



Notenbanken als Stimmungsbremse

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 a. Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Neben klassischen Fluchtwährungen profitierte ausgerechnet der Euro von einem nervöseren Marktumfeld. Jedoch dürfte diese Aufwertung zeitlich begrenzt sein und der Euro-Dollar-Kurs wieder fallen, da letztlich die US-Notenbank im Gegensatz zur EZB die Zügel etwas straffen wird.
- Tendenziell bessere Konjunkturdaten aus dem Euroraum haben der Zinssenkungsfantasie den Boden entzogen. Auch aus den USA kam spürbarer Gegenwind. Nach deutlichen Kursverlusten im Mai ist zuletzt wieder etwas Ruhe bei deutschen Renten eingeleitet. Insgesamt hat das unvorteilhafte Chance-Risiko-Verhältnis allerdings Bestand.
- Diskussionen über einen künftig weniger expansiven Kurs der US-Notenbank haben zum Teil sichtbare Spuren bei Aktien hinterlassen. Derzeit sind die Wachstums- und Gewinnperspektiven noch zu fragil, um die nachlassende geldpolitische Fantasie auszugleichen.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand*	Q3/2013	Q4/2013	Q1/2014
	Jahresultimo	Vormonat				
	(jeweils gg. Euro, %)		(jeweils gg. Euro)			
US-Dollar	-1,3	-3,6	1,34	1,30	1,25	1,25
Japanischer Yen	-9,4	4,3	126	123	122	122
Britisches Pfund	-4,5	-0,7	0,85	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	-2,1	1,0	1,23	1,30	1,25	1,25
	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	7,9	-2,8	8.216	8.000	8.200	8.200
Euro Stoxx 50	2,5	-4,3	2.703	2.800	2.900	2.900
Dow Jones	15,8	-1,0	15.180	14.800	15.200	15.200
Nikkei 225	25,4	-15,2	13.033	14.000	14.500	14.500
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	2	1	0,21	0,20	0,30	0,40
3M USD Libor	-3	0	0,27	0,30	0,30	0,30
10j. Bundesanleihen	21	15	1,52	1,50	1,70	1,90
10j. Pfandbriefe	20	20	1,94	1,90	2,10	2,30
10j. US-Treasuries	42	22	2,18	1,90	2,30	2,40

* 17.06.2013

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

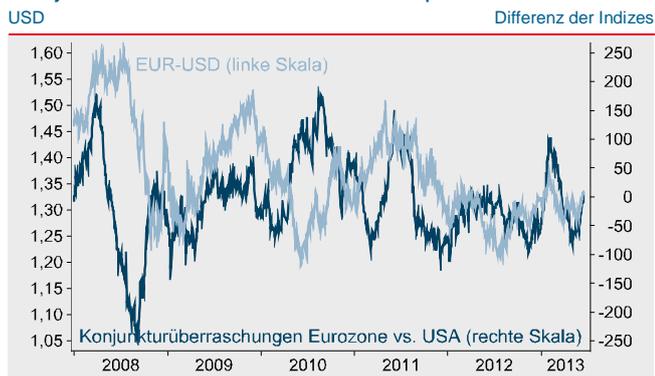
Devisen: Euro als sicherer Anlagehafen?

Der Euro war in den letzten Wochen einer der großen Gewinner am Devisenmarkt. Noch stärker waren nur der Schweizer Franken sowie der Japanische Yen, beide Währungen gelten als sichere Anlagehäfen. Tatsächlich nahm an den Finanzmärkten zuletzt insgesamt die Nervosität zu. Die Ursache für die wachsende Risikoaversion ist die Angst vor einem Ende der sehr expansiven Geldpolitik, vor allem in den USA. Gleichwohl konnte der US-Dollar davon lediglich gegenüber den deutlich nachgebenden Rohstoff- und Schwellenländerwährungen profitieren. Mutiert der Euro nun zur neuen „Save-Haven-Währung“?

Ende der Fed-Käufe in Sicht, wenn auch nicht kurzfristig

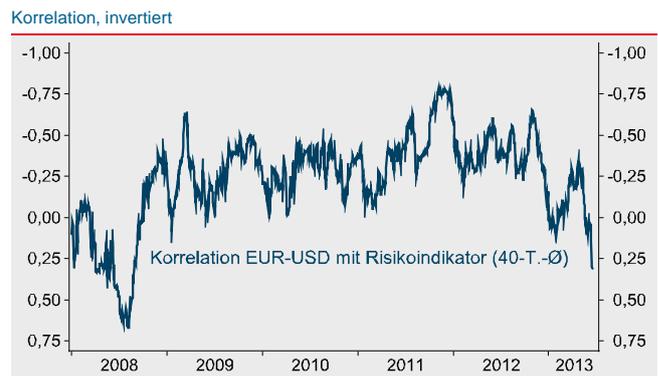
Die US-Wirtschaft wächst weiter solide, was angesichts der aktuell laufenden staatlichen Sparmaßnahmen durchaus bemerkenswert ist. Auch am Arbeitsmarkt verbessert sich die Situation im Trend, wenngleich dort die Beschäftigungszuwächse nicht überschwänglich ausfallen. Die Daten vom Konsum und Immobiliensektor tendieren weiter nach oben. Bei den Unternehmen bzw. in der Industrie fällt das Bild gemischerter aus. Das konjunkturelle Momentum verschlechterte sich zuletzt leicht, so dass die US-Notenbank zunächst noch abwarten, also ihr Wertpapierkaufprogramm konstant halten kann. Die vorherige Dollar-Aufwertung kam daher gewissermaßen zu früh. Die Expansion der US-Wirtschaft wird sich im Jahresverlauf jedoch wieder festigen. Daher dürfte die Federal Reserve im zweiten Halbjahr letztlich einen Kurswechsel einleiten und ihre Wertpapierkäufe sukzessive herunterfahren. Dann erhält der Greenback neuen Schwung.

Konjunkturelles Momentum zuletzt positiver für Euro



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Erstmals seit 2008: Risikoaversion stützt den Euro



* errechnet aus VIX, High-Yield Spreads, Gold-Kupfer-Verhältnis
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro-Stärke nur vorübergehend

In der Eurozone fielen einige Konjunkturindikatoren freundlicher aus. Ebenso sah die EZB keinen Anlass, neue expansive Maßnahmen zu ergreifen. Der These, dass sich der Euro aus eigenen Kraft erholen konnte, widersprechen allerdings die steigenden Risikoprämien für Peripherieanleihen. Vielmehr führte die allgemein gewachsene Risikoaversion eher dazu, dass spekulative Positionen verringert worden sind. So wurden vermutlich einige kurzfristig orientierte Investitionen in Schwellenländer in Euro finanziert. Deren Auflösung erhöhte die Nachfrage nach der Gemeinschaftswährung. An den Terminbörsen sind die Wetten gegen den Euro per saldo weitgehend abgebaut worden, also Leerverkäufe eingedeckt. Erstmals seit 2008 besteht ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen der Risikoaversion und dem Euro-Dollar-Kurs. Dass sich der Euro aber zu einer dauerhaften „Save-Haven-Währung“ gewandelt hat, darf bezweifelt werden. In einem global schwierigerem Umfeld stellte sich wohl schnell die Frage, ob die Euro-Schuldenkrise tatsächlich ihren Zenit überschritten hat. Ohnehin ist eine graduelle Verbesserung der Weltkonjunktur wahrscheinlicher. Die US-Notenbank wird dann im Gegensatz zur EZB leicht restriktiver, so dass der Euro-Dollar-Kurs in Richtung 1,25 zurückgehen dürfte. Der Schweizer Franken wird dann weniger gefragt sein. Das Britische Pfund bleibt trotz positiver Entwicklungen daheim gegenüber dem Euro stabil um 0,85. Der Japanische Yen hat sich von seinem dramatischen bzw. übertriebenen Kursverfall etwas erholt. Zumindest gegenüber dem Euro sollte seine Gegenbewegung noch nicht ihr Ende erreicht haben, selbst wenn die längerfristigen Aussichten für die japanische Währung kritischer zu bewerten sind.

Ulf Krauss

Renten: Geldpolitik weitgehend ausgereizt

Das zyklische Renditetief im Euroraum dürfte ausgelotet worden sein. Die jüngste Verbesserung der konjunkturellen Stimmungsindikatoren sowohl bei den Unternehmen als auch bei den Verbrauchern machte zuletzt wieder Mut. Die konjunkturelle Bodenbildung dürfte im zweiten Halbjahr in eine Erholung übergehen. Darauf setzt offenbar auch die EZB, die den Durchschnitt ihrer Wachstumsprojektion für 2014 leicht von 1,0 % auf 1,1 % angehoben hat. In Deutschland hat sich die Produktion aufgrund der zuletzt dynamischen Baukonjunktur seit Jahresanfang um 3,6 % gesteigert. Die verheerende Flut in Ostdeutschland und Bayern wird das Wachstum im zweiten Quartal zwar etwas dämpfen. Dafür sind jedoch im weiteren Jahresverlauf Wachstumseffekte durch die Beseitigung der Schäden zu erwarten.

Eingeengter Spielraum für EZB

EZB-Chef Mario Draghi hat die Zinssenkungsfantasie deshalb nicht weiter angeheizt. Abwarten und Tee trinken ist derzeit das Motto der Europäischen Notenbank, denn auch die Pläne für unkonventionelle Maßnahmen scheinen auf Eis gelegt worden zu sein. Der markante Teuerungsrückgang in der Eurozone von 2,6 % im September 2012 auf 1,2 % im April dürfte mit dem jüngsten Anstieg auf 1,4 % abgeschlossen worden sein. Ebenfalls für eine eher abwartende Geldpolitik spricht das laufende „Verfahren“ zur EZB-Politik vor dem Bundesverfassungsgericht.

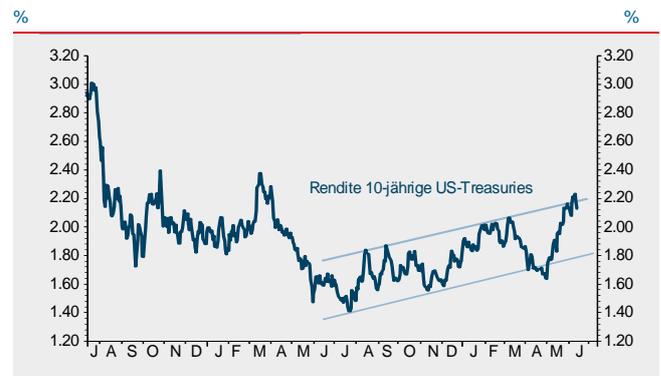
Deutschland: Industrieproduktion stabilisiert sich

Index Industrieproduktion, 1.1.05 = 100



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Renditen im Aufwärtstrend



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Renditen zehnjähriger Bunds sind innerhalb der vergangenen Wochen von 1,15 % auf über 1,5 % gestiegen. Es stellt sich die Frage, wie lange diese Schwächephase anhält. Bei etwa 1,7 % verläuft die obere Linie des seit über einem Jahr bestehenden Seitwärtskanals. Dies dürfte u. E. den maximalen kurzfristig noch vorhandenen Renditespielraum markieren. Würde diese Grenze überschritten, wäre dies ein starkes Signal, dass die Zeit extrem niedriger Kapitalmarktzinsen bei längeren Laufzeiten abläuft. Noch ist es allerdings nicht so weit. Die Anleger sind trotz erheblicher Kursverluste bei Bundesanleihen, rund 2% seit Anfang Mai für den Gesamtindex, relativ entspannt geblieben. Die unattraktiven Geldmarktsätze nützen insbesondere längeren Laufzeiten, die real betrachtet zumindest einen kleinen Ertrag abwerfen.

US-Vorgaben belasten

Der größte Belastungsfaktor für den heimischen Rentenmarkt besteht derzeit in schwachen US-Vorgaben. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries ist innerhalb eines Monats von knapp 1,6 % auf zeitweilig 2,2 % gestiegen. Damit wurde der seit rund einem Jahr bestehende Aufwärtstrend eindrucksvoll bestätigt. Die Situation am US-Arbeitsmarkt verbessert sich u. E. schneller als es die Fed erwartet hat. Es ist daher wahrscheinlich, dass die US-Notenbank ihre Anleihekäufe im Laufe des Jahres zurückfährt und schließlich im kommenden Jahr ganz einstellt.

Die Volatilität bei Renten dürfte auch im zweiten Halbjahr hoch bleiben. Das Ertragspotenzial bleibt angesichts verbesserter Wachstumsperspektiven für das kommende Jahr begrenzt. Das ungünstige Chance-Risiko-Verhältnis spricht für eine weiterhin vorsichtige Anlagestrategie an den Anleihemärkten.

Markus Reinwand, CFA

Aktien: Weiter auf Konsolidierungskurs

Sorglosigkeit verfliegen

Die Hochstimmung am Aktienmarkt scheint erst einmal verfliegen zu sein. Insbesondere der Kursrutsch des Nikkei 225 hat die Bullen aus ihren Träumen gerissen. Immerhin hat das japanische Aktienbarometer seit seinem Jahreshoch in der Spitze gut 20 % verloren. Damit befindet es sich eigentlich nach klassischer Lesart an der Schwelle zum Bärenmarkt. Angesichts des raketenhaften Anstiegs seit November letzten Jahres um zeitweilig rund 80 % relativieren sich allerdings die jüngsten Verluste. Der Nikkei 225 taugt somit nicht unbedingt als Vorbild für die Aktienindizes in den anderen Industrieländern, für die sich gegenwärtig lediglich eine moderate Korrektur abzeichnet.

Die einfache Phase ist bei Aktien jedoch vorbei. Spätestens seit der Bernanke-Anhörung vor dem Kongress am 22. Mai wird verstärkt über einen Ausstieg aus den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen diskutiert. Hinsichtlich der Wirkung auf die Aktienmärkte herrscht merkliche Verunsicherung unter den Marktteilnehmern. Schließlich ist die ultralockere Geldpolitik bislang ein wichtiger Kurstreiber gewesen. So war während der seit März 2009 laufenden Hausse ein enger Zusammenhang zwischen den verschiedenen Kaufprogrammen der Fed und dem Kursverlauf des US-Aktienmarktes zu beobachten. Mit dem Ende früherer Programme setzten bei Aktien sichtbare Kurskorrekturen ein.

US-Notenbank verunsichert Anleger



* 22. Mai 2013: Bernanke-Anhörung ** auf Basis impliziter Aktien-, Währungs- und Rohstoffvolatilitäten; kleiner Null bedeutet weniger Unsicherheit als normal
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gewinnperspektiven noch mit Fragezeichen



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Daher ist es wichtig, dass die schwindende geldpolitische Fantasie durch eine Verbesserung der Wachstumsperspektiven ausgeglichen wird. Bislang fallen die Konjunkturindikatoren aber eher durchwachsen aus. In den Schwellenländern blieben die Daten in diesem Jahr hinter den Erwartungen zurück. Selbst in den USA konnten die Zahlen zuletzt nicht wirklich überzeugen. Dagegen scheint im Euroraum inzwischen der Boden gefunden zu sein. Der Anteil negativer Konjunkturüberraschungen hat in den vergangenen Wochen sichtbar abgenommen. Auch die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern hat sich zuletzt aufgehellt und spricht somit für eine konjunkturelle Belebung im weiteren Jahresverlauf.

Potenzial vorerst begrenzt

Einen Großteil der zyklischen Erholung haben Aktien aber bereits vorweggenommen. Ob die Wachstumsdynamik für eine sichtbare Verbesserung der Gewinnperspektiven ausreicht, ist gegenwärtig noch fraglich. Da die Unterbewertung von Aktien inzwischen abgebaut ist, fällt sie als Kaufargument aus. Ein weiterer, nachhaltiger Kursanstieg muss daher in erster Linie durch anziehende Unternehmensgewinne getragen werden. Derzeit überwiegen aber bei den Schätzungen der Nettoergebnisse für die kommenden 12 Monate weltweit noch immer die Herabstufungen, auch wenn sich das Verhältnis zwischen Auf- und Abwärtsrevisionen zuletzt verbessert hat. Insgesamt bleiben Aktien somit vorerst anfällig. Die Konsolidierung könnte sich - wie in den Sommermonaten nicht unüblich - durchaus noch fortsetzen und günstigere Einstiegsmöglichkeiten eröffnen. ■