



Geldflut vor Höhepunkt

AUTOREN

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

Ulf Krauss
Telefon: 0 69/91 32-47 28

Markus Reinwand, CFA
Telefon: 0 69/91 32-47 23

research@helaba.de

REDAKTION
Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

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

- Den Euro belasteten einerseits schwächere Konjunkturdaten aus der Eurozone sowie die EZB-Zinssenkung, andererseits die wachsende Erwartung auf ein vorzeitiges Ende der sehr expansiven US-Geldpolitik. Kurzfristig dürfte die Federal Reserve noch zögern, bis Jahresende aber dann doch ihr Wertpapierkaufprogramm herunterfahren, der **Euro-Dollar-Kurs** wird deswegen vermutlich weiter nachgeben.
- Trotz der Zinssenkung der EZB hat der Renditeboden bei deutschen **Renten** gehalten. Das Kurspotenzial ist offensichtlich begrenzt. Am Bild mittelfristig steigender Renditen im Rahmen einer zyklischen Erholung halten wir trotz reduzierter Konjunktur-, Inflations- und Zinsprognosen fest.
- **Aktien** haben inzwischen eine spürbare Konjunkturerholung vorweggenommen. Eine Bestätigung durch wieder anziehende Frühindikatoren ist nun dringend geboten. Andernfalls droht den technisch überhitzten Indizes eine ausgeprägtere Korrektur.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand*	Q2/2013	Q3/2013	Q4/2013
	Jahresultimo	Vormonat				
	(jeweils gg. Euro, %)		(jeweils gg. Euro)			
US-Dollar	2,4	1,4	1,29	1,30	1,30	1,25
Japanischer Yen	-13,1	-1,6	132	130	123	122
Britisches Pfund	-3,9	1,2	0,84	0,86	0,85	0,85
Schweizer Franken	-3,1	-2,0	1,25	1,25	1,30	1,25
	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	11,1	13,1	8.456	7.700	8.000	8.200
Euro Stoxx 50	7,2	9,3	2.825	2.650	2.800	2.900
Dow Jones	17,0	5,3	15.335	14.500	14.800	15.200
Nikkei 225	47,8	13,2	15.361	13.800	14.000	14.500
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	1	-1	0,20	0,20	0,20	0,30
3M USD Libor	-3	0	0,27	0,30	0,30	0,30
10j. Bundesanleihen	6	14	1,38	1,30	1,50	1,70
10j. Pfandbriefe	0	6	1,74	1,70	1,90	2,10
10j. US-Treasuries	21	27	1,96	1,80	1,90	2,30

* 20.05.2013

Quellen: Bloomberg, 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.

Christian Apelt, CFA

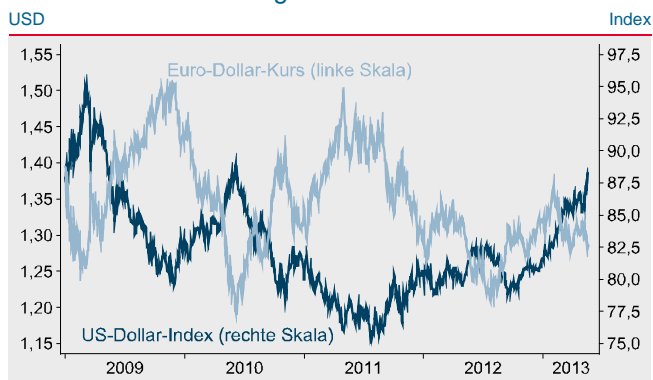
Devisen: Fed gibt dem US-Dollar einen Schub

Der Euro-Dollar-Kurs pendelt sich wieder unter 1,30 ein. Die leichte Abwertung des Euro erklärt sich kaum durch die europäische Schuldenkrise, denn hier stehen, auch nachdem Italien eine neue Regierung gefunden hat, die Signale eher auf Entspannung. Die Risikoaufschläge für Peripherieanleihen sind wieder gesunken. Die konjunkturelle Situation in der Eurozone hingegen enttäuscht weiter. Das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte zu Jahresbeginn nun zum sechsten Mal in Folge. Die EZB reagierte und senkte ihren Leitzins auf 0,5 %, zumal sich die Inflation mittlerweile deutlich unterhalb der Zielmarke befindet.

Robuste US-Konjunktur,
Ende der Fed-Käufe
in Sicht

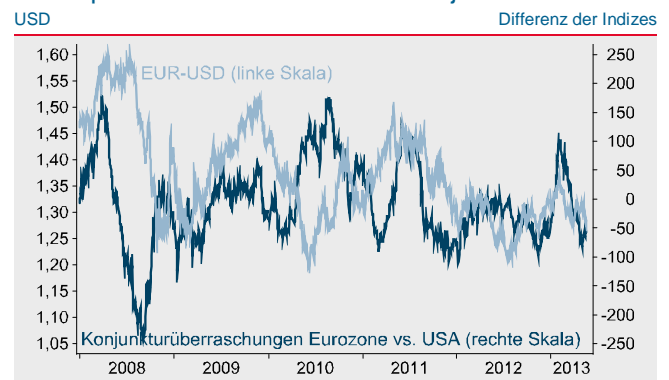
Wichtiger für den Euro-Dollar-Kurs war zuletzt aber wohl weniger die enttäuschende Entwicklung in der Eurozone als die in den USA. Das US-Wachstum zeigt sich zwar nicht überschwänglich, aber doch sehr widerstandsfähig. Schließlich kürzt mangels anderer Einigung im Kongress die US-Regierung recht kräftig die Ausgaben. Dennoch wächst die Wirtschaft solide. Bei den Unternehmen ist die Stimmung nur moderat positiv. Aber der US-Verbraucher lässt sich nicht beirren und gibt sein Geld aus, zumal die Beschäftigung spürbar zulegt und die Arbeitslosenquote deutlich zurückgeht. Außerdem erholt sich der Wohnimmobilienmarkt weiter. Die Federal Reserve wird angesichts der positiveren Tendenz nervös und überlegt ihr Kaufprogramm zu reduzieren. Auch wenn die Fed kurzfristig wohl noch nicht reagieren wird, so dürfte sie im Verlauf des zweiten Halbjahres 2013 ihre Wertpapierkäufe herunterfahren. Bislang hatte die sehr expansive US-Geldpolitik einen stärkeren Anstieg des US-Dollar verhindert, abgesehen von nervösen Marktphasen, in denen der Greenback als sicherer Anlagehafen gesucht war. Diesmal wird der Greenback wohl aus eigener Stärke zulegen können.

US-Dollar im Höhenflug



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dollar profitiert von stärkerer US-Konjunktur



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rückgang beim Euro-
Dollar-Kurs

In der Eurozone dürfte sich die Konjunktur im Jahresverlauf allmählich fangen, die Rezession wird überwunden. Deswegen wird die EZB vermutlich auch keine neuen signifikanten Maßnahmen ergreifen. Die europäische Schuldenkrise wird sich damit tendenziell weiter entspannen. Grundsätzlich spricht dies zwar für eine Stabilisierung des Euro. Jedoch ist das Anstiegspotenzial mangels Aussichten auf eine restriktivere Geldpolitik begrenzt. Vielmehr sollte im zweiten Halbjahr die Fed den Euro-Dollar-Kurs dominieren. Die weniger expansive Geldpolitik wird dem US-Dollar einen Schub geben, der Euro-Dollar-Kurs dürfte bis Jahresende auf 1,25 fallen.

Der Japanische Yen gab zuletzt weiter nach. Die Bank of Japan setzt wie geplant ihr massives Kaufprogramm um. Allerdings ist die Abwertung sehr weit vorangeschritten, der Yen ist gegenüber Euro und US-Dollar mittlerweile sogar unterbewertet, zudem stark überverkauft. Angesichts der sehr aggressiven Geldpolitik dürfte sich die japanische Währung jedoch nur leicht erholen. Die britische Wirtschaft zeigte sich zuletzt positiver, wird sich aber kaum von der Eurozone abkoppeln. Die britische Geldpolitik bleibt weiter expansiv. Der Euro-Pfund dürfte stabil um 0,85 pendeln. Der Euro-Franken-Kurs erhöhte sich zuletzt. Die Entspannungssignale von der Schuldenkrise werden vermutlich anhalten und der Wechselkurs in den Bereich 1,25 bis 1,30 steigen.

Ulf Krauss

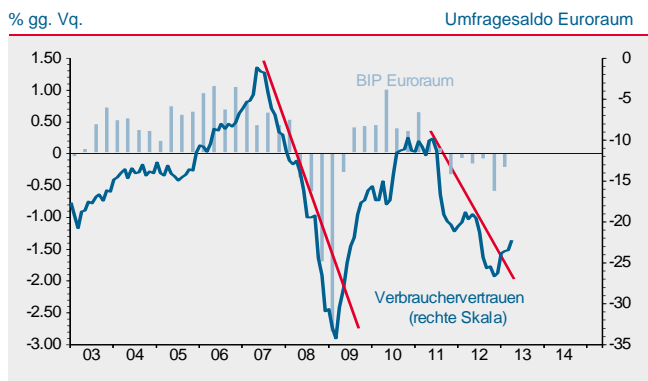
Renten: EZB „droht“ mit weiterer Zinssenkung

Der Rückgang des Eurozonen-BIP um 0,2 % gg. Vq. im ersten Quartal war der sechste in Folge. Italien, Frankreich und Spanien befinden sich in einer Rezession. Diese Länder sollen mehr Zeit erhalten, das Ziel der Haushaltskonsolidierung anzugehen. Damit steigen die Chancen, dass die wirtschaftliche Schrumpfung im zweiten Halbjahr ausläuft. In Deutschland wurde nach dem schwachen Schlussquartal 2012 aufgrund eines robusten privaten Konsums wieder ein geringer BIP-Zuwachs verzeichnet. Das Wachstum dürfte aufgrund von Nachholeffekten im Bausektor bereits im Frühjahr wieder spürbar an Fahrt gewinnen. Positiv stimmt ebenfalls die verbesserte Auftragslage der Industrie. Im Februar und März stieg der Index um jeweils 2,2 % gg. Vm. Die Bestellungen sowohl aus dem Inland als auch aus der Eurozone haben das Tief vermutlich im letzten Herbst erreicht. Gleichwohl bedeuten die schwachen Q1-Daten, dass das Jahresdurchschnittswachstum geringer als erwartet ausfällt. Das BIP im Euroraum dürfte 2013 um 0,3 % schrumpfen.

Euro-Rezession drückt Inflation

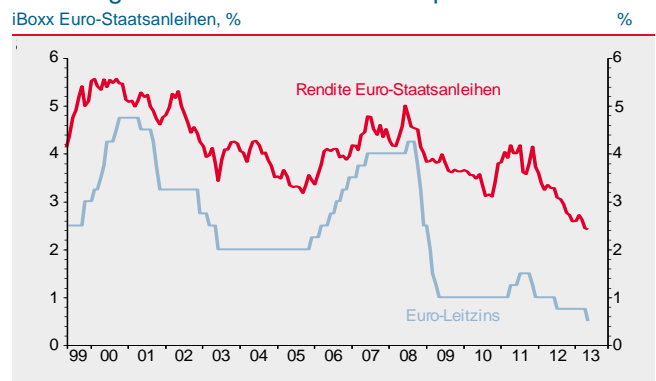
Die Teuerung im Euroraum ist mit 1,2 % auf den tiefsten Stand seit drei Jahren gefallen. Die niedrigen Aprilwerte erklären sich allerdings auch mit Kalendereffekten aufgrund des frühen Ostertermins. In den Krisenländern Spanien und Italien sind die Rückgänge besonders stark ausgefallen. Die schwierige Einkommenssituation vieler Haushalte beschneidet dort die Preisüberwälzungsspielräume der Unternehmen. Die Kostensituation ist aufgrund tendenziell sinkender Löhne ohnehin nicht besonders angespannt. Hinzu kommt, dass steuerbedingte Preissteigerungen aus den Indizes „herausfallen“. Wir haben deswegen unsere Inflationsprognose für die Eurozone und Deutschland auf 1,5 % für 2013 gesenkt.

Abnehmender Pessimismus



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

EZB sorgt für Renditerutsch in Europa



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die EZB hat in einem schwachen Konjunkturmilieu Flagge gezeigt und setzt mit der Lockerung insbesondere auf positive psychologische Effekte. Weltweit verfolgen immer mehr Notenbanken einen ultralockeren Kurs. Negative Folgen in Form von Inflation sind bislang nicht aufgetreten, wodurch ein großer Spielraum für einen relativ sorglosen geldpolitischen Einsatz entstanden ist. Langfristig steigen die Gefahren von Fehlallokationen und Kursblasen an den Finanzmärkten. Der Anlagenotstand wird immer größer. Mit der Ankündigung, offen für weitere expansive Schritte – inklusive der Idee negativer Einlagenzinsen – zu sein, schürte Mario Draghi bei der Pressekonferenz der EZB die Zinsfantasie. Wird sich, wie von uns erwartet, das Konjunkturbild im zweiten Halbjahr aufhellen, so dürfte die EZB diese „Drohung“ allerdings nicht wahr machen.

Kursrisiken durch Fed

Auf der anderen Seite des Atlantiks rückt hingegen das Ende der ultralockeren Geldpolitik näher. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit wird vermutlich dafür sorgen, dass die US-Notenbank im zweiten Halbjahr in einem ersten Schritt ihr Kaufprogramm für Wertpapiere drosselt. In Verbindung mit der erwarteten zyklischen Erholung im Euroraum raten wir daher weiterhin zu einer defensiven Positionierung am deutschen Rentenmarkt. Kurze bis mittlere Laufzeiten bieten das bessere Chance-Risiko-Verhältnis. Deutsche Pfandbriefe sind aufgrund der höheren Verzinsung Bundesanleihen vorzuziehen.

Markus Reinwand, CFA

„Die Hausse nährt die Hausse“

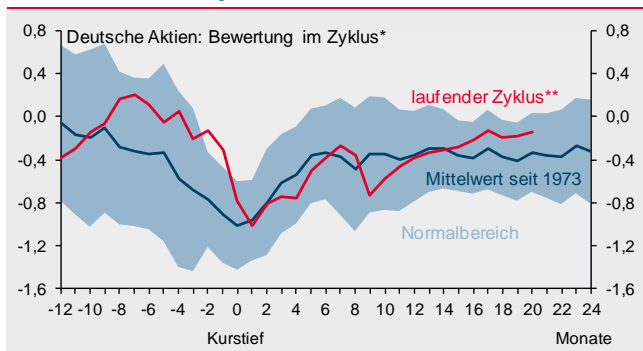
Aktien: Kurspotenzial weitgehend ausgeschöpft

„Was nichts kostet, ist nichts wert“ lautet ein altes Sprichwort. Je mehr etwas kostet, umso wertvoller wird es offensichtlich eingeschätzt. Dies gilt anscheinend auch für Aktien. Nachdem einige der weltweit am meisten beachteten Indizes wie Dow Jones Industrials, S&P 500 und zuletzt auch der DAX neue Allzeithochs markiert haben, ist das Interesse an Aktien wieder merklich gestiegen. Im Vormonatsvergleich führten neben japanischen Titeln die zuvor eher vernachlässigten Aktienbarometer aus dem Euroraum die Performanceliste an. Durch die jüngste Aufholjagd wirken aber auch diese Indizes inzwischen überhitzt. So haben sich die meisten Kursbarometer mittlerweile gefährlich weit von ihrer 200-Tage-Linie entfernt.

Zuletzt waren es kaum verbesserte fundamentale Rahmenbedingungen, die als Kaufargumente für Aktien dienen. Neben einer fortgesetzten Entspannung der Euro-Staatschuldenkrise und dem damit verbundenen Rückgang der Risikoaufschläge bei südeuropäischen Staatsanleihen fällt die Liste positiver Entwicklungen ohnehin überschaubar aus. In erster Linie ist es die ultralockere Geldpolitik der Notenbanken, die Anlegern scheinbar keine andere Wahl lässt, als in Aktien zu „flüchten“. Dass „Anlagenotstand“ kein sonderlich belastbares Argument für Aktien ist, hat der zwischenzeitliche Abtaucher des DAX unter die 7.500 Punkte-Marke im April gezeigt. Damals hatten angesichts rückläufiger Frühindikatoren Wachstumssorgen die Oberhand gewonnen. Außerdem könnte schon bald der früher als erwartete Ausstieg der US-Notenbank aus dem Kaufprogramm Aktienanlegern die Stimmung verderben.

Aktien inzwischen angemessen bewertet

Anzahl Standardabweichungen

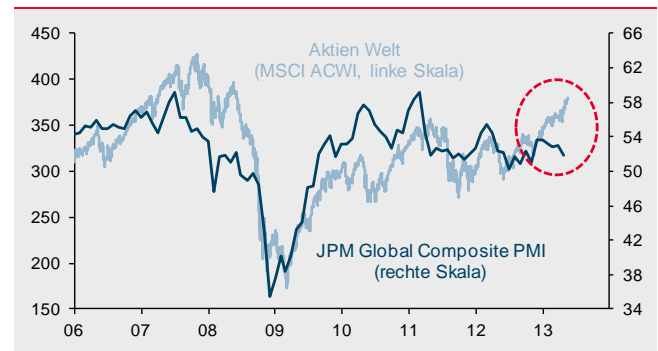


* Mittelwert aus z-standardisiertem KGV, KCV, KVB und Kehrwert der Dividendenrendite
 ** Kurstief im laufenden Zyklus: September 2011
 Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Anstieg bei Konjunkturindikatoren notwendig

Index

Index



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gegenwärtig nehmen Aktien offensichtlich bereits eine sichtbare Erholung der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr und damit auch eine Verbesserung der Gewinnperspektiven vorweg. Jetzt müssen die Frühindikatoren den Konjunkturoptimismus aber erst einmal bestätigen. Schließlich hat die überwiegende Mehrzahl an Daten aus dem Euroraum bis zuletzt enttäuscht. Selbst bei den US-Indikatoren überwogen zuletzt die negativen Überraschungen. Das kurzfristige Kurspotenzial dürfte somit weitgehend ausgeschöpft sein. Immerhin belegen Daten zur Positionierung von Anlegern, dass ein Großteil der Rotation zugunsten von Aktien bereits gelaufen ist. Der in vielen Stimmungsumfragen zum Ausdruck kommende Optimismus birgt sogar die Gefahr von Enttäuschungen und Kursrücksetzern.

Dünne Höhenluft

Zwar spricht die im Vergleich zu früheren Erholungszyklen auf Basis der wichtigsten Kennziffern (Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis und Dividendenrendite) noch immer angemessene Bewertung gegen deutliche Abschläge insbesondere bei deutschen und europäischen Dividentiteln. Gleichzeitig begrenzen die insgesamt eher verhaltenen Wachstumsperspektiven den Spielraum für weitere Kursavancen. Das Chance-Risiko-Verhältnis erscheint somit auf dem gegenwärtigen Kursniveau nicht mehr attraktiv. Neuengagements sind daher unseres Erachtens erst nach einer Zwischenkorrektur der mittlerweile technisch überhitzten Indizes sinnvoll. ■