicht so stark steigen können, um weitere Kursrekorde zu rechtfertigen. Die Daten zur deutschen Industrieproduktion (S. 5) deuten dies an. Wohl auch deshalb hat der IWF angeregt, die US-Zinswende auf 2016 zu verschieben. Doch das wäre die falsche Antwort auf eine Finanzkrise, die durch eine zu expansive Geldpolitik ausgelöst worden ist.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller			
	31.12.2014	28.05.2015	Stand*	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
	(in %)		Index			
DAX	15,7	-2,9	11.341	10.300	10.300	10.500
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	-9	0	-0,01	0,00	0,00	0,00
3M USD Libor	2	0	0,28	0,40	0,90	1,20
10 jähr. Bundesanleihen	30	31	0,84	0,30	0,50	0,50
10 jähr. Swapsatz	31	24	1,13	0,70	0,85	0,85
10 jähr. US-Treasuries	14	17	2,31	2,20	2,60	2,60
	(jew eils gg. Euro, %)		(jew eils gg. Euro)			
US-Dollar	7,2	-3,2	1,13	1,10	1,15	1,20
Japanischer Yen	3,1	-3,7	141	134	136	138
Britisches Pfund	5,8	-2,7	0,73	0,75	0,76	0,77
Schweizer Franken	14,2	-2,0	1,05	1,10	1,10	1,10
	(in %)					
Brentöl \$/B	8,2	-0,9	62	68	72	75
Gold \$/U	-0,7	-1,0	1.177	1.200	1.200	1.250

\*Schlusskurse vom 04.06.2015

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 1.3 Finanzmarktkalender KW 24 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
<b>Montag, 08.06.2015</b>						
08:00	DE	Apr	Industrieproduktion			
			% m/m, s.a.	<b>0,7</b>	0,5	-0,5
			% y/y, s.a.	<b>1,1</b>	k.A.	-0,1
08:00	DE	Apr	Handels-/Leistungsbilanz, Mrd. €, n.s.a.	<b>19,0 / 21,0</b>	19,2 / 20,3	24,4 / 27,9
<b>Dienstag, 09.06.2015</b>						
<b>Mittwoch, 10.06.2015</b>						
<b>Donnerstag, 11.06.2015</b>						
14:30	US	Mai	Einzelhandelsumsätze, % m/m	<b>1,4</b>	0,9	0,0
14:30	US	Mai	Einzelhandelsumsätze ohne Pkw s, % m/m	<b>1,0</b>	0,7	0,1
14:30	US	6. Juni	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	<b>275</b>	k.A.	276
16:00	US	Apr	Lageraufbau; % m/m	<b>0,1</b>	0,1	0,1
<b>Freitag, 12.06.2015</b>						
11:00	EZ	Apr	Industrieproduktion			
			% m/m, s.a.	<b>0,4</b>	0,4	-0,3
			% y/y, s.a.	<b>1,1</b>	k.A.	1,8
14:30	US	Mai	PPI Erzeugerpreise, % m/m	<b>0,4</b>	0,4	-0,4
14:30	US	Mai	PPI ohne Energie und Nahrungsmittel, % m/m	<b>0,1</b>	0,1	-0,2
16:00	US	Juni	Verbrauchervertrauen (UoM); vorl. Index	<b>92,0</b>	91,4	90,7

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2 Im Fokus

Christian Apelt, CFA  
Tel.: 0 69/91 32-47 26

### 2.1 Devisen: Erfolgleses Aufbäumen der Dollar-Hausse

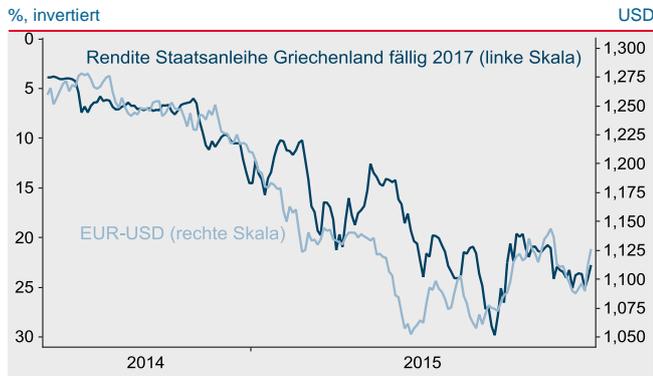
Der Euro-Dollar-Kurs notiert trotz eines Rückschlags klar über den Jahrestiefs. Ungeachtet kurzfristiger Schwankungen spricht mehr für eine weitere Erholung des Euro denn für eine neue Dollar-Stärke.

Die Dollar-Bullen witterten schon wieder Morgenluft, als der Euro-Dollar-Kurs von fast 1,15 bis auf 1,08 fiel. Mittlerweile kostet ein Euro jedoch wieder mehr als 1,12 US-Dollar. Neue Hoffnungen auf einen Kompromiss Griechenlands mit seinen Geldgebern stützten wohl den Euro. In den letzten Wochen war jedoch nicht unbedingt eine klare Reaktion des Euro-Kurses auf das Hin und Her bei diesen Verhandlungen zu erkennen. Während in der kürzeren Frist eine Einigung mit Griechenland voraussichtlich den Euro stärken und umgekehrt ein Zahlungsausfall ihn schwächen würde, könnte der Markt auf mittlere und längere Sicht anders reagieren. Ohnehin sprechen die Wettquoten gegen einen griechischen Euro-Austritt 2015, die Dollar-Bullen sollten sich darauf nicht verlassen.

US-Konjunktur belebt sich wieder

Ein anderer Träger der Dollar-Hausse sind die Erwartungen auf eine US-Zinswende. Das Bruttoinlandsprodukt in den USA ist im ersten Quartal nach einer Revision sogar geschrumpft. Dies schlägt auch auf Gesamtjahr durch, so dass wir für 2015 nur noch mit einem BIP-Zuwachs von 2,4 % statt zuvor 2,7 % rechnen. Allerdings sollte sich die konjunkturelle Dynamik im laufenden Quartal erheblich verbessern. Jüngste Daten zur Handelsbilanz und zu den Autoverkäufen stützen diese These. Die Renditen für zweijährige Treasuries sind in den letzten Wochen daher wieder angezogen. Die Zinswende rückt langsam näher. Allerdings hält sich die Federal Reserve mit dem Zeitpunkt bedeckt. Vermutlich wird sie im dritten Quartal erstmals seit 2006 ihren Leitzins anheben. Voraussetzung hierfür bleibt, dass sich das US-Wachstum tatsächlich merklich beschleunigt.

#### Griechenland-Sorgen belasten den Euro zeitweise



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Vergleichsweise geringer Zinsvorsprung des Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Negatives Chance-Risiko-Verhältnis für den US-Dollar

Höhere US-Zinsen geben dem Greenback prinzipiell einen Schub. Neben dem EZB-Kaufprogramm haben seit gut einem Jahr vor allem die US-Zinserwartungen den Euro-Dollar-Kurs von knapp 1,40 gedrückt. Die US-Zinswende wurde schon in erheblichem Maße vorweggenommen. Im historischen Vergleich wirkt aber der Zinsvorsprung der US-Währung eher mager und rechtfertigt kaum diesen niedrigen Wechselkurs. Auch der Wachstumsvorsprung der USA wird geringer, denn die Konjunktur in der Eurozone verbessert sich tendenziell. Dies musste sogar EZB-Chef Draghi eingestehen, selbst wenn das Kaufprogramm wie geplant durchgezogen wird. Angesichts höherer Inflationsraten finden Deflationssorgen immer weniger Nahrung. Die griechische Frage sowie positivere US-Konjunkturdaten könnten dem US-Dollar zwar noch etwas Schwung geben. Dessen teure Bewertung spricht aber gegen einen weiteren Höhenflug, so dass sich das Chance-Risiko-Profil für die Dollar-Bullen eintrübt. Die Spekulanten reduzierten ihre Wetten auf einen fallenden Euro bereits, mit einem weiteren Abbau ist zu rechnen. Die Erholung des Euro-Dollar-Kurses wird sich mittelfristig fortsetzen und könnte bis auf 1,20 verlaufen.

Dr. Stefan Mütze  
Tel.: 0 69/91 32-38 50

## 2.2 Deutschland: Aufschwung ohne Industrie?

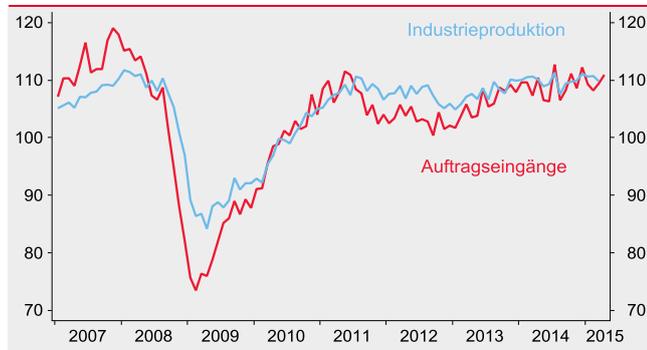
Der deutsche Aufschwung wird von der Binnennachfrage getragen. Untypischerweise gehen kaum Impulse von der Industrie aus.

Automobilindustrie weiterhin auf der Sonnenseite

Betrachtet man die deutsche Konjunktur, reibt man sich verwundert die Augen. Das „deutsche Modell“ scheint es nicht mehr zu geben. Der Konsum läuft gut, ebenso die Bautätigkeit. Der Außenhandel lieferte zumindest im ersten Quartal einen negativen Beitrag zum Wachstum. Und die deutsche Industrie, die immer den deutschen Aufschwung anführte – sie stagniert. So hat die Produktion des produzierenden Gewerbes im ersten Quartal gerademal um 0,2 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresniveau zugelegt. Immerhin lässt der starke Anstieg der Auftragseingänge im April einen erfreulichen Quartalsstart für die Industrieproduktion erwarten. Von der momentanen Wachstumsschwäche sind nahezu alle wichtigen Branchen betroffen. Eine Ausnahme ist die Elektroindustrie, die von der hohen Dynamik der Sparte Datenverarbeitung einschließlich der elektronischen und optischen Industrie profitiert. Allerdings stagniert das Kerngeschäft der Branche, die sog. elektrischen Ausrüstungen. Hoffnung kommt für das Chemiegeschäft auf. Mittlerweile steigen die Erzeugerpreise wieder, so dass eine allmähliche Lageraufstockung durch die industriellen Verbraucher zu erwarten ist. Im Gegensatz hierzu hält der Preisdruck in der Stahlbranche bis zuletzt an. Ein nennenswerter konjunktureller Aufschwung ist hier nicht feststellbar. Auch die Maschinenbaukonjunktur hat bislang noch keine Fahrt aufgenommen. Die Auftragseingänge signalisieren ein Auf und Ab. Weiterhin zeigt die weltweite Investitionskonjunktur nur wenig Zugkraft. Hoffnungsfroher lässt sich die Lage der wichtigen deutschen Automobilindustrie beurteilen. Zwar war die Produktion im ersten Quartal auch hier schwach, doch die Auftragslage ist aufwärts gerichtet und die Neuzulassungen in Westeuropa (bis April: 8,3 % gg. Vj.), den USA (5,4 %) und China (9,9 %) steigen dynamisch. Für den weiteren Jahresverlauf kann deswegen mit einem deutlichen Produktionsplus gerechnet werden. Der schwache Euro dürfte sich auch hier positiv bemerkbar machen.

### Wann geht es los?

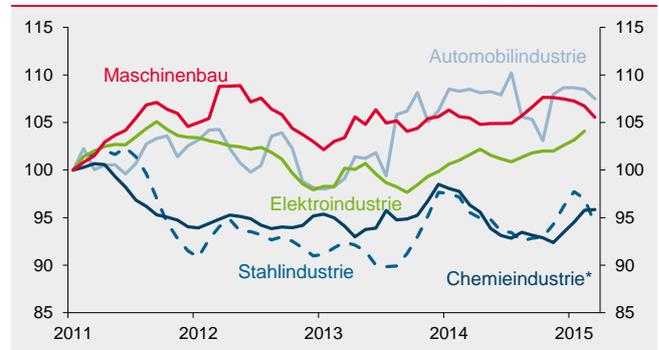
Index: 2010 = 100, real



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Hauptbranchen: Keine große Dynamik

Industrieproduktion, Index: Januar 2011 = 100, saisonbereinigt, geglättet



Quellen: Feri, Helaba Volkswirtschaft/Research

Vor allem konjunkturelle Gründe bremsen Industrie

Was sind die Gründe für die insgesamt zögerliche Produktionsentwicklung? Bislang haben geopolitische Verwerfungen, Schwellenländerkrisen und die schwache Entwicklung in der Eurozone gebremst. Allerdings sind die Ausrüstungsinvestitionen in wichtigen Ländern des Währungsverbundes zuletzt angestiegen und die Konjunktur bessert sich zusehends. In Deutschland selbst nimmt die Kapazitätsauslastung der Industrie moderat zu. Dies lässt Erweiterungsinvestitionen notwendiger werden. Der Druck auf die Erträge der Unternehmen hingegen hält noch an. Immerhin scheinen die industriellen Erzeugerpreise eine Trendwende vollzogen zu haben. Zu einem Problem wird allerdings die Diskrepanz zwischen den um rund 3 % zunehmenden Tarifföhnen und einer seit 2011 kaum mehr steigenden Produktivität. Dies erhöht die Lohnstückkosten und zehrt an der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie. Hinzu kommen Belastungen vom Arbeitsmarkt und in der Rentenpolitik. Beides schränkt die Flexibilität der Unternehmen ein. So dürfte die Industriebelegung nur allmählich in Gang kommen. 2015 sollte die Produktion inklusive Bau mit 1,7 % nur in der Größenordnung des Bruttoinlandsprodukts zunehmen.

### 3 Charttechnik

#### Bund-Future: Unter Druck



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	152,64	154,48	155,44
Unterstützungen:	149,60	147,63	145,80

Obwohl die Anzeichen für eine dauerhafte Stabilisierung gegeben waren kam der Future in der laufenden Woche erheblich unter Druck und so hat sich das technische Bild massiv eingetrübt. Auf Wochenbasis stehen MACD und DMI ohnehin im Verkauf. Weitere Rückschläge können daher nicht ausgeschlossen werden. Das 61,8 %-Retracement des Anstiegs seit September 2014 liegt bei 145,80. Haltemarken auf dem Weg dorthin finden sich am Wochentief (149,60) und bei 147,63. Widerstände liegen bei 152,64, 154,48 und 155,36/44.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

#### Euro: Aufgehelltes Bild



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,1380	1,1469	1,1534
Unterstützungen:	1,1051	1,0887	1,0819

Der Euro hat sich befestigt und im Hoch bei 1,1380 notiert. Angesichts dessen stehen die Indikatoren im Tageschart im Kauf und die Gefahr eines Abrutschens in Richtung 1,05 scheint zunächst gebannt. Im Wochenchart richtet sich der MACD zudem oberhalb seiner Signallinie gen Norden, der DMI ist jedoch noch im Verkaufsmodus. Der sinkende ADX weist aber darauf hin, dass der Abwärtstrend an Kraft verliert. Insofern stehen die Chancen auf eine anhaltend freundliche Tendenz gut und das zyklische Hoch bei 1,1469 könnte ins Visier geraten.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

#### DAX: Neues Tief?



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	11.515	11.768	11.852
Unterstützungen:	11.168	10.849	10.594

Der deutsche Leitindex richtet sich gen Süden und das Mai-Tief bei 11.168 Zählern ist in Reichweite. MACD und DMI stehen auf Verkauf und auch im Wochenchart trübt sich das Bild ein. Der ADX sinkt und +DMI und -DMI nähern sich einander an. Sollte die Marke 11.168 nicht halten, dürfte sich die Korrektur bis zum 38,2 %-Retracement des Anstiegs seit September bei 10.849 ausdehnen. Darunter ist die Marke 10.594 zu nennen. Widerstände lokalisieren wir bei 11.515, 11.768 sowie am adaptiven gleitenden Durchschnitt (11.852).

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

Die Ausführungen auf dieser Seite basieren ausschließlich auf einer charttechnischen Analyse. Unsere fundamentalen Analysen gehen in diese Betrachtung nicht ein.

## 4 Prognosetabelle

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2013	2014	2015p	2016p	2013	2014	2015p	2016p
Euroland	-0,4	0,9	1,4	1,4	1,4	0,4	0,2	1,4
Deutschland*	0,2	1,6	1,6	1,6	1,5	0,9	0,5	1,6
Frankreich	0,7	0,2	1,0	1,2	1,0	0,6	0,2	1,4
Italien	-1,7	-0,4	0,6	1,0	1,3	0,2	0,2	1,2
Spanien	-1,2	1,4	2,5	2,0	1,5	-0,2	-0,4	1,4
Niederlande	-0,7	0,8	1,6	1,7	2,6	0,3	0,3	1,0
Österreich	0,2	0,3	0,5	1,3	2,0	1,7	0,9	1,5
Griechenland	-3,9	0,8	0,5	1,5	-0,9	-1,4	-1,0	1,0
Portugal	-1,6	0,9	1,0	1,5	0,4	-0,2	0,1	1,0
Irland	0,2	4,8	3,5	3,5	0,5	0,3	0,2	1,7
Großbritannien	1,7	2,8	2,1	1,8	2,6	1,5	1,0	2,4
Schw eiz	1,9	2,0	0,8	1,2	-0,2	-0,1	-1,2	0,2
Schw eden	1,3	2,3	2,5	2,6	0,0	-0,2	0,3	1,5
Norw egen	0,7	2,2	1,0	1,6	2,1	2,0	2,3	2,2
Polen	1,7	3,4	3,3	3,3	0,9	0,0	-0,3	1,8
Ungarn	1,5	3,6	3,0	2,6	1,7	-0,2	0,2	2,0
Tschechien	-0,7	2,0	3,5	2,8	1,4	0,4	0,4	1,8
Russland	1,3	0,5	-3,0	1,5	6,8	7,8	11,0	6,0
USA	2,2	2,4	2,4	2,7	1,5	1,6	0,7	2,7
Japan	1,6	-0,1	1,0	1,5	0,4	2,7	0,8	1,0
Asien ohne Japan	5,7	5,7	5,3	5,2	4,5	3,7	3,3	3,7
China	7,7	7,4	6,7	6,5	2,6	2,1	1,5	3,0
Indien	6,9	6,8	6,9	6,5	10,1	7,2	6,0	6,0
Lateinamerika	2,6	1,3	1,3	2,0	8,1	10,6	9,5	8,0
Brasilien	2,7	0,2	-0,5	1,0	6,2	6,3	7,5	6,0
Welt	3,1	3,2	3,0	3,3	3,1	3,1	2,6	3,2

p = Prognose; \* kalenderbereinigt

Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research ■