



Ernüchterung

1 Die Woche im Überblick.....	1
1.1 Chart der Woche	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 22 mit Prognosen	3
2 Im Fokus.....	4
2.1 Aktien: Überfällige Korrektur	4
2.2 Deutschland: Keine Sorge um den Arbeitsmarkt.....	5
3 Charttechnik	6
4 Helaba Kapitalmarktszenarien	7
5 Helaba Basisszenario mit Prognosestabelle	8

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

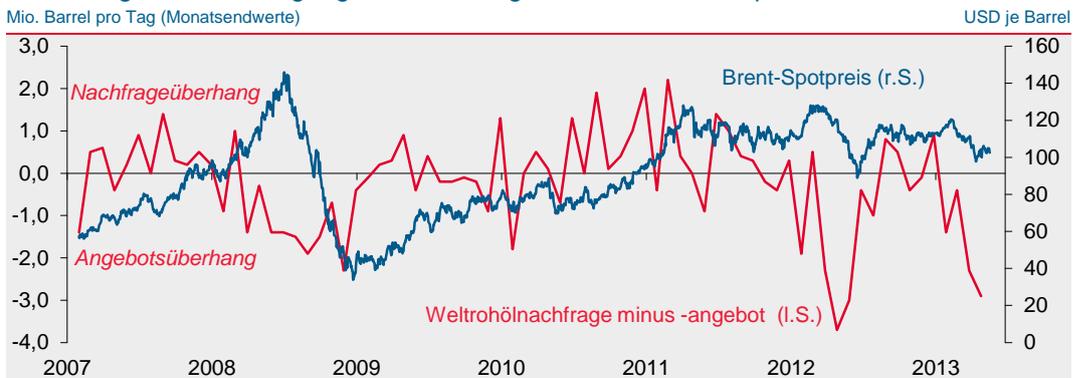
HERAUSGEBER
 Dr. Gertrud R. Traud
 Chefvolkswirt/
 Leitung Research

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

1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

Nachhaltige Preisberuhigung bei Rohöl begrenzt auch die Perspektiven von Gold



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.

Die deutlich steigende US-Rohölproduktion stärkt nicht nur die wirtschaftliche Position der USA. Vielmehr wird der damit verbundene Angebotsüberhang beim schwarzen Gold zunehmend auch andere Produktpreise und somit auch die Inflationserwartungen der Teilnehmer an den Finanzmärkten beeinflussen. Auch in der Entwicklung des Goldpreises findet dieser Umbruch seinen Niederschlag. So hat das gelbe Metall jenseits aller markttechnischen Überlegungen inzwischen vor allem auch deshalb für viele institutionelle Anleger an Reiz verloren, da es kurz- bis mittelfristig zumindest nicht mehr in dem Maße früherer Jahre als „Inflationsversicherung“ bzw. als „Dollar-Hedge“ gefragt sein wird.

1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Für Anleger verlief das bisherige Jahr sehr erfreulich. Fast alle Assetklassen wurden zu Gold, nur das Gold selbst verblasste – andere Rohstoffe schnitten ebenfalls bescheiden ab. Dass sich nahezu alles an den Finanzmärkten gleichsam verteuert, kann jedoch kein Normalzustand sein. Geschuldet ist diese Entwicklung vor allem der reichlichen Liquidität, die von den weltweit führenden Notenbanken in das Finanzsystem geschüttet wurde. Insbesondere bei der US-Notenbank wachsen Zweifel, ob Geldspritzen in diesem Ausmaß noch fortgesetzt werden sollen. Ihr Chef Bernanke bekräftigte zwar jüngst im Kongress seinen expansiven Kurs. Gleichwohl hält er sich die Tür für eine restriktivere Politik offen. Je robuster sich Wachstum und Arbeitsmarkt in den USA in den kommenden Monaten zeigen, desto mehr neigt das Pendel zu einem Herunterfahren der Wertpapierkäufe. Nicht kurzfristig, jedoch im Verlauf des zweiten Halbjahres wird die Federal Reserve vermutlich nicht um eine Kurskorrektur herumkommen.

Fahrwasser wird unruhiger

Die Finanzmärkte reagieren bereits leicht verschupft. Die Aktienmärkte haben nach neuen Allzeithochs wie beim DAX erst einmal durchgeatmet. In Japan fiel der Rücksetzer sogar kräftig aus, das Jahresplus beim Nikkei beträgt „nur“ noch 40 statt gut 50 %. Selbst die Rentenmärkte erlitten Kursverluste. Können die Finanzmärkte auch ohne diese Liquiditätsschwemme auf der Erfolgsspur bleiben? Zumindest dürften nicht mehr nahezu alle Assetklassen gleichzeitig zulegen können. Die Aktienmärkte sollten von einer positiveren Konjunktur profitieren, sind jedoch z.T. schon sehr weit in Vorlage getreten, so dass die Atempause diesmal etwas länger dauern könnte (S. 4). Bundesanleihen und US-Treasuries würde eine konjunkturelle Verbesserung belasten. Einerseits schüren Daten aus China, ein fallender Einkaufsmanagerindex, die Zweifel an einem positiveren Wachstumsbild. Andererseits hellten sich ausgerechnet im krisengeplagten Europa einige Stimmungsindekatoren – die Einkaufsmanagerindizes sowie das ifo-Geschäftsklima – auf, so dass Grund für verhaltenen Optimismus besteht, was auch den Euro erfreute. Gleiches gilt für den deutschen Arbeitsmarkt, der eben nicht das düstere Bild seines Pendant in der Eurozone zeichnet (S. 5). Grundsätzlich dürfte sich die globale Konjunktur im Jahresverlauf verbessern, dieser Weg bleibt aber steinig. Die bislang recht glatte Entwicklung an den Finanzmärkten in diesem Jahr wird wahrscheinlich deutlich holpriger verlaufen.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q2/2013	Q3/2013	Q4/2013
	31.12.2012	16.05.2013				
	(in %)		Index			
DAX	9,7	-0,2	8.352	7.700	8.000	8.200
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	1	0	0,20	0,2	0,2	0,3
3M USD Libor	-3	0	0,27	0,3	0,3	0,3
10 jähr. Bundesanleihen	13	11	1,44	1,3	1,5	1,7
10 jähr. Swapsatz	10	7	1,66	1,6	1,8	2,0
10 jähr. US-Treasuries	26	13	2,02	1,8	1,9	2,3
	(jew eils gg. Euro, %)		(jew eils gg. Euro)			
US-Dollar	2,0	-0,4	1,29	1,30	1,30	1,25
Japanischer Yen	-13,2	-0,2	132	130	123	122
Britisches Pfund	-5,2	-1,5	0,86	0,86	0,85	0,85
Schweizer Franken	-3,6	-0,8	1,25	1,25	1,30	1,25
	(in %)					
Brentöl \$/B	-7,8	-1,3	102	100	103	100
Gold \$/U	-17,0	0,4	1.391	1.300	1.350	1.250

*Schlusskurse vom 23.05.2013

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 22 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 27.05.2013						
	US		Memorial Day - Märkte geschlossen			
Dienstag, 28.05.2013						
16:00	US	Mai	Verbrauchervertrauen (CB); Index	70,0	70,0	68,1
Mittwoch, 29.05.2013						
09:55	DE	Mai	Arbeitslose s.b.; gg. Vm. in Tsd.	10	5	4
09:55	DE	Mai	Arbeitslosenquote; n.s.a./s.a., %	6,7 / 6,9	k.A. / 6,9	7,1 / 6,9
10:00	EZ	Apr	Geldmenge M3 % 3 mma % y/y	3,0 3,4	k.A. 3,0	3,0 2,6
14:00	DE	Mai	Verbraucherpreise % m/m % y/y	0,1 1,3	x,x y,y	-0,5 1,2
19:00	US		Boston Fed Präsident Rosengren			
Donnerstag, 30.05.2013						
11:00	EZ		EU-Kommission; Indizes: Industrievertrauen Konsumentenvertrauen	-13,0 -22,0	-13,2 k.A.	-13,8 -22,3
14:30	US	24. Mai	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	340	341	340
14:30	US	Q1	BIP (1. Revision), % q/q (JR)	2,5	2,5	2,5
Freitag, 31.05.2013						
11:00	EZ	Apr	Arbeitslosenquote; %	12,1	12,2	12,1
11:00	EZ	Mai	Konsumentenpreise Frühschätzung % m/m % y/y	0,1 1,4	k.A. 1,4	-0,1 1,2
14:30	US	Apr	Persönliche Einkommen, % m/m	0,1	0,2	0,2
14:30	US	Apr	Persönliche Ausgaben, % m/m	0,1	0,1	0,2
14:30	US	Apr	Deflator privater Konsum % m/m % y/y	-0,2 0,7	-0,2 k.A.	1,0 -0,1
14:30	US	Apr	Kerndeflator privater Konsum % m/m % y/y	0,1 1,1	0,1 1,0	0,0 1,1
14:45	US		Cleveland Fed Präsidentin Pianalto			
15:45	US	Mai	Einkaufsmanagerindex Chicago	50,0	50,0	49,0
im Laufe der Woche						
08:00	DE	Apr	Einzelhandelsumsatz % m/m, real s.a. % y/y, real s.a.	0,0 0,3	0,2 k.A.	0,0 -0,1
08:00	DE	Apr	Importpreise % m/m % y/y	-0,3 2,2	k.A. k.A.	-0,1 -2,3

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

Markus Reinwand, CFA
Tel.: 069-91 32-47 23

2.1 Aktien: Überfällige Korrektur

„Gibt es ein Leben nach QE3?“ Diese Frage treibt derzeit viele Aktienanleger um. Die Aussicht auf einen schnelleren Ausstieg aus dem Kaufprogramm der Fed hat den Risikoappetit zuletzt etwas gebremst. Können verbesserte Wachstumsperspektiven die schwindende Zinsfantasie kompensieren?

Aktien technisch überhitzt

In den vergangenen Wochen kannten Aktien nur eine Richtung: steil nach oben. Offenbar wird die Höhenluft inzwischen einigen Anlegern zu dünn. Immerhin haben sich die meisten Indizes gefährlich weit von der 200-Tage-Linie entfernt und sind somit technisch überhitzt. Kein schlechter Zeitpunkt also, um zumindest einen Teil der Kursgewinne ins Trockene zu bringen. Die jüngsten zum Teil deutlichen Tagesverluste könnten somit der Auftakt einer längst überfälligen Korrektur sein. Schließlich sind die Notierungen gerade bei japanischen, aber auch bei US-amerikanischen Titeln seit sechs Monaten ohne sichtbare Verschnaufpause gestiegen.

Zuletzt hatten nicht wenige Marktteilnehmer diesen Trend einfach fortgeschrieben. Dabei ist die Situation für Aktien längst nicht mehr so komfortabel wie noch vor einigen Monaten. Aktien waren damals noch unterbewertet und wenn die Konjunkturdaten enttäuschten, sorgte die Aussicht auf weitere unkonventionelle Lockerungsmaßnahmen der großen Notenbanken für den notwendigen Schwung. Inzwischen wird in den USA angesichts günstigerer Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten ein früherer Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm diskutiert. Dass dies die Anleger nicht kalt lassen kann, wird angesichts des engen Zusammenhangs zwischen den verschiedenen Kaufprogrammen der Fed und dem Kursverlauf des US-Aktienmarktes während der seit März 2009 laufenden Hausse klar. So setzten mit dem Ende früherer Programme sichtbare Kurskorrekturen ein.

Zu weit vorgeprescht



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geht's auch ohne die Fed?



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gewinnperspektive noch mit Fragezeichen

Damit Aktien trotzdem weiter zulegen, müssten die Konjunkturdaten so stark ausfallen, dass die Perspektive auf steigende Unternehmensgewinne die schwindende geldpolitische Fantasie überkompensieren könnte. Hinter den Erwartungen zurückbleibende Konjunkturindikatoren in den meisten großen Industrie- und wichtigen Schwellenländern sprechen derzeit aber eher für überschaubare Wachstumsperspektiven. Entsprechend überwiegen bei den Schätzungen für die Unternehmensgewinne weltweit bislang die negativen Revisionen. Für nachhaltig höhere Notierungen fehlt somit die fundamentale Untermauerung, zumal Aktien inzwischen nicht mehr gerade preiswert sind. Im Verlauf des Sommers könnten sich für flexibel agierende Anleger durchaus günstigere Kaufgelegenheiten ergeben.

Dr. Stefan Mütze
Tel.: 069-91 32-38 50

2.2 Deutschland: Keine Sorge um den Arbeitsmarkt

Die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit in Deutschland hat sich seit Ende 2012 kaum mehr verändert, während die Beschäftigung weiter zugenommen hat. Im Mai ist mit einem leichten Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosigkeit zu rechnen. Der Verbraucherpreisanstieg dürfte in diesem Monat mit 1,3 % weiterhin sehr gedämpft ausfallen.

Arbeitslosigkeit und Beschäftigung divergieren

Trotz der jüngsten konjunkturellen Schwächephase ist der deutsche Arbeitsmarkt weiterhin in einer gesunden Grundverfassung. Die Unternehmen betrachteten den Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal als nur vorübergehend. Bereits im ersten Vierteljahr 2013 konnte wieder ein Miniwachstum erreicht werden und im Frühjahr sollte die Dynamik wieder deutlich zunehmen. Sowohl die Erwerbstätigkeit als auch die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung ist bis zuletzt weiter angestiegen. Allerdings konnten die Arbeitslosen kaum mehr hiervon profitieren. So liegt deren Zahl bereits seit Oktober 2012 über Vorjahresniveau, zuletzt im April um knapp 57.000. Die Unterschiede erklären sich mit dem Anstieg des Erwerbspersonenpotenzials aufgrund einer stärkeren Zuwanderung, mit der gestiegenen Erwerbsneigung sowie mit der Beschäftigungsaufnahme von Personen aus der Stillen Reserve. Bei stärkerem Wachstum ab dem zweiten Quartal sollte der Anstieg der Arbeitslosigkeit allerdings in sehr engen Grenzen gehalten werden. Im Mai dürfte die Arbeitslosigkeit saisonbereinigt um maximal 10 Tausend Personen angestiegen sein.

Arbeitslosigkeit leicht über Vorjahresniveau



Kaum Beschäftigungsaufbau in der Industrie



Dienstleistungsbeschäftigung profitiert vom Industrieaufschwung

Seit Jahresbeginn 2009, dem Tiefpunkt der schweren Wirtschafts- und Finanzkrise, bis zum ersten Quartal 2013 nahm die Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland um knapp 1,4 Millionen zu. Wo sind die Arbeitsplätze entstanden? Obwohl das Verarbeitende Gewerbe in diesem Zeitraum die stärkste Dynamik der Bruttowertschöpfung aufwies und damit zu einem Schrittmacher der deutschen Konjunktur wurde, beschäftigt dieser Sektor nur 8.000 Erwerbstätige zusätzlich. Mehr als eine halbe Million neuer Jobs sind hingegen bei den Unternehmensdienstleistern entstanden. Hierbei handelt es sich um einen Sektor, der zum großen Teil von Industrieaufträgen lebt, beispielsweise die Werbe- oder Leasingbranche. Mit 350.000 zusätzlichen Beschäftigungsmöglichkeiten standen die öffentlichen Dienstleister an zweiter Stelle. Dieser Sektor profitierte nur indirekt über höhere Steuereinnahmen von der konjunkturellen Verbesserung. Der anhaltend hohe Bedarf an zusätzlicher Kinderbetreuung sowie an Gesundheits- und Sozialleistungen führte zum Beschäftigungsanstieg. Das Wiedererstarren der Bautätigkeit in Deutschland ließ nicht nur die Beschäftigung im Baugewerbe, sondern auch im Grundstücks- und Wohnungswesen wachsen.

Weniger erfreulich ist die Entwicklung in der Eurozone. Aufgrund der Rezession in wichtigen Ländern ist die Arbeitslosigkeit im Währungsverbund kontinuierlich gestiegen. Im April sollte die Quote zwar bei 12,1 % verharren. Die Spitze dürfte allerdings erst im Laufe des nächsten Jahres erreicht werden. Erste positive Impulse könnten vom Anlaufen der Tourismussaison in Südeuropa ausgehen.

3 Charttechnik

Bund-Future: Unverändert im Risiko



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	145,80	146,36	146,54
Unterstützungen:	144,22	143,91	143,54

Der Chart und das technische Umfeld des Bund-Futures haben sich in der abgelaufenen Woche nicht wesentlich verändert. Zwar stabilisierte sich der Kurs oberhalb der als wichtig zu nennenden Unterstützung in der Zone 144,22/26. Hier findet sich unter anderem die 100-Tagelinie. Risiken haben aber noch immer Bestand, denn Stochastic und MACD richten sich auf Tagesbasis gen Süden und auch der DMI steht unverändert auf Verkauf. Sinkt der Future unter obige Zone, lassen sich die nächsten Haltemarken bei 143,91 und 143,54 lokalisieren.

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

Euro: Aufgehelltes Bild



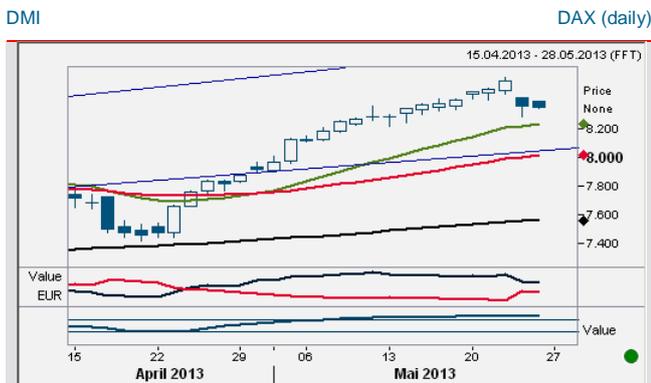
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,2935	1,3000	1,3030
Unterstützungen:	1,2821	1,2796	1,2745

Zwischenzeitlich markierte der EUR-USD-Kurs ein neues Tief bei 1,2796, zusätzliche Abwärtsdynamik kam aber nicht auf und so wurde auch das zyklische Tief von Anfang April bei 1,2745 nicht unterschritten. In der Folge hat sich der Kurs wieder jenseits von 1,29 etabliert und die technischen Indikatoren beginnen sich aufzuhellen, wenngleich Kaufsignale noch ausstehen. Ohnehin dürfte eine nachhaltige Verbesserung des technischen Ausblicks erst zu konstatieren sein, wenn die 200- oder sogar die 100-Tagelinie überwunden wurde.

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

DAX: Sell in May?



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	8.466	8.498	8.556
Unterstützungen:	8.243	8.188	8.122

An den Aktienmärkten hat die Nervosität seit gestern zugenommen, was am deutlichen Anstieg der Volatilität und den starken Kursverlusten an den Weltbörsen abzulesen ist. Entsprechend steht die Frage im Raum, ob der alten Börsenweisheit „sell in May and go away“ Folge zu leisten ist. Grundsätzlich war eine Korrekturbewegung des deutschen Leitindex mehr als überfällig. Hinweise in diese Richtung gab es zuletzt mehrfach. Kritischer wird es für den DAX jedoch erst, wenn die massive Unterstützungszone bei 8.188/8.122 Punkten unterschritten wird.

Christian Schmidt (Tel.: 069/9132-2388)

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

4 Helaba Kapitalmarktszenarien

Hauptszenario:
With a Little Help
from My Friends

In unserem Kapitalmarktausblick 2013 haben wir unsere Szenarien mit Beatles Songs unterlegt. Im **Hauptszenario „With a Little Help from My Friends“** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 75 %) gelingt die von der Geld- und Finanzpolitik angelegte konjunkturelle Wende der Weltwirtschaft. Angeführt wird die globale Erholung von China und anderen Schwellenländern. In den Industrieländern haben die Notenbanken mit ihren unkonventionellen Maßnahmen – allen voran den Anleihekäufen – zu einer Stabilisierung der Finanzmärkte und zu einer Rückkehr des Vertrauens beigetragen. Das Auseinanderbrechen des Eurosystems bzw. ein Kollaps des globalen Finanzsystems ist unwahrscheinlicher geworden.

Die Notenbanken stützen mit ihrer expansiven Politik weiter und verzerren damit die Rentenmärkte, selbst wenn die Federal Reserve im zweiten Halbjahr 2013 ihr Kaufprogramm herunterfahren dürfte. Dies sorgt zusammen mit einer allmählichen Belebung der Weltwirtschaft für nachlassende Risikoprämien. Insgesamt zeichnet sich im Jahresverlauf 2013 eine konjunkturelle Erholung ab. Das globale BIP-Wachstum dürfte leicht auf jahresdurchschnittlich 3 % steigen. Der Risikoappetit der Anleger nimmt 2013 zu. Aktien erweisen sich als attraktivste Anlageklasse, während Bundesanleihen die Gunst der Anleger verlieren. Der US-Dollar wird aufgrund der weniger expansiven US-Geldpolitik gegenüber dem Euro etwas zulegen können.

Alternativszenario:
Yesterday

In unserem negativen Szenario **„Yesterday“** (15 %) springt der Wachstumsmotor nicht an. Zu sehr sind Unternehmen über die hohe Staatsverschuldung verunsichert und scheuen sich, Risiken einzugehen. Die Notenbanken scheitern in ihren Bemühungen, die Risikoprämien nachhaltig zu drücken. Die Fehler der Vergangenheit lassen sich doch nicht einfach ganz wegmonetisieren. Folglich kommt die Weltwirtschaft nicht in Schwung. Die Industrieländer geraten in ein deflationäres Umfeld. Geopolitische Risiken könnten die Konjunktur zusätzlich belasten. Anleger suchen Sicherheit, wovon der US-Dollar und Anleihen mit höchster Bonität profitieren, während die Aktienmärkte unter Druck geraten.

Alternativszenario:
Here Comes the Sun

In unserem positiven Szenario **„Here Comes the Sun“** (10 %) schießen die Notenbanken übers Ziel hinaus: Der von der Geldpolitik weit geöffnete Kreditkanal sorgt dafür, dass der globale Investitionszyklus rasch an Breite und Tiefe gewinnt. Die üppige Liquiditätsausstattung befeuert nicht nur die Kapitalmärkte, sondern treibt sukzessive auch die Teuerung in der Realwirtschaft. Im Euro-Raum wird die Krise damit schneller als erwartet überwunden, zumal weitere Konsolidierungsschritte in die Zukunft verschoben werden. Aktien und auch der Euro strahlen heller denn je, während deutsche Renten im Dunkeln bleiben.

Investmentszenarien 2013

Szenarien 2013	Wahrscheinlichkeit	Wachstum	Inflation	Renten Deutschland	Euro	Aktien
With a Little Help from My Friends	75%	↗	→	↘	↗	↗
Yesterday	15%	↘	↘	↗	↘	↘
Here Comes the Sun	10%	↑	↑	↓	↑	↑

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

5 Helaba Basisszenario mit Prognosetabelle

Weltwirtschaftliche
Erholung im Jahres-
verlauf

In unserem Hauptszenario „**With a Little Help from My Friends**“ gelingt 2013 die von der Geld- und Fiskalpolitik angelegte konjunkturelle Wende der Weltwirtschaft. Angeführt von **China** und anderen Schwellenländern zeichnet sich für 2013 eine weltweite Erholung ab: Der einsetzende Lagerzyklus führt zur Belebung der Industriekonjunktur und die expansive Geldpolitik stützt den globalen Investitionszyklus. Das globale BIP-Wachstum beschleunigt sich im Verlauf von 2013. In den **USA** nimmt der konjunkturelle Gegenwind von der Fiskalpolitik zwar zu, dennoch sollte ein BIP-Wachstum von rund 2 % realisiert werden. In der **Eurozone** wurde das konjunkturbereinigte Defizit inzwischen kräftig zurückgeführt, so dass die Sparpolitik nun weniger restriktiv wirkt. Für die gesamte Eurozone ergibt sich dennoch nach einer Schrumpfung von 0,5 % im letzten Jahr nochmals ein leichter Rückgang für 2013. Die Wirtschaft in **Deutschland** wird ausgehend vom niedrigen Ausgangsniveau im Jahresverlauf 2013 wieder stärker expandieren.

Inflation: Vor dem Hintergrund des insgesamt moderaten Wachstumsausblicks bestehen derzeit keine Inflationsrisiken. Zwar baut sich in den Schwellenländern ein gewisser Druck auf, der jedoch durch die Entwicklung in den Industrieländern mehr als ausgeglichen wird. Global werden die Verbraucherpreise 2013 etwas weniger zulegen als im Vorjahr. Die Inflation dürfte sowohl in der Eurozone als auch in den USA spürbar niedriger ausfallen.

Geldpolitik dominiert
Kapitalmärkte

Rentenmärkte: Der geringe Inflationsdruck erlaubt es den Notenbanken, ihre extrem lockere Geldpolitik fortzusetzen. Die EZB hält sich die Option des Aufkaufprogramms von Staatsanleihen offen. Die Risikoaufschläge bei Staatsanleihen in den europäischen Krisenländern sinken im Jahresverlauf, bleiben aber von Rückschlägen begleitet. Die Luft für Bundesanleihen wird dünner. Bei einer zu erwartenden fortgesetzten Entspannung der Euro-Schuldenkrise ist mit einer rückläufigen Nachfrage nach extrem teuren deutschen Staatsanleihen zu rechnen. Der Konjunkturpessimismus nimmt ebenso ab wie der Rückenwind vom US-Rentenmarkt. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen wird 2013 in Deutschland zwischen 1,2 % und 2,0 % schwanken, in den USA zwischen 1,5 % und 2,2 %.

Geldpolitik dominiert
Kapitalmärkte

Euro: Die EZB nimmt mit ihrer Geldpolitik Unsicherheit aus dem Markt und reduziert die Angst vor dem Währungserfall. Die sinkenden Risikoprämien auf Peripherieanleihen stützen die Gemeinschaftswährung. Die Eurozone sollte ihre Rezession überwinden, gleichwohl bleibt ein deutlicher Wachstumsvorsprung der USA. Die sehr expansive Geldpolitik der Fed in Form von Wertpapierkaufprogrammen wird sich angesichts der widerstandsfähigen US-Konjunktur nicht unbegrenzt fortsetzen. Bereits im zweiten Halbjahr 2013 dürfte die US-Notenbank die Käufe herunterfahren, was dem US-Dollar einen Schub gibt. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte sich 2013 im Bereich von 1,20 bis 1,37 bewegen.

Chance-Risiko-Verhältnis
weitgehend ausgeglichen

Aktienmärkte: Aktien haben mit ihrem Anstieg seit der zweiten Jahreshälfte 2012 mittlerweile die massive Unterbewertung abgebaut. Damit ist die beste Phase für Aktien bereits vorbei. Gemessen an der eigenen Historie wie auch im Vergleich zu den gängigen Anlagealternativen erscheinen gerade deutsche und europäische Dividendentitel zwar noch immer moderat bewertet. Für nachhaltige Kurssteigerungen müssen sich nun aber die Ertragsperspektiven der Unternehmen aufhellen. Da nach den Enttäuschungen der letzten Monate die Investoren die Hoffnung auf eine baldige Konjunkturerholung im Euroraum abgeschrieben haben, besteht mittelfristig Raum für positive Überraschungen. Die schon vergleichsweise offensive Positionierung weiter Anlegerkreise könnte sich allerdings als gewisse Kursbremse erweisen. Insgesamt ist damit das Potenzial für Aktien weitgehend ausgeschöpft (DAX-Spanne bis Jahresende: 7.500 bis 8.200 Punkte).

Prognoseübersicht

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr in %				Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2011	2012	2013p	2014p	2011	2012	2013p	2014p
Euroland	1,5	-0,5	-0,3	1,3	2,7	2,5	1,5	2,0
Frankreich	2,0	0,0	0,1	1,4	2,3	2,2	1,2	2,0
Italien	0,5	-2,4	-1,3	0,9	2,9	3,3	1,6	1,9
Spanien	0,4	-1,4	-1,5	0,8	3,1	2,4	1,6	1,9
Griechenland	-7,1	-6,4	-4,0	0,5	3,1	1,0	-0,5	0,5
Irland	1,4	0,9	1,5	2,0	1,2	1,9	1,0	1,2
Portugal	-1,6	-3,2	-2,5	0,5	3,6	2,8	0,5	1,0
Deutschland*	3,1	0,9	0,5	1,7	2,1	2,0	1,5	2,1
Großbritannien	1,0	0,3	1,0	1,5	4,5	2,8	2,6	2,3
Schweiz	1,9	1,0	1,3	1,5	0,2	-0,7	-0,1	0,5
Schweden	3,7	0,8	1,3	2,3	3,0	0,9	0,3	1,5
Polen	4,3	2,0	1,2	2,4	4,3	3,7	1,0	2,0
Ungarn	1,6	-1,7	-0,5	1,0	3,9	5,7	2,7	3,0
Tschechien	1,9	-1,3	-0,2	1,5	1,9	3,3	2,0	2,2
Russland	4,3	3,4	3,0	3,5	8,4	5,1	6,5	6,6
USA	1,8	2,2	2,0	2,7	3,1	2,1	1,5	1,7
Japan	-0,5	2,0	1,3	1,3	-0,3	0,0	-0,4	2,0
Asien ohne Japan	6,5	5,3	5,9	6,2	5,9	4,5	5,0	5,0
China	9,3	7,8	8,4	8,1	5,4	2,6	3,0	2,8
Indien	6,4	4,0	6,0	6,5	8,9	9,2	9,0	8,0
Lateinamerika	4,3	2,8	3,4	4,0	6,5	6,0	6,5	6,0
Brasilien	2,7	0,9	3,0	4,0	6,6	5,4	6,0	5,5
Welt	3,5	2,8	3,0	3,7	3,9	3,0	2,8	3,1

p = Prognose; *Deutschland: kalenderbereinigt;

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