



## Keine Frühlingsgefühle bei Anlegern

### AUTOREN

Christian Apelt, CFA  
Telefon: 0 69/91 32-25 00

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

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

research@helaba.de

REDAKTION  
Claudia Windt

HERAUSGEBER  
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba  
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

- Der **Euro-Dollar-Kurs** fiel nach seiner vorherigen Talfahrt nicht mehr auf neue Tiefststände. Zwar stützen die divergierenden Geldpolitiken den US-Dollar. Jedoch spricht das konjunkturelle Momentum für den Euro. Ebenso deuten Bewertungsindikatoren auf eine Kurs-übertreibung hin. Daher dürfte sich der Euro-Dollar-Kurs stabilisieren bzw. im zweiten Halbjahr sogar merklich erholen.
- Getragen durch das EZB-Ankaufprogramm erreichten **Renten** zuletzt neue Kurshöchststände. Die Rendite 9-jähriger Bundesanleihen erreichte erstmals negatives Terrain. Immer größere Teile der deutschen Zinskurve stehen unter Wasser. Gleichzeitig hat die Euro-Teuerung einen Boden ausgebildet. Bis Jahresende dürfte die Inflationsrate wieder Bereiche um die 1 %-Marke erreichen, was bewertungsseitig für steigende Renditen spricht.
- Nach der Rally der vergangenen Monate und der enorm gestiegenen Erwartungshaltung der Anleger hat die Gefahr von Enttäuschungen deutlich zugenommen. Neben ausgesprochen hohen Bewertungen und technischer Überhitzung mahnt auch das saisonale Muster bei **Aktien** zur Vorsicht.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand*	Helaba-Prognosen		
	Jahresultimo	Vormonat		Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
<b>Devisen</b>	(jeweils gg. Euro, %)		(jeweils gg. Euro)			
US-Dollar	12,0	0,5	1,08	1,10	1,15	1,20
Japanischer Yen	12,7	1,6	128	134	136	138
Britisches Pfund	7,5	0,5	0,72	0,75	0,76	0,77
Schweizer Franken	16,9	3,3	1,03	1,10	1,10	1,10
<b>Aktien</b>	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	19,2	-2,0	11.689	10.300	10.300	10.500
Euro Stoxx 50	16,8	0,2	3.674	3.300	3.300	3.400
Dow Jones	0,0	-1,4	17.826	17.000	17.000	17.200
Nikkei 225	12,6	0,6	19.653	17.500	17.500	17.800
<b>Zinsen/Renten</b>	(in Basispunkten)		(in %)			
3M Euribor	-8	-2	0,00	0,05	0,05	0,05
3M USD Libor	2	1	0,28	0,70	0,90	1,20
10j. Bundesanleihen	-46	-12	0,08	0,30	0,50	0,50
10j. Pfandbriefe	-40	-10	0,41	0,65	0,80	0,80
10j. US-Treasuries	-31	-5	1,87	2,50	2,60	2,60

\* 17.04.2015

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

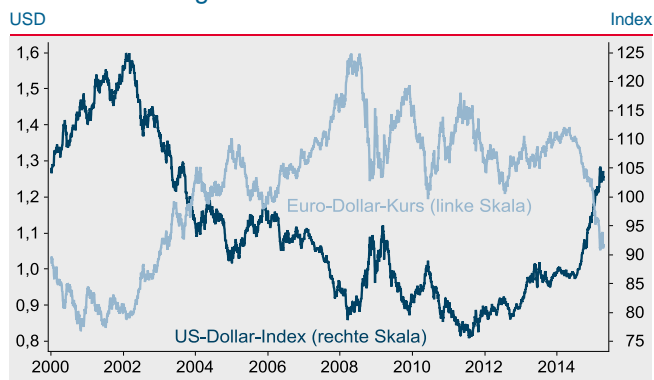
## Devisen: Dollar-Hausse gerät ins Wanken

Nach einer rasanten Talfahrt in den letzten Monaten stabilisierte sich der Euro-Dollar-Kurs und pendelte zwischen 1,05 und 1,10. Auch gegenüber vielen anderen Währungen setzte sich der Aufwertungsstrend des US-Dollar nicht mehr fort. Der Anstieg der US-Währung seit Mitte 2014 kann als spektakulär bezeichnet werden, denn noch nie legte der handelsgewichtete US-Dollar in einer solch kurzen Periode derart zu. Die Hausse des Greenback begann aber schon viel früher, spätestens im Jahr 2011. Im Trend fällt der Euro-Dollar-Kurs sogar seit fast sieben Jahren.

Fed hält Kurs – trotz schwächerer Konjunktur

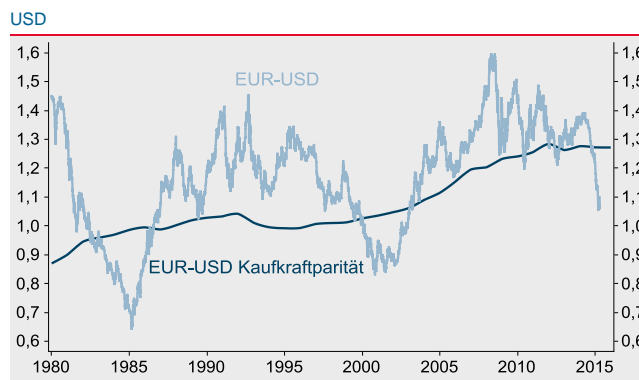
Die fundamentale Untermauerung der Dollar-Aufwertung liegt in der Geldpolitik. Die US-Notenbank verabschiedete sich von ihrem Anleihekaufprogramm und öffnete sogar die Tür für Zinserhöhungen, auch wenn sie den genauen Zeitpunkt offen ließ. Dagegen werden viele andere Notenbanken expansiver, nicht zuletzt die EZB mit ihrem Kaufprogramm von Staatsanleihen. Die jüngsten Konjunkturdaten stützten jedoch kaum den Greenback. Während sich die Stimmung der Unternehmer seit einigen Monaten eintrübt, verschlechterte sich nun auch der Arbeitsmarkt. Das Wachstum der Industrieproduktion und im Einzelhandel ebbt ab. Das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal hat sich wohl nur geringfügig erhöht, was z.T. mit Witterungseffekten erklärt werden kann. Sollte sich diese Delle als temporär erweisen und die US-Wirtschaft in diesem Jahr insgesamt sehr solide wachsen, dürfte die Fed im Sommer – erstmals seit neun Jahren – ihren Leitzins anheben. Jedoch wird die US-Notenbank in ihrem Erhöhungszyklus nur langsam voranschreiten, zumal sich die Inflation auch in den USA auf sehr niedrigem Niveau befindet.

### Dollar-Höhenflug stößt an Grenzen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### US-Dollar extrem überbewertet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dollar-Aufwertung übertrieben

In den letzten Zyklen wertete der US-Dollar zumeist im Vorfeld einer Zinswende auf, gab aber im Anschluss einen Teil seiner Gewinne wieder ab. In vergangenen Dollar-Haussen war jedoch der US-Renditevorteil wesentlich ausgeprägter als der Aktuelle. Andere Bewertungsindikatoren wie Kaufkraftparitäten oder reale Wechselkursindizes mahnen ebenfalls zur Vorsicht. Nachdem der US-Dollar 2008 bzw. 2011 noch stark unterbewertet war, ist die Währung nun handelsgewichtet deutlich, gegenüber dem Euro sogar stark, überbewertet. Die euphorische Stimmung zeigt sich ebenso im extrem hohen Ausmaß spekulativer Positionen auf den US-Dollar, was eher als Kontraindikator zu werten ist.

Die tatsächliche Zinswende könnte dem Greenback nur noch einen temporären Schub geben. Gleiches gilt für neue Euro-Turbulenzen aufgrund von Griechenland. Das Kaufprogramm der EZB sollte nicht überschätzt werden, schließlich holen die Europäer nur nach, was die Fed bereits vorgelegt hat. Die sich spürbar verbessernde Konjunktur in der Eurozone wird zwar kein frühzeitiges Ende der EZB-Käufe zur Folge haben. Jedoch sinkt schon der Handlungsdruck auf die Notenbank, weitergehende Maßnahmen zu ergreifen. Der Wachstumsvorsprung der USA reduziert sich somit auch seitens der Eurozone. Es spricht einiges dafür, dass der US-Dollar jüngst der Realität enteilt ist und zu stark aufgewertet hat. Deshalb ist im Jahresverlauf mit einer merklichen Gegenbewegung zu rechnen, die den Euro-Dollar-Kurs bis auf 1,20 führen kann.

Ulf Krauss

## Renten: Renditen auf Tauchstation

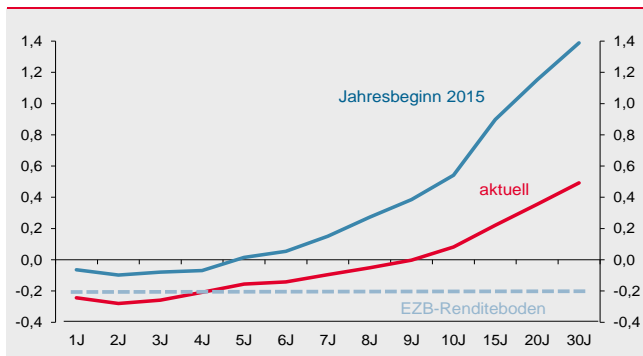
Die Rentenkurse kletterten zuletzt auf neue historische Höchststände. Immer größere Teile der Zinskurve sind unter Wasser. Die Rendite 9-jähriger Bundesanleihen erreichte erstmals negatives Terrain. Notenbankchef Mario Draghi macht sich über etwaige Preisblasen an den Anleihemärkten bislang keine Sorgen. Dies liegt wohl auch daran, weil er herkömmliche Maßstäbe klassischer Immobilien- und Aktienmarktblasen anlegt. In der Tat sind einige typische Symptome einer Übertreibung, wie die Zunahme kreditfinanzierter Spekulationen, bisher nicht auszumachen. Es sei denn, man sieht die EZB als „Mega-Investor“ an, der seine Bilanzsumme auf Pump ausweitet. Trügerische Sicherheit gibt wohl auch die Tatsache, dass Rentenpapiere, insbesondere Staatsanleihen, inzwischen umfänglich administrierten Vorgaben unterworfen sind: Beeinflusste die Geldpolitik früher durch das Leitzinsniveau vor allem kurze Laufzeiten, bestimmt sie durch das Ankaufprogramm nun auch direkt die Renditen ultralanger Laufzeiten. Steuert die Inflation eines Tages wieder höhere Levels im Bereich der 2 %-Marke an, wird es aber vor allem für diese Laufzeitenbereiche bewertungstechnisch eng.

Inflation „erholt“ sich

Im März hat sich der Rückgang der Teuerung im Euroraum weiter verlangsamt. Die Jahresrate erhöhte sich von -0,3 % auf -0,1 %. Ausschlaggebend war die Aufwärtsbewegung bei den Energiepreisen. Die Kernrate gab hingegen infolge langsamer zunehmender Dienstleistungspreise leicht auf 0,6 % nach. Die Belebung der Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie der schwache Euro stützen die Teuerung. Das Thema Deflation wird damit nicht mehr ganz so heiß gekocht wie zu Jahresbeginn. Die extrem expansive Geldpolitik der EZB hilft die Inflationserwartungen zu stabilisieren. Zwar bleibt die Lohnpolitik in der Peripherie aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit weiterhin zurückhaltend. Bei schwacher Produktivitätsentwicklung steigen aber trotzdem die Lohnstückkosten. Das Inflationstief sollte im Januar ausgelotet worden sein. Bis Jahresende dürfte die Teuerung wieder Bereiche um die 1 %-Marke erreichen.

### Erstmals negative Renditen bei 9-jährigen Anleihen

Renditen Bundesanleihen, %

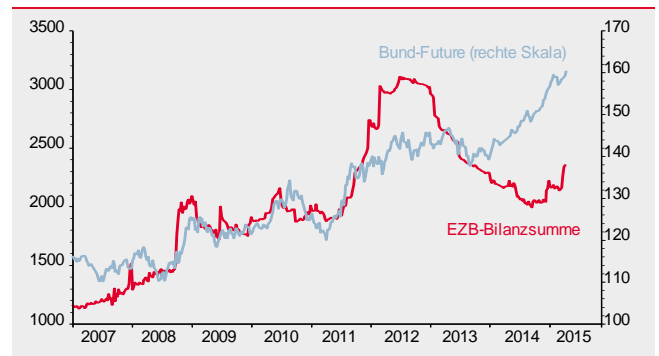


Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### EZB-Bilanz dreht – neue Kurshöchststände bei Bunds

Mrd. Euro

Indexpunkte



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unspektakulärer QE-Start

Mit einem nach Angaben der EZB „problemlosen Start in das Ankaufprogramm (QE)“ wurde zuletzt der Eindruck erweckt, dass genügend Anleihematerial auf dem Markt sei. Im Zeitraum vom 9. März bis zum 4. April hat die EZB im Rahmen ihres Kaufprogramms Anleihen im Volumen von rund 62 Mrd. Euro erworben. Die Abgabebereitschaft ausländischer Anleger ist aufgrund der monatelangen Euro-Schwäche als relativ hoch einzustufen. Zudem halten wohl Anleger aufgrund ihrer Vorgaben Abstand von negativ verzinsten Papieren. Während Mario Draghi die jüngste Konjunkturbelebung mit QE in Verbindung bringt, bleiben Zweifel sowohl an der langfristigen Wirksamkeit als auch am Risikopotenzial der Maßnahmen bestehen. Die EZB hat sich in eine geldpolitische Ecke manövriert, aus der man angesichts wachsender Zinssensitivität der Volkswirtschaft nicht so leicht herauskommt. Die Markterwartungen tendieren unter diesem Eindruck immer stärker in Richtung „nie mehr steigende Zinsen“. Damit wächst mittel- bis langfristig aber das negative Überraschungspotenzial.

Markus Reinwand, CFA

## Aktien: Saisonale Schwächephase voraus

Nach einem fulminanten ersten Quartal, in dem der DAX einen Gesamtertrag von 22 % verbuchen konnte, scheint Aktien erst einmal die Puste auszugehen. Jüngsten Umfragen zufolge haben Anleger das Ausmaß ihrer Aktienübergewichtung zuletzt etwas reduziert. Allein schon der deutliche Abstand zur 200-Tage-Linie von derzeit rund 20 % signalisiert eine technische Überhitzung. Schwerer wiegt aber die Divergenz zwischen Kursanstieg und Konjunktorentwicklung. Zwar überraschten die Wirtschaftsindikatoren aus dem Euroraum in den vergangenen Monaten überwiegend positiv. Der markante Anstieg der Konjunkturstimung scheint die Dynamik der Erholung jedoch zu überzeichnen. Schließlich waren die deutschen Auftragseingänge zum zweiten Mal in Folge leicht rückläufig. Dies ist insofern von Bedeutung, da sich in den vergangenen Monaten die Schere zwischen DAX und Auftragseingängen immer weiter geöffnet hat. Dass sich diese „Erwartungslücke“ durch eine markante Beschleunigung des Wachstums schließt, ist wenig wahrscheinlich.

Den fundamentalen Gegebenheiten entteilt

So wie deutsche Standardwerte 2011 nach unten übertrieben hatten, überschießen sie derzeit nach oben. Immerhin legte der DAX seit dem Zwischentief im Oktober 2014 zeitweilig gut 44 % zu. Der Kursanstieg ging allerdings nicht mit einer nennenswerten Verbesserung der Unternehmensgewinnperspektiven einher, sondern fast ausschließlich mit einer Ausweitung der Bewertung. Dies zeigt sich anhand verschiedener Bewertungsindikatoren, die inzwischen langjährige Höchststände erreicht haben. Auf Basis der gängigsten Kennziffern (Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis und Dividendenrendite) sind Aktien deutlich teurer als während der vergangenen zehn Jahre. Selbst 2007, vor dem Ausbruch der Finanzkrise, waren Aktien günstiger. Nur auf dem Höhepunkt der New Economy-Blase im Jahre 2000 wurde deutlich mehr bezahlt als derzeit.

### Hohe Bewertung mahnt zur Vorsicht

Abweichung vom Mittel in Standardabweichungen

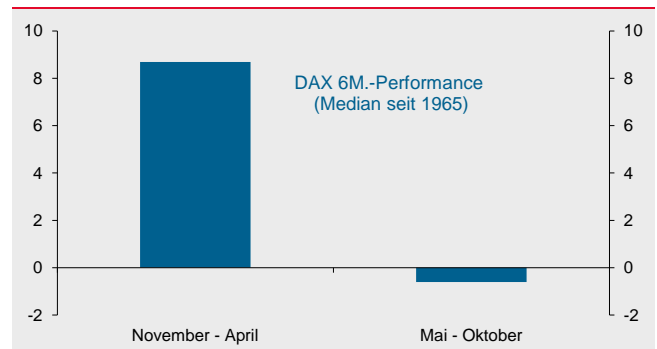
Index



\* Mittelwert aus z-standardisiertem KGV, KCV, KBV und Kehrwert der Dividendenrendite auf Basis der 12M.-Konsensschätzungen  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### „Sommerhalbjahr“ traditionell schwach

%



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gewinne mitnehmen

Eine Korrektur in den kommenden Monaten wäre daher alles andere als überraschend. Der genaue Zeitpunkt ist allein auf Basis fundamentaler Indikatoren aber kaum zu erwischen. Neben ausgesprochen hohen Bewertungen und technischer Überhitzung mahnt jedoch auch das saisonale Muster bei Aktien zur Vorsicht. Rückrechnungen bis zum Jahr 1965 zeigen, dass der DAX im Zeitraum von Mai bis Oktober eine signifikant niedrigere Performance aufweist als zwischen November und April. Ähnliche Saisonmuster weisen im Übrigen auch die meisten anderen Aktienindizes auf. Saisonales Timing ist zwar kein Allheilmittel und sollte daher nie die alleinige Grundlage für Anlageentscheidungen sein. Wenn aber – wie in diesem Jahr – auch eine Reihe anderer Argumente für eine vorsichtigeren Positionierung bei Aktien sprechen, erscheint es durchaus sinnvoll gemäß der alten Börsenregel „Sell in May and go away“, zumindest einen Teil des Vermögens von Aktien in Liquidität umzuschichten. Zwar ist damit im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld kaum Rendite zu erzielen. Immerhin ist aber der Nominalkapitalerhalt gewährleistet. ■