



## Wechselhaft

<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 15 mit Prognosen .....	3
<b>2 Im Fokus.....</b>	<b>4</b>
2.1 Renten: Zwischen Hammer und Amboss .....	4
2.2 Unternehmensanleihen: Primärmarkt mit starkem Jahresauftakt.....	5
<b>3 Charttechnik .....</b>	<b>6</b>
<b>4 Prognosetabelle .....</b>	<b>7</b>

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

HERAUSGEBER  
 Dr. Gertrud R. Traud  
 Chefvolkswirt/  
 Leitung Research

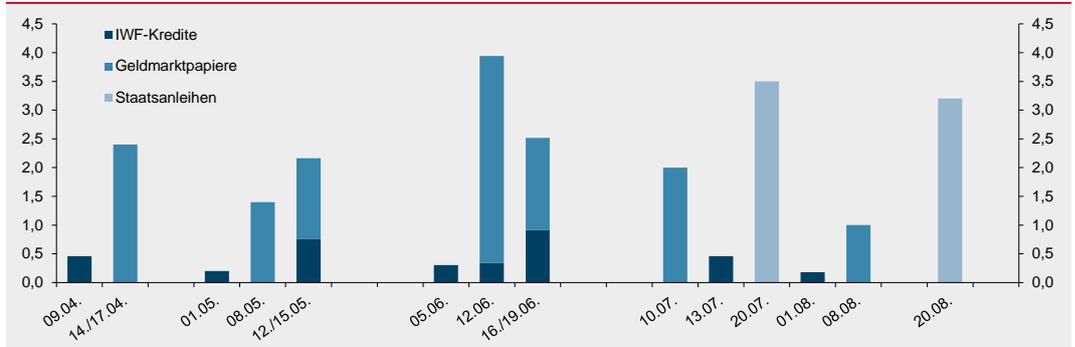
Helaba  
 Landesbank  
 Hessen-Thüringen  
 MAIN TOWER  
 Neue Mainzer Str. 52-58  
 60311 Frankfurt am Main  
 Telefon: 0 69/91 32-20 24  
 Telefax: 0 69/91 32-22 44

## 1 Die Woche im Überblick

### 1.1 Chart der Woche

#### Griechenland: Wie lange reicht das Geld?

Fälligkeiten des griechischen Staates, Mrd. Euro nach Kalenderwoche und Fälligkeitstag



Quellen: Bloomberg, IWF, 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.

Eine weitere Woche ohne belastbare Verhandlungsergebnisse zwischen Griechenland und seinen Kreditgebern geht zu Ende. Eine detaillierte Reformliste wie auch die Verabschiedung einzelner Maßnahmen durch das Parlament stehen immer noch aus. Dabei wird die Zeit knapp, braucht doch das südeuropäische Krisenland dringend zusätzliche Gelder. Schon die Rückzahlung von rund 450 Mio. Euro an den IWF Mitte kommender Woche ist fraglich, in der folgenden Woche sind sogar 2,4 Mrd. Euro kurzfristiger Geldmarktpapiere zu rollen. Die geplante Reise von Regierungschef Tsipras am 8. April nach Moskau dürfte kaum zu einem Geldsegen noch vor dem griechischen Osterfest führen. Selbst eine Freigabe ausstehender Mittel aus dem laufenden europäischen Hilfsprogramm würde nur vorübergehend Luft verschaffen. Um einem Staatsbankrott zu entgehen, wäre spätestens im Sommer ein weiteres Hilfsprogramm für Griechenland in zweistelliger Milliardenhöhe nötig. Die Diskussion um einen „Grexit“ oder gar einen unvorhergesehenen „Graccident“ dürfte also andauern.

## 1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Ein fulminantes erstes Quartal an den Finanzmärkten ist beendet: Der DAX kletterte um mehr als 20 % auf ein neues Allzeithoch, die Rendite zehnjährige Bundesanleihen drittelte sich und fiel auf ein Rekordtief. Der Euro erlitt gegenüber dem US-Dollar den größten Quartalsverlust seit seiner Einführung. Mario Draghi lässt grüßen! Diese Trends setzten sich auch in der abgelaufenen Woche fort. Im Gegensatz zu den Bund-Renditen, die zeitweise auf ein neues Tief von 15 Basispunkten fielen, konnte der DAX keine neue Bestmarke verbuchen. In den USA stagnierten hingegen die Aktienindizes bislang in diesem Jahr. Dies spiegeln auch die Konjunkturdaten wider, die zuletzt deutlich divergierten. Während sich die Stimmungsindikatoren aus der Eurozone zunehmend aufhellten, trübt sich die wirtschaftliche Lage in den USA eher ein. So lag im März der Einkaufsmanagerindex im Verarbeitenden Gewerbe der Eurozone höher als sein US-Pendant, was seit 2009 nur viermal vorkam. Ob aber die konjunkturelle Entwicklung aktuell wirklich großen Einfluss auf die Finanzmärkte besitzt, ist ohnehin fraglich.

In der Berichtswoche werden von den zu veröffentlichenden Indikatoren ebenfalls wenig Impulse ausgehen – mangels wichtiger Daten. Aus Deutschland stehen zumindest die Auftragseingänge sowie die Industrieproduktion an. So könnten einmal mehr politische Ereignisse die Märkte bewegen. Griechenland muss einen fälligen IWF-Kredit bedienen. Ob das Land die Rückzahlung leisten kann bzw. möchte, ist noch nicht gesichert. Die Gespräche mit den Kreditgebern ziehen sich weiter hin, eine Lösung zeichnet sich nicht ab. Während die Debatte an den Aktienmärkten bislang kaum eine Rolle spielt, hat dies den Euro schon belastet. Eine Einigung in den Atomverhandlungen mit dem Iran könnte den Rohölpreis drücken, ein Scheitern dagegen Auftrieb geben. Der Konflikt im Jemen gab dem Ölpreis nur kurzzeitig einen Schub. Die Geldpolitik ist ebenfalls als Faktor zu beachten. Die Bank of England wird auf ihrer anstehenden Sitzung wahrscheinlich keine Veränderung vornehmen. Allerdings werden sich einige US-Notenbanker zu Wort melden. Angesichts unklarer Vorgaben dürften sich die Finanzmärkte in der näheren Zukunft eher wechselhaft entwickeln. Nach den heftigen Kursausschlägen im ersten Quartal sollten aber Gegenbewegungen nicht überraschen, aus denen auch mehr als technische Marktkorrekturen werden können.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller			
	31.12.2014	26.03.2015	Stand*	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
	(in %)		Index			
DAX	22,4	1,3	12.001	10.300	10.300	10.500
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	-6	0	0,02	0,05	0,05	0,05
3M USD Libor	2	0	0,27	0,70	0,90	1,20
10 jähr. Bundesanleihen	-37	-5	0,17	0,30	0,50	0,50
10 jähr. Swapsatz	-25	-2	0,56	0,70	0,85	0,85
10 jähr. US-Treasuries	-31	-13	1,86	2,50	2,60	2,60
	(jew eils gg. Euro, %)		(jew eils gg. Euro)			
US-Dollar	12,4	1,1	1,08	1,10	1,15	1,20
Japanischer Yen	12,4	0,6	129	134	136	138
Britisches Pfund	6,9	0,9	0,73	0,75	0,76	0,77
Schweizer Franken	15,6	0,7	1,04	1,10	1,10	1,10
	(in %)					
Brentöl \$/B	-0,4	-3,5	57	68	72	75
Gold \$/U	1,6	-0,1	1.204	1.100	1.200	1.250

\*Schlusskurse vom 01.04.2015

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 1.3 Finanzmarktkalender KW 15 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
<b>Ostermontag, 06.04.2015</b>						
14:30	US		New York Fed Präsident Dudley			
16:00	US	Mrz	ISM-Index außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes	<b>56,0</b>	56,6	56,9
<b>Dienstag, 07.04.2015</b>						
11:00	EZ	Feb	Erzeugerpreise % m/m % y/y	<b>0,9</b> <b>-2,2</b>	k.A. k.A.	-0,9 -3,4
14:50	US		Minneapolis Fed Präsident Kocherlakota			
<b>Mittwoch, 08.04.2015</b>						
08:00	DE	Feb	Auftragseingänge % m/m, s.a. % y/y, s.a.	<b>1,4</b> <b>0,5</b>	1,5 k.A.	-3,9 -0,1
11:00	EZ	Feb	Einzelhandelsumsätze % m/m, s.a. % y/y, s.a.	<b>0,1</b> <b>3,0</b>	k.A. k.A.	1,1 3,7
15:30	US		New York Fed Präsident Dudley			
20:00	US		FOMC Minutes			
<b>Donnerstag, 09.04.2015</b>						
08:00	DE	Feb	Industrieproduktion % m/m, s.a. % y/y, s.a.	<b>0,0</b> <b>0,5</b>	0,1 k.A.	0,6 0,9
08:00	DE	Feb	Handels-/Leistungsbilanz, Mrd. €, n.s.a.	<b>k.A.</b>	k.A.	15,9
13:00	UK		Bank of England Zinsentscheid; %	<b>0,5</b>	0,5	0,5
14:30	US	04. Apr	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	<b>290</b>	k.A.	k.A.
<b>Freitag, 10.04.2015</b>						
14:30	US		Richmond Fed Präsident Lacker			
18:20	US		Minneapolis Fed Präsident Kocherlakota			

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2 Im Fokus

### 2.1 Renten: Zwischen Hammer und Amboss

Der Start des „Quantitative Easing“ verlief relativ unspektakulär. Die Renditeniveaus konnten in etwa gehalten werden. Gleichwohl stehen viele Anleger vor unangenehmen Entscheidungen.

Im März hat sich der Rückgang der Teuerung im Euroraum weiter verlangsamt. Die Jahresrate stieg von -0,3 % auf -0,1 % an. Verantwortlich war insbesondere die Aufwärtsbewegung bei den Energiepreisen. Die Kernrate sank hingegen infolge sich langsamer erhöhender Dienstleistungspreise leicht auf 0,6 %. Das Thema Deflation wird gleichwohl nicht mehr ganz so heiß gekocht wie zu Jahresbeginn. Die Normalisierung der Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie der schwache Euro stützen die Teuerung. Die extrem expansive Geldpolitik der EZB hilft die Inflationserwartungen zu stabilisieren. Dies dürfte einer der Faktoren gewesen sein, die bislang ein Abrutschen unter die 0 %-Renditemarke bei 10-jährigen Bunds verhindert haben. Ein anderer dämpfender Einfluss dürfte der unspektakuläre Start des erweiterten Ankaufprogramms gewesen sein. Im Zeitraum vom 9. bis zum 27. März hat die EZB Anleihen im Volumen von 41 Mrd. Euro erworben. Sie hat damit nach eigenen Angaben vergleichsweise problemlos zwei Drittel des Monatskontingents von 60 Mrd. Euro eingesackt. Für etwas Druck auf die Renditen sorgten zuletzt eher schwache US-Konjunkturdaten.

Ulf Krauss  
Tel.: 0 69/91 32-47 28

Inflation hat Tief  
ausgelotet

#### Bodenbildung bei Inflationserwartungen

Langfristige Inflationserwartungen\*, %



\* abgeleitet anhand inflationsindexierter Anleihen  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Renditen steuern auf Euro-Einheitszins zu

Rendite 5-jähriger Staatsanleihen, %



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Während Mario Draghi die jüngste Konjunkturbelebung mit QE in Verbindung bringt, halten sich auch innerhalb des EZB-Rats die Zweifel sowohl an der langfristigen Wirksamkeit als auch am Gefahrenpotenzial der Maßnahmen. Die Markterwartungen tendieren mittlerweile immer stärker in Richtung „nie mehr steigende Zinsen“. Der jüngste Renditerückgang 30-jähriger Bundesanleihen auf 0,6 % macht dies sichtbar. Und in der Tat hat sich die EZB durch ihren extremen Kurs in eine geldpolitische Ecke manövriert, aus der sie angesichts wachsender Zinssensitivität der Volkswirtschaften nicht mehr so leicht herauskommt.

Anleger in Bedrängnis

Die Auswirkungen der EZB-Geldpolitik auf das Anlegerverhalten sind bereits spürbar. Indes dürfen wir erst am Anfang eines Prozesses stehen, der wohl den kritischsten Teil des geldpolitischen Experiments, das von der EZB auch als „new normal“ verkauft wurde, darstellt. Wie normal die Entwicklungen verlaufen ist jedoch fraglich. Konservative Anleger stehen vor zwei grundsätzlichen Alternativen: Qualitätsanleihen trotz Niedrig- bzw. Negativzins die Treue halten oder ins Risiko zu gehen. Letzteres ist durchaus im Sinne der EZB, die Investitionen in der Realwirtschaft ankurbeln will. Das Beispiel von Versicherungsunternehmen, die sich Infrastrukturportfolios zulegen, zeigt, dass der Ansatz einerseits nicht ins Leere läuft. Andererseits weisen die Kurssprünge bei Aktien, High-Yield-Anleihen und Schwellenländer-Bonds auf erhebliche Gefahren hin. Strömt viel Kapital in enge Märkte, führt dies zu erheblichen Kursübertreibungen. Die später folgenden Korrekturen bergen ein hohes Risiko für die Finanzmarktstabilität.

Ulrich Kirschner, CFA.  
Tel.: 0 69/91 32-28 39

## 2.2 Unternehmensanleihen: Primärmarkt mit starkem Jahresauftakt

In den ersten drei Monaten des Jahres wurden so viele Euro-Unternehmensanleihen emittiert wie zuletzt 2009. Insbesondere steigende M&A-Aktivitäten sowie die weiterhin extrem expansive Geldpolitik könnten für eine Fortsetzung des Emissionsreigens sorgen.

Q1-Emissionsvolumen  
nahe Rekordwert  
von 2009

Während (nicht nur) Sturmtief „Niklas“ hierzulande noch keine rechten Frühlingsgefühle aufkommen lässt, steht der Primärmarkt für Euro-Unternehmensanleihen schon in voller Blüte. Nach Analysen der Helaba<sup>1</sup> haben Gesellschaften außerhalb des Finanzsektors in den ersten drei Monaten 2015 bereits üppige 117 Mrd. EUR eingesammelt. Besonders im Februar und März schoss das Volumen neuer Corporate Bonds in die Höhe. Ein zum Jahresbeginn typischerweise hoher Anlagebedarf, insgesamt gute Unternehmenszahlen, günstige Konjunkturindikatoren und die weiterhin ultra-lockere Geldpolitik boten einen guten Nährboden, den Emittenten querbeet durch alle Ratingklassen gerne nutzten. Allen voran Unternehmen aus den USA machten von den nahezu idealen Vegetationsbedingungen Gebrauch: Knapp ein Viertel des Marktvolumens floss an Konzerne jenseits des Atlantiks – das ist fast so viel, wie Deutschland und Frankreich zusammen auf sich vereinen konnten. Diese Entwicklung dürfte nicht nur an der steigenden Zinsdifferenz in den beiden Währungsräumen liegen. Auch bei den Übernahmeaktivitäten, derzeit einer der Haupttreiber des Kapitalbedarfs der Unternehmen, hatten Gesellschaften aus Nordamerika bislang die Nase vorne.

### Rekordverdächtiges Emissionsvolumen

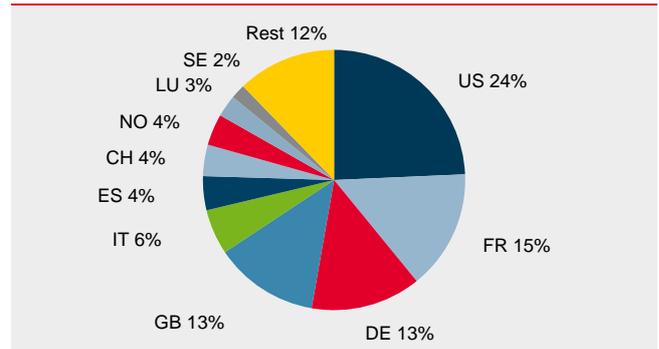
Neu emittierte EUR-Corporate Bonds in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft/Research

### US-Unternehmen gewinnen an Bedeutung

Emissionstätigkeit nach Herkunftsland (Aufteilung nach Volumen), Anteil in %



Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft/Research

Trend zu  
langen Laufzeiten

Mittlerweile schließen offensichtlich zahlreiche Unternehmen nicht mehr aus, dass das Klima an den Bondmärkten mittelfristig wieder rauer wird. Nicht von ungefähr konnte das Angebot an Nachrang-Instrumenten im ersten Quartal weiterhin gut gedeihen. Zudem versuchten zahlreiche Schuldner, sich die derzeit historisch günstigen Finanzierungsbedingungen möglichst lange zu sichern. Entsprechend lag der Anteil neuer Anleihen mit Laufzeiten von mehr als sieben Jahren bei über 50 %. Dass die Bäume nach Meinung vieler Unternehmen nicht in den Himmel wachsen, zeigt sich auch im Bereich der besseren Bonitäten: So deckten sich gerade Emittenten aus dem ‚AA‘ bzw. ‚A‘-Segment in den ersten drei Monaten des Jahres großvolumig ein und hieften die Quote dieser Ratingklassen am Gesamtvolumen auf 38 %. Die vorteilhafte Großwetterlage dürfte wohl noch eine ganze Zeit anhalten. Da viele Banken aus regulatorischen Gründen weiterhin Risikoaktiva abbauen, besitzt die Kapitalmarktfinanzierung nach wie vor eine hohe Bedeutung. Auch am günstigen Zinsumfeld wird sich vermutlich nicht so schnell etwas ändern. Möglicherweise bringt die EZB mit dem Ankauf von Unternehmensanleihen im Jahresverlauf ja sogar noch zusätzlichen Dünger aus. Insofern stehen die Chancen gut, dass sich der Emissionsreigen fortsetzt. Dennoch dürfte der Kapital- und Refinanzierungsbedarf der meisten Unternehmen angesichts des labilen Konjunkturmilieus allmählich an seine Grenzen stoßen. Ob die Anleger auf dem derzeitigen Preisniveau bereit sind, zunehmend riskante Credits zu zeichnen, bleibt abzuwarten. Vielleicht ist ja der österreichische Schriftsteller Peter Rosegger ein guter Ratgeber, wenn er schreibt: „Kein Aprilwetter schlägt so rasch um wie die Stimmung der Menge.“

<sup>1</sup> Siehe „Primärmarkt-Update EUR-Corporates“ vom 2. April 2015

### 3 Charttechnik

#### Bund-Future: Wie lange hält der Trend?



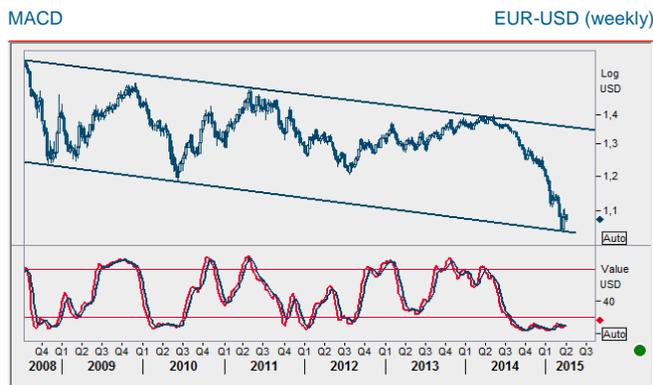
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	159,21	159,55	160,00
Unterstützungen:	158,05	157,46	156,15

Der seit Dezember bestehende Aufwärtstrend hat trotz mehrfacher Tests gehalten. Die Unterstützungslinie verläuft heute bei 158,76. Die Indikatoren im Tageschart zeichnen ein gemischtes Bild. Demgegenüber zeigt der Wochenchart mit intakten Verkaufssignalen Risiken auf. Sollte der Aufwärtstrend auf Tagesschlusskursbasis unterschritten werden, finden sich Unterstützungen bei 158,35 und 158,05. Das erste Retracement des Aufwärtsimpulses liegt bei 156,15. Widerstände sind am bisherigen Kontraktthoch bei 159,55 und 160,00 anzutreffen.

Ulrich Wortberg (Tel.: 069/9132-1891)

#### Euro: Erholungsphase beendet?



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,0948	1,1052	1,1098
Unterstützungen:	1,0648	1,0500	1,0456

Zwar ist es dem Euro gelungen, sich oberhalb der Unterstützungslinie des im Jahr 2008 etablierten Abwärtstrendkanals zu halten, dennoch scheint die Erholungsphase schon wieder beendet zu sein. So war es dem Euro nicht möglich, sich oberhalb der Marke von 1,10 zu halten. Im Tageschart drehen die Trendfolger schon wieder nach unten. Daher scheinen Hoffnungen auf eine Trendwende verfrüht zu sein. Entscheidend auf der Unterseite sind die Marken um 1,0650 und 1,0500, Widerstände zeigen sich bei 1,0950 und 1,1052.

Ulrich Wortberg (Tel.: 069/9132-1891)

#### DAX: Trading-Range intakt



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	12.080	12.160	12.219
Unterstützungen:	11.920	11.836	11.702

Aktuell befindet sich der DAX innerhalb einer Schiebezone mit den Begrenzungen bei 12.219 Zählern auf der Ober- und 11.613 Zählern auf der Unterseite. Bemerkenswert ist, dass letztgenannte Marke nahezu dem 38,2%-Fibonacci-Retracement entspricht, wodurch die Bedeutung der Unterstützung unterstrichen wird. Darüber hinaus fällt auf, dass die Schwungkraft des Index derzeit sukzessive nachlässt, was auch durch die in Richtung Süden drehenden Indikatoren zum Ausdruck kommt. Damit sind kurzfristig die Risiken im Verhältnis zu den Chancen höher zu gewichten.

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 Prognosetabelle

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

p = Prognose; \* kalenderbereinigt

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