



Gedämpfte Zuversicht

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

- Nach deutlichen Kursverlusten wächst das Erholungspotenzial für den **Euro**. Die derzeit sehr expansive EZB-Politik und Sorgen um die Staatsschulden belasten die Gemeinschaftswährung zwar noch. Kurzfristig spricht jedoch die einseitige Positionierung am Markt, mittelfristig die Bewertung für eine Stabilisierung des Euro-Dollar-Kurses.
- Deutsche **Renten** werden ihre gute Performance 2012 vermutlich nicht wiederholen können. Die Konjunkturperspektiven dürften sich im Jahresverlauf aufhellen. Gleichzeitig ist bei einer Entspannung der Euro-Schuldenkrise mit einer geringeren Nachfrage nach den inzwischen extrem teuren Bundesanleihen zu rechnen.
- Der positive Jahresauftakt bei **Aktien** könnte ein gutes Omen für das Gesamtjahr sein. Zwar kann es im Zuge der Schuldenkrise zunächst noch zu Irritationen kommen. Aktien haben aber bereits sehr viel Negatives vorweggenommen und verfügen über zyklisches Erholungspotenzial.

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	2,0	1,28	1,30	1,35	1,40
Japanischer Yen	1,5	3,6	98	102	106	112
Britisches Pfund	1,0	2,1	0,83	0,85	0,87	0,88
Schweizer Franken	0,3	1,6	1,21	1,20	1,25	1,25
	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	4,5	6,7	6.163	5.600	6.000	6.500
Euro Stoxx 50	1,3	3,8	2.347	2.100	2.300	2.450
Dow Jones	2,0	4,2	12.462	11.500	12.000	12.500
Nikkei 225	-0,4	-1,5	8.422	8.300	8.800	9.200
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	-9	-16	1,27	1,10	1,10	1,10
3M USD Libor	0	3	0,58	0,40	0,40	0,40
10j. Bundesanleihen	5	-14	1,88	1,90	2,30	2,50
10j. Pfandbriefe	-1	-14	2,58	2,80	3,00	3,20
10j. US-Treasuries	9	0	1,97	2,00	2,40	2,60

* 10.01.2012

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

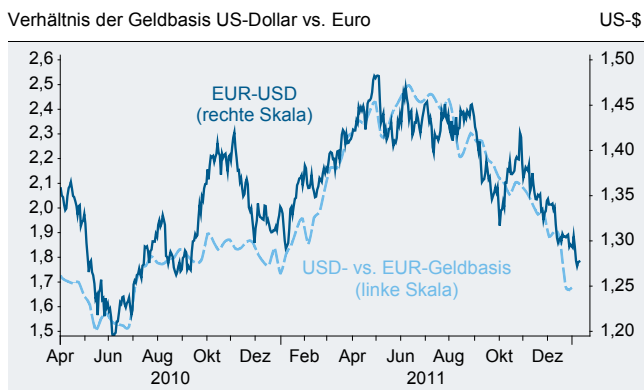
Devisen: Chancen auf Euro-Stabilisierung

Auf der Zielgeraden von 2011 ist dem Euro die Puste ausgegangen. Letztlich forderten die europäische Schuldenkrise und deren Folgen doch ihren Tribut. Von den zehn wichtigsten Währungen erwies sich der Euro 2011 als die schwächste. Die stärkste Aufwertung verzeichnete der Japanische Yen vor dem US-Dollar. Anfang 2012 setzte sich diese für den Euro negative Tendenz fort. Der Euro-Dollar-Kurs fiel zeitweise unter 1,27 auf den tiefsten Stand seit September 2010. Die expansive Geldpolitik trägt erheblich zur Schwäche des Euro bei. Die EZB stellt den Geschäftsbanken sehr großzügig Liquidität bereit, ihre Bilanzsumme bzw. die Geldbasis expandiert kräftig.

Positivere
US-Konjunktur

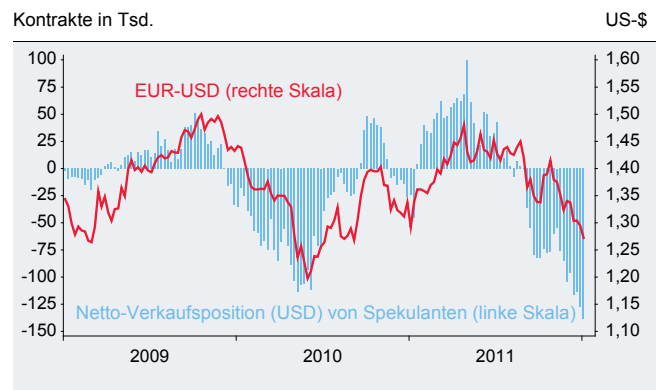
Zuletzt lieferte auch die Entwicklung in den USA ihren Beitrag zum Euro-Dollar-Rückgang, da die US-Konjunkturdaten insgesamt überzeugten. Insbesondere der Arbeitsmarkt weist eine Verbesserung auf, die Arbeitslosenquote fiel auf den niedrigsten Stand seit fast drei Jahren. Die Unternehmen überwandern ihre Stimmungseintrübung aus dem Sommer. Selbst am arg gebeutelten Wohnimmobilienmarkt gibt es Hoffnungsschimmer. Das robuste US-Wachstum spricht derzeit gegen ein neues Kaufprogramm der Federal Reserve. Eine Zinswende ist jedoch noch unwahrscheinlicher, so dass die Entwicklung in der Eurozone den Euro-Dollar-Kurs weiter prägen wird.

Expansivere EZB-Politik begründet Euro-Schwäche



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rekordhohe Verkaufsposition als Kontraindikator



Quellen: EcoWin, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Belastungsfaktoren
weitgehend eingepreist

Die expansive Geldpolitik der EZB kann den Euro vorerst noch belasten. Allerdings reflektiert der Euro-Dollar-Kurs mittlerweile eine deutliche EZB-Lockerung in Form einer Ausweitung der Geldbasis oder Zinssenkungen. Renditen zweijähriger Bundesanleihen von weniger als 20 Basispunkten können kaum noch fallen, der nun vorhandene Zinsvorteil des US-Dollar kann damit fast nicht mehr zunehmen. Ausbleibende Zinssenkungen der EZB bieten sogar Erholungspotenzial für den Euro. Auch werfen die Währungshüter nicht – wie von manch einem gefordert – die große Notenpresse an, d.h. sie kaufen nicht unlimitiert Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie auf. Die Schuldenkrise selbst bereitet zwar nach wie vor Sorgen. Aber zumindest bei kurzlaufenden Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie sind die Risikoaufschläge deutlich zurückgegangen. Auch für den angeschlagenen Finanzsektor muss nicht alles negativ gesehen werden: So sind die Risikoprämien für Währungsswaps für Euro-Dollar gesunken. Der Swap-Spread im Euro – als Risikoindikator für den Bankensektor – ist ebenfalls gefallen. Außerdem können der in der Öffentlichkeit herrschende Euro-Pessimismus wie auch die rekordhohen Verkaufspositionen spekulativer Investoren als Kontraindikatoren gewertet werden. Die Leerverkäufe müssen irgendwann wieder eingedeckt werden. Der Euro-Dollar-Kurs wird daher um 1,25 gut unterstützt. Trotz sicherlich nicht zu vernachlässigender Risiken dürfte die gegenwärtige Euro-Schwäche nur noch begrenzt anhalten und im Jahresverlauf eine positive Trendwende einsetzen. Gegenüber Britischem Pfund und Japanischen Yen wird sich der Euro dann ebenfalls erholen. Der Schweizer Franken zeigte aufgrund des Mindestkurses der Schweizer Notenbank einen anderen Kursverlauf. Aber auch unter einem neuen Notenbankchef wird die bisherige Politik fortgesetzt.

Ulf Krauss

Renten: Mit „Minizinsen“ ins neue Jahr

Schwierige Zeiten
für Anleger

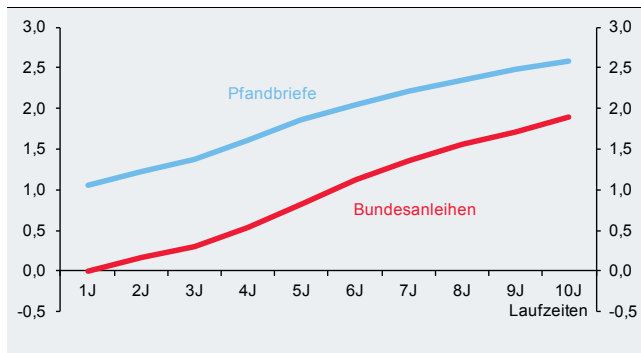
Die EZB setzt angesichts der hartnäckigen Verspannung am Interbankenmarkt, Euro-Schuldenkrise und anhaltender Konjunkturunsicherheit auf eine ultralockere Geldpolitik. Dies dürfte wesentlich dazu beitragen, dass die Renditen für kürzere Laufzeiten vorerst auf historischen Tiefständen verharren. Zweijährige Bundeilanleihen notieren mittlerweile bei weniger als 0,2 %. Für sechsmonatige deutsche Schatzwechsel sind die Investoren derzeit sogar bereit, eine Prämie zu bezahlen. Von Negativzinsen profitieren neben Deutschland auch Länder wie Dänemark, die Niederlande und die Schweiz. Die Anleger suchen angesichts der schwelenden Euro-Schuldenkrise offenbar händierend nach sicheren Parkmöglichkeiten für ihr Kapital. Allerdings profitieren auch Krisenländer von der massiven Liquiditätsausweitung der EZB. So sank die Rendite zweijähriger spanischer Staatsanleihen von zeitweise 6 % auf zuletzt knapp über 3 %.

Robuste Binnennach-
frage in Deutschland

Während die Eurozone vermutlich in eine milde Rezession fällt, dürfte sich die deutsche Wirtschaft deutlich besser schlagen. Auftragslage und Industrieproduktion haben ihren Zenit zwar überschritten. Mit einem Absturz wie im Jahr 2008 ist jedoch, trotz des Abschwungs im vierten Quartal, nicht zu rechnen. Darauf deutet auch die Stimmungsverbesserung beim ifo-Geschäftsklima im November und Dezember hin. Obwohl die Sorgen über eine Zuspitzung der Euro-Schuldenkrise noch anhalten, dürfte insbesondere die private Nachfrage einen wesentlichen Beitrag zur Stabilisierung des Wirtschaftswachstums leisten. Die Sparneigung der Konsumenten ist aufgrund einer mageren Verzinsung bei gleichzeitig wachsenden Inflationsängsten und sinkender Arbeitslosigkeit 2012 wohl nicht besonders ausgeprägt. Hinzu kommt, dass der Bausektor nach Jahren der Stagnation einen nachhaltigen Aufschwung erfährt, auch weil viele Investoren verstärkt auf Sachwerte setzen. Gleichwohl dürfte vor allem im ersten Quartal die weltweite Konjunkturunsicherheit hoch bleiben und damit das niedrige Renditeniveau stützen.

Rekordpreise für kurzlaufende Bundesanleihen

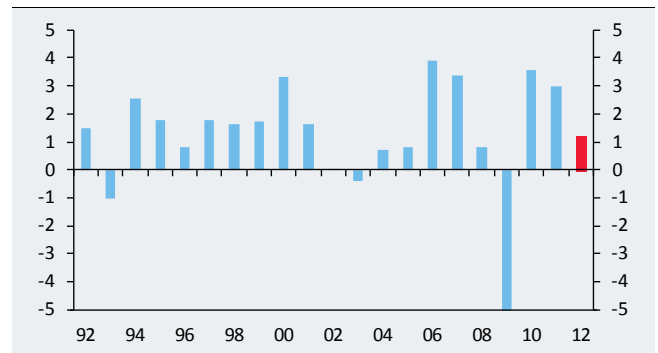
Rendite, %



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

BIP: Durchatmen nach zwei starken Jahren

BIP Deutschland mit Prognose, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mittelfristige
Kursrisiken bei
Bundesanleihen

Wie das Beispiel von Negativzinsen für Staatspapiere zeigt, treibt die Euro-Schuldenkrise mittlerweile bizarre Blüten. Die andere Seite der Medaille sind hohe Risikoaufschläge für alle angezählten Euro-Volkswirtschaften. Wie lange diese außergewöhnliche Konstellation anhält, hängt entscheidend von den Fortschritten bei den Strukturreformen und den Konsolidierungsanstrengungen insbesondere in Italien ab. Auch Besitzer von Bundesanleihen können sich diesbezüglich nicht in Sicherheit wiegen. Weiteres Kurspotential ist nur im Falle eines sich andeutenden Auseinanderfallens der Währungsunion zu erwarten. Wird der Weg zu einer Stabilitätsunion konsequent fortgesetzt, was u. E. der Fall sein wird, dürften die Investoren ihre Anlagen im Euroraum wieder weiter streuen. Das erste Quartal dürfte angesichts des hohen Refinanzierungsbedarfs der Euro-Staaten gleichwohl eine sehr kritische Phase am Rentenmarkt darstellen.

Markus Reinwand, CFA

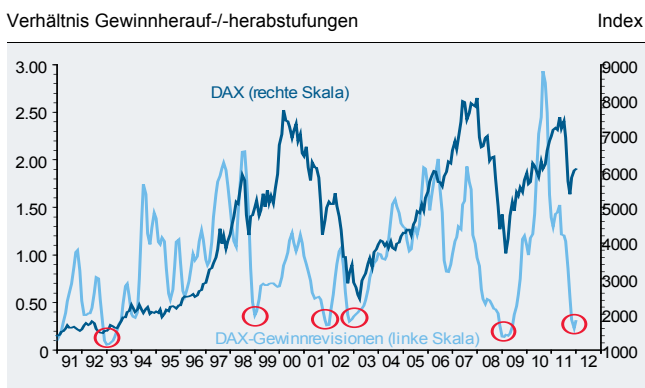
Aktien: Positiver Jahresauftakt als gutes Omen

Nach den schmerzhaften Verlusten in 2011 sind die Anleger vorsichtig geworden. Vermögenserhalt gilt derzeit als die oberste Maxime. Nur wenige wagen sich bisher aus der Deckung. Umso wichtiger war es, dass die meisten der international führenden Aktienindizes die erste Handelswoche mit einem Kursplus beendeten. Schließlich wird dem sogenannten 5-Tage-Indikator insbesondere an der US-Leitbörse eine hohe Aufmerksamkeit zuteil. So konnte der S&P 500 seit 1950 in 80 % der Fälle einen Jahresgewinn verbuchen, wenn die ersten fünf Handelstage – wie in diesem Jahr – mit einem Kursplus endeten. In den USA hat sich der Pessimismus unter den Privatanlegern inzwischen verflüchtigt. Derzeit sind die Aktienbullen klar in der Überzahl. Im Sinne der Kontraindikation erscheint damit das kurzfristige Aufwärtspotenzial aber begrenzt, zumal gleichzeitig das positive Überraschungsmomentum der US-Konjunkturdaten einen vorläufigen Höhepunkt auszubilden droht.

Wachstumskepsis
birgt positives Überraschungspotenzial

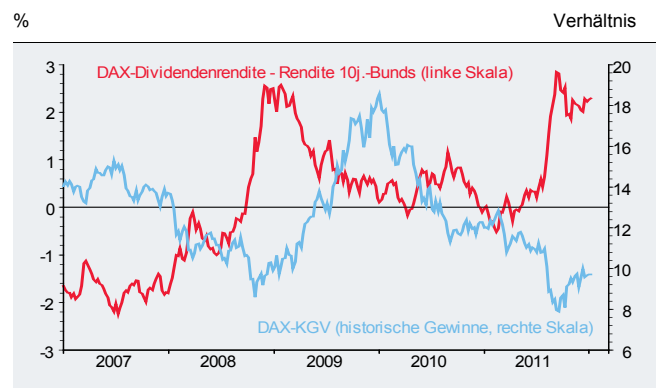
Anders sieht die Situation im Euroraum aus. Tief verunsichert durch die anhaltende Staatsschuldenkrise hält die Flucht in die vermeintliche Sicherheit an. Anleger sind zum Teil sogar bereit, negative Nominalzinsen bei kurzlaufenden Bundeswertpapieren in Kauf zu nehmen. Erste konjunkturelle Lichtblicke sind indessen auch im Euroraum zu verzeichnen. So konnte der für die ohnehin ausgesprochen robust wirkende deutsche Wirtschaft so wichtige Ifo-Geschäftsklimaindex bereits seinen zweiten leichten Anstieg in Folge verbuchen. Auch der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone stabilisierte sich zuletzt. Zwar haben gegenwärtig die negativen Überraschungen bei den Konjunkturdaten noch ein leichtes Übergewicht. Für den weiteren Jahresverlauf überwiegen angesichts einer sehr ausgeprägten Wachstumskepsis aber die Chancen für positive Überraschungen.

Negative Revisionsdynamik erreicht Höhepunkt



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutsche Aktien günstig bewertet



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schwächephasen gezielt
zum Einstieg nutzen

Steigende Frühindikatoren und niedrige Zinsen stellen erfahrungsgemäß die für Aktien günstigste Konstellation dar. Zwar sind bei den Unternehmensgewinnen in diesem Jahr keine großen Sprünge zu erwarten. Auch dürften die durchschnittlichen Gewinnschätzungen für 2012 noch etwas zu hoch sein. Die Prognosen werden aber bereits seit Monaten nach unten korrigiert. Inzwischen haben die negativen Gewinnrevisionen ein Ausmaß erreicht, das in früheren Zyklen im Bereich des Kurstiefs zu beobachten war. Wichtiger als die Gewinnprognosen sind jedoch die impliziten Gewinnerwartungen der Marktteilnehmer. Diese fallen deutlich niedriger aus und bieten somit einen Puffer. Auf Basis historischer Gewinne sind gerade deutsche Standardwerte ähnlich günstig bewertet wie während der übrigen markanten Tiefstände der letzten dreißig Jahre. Der hohe Refinanzierungsbedarf der Euroländer sowie der noch ausstehende freiwillige Forderungsverzicht gegenüber Griechenland können im ersten Quartal zwar durchaus noch für Störfelder sorgen. Mit Blick auf die attraktive absolute und relative Bewertung empfiehlt es sich aber, mögliche Schwächephasen gezielt zum Einstieg in hiesige Dividentitel zu nutzen. ■