



## Fehlendes Fundament

- Der Verfall des **Euro-Dollar-Kurses** hielt vor dem Hintergrund der divergierenden Geldpolitik an bzw. beschleunigte sich. Mittlerweile deuten Bewertungsindikatoren ebenso wie die Markttechnik aber auf eine Kursübertreibung hin. Daher dürfte sich der Rutsch des Euro seinem Ende nähern und der Kurs sich im zweiten Halbjahr sogar wieder erholen.
- Der von den Staatsanleihekäufen der EZB ausgehende Sog wird das hohe Kursniveau bei **Renten** zunächst konservieren. Mit moderat höheren Renditen ist erst im Laufe des zweiten Halbjahres zu rechnen, wenn zyklische Kräfte wieder mehr Beachtung finden. Damit würde die Arbeit der Bundesbank im Rahmen des Ankaufprogramms erleichtert.
- **Aktien** sind der fundamentalen Realität inzwischen weit enteilt. Hinter den Erwartungen zurückbleibende Unternehmensgewinne und hohe Bewertungen sorgen für ein insgesamt ungünstiges Chance-Risiko-Verhältnis.

### 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

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller	Helaba-Prognosen		
	Jahresultimo	Vormonat	Stand*	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
<b>Devisen</b>						
	(jeweils gg. Euro, %)		(jeweils gg. Euro)			
US-Dollar	13,5	7,0	1,07	1,10	1,15	1,20
Japanischer Yen	12,5	5,7	129	134	136	138
Britisches Pfund	7,5	2,9	0,72	0,75	0,76	0,77
Schweizer Franken	14,0	1,4	1,06	1,10	1,10	1,15
<b>Aktien</b>						
	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	21,4	9,2	11.899	10.300	10.300	10.500
Euro Stoxx 50	16,7	6,8	3.671	3.300	3.300	3.400
Dow Jones	0,8	-0,5	17.959	17.000	17.000	17.200
Nikkei 225	11,6	8,3	19.477	17.500	17.500	17.800
<b>Zinsen/Renten</b>						
	(in Basispunkten)		(in %)			
3M Euribor	-5	-2	0,02	0,05	0,05	0,05
3M USD Libor	1	1	0,27	0,70	0,90	1,20
10j. Bundesanleihen	-35	-19	0,19	0,30	0,50	0,50
10j. Pfandbriefe	-31	-23	0,50	0,65	0,80	0,80
10j. US-Treasuries	-20	-17	1,97	2,50	2,60	2,60

\* 19.03.2015

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

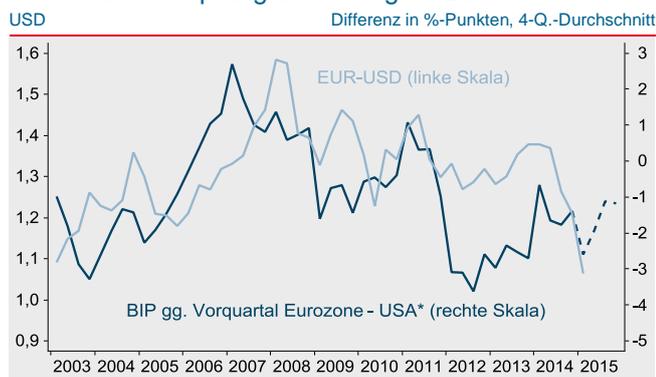
## Devisen: Euro-Dollar-Rutsch in der Schlussphase

Der Euro erhielt nur eine kurze Atempause. In den letzten Wochen nahm seine Abwärtsbewegung wieder an Fahrt auf, der Euro-Dollar-Kurs fiel bis knapp unter 1,05. Während die EZB ihr Kaufprogramm begonnen hat und Griechenland weiter für Unruhe sorgt, strebt die US-Notenbank nach wie vor die Zinswende an. Die Parität zwischen Euro und US-Dollar scheint für viele schon ausgemachte Sache zu sein. Fällt der Euro gar ins Bodenlose?

Nachlassende US-Konjunkturdynamik

Nicht nur der Euro, sondern fast alle wichtigen Währungen gaben zuletzt gegenüber dem US-Dollar nach. Robuste Arbeitsmarktdaten in den USA nährten die Erwartungen auf höhere Leitzinsen. Ansonsten überwiegen bei den Konjunkturindikatoren jedoch eindeutig die Enttäuschungen. Zwar mögen schlechte Witterungsbedingungen die Daten etwas verzerrt haben. Grundsätzlich hat die Konjunktur aber den kräftigen Schwung aus dem Vorjahr nicht halten können. Dennoch wird die US-Wirtschaft 2015 vergleichsweise ordentlich wachsen. Die Fed strebt daher das Ende ihrer Nullzinspolitik an. Die ölpreisbedingt niedrige Teuerung hält die Notenbank anscheinend davon nicht ab, so dass zur Jahresmitte der erste Schritt erfolgen dürfte. Darüber hinaus aber wird die Fed in diesem Zinserhöhungszyklus aber nur sehr allmählich voranschreiten. Höhere Zinsen beflügeln den US-Dollar, wenngleich der Devisenmarkt hier schon einen reichlichen Schluck aus der Pulle genommen hat.

### Wachstumsvorsprung der USA geht zurück



\* Für 2015 Prognose Helaba;  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### US-Zinsvorteil wächst, aber Euro-Dollar unterschneidet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bewertung stützt den Euro

Im Gegensatz zu den USA überraschen die Konjunkturdaten aus der Eurozone überwiegend positiv. Das liegt zwar auch an den verhalteneren Erwartungen. Aber grundsätzlich verbessert sich das Wachstum der Eurozone. Damit verringert sich der Wachstumsvorsprung der USA. Eine freundlichere wirtschaftliche Entwicklung nimmt der EZB den Druck, noch weitergehende expansive Maßnahmen zu ergreifen. Das nun begonnene Kaufprogramm von 60 Mrd. Euro pro Monat belastet den Euro. Allerdings ist dieser Effekt in dem diesjährigen Kursrutsch mehr als berücksichtigt, schließlich holt die EZB nur das nach, was die Fed bereits in den Vorjahren realisierte. Noch Mitte 2014 galt der Euro gegenüber dem US-Dollar auf Basis einiger Indikatoren als überbewertet. Mittlerweile ist dies ins Gegenteil umgeschlagen: Gemessen an der Kaufkraftparität notiert der Euro so niedrig wie seit fast 30 Jahren nicht mehr. Der Renditevorteil des US-Dollar fällt angesichts der Kursentwicklung im langfristigen Vergleich recht mager aus. Auch die Markttechnik zeigt, dass der Euro-Dollar-Kurs extrem überverkauft ist. Selbst die spekulativ orientierten Anleger beginnen, ihre ungewöhnlich hohen Wetten gegen den Euro zu reduzieren.

Das Momentum mag zwar noch für einen weiter fallenden Euro sprechen, so dass die Euro-Dollar-Parität nicht auszuschließen ist. Dies sollte jedoch als temporäre Marktüberhebung interpretiert werden. Statt ins Bodenlose zu fallen, wird sich der Euro-Dollar-Kurs eher um 1,10 einpendeln. Im zweiten Halbjahr könnte sich der Euro sogar auf 1,20 US-Dollar erholen, wenn sich der Rauch um die Geldpolitik etwas gelegt hat und sich die konjunkturellen Divergenzen weiter verringern.

Ulf Krauss

### Renten: Deutsche Renditen unter Wasser

Mit Beginn des erweiterten Ankaufprogramms rutschte die Rendite 10-jähriger Bunds zeitweise unter die Marke von 0,2 %. Immer größere Teile der Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen liegen im negativen Terrain, zuletzt erwischte es die 7-jährigen Bundesanleihen. Im Vorfeld von QE haben spekulative Investoren darauf gesetzt, dass die Bundesbank erhebliche Probleme haben wird, deutsche Staatsanleihen zu erwerben. Der Bund-Future erreichte kurzzeitig sogar die Kursmarke von 160 Punkten.

Inflationsentwicklung entscheidend

Kurzfristig dürfte QE durchaus noch Abwärtsdruck auf die Renditen ausüben. Wie die Situation im weiteren Jahresverlauf aussieht, sollte dann wieder mehr vom vorherrschenden fundamentalen Umfeld bestimmt werden. Gelingt es die Inflationserwartungen nachhaltig zu drehen – wovon wir ausgehen – dann wird angesichts hoher Bewertungen und eines absehbaren Endes des Ankaufprogramms die Abgabebereitschaft der Investoren relativ hoch sein. Im Zuge dessen ist insbesondere bei längeren Laufzeiten mit höheren Renditen zu rechnen, so dass die Zinsstruktur wieder etwas steiler werden sollte.

Immerhin ist der Rückgang der Teuerung im Euroraum zum Halten gekommen. Die Inflationserwartungen haben sich zuletzt ebenfalls stabilisiert. Sofern der Ölpreis nicht erneut unter Druck gerät, könnte im Januar das zyklische Tief markiert worden sein. Im Februar hat sich der Rückgang der Jahresrate von -0,6 % auf -0,3 % verlangsamt. Verantwortlich hierfür war neben höheren Energiepreisen eine Beschleunigung bei den Dienstleistungspreisen von 1,0 % auf 1,2 %. Zwar wirken sich Strukturreformen in einzelnen Euroländern preisdämpfend aus. Trotzdem steigen die europäischen Lohnstückkosten und die zurzeit zu beobachtende konjunkturelle Besserung spricht ebenfalls für höhere Inflationsraten im Jahresverlauf.

### Renditen: Abwärtstrend im Endstadium?



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Inflation bildet Boden



\*ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

QE und Negativzins im Doppelpack

Die im letzten Jahr etablierte Nullzinspolitik hat zu einem kräftigen Anstieg der Geldmenge beigetragen. Das Verbrauchervertrauen ist zuletzt auf den höchsten Stand seit September 2007 geklettert. Allerdings sollte vom jetzt angelaufenen großen Ankaufprogramm der EZB nicht zu viel erwartet werden. Trotz der Geldschwemme in den anderen QE-Ländern blieb dort der Anstieg des Kreditwachstums relativ überschaubar. Dem schwer absehbaren Nutzen von QE stehen Kosten u.a. in Form von Marktverzerrungen und Fehlallokationen gegenüber. Deren negative Konsequenzen zeigen sich allerdings oft erst später. Wenig beruhigend ist auch die Tatsache, dass es keine Erfahrungswerte für die von der EZB gewählte Kombination negativer Leitzinsen mit einem QE-Programm gibt. So fällt ausländischen Investoren angesichts der beschleunigten Euro-Abwertung bei gleichzeitig unattraktiven Renditen der Abschied aus deutschen Staatsanleihen vermutlich nicht besonders schwer. Ziehen sich die Spekulanten ebenfalls aus dem weitgehend ausgereizten Spiel zurück, so dürfte eine negative Verzinsung zumindest bei längeren Laufzeiten ein temporäres Phänomen sein.

Markus Reinwand, CFA

**Aktien: Höhenrausch**

Euro-Aktien – insbesondere DAX-Titel – sind derzeit der Renner an den Finanzmärkten. Während die US-Leitindizes in diesem Jahr kaum noch zulegen konnten, vollzogen DAX und EURO STOXX 50 markante Kurssprünge. Zwar lieferten positive Konjunkturüberraschungen aus der Eurozone eine gewisse fundamentale Unterstützung. Die US-Daten blieben größtenteils hinter den Erwartungen zurück. Mit der jüngsten Outperformance haben deutsche Blue-Chips dies aber mehr als abgefeiert.

Stimmungshoch als  
Kontraindikation

Getrieben werden Aktien derzeit ohnehin weniger von fundamentalen Faktoren. Vielmehr macht die ultralockere Geldpolitik der EZB die Musik. Schließlich ist die Verzinsung von Bundesanleihen in einigen Laufzeitenbereichen bereits negativ. Angesichts der Verzerrungen durch das sogenannte „Quantitative Easing“ entdecken sogar eher konservative Anleger die Aktie als letzte Anlagealternative. Jüngste Umfragen zeigen, dass Investoren zuletzt noch stärker ins Risiko gegangen sind. Sie sind damit so offensiv positioniert wie zuletzt 2007 oder 2011. Wenig später bildete der DAX jeweils sein zyklisches Hoch aus. Mit Blick auf die Stimmungsindikatoren ist im Sinne der Kontraindikation somit durchaus Vorsicht angebracht. Auch technisch sind Aktien nach den Kurssprüngen der vergangenen Monate überhitzt. Immerhin hat sich der DAX inzwischen schon mehr als 20 % von seinem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt entfernt. Solche deutlichen Abweichungen waren in der Vergangenheit nur nach einer schweren Baisse zu beobachten oder in Übertreibungsphasen am Ende einer Hausse.

**Konjunkturüberraschungen abgefeiert****Hohe Bewertung birgt Kursrisiken**

Dass die Dividendenrendite von Euro-Aktien noch klar über der Verzinsung von Bundesanleihen liegt, hilft nur ausgesprochen langfristig orientierten Anlegern. Schließlich sind die jährlichen Kurschwankungen um ein Vielfaches höher. Der Schwachpunkt von Aktien ist und bleibt die mangelnde Untermauerung des jüngsten Kursanstiegs durch eine entsprechende Verbesserung der Unternehmensgewinne. Nur ein Drittel der DAX-Unternehmen konnte in der jüngsten Berichtssaison die Gewinnerwartungen übertreffen. Schwerer wiegt jedoch, dass bei den Schätzungen für die Nettoergebnisse der kommenden 12 Monate noch immer die Abwärtsrevisionen dominieren. Gewinnwachstumsraten von rund 10 %, wie sie derzeit von den Marktteilnehmern für den DAX unterstellt werden, sind damit aus unserer Sicht zu ambitioniert.

Kursrisiken  
überwiegen

Angesichts der hohen Bewertung überwiegen aus fundamentaler Sicht die Kursrisiken. Schließlich sind Aktien auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses inzwischen deutlich teurer als während der vergangenen zehn Jahre. Auch alternative Bewertungsmaßstäbe mahnen zur Vorsicht. So wird der DAX derzeit zum Zweifachen seines Buchwertes gehandelt. Nur auf dem Höhepunkt der New Economy-Blase wurde noch mehr bezahlt. Mit einem Kurs-Cashflow-Verhältnis von deutlich über 8 haben deutsche Aktien zuletzt sogar die Bewertungsspitzen aus dem Jahr 2000 übertroffen. Auch wenn sich derzeit kaum Anlagealternativen aufdrängen, raten wir aufgrund des ungünstigen Chance-Risiko-Verhältnisses bei Aktien zur Vorsicht. ■