



## Liquiditätsspritze wirkt nach

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:

Claudia Windt

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

- Wegen Griechenlands Umschuldung sowie der weiteren Liquiditätsinfusion seitens der EZB geriet die Erholung des **Euro-Dollar-Kurses** ins Stocken. Das Ausbleiben zusätzlicher Notenbankaktionen und nachlassende Krisenängste dürften dem Euro einen neuen Schub geben.
- Der Weg zu normalen Verhältnissen bei europäischen **Renten** ist lang und beschwerlich. Phasen der Hoffnung einer Überwindung der Schuldenkrise werden immer wieder von Zweifel unterbrochen. Bundesanleihen als „Versicherung“ gegen den Niedergang der Währungsunion könnten sich gleichwohl als sehr teuer erweisen.
- Nach dem rasanten Kuranstieg der vergangenen Monate tanken **Aktien** derzeit Kraft für die nächste Etappe. Für weiter steigende Aktiennotierungen sprechen sich erholende Konjunktur- und Gewinnerwartungen sowie eine sehr lockere Geldpolitik.

## Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand*	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012
	Jahresultimo	Vormonat				
	(jeweils gg. Euro, %)		(jeweils gg. Euro)			
US-Dollar	-1,4	0,8	1,31	1,30	1,35	1,40
Japanischer Yen	-6,5	-4,2	107	102	106	112
Britisches Pfund	-0,2	0,4	0,84	0,85	0,87	0,88
Schweizer Franken	1,0	0,4	1,21	1,20	1,25	1,25
	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	13,1	-1,2	6.671	6.900	7.200	7.500
Euro Stoxx 50	6,2	-2,1	2.461	2.550	2.750	2.850
Dow Jones	5,1	-0,4	12.837	13.000	13.500	13.700
Nikkei 225	13,3	6,2	9.576	9.700	10.300	10.500
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	-45	-17	0,91	1,10	1,10	1,10
3M USD Libor	-11	-4	0,47	0,40	0,40	0,40
10j. Bundesanleihen	-6	-21	1,77	1,90	2,30	2,50
10j. Pfandbriefe	-13	-20	2,46	2,80	3,00	3,20
10j. US-Treasuries	10	-1	1,98	2,00	2,40	2,60

\* 07.03.2012

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

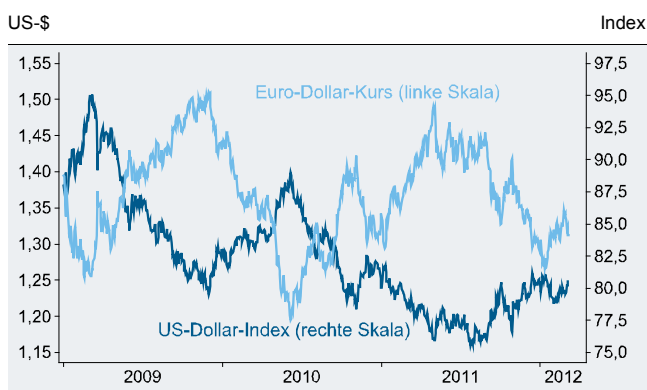
## Devisen: Euro-Erholung setzt sich nach Atempause fort

Die Erholung des Euro ist ins Stocken geraten. Nachdem der Euro-Dollar-Kurs fast bis auf 1,35 kletterte, setzte ein Rücksetzer bis auf 1,31 ein. Weiterhin bewegt das Auf und Ab der europäischen Schuldenkrise die Gemeinschaftswährung. Die Fort- und Rückschritte bei der Umschuldung Griechenlands stützten oder belasten den Euro. Der zweite, noch umfangreichere Drei-Jahres-Tender blähte die Bilanzsumme der EZB bzw. die Geldbasis des Euro weiter auf. Wie bereits nach dem ersten Langfristtender um den Jahreswechsel schwächt dies den Euro in einer ersten Reaktion. Im Januar setzte erst mit einer Verzögerung, bedingt durch nachlassende Risikoprämien in der Euro-Peripherie, der Anstieg des Euro-Dollar-Kurses ein.

Fed hält sich zurück

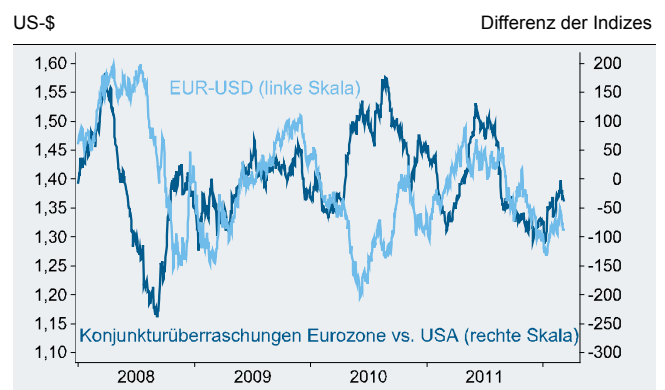
Aus den USA kamen keine klaren Impulse. Das positive konjunkturelle Überraschungsmomentum ließ etwas nach. Der grundlegende Trend eines soliden Wirtschaftswachstums hält jedoch an. US-Notenbankchef Bernanke gab im Kongress daher auch keine Signale hinsichtlich neuer expansiver Maßnahmen. Damit ist die Neuaufgabe eines Kaufprogramms der Federal Reserve für Staatsanleihen oder andere Wertpapiere derzeit unwahrscheinlich. Dies stützt den Greenback. Auf der anderen Seite wirkt die Fed-Ankündigung dauerhaft niedriger Leitzinsen gegenteilig. Damit kommen die wesentlichen Impulse für den Euro-Dollar-Kurs wohl weiter aus Europa.

### Nur temporärer Rückschlag für den Euro



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Konjunkturelle Impulse drehen zu Gunsten des Euro



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ausbleiben neuer EZB-Maßnahmen hilft dem Euro

Die EZB wird vermutlich wieder eine Warteposition einnehmen. Die Inflation ist erhöht, vom Wachstum in der Eurozone gibt es einige freundlichere Anzeichen. Weitere Leitzinssenkungen sind nicht zu erwarten. Zusätzliche quantitative Maßnahmen sind vorerst unwahrscheinlich, da die Geldversorgung nach dem neuen Langfristtender mehr als ausreichend ist. Die rasant angestiegene Geldbasis sollte sich in den nächsten Monaten sukzessive zurückbilden. Die hohe Liquidität wird wohl allmählich in die Märkte fließen, wovon insbesondere die Peripherieanleihen profitieren. Sinkende Risikoaufschläge dort und eine allgemein wachsende Risikoneigung an den Finanzmärkten begünstigen den Euro, der sichere Anlagehafen US-Dollar wird weniger gefragt sein. Auch das konjunkturelle Momentum entwickelt sich inzwischen negativer für die US-Währung. Zudem befindet sich die Eindeckung von Euro-Leerverkaufspositionen noch in einer Frühphase. Wenn die griechische Umschuldung verarbeitet ist, dürfte der Euro-Dollar-Kurs seine Erholung wieder aufnehmen und auf zumindest 1,40 ansteigen.

Der Japanische Yen gab 2012 sowohl gegenüber US-Dollar als auch Euro nach. Eine expansivere Geldpolitik in Japan und schwächere Außenhandelsdaten begründen die Yen-Abwertung. Der Zinsnachteil des Yen gegenüber dem US-Dollar wird indes in den nächsten Monaten vergleichsweise niedrig bleiben, was gegen einen merklichen Anstieg im Dollar-Yen-Kurs spricht. Die Kaufprogramme der Bank of England werden das Britische Pfund gegenüber dem Euro belasten. Der Schweizer Franken hält sich gegenüber dem Euro weiter stabil.

Ulf Krauss

## Renten: Langer Weg zu normalen Verhältnissen

Bundesanleihen ein  
(reales) Verlustgeschäft

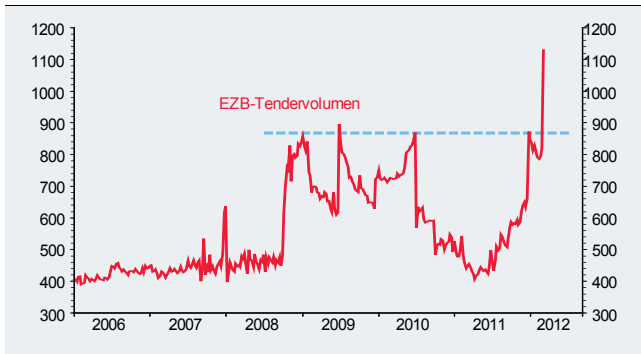
Die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit der quasi-Pleite Griechenlands sowie die EZB-Liquiditätsspritzen festigten die deutschen Anleihekurse auf einem hohen Niveau. Die Rendite 10-jähriger Bunds schwankt seit einem halben Jahr um die Marke von 1,9 %. 5-jährige Bundesanleihen haben sich zuletzt im Bereich von 0,8 % eingependelt, 2-jährige bei einem Wert von 0,2 %. Angesichts eines langfristigen Inflationsdurchschnitts im Euroraum von rund 2 %, sind dies real bewertet sehr unattraktive Renditen. Aber die Sorge vor einem Auseinanderbrechen der Währungsunion treibt offenbar viel Kapital in den sicheren Hafen Deutschland. Einheimische Anleger meiden gleichzeitig ein Engagement im Euroraum. Zumindest in den letzten Monaten hätte sich das Wagnis jedoch gelohnt. Seit November ist die Durchschnittsrendite von Euro-Staatsanleihen um über einen Prozentpunkt gesunken.

Erhöhte Inflationserwartungen bremsen EZB

Entscheidenden Anteil an dieser Entwicklung hatte neben umfangreichen staatlicher Spar- und Reformanstrengungen vor allem die EZB. Durch die hohe Nachfrage bei den Drei-Jahres-Tendern ist das Volumen der geldpolitischen Offenmarktgeschäfte erstmals über die Marke von einer Billion Euro gestiegen. Der von rund 500 auf 800 Banken gestiegene Abnehmerkreis ist jedoch ein klarer Hinweis darauf, dass der Langfristtender der Rolle eines reinen Kriseninstrumentes entwachsen ist. Ein zu häufiger Gebrauch könnte die Waffe möglicherweise stumpf werden lassen. Auch sind Nebenwirkungen, wie ein Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen, zu beachten. Aufgrund der gestiegenen Energiekosten werden die Inflationsprognosen revidiert. Die Euro-Jahresdurchschnittsrate der Eurozone wird vermutlich auch 2012 und 2013 über der 2 %-Marke liegen. Die Inflationserwartungen der Verbraucher verharren folglich auf einem sehr hohen Niveau. Da gleichzeitig die Konjunkturerwartungen im Euroraum zuletzt drei Mal in Folge gestiegen sind, besteht nach alter EZB-Diktion ohnehin kein Spielraum mehr für Zinssenkungen.

### EZB stellt Rekordliquidität zur Verfügung

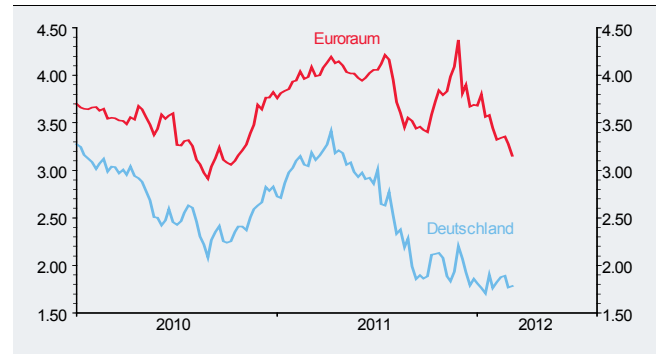
Haupt- und Langfristrefinanzierungsgeschäfte, Mrd. Euro



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Bundesanleihen auf unattraktivem Niveau

Renditen iBoxx-Staatsanleihen, alle Laufzeiten in %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Defensiv bleiben

Der Weg zu normalen Verhältnissen an den Kapitalmärkten scheint lang und beschwerlich zu werden. Phasen der Hoffnung werden immer wieder von Zeiten der Zweifel abgelöst. Die jetzt anstehende Entschuldung Griechenlands sorgt zwar für Unruhe, sollte letztendlich jedoch ein wichtiger Schritt hin zu mehr Stabilität sein. Einen weiteren Schuldenschnitt beispielsweise in Portugal kann sich Europa kurzfristig nicht leisten, ohne das Anlegervertrauen gänzlich zu verspielen. Die im Falle einer erneuten Zuspitzung der Krise aufkommende Frage über den Einsatz von Eurobonds dürfte hingegen das Vertrauen in Bundesanleihen untergraben. Die „Versicherung“ gegen den Zerfall der Währungsunion würde sich dann als sehr teuer erweisen. Das Chance-Risiko-Verhältnis ist damit ausgesprochen ungünstig. Etwas besser sieht die Bewertung bei deutschen Pfandbriefen aus. Nach dem jüngsten massiven Renditerückgang haben auch Euro-Staatsanleihen spürbar an Attraktivität eingebüßt. Unabhängig davon, in welchen Anleihesegment man sich engagiert, lange Laufzeiten sollten weiterhin gemieden werden.

## Aktien: Krafttanken für die nächste Etappe

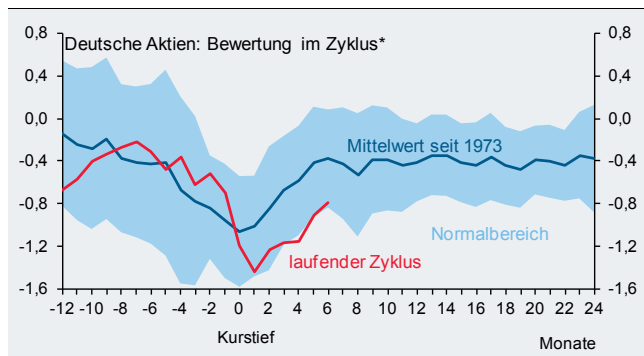
Gesunde technische  
Konsolidierung

Nach dem rasanten Kursanstieg der vergangenen Monate hat die Unsicherheit unter den Anlegern zuletzt wieder sichtbar zugenommen. Die implizite Aktienmarktvolatilität, die sich seit Herbst letzten Jahres deutlich zurückgebildet hatte, ist wieder angestiegen. Anscheinend haben die Marktteilnehmer enormen Respekt vor den zwischenzeitlich erreichten psychologisch wichtigen Marken bei den meistbeachteten Indizes (DAX: 7.000 Punkte, Dow Jones Industrials: 13.000 Punkte). Außerdem wird offenbar befürchtet, die Märkte könnten der realwirtschaftlichen Entwicklung schon zu weit vorausgeeilt sein.

Aktien nehmen aber grundsätzlich eine Konjunktur- und damit auch eine Gewinnerholung lange vorweg (ca. sechs Monate). Daher kommt es in der ersten Phase des Aktienzyklus auf Basis der aktuellen Gewinne regelmäßig zu einer höheren Bewertung. Verglichen mit früheren Zyklen ist der bisherige Anstieg der Bewertungsrelationen eher unterdurchschnittlich ausgeprägt. Auch verglichen mit den wichtigsten Anlagealternativen sind insbesondere deutsche und europäische Aktien derzeit noch günstig. Zwar hat sich die Risikoprämie gegenüber Staats- und Unternehmensanleihen bereits etwas zurückgebildet, sie bewegt sich jedoch nach wie vor auf einem erhöhten Niveau. Damit eröffnet sich weiterer Kursspielraum nach oben.

### Niedrige Bewertung eröffnet Kursspielraum ...

Anzahl Standardabweichungen

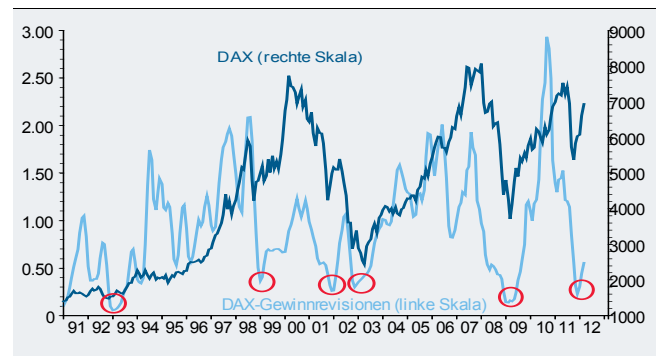


\* Mittelwert aus z-standardisiertem KGV, KCV, KBV und Kehrwert der Dividendenrendite

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### ... zumal negativer Revisionsdruck nachlässt

Verhältnis Herauf-/Herabstufungen



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schließlich hellt sich gegenwärtig die Konjunkturstimung weltweit auf. Während die US-Daten bereits seit Monaten per Saldo besser als erwartet ausfallen, überwiegen inzwischen auch in den Schwellenländern und der Eurozone die positiven Überraschungen. So drehen derzeit auch in den meisten europäischen Nachbarländern die Frühindikatoren nach oben. Während dieser Phase im Konjunkturzyklus ist die Dynamik am Aktienmarkt erfahrungsgemäß am höchsten. Dabei kommt es jedoch darauf an, dass die Gewinnerwartungen der Marktteilnehmer das Tief ausgebildet haben. Die Abwärtsdynamik bei den Revisionen der Gewinnprognosen für die kommenden 12 Monate hat ihren Höhepunkt bereits überschritten. Mit Ausnahme von 2001/02, als es nur zu einer Scheinblüte am Aktienmarkt kam, wirkte sich die Wende bei den Gewinnrevisionen sehr positiv auf Aktien aus.

Schwächephase zum  
Einstieg nutzen

Die fundamentalen Verhältnisse sprechen somit noch klar für Aktien: Den notwendigen Treibstoff liefern die Notenbanken mit ihrer ultralockeren Geldpolitik, auch wenn die EZB nach dem jüngsten Drei-Jahres-Tender ähnlich wie die US-Notenbank erst einmal in Warteposition gehen wird. Der Anstiegswinkel an den Aktienmärkten wird sich in den kommenden Monaten vermutlich abflachen. Das zyklische Potenzial von Aktien ist u.E. aber noch nicht ausgereizt. Unterinvestierte Anleger sollten Schwächephasen daher gezielt zum Ausbau von Aktienpositionen nutzen. ■