



EZB im Dilemma

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

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

1 Die Woche im Überblick..... 1

1.1 Chart der Woche 1

1.2 Wochen-Quartals-Tangente 2

1.3 Finanzmarktkalender KW 37 mit Prognosen 3

2 Im Fokus..... 4

2.1 Devisen: US-Dollar mit Rückenwind 4

2.2 Aktien: „Septemberangst“ schon abgearbeitet? 5

3 Charttechnik 6

4 Helaba Kapitalmarktszenarien 7

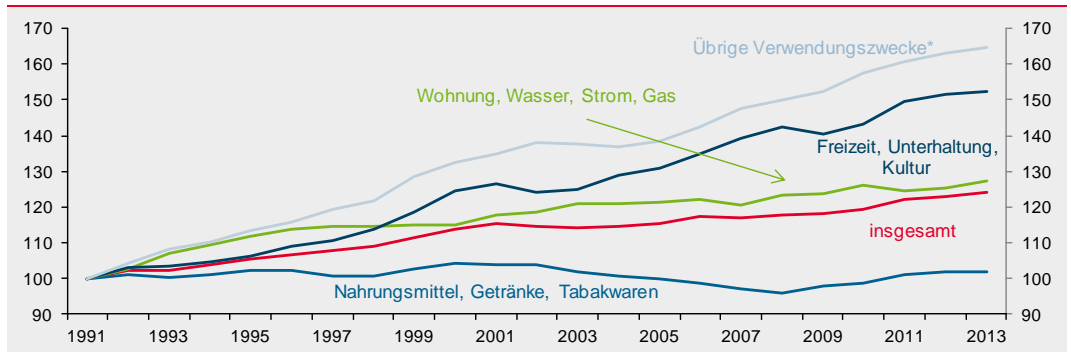
5 Helaba Basisszenario mit Prognosetabelle 8

1 Die Woche im Überblick

1.1 Chart der Woche

Lieber ins Fitnessstudio als Kleidung und Nahrungsmittel kaufen

Deutsche Konsumausgaben der privaten Haushalte nach Verwendungszwecken, preisbereinigt, Index: 1991 = 100



*u.a. Gesundheitspflege, Bildungswesen, Körperpflege, persönliche Gebrauchsgegenstände, Versicherungs- und Finanzdienstleistungen, sonstige Dienstleistungen; 2013: eigene Prognosen Quellen: Statistisches Bundesamt, 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 positive Beschäftigungsentwicklung und steigende Realeinkommen lassen den deutschen Konsum wachsen, dieses Jahr um real mindestens 1 %. Im Einzelhandel kommt hiervon allerdings wenig an, da dieser sich zu rund einem Drittel auf den Verkauf von Lebensmitteln konzentriert. Für diese geben die Deutschen in realer Rechnung kaum mehr aus als 1991. Im Bereich Kleidung und Schuhe, der im Einzelhandel ebenfalls eine prominente Rolle spielt, war die Umsatzentwicklung in diesem Zeitraum sogar negativ. Auch die Wohnungsmieten inklusive der Nebenkosten, deren Anstieg in letzter Zeit stärker diskutiert wird, entwickelten sich im gesamten Zeitraum nur leicht überdurchschnittlich, vor allem durch steigende Energiekosten. Eine hohe Präferenz haben die Deutschen hingegen für Dienstleistungen, z.B. für Freizeit, Sport, Kultur und Reisen. Am stärksten sind die sogenannten „Übrigen Verwendungszwecke“ gestiegen, die beispielsweise die Gesundheitspflege, das Bildungswesen oder Körperpflege beinhalten.

1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Spürbare Kursverluste am Rentenmarkt und ein Aktienmarkt, der mehr oder weniger auf der Stelle tritt, sind das Ergebnis der vergangenen Handelswoche. Nach positiven Konjunkturnachrichten aus den USA und dem Euroraum brachen sowohl US-Treasuries als auch Bundesanleihen ein: Erstmals seit Jahren schafften 10-jährige US-Treasuries wieder den Sprung über die psychologisch wichtige Marke von 3 % und 10-jährige Bundesanleihen über 2 %. Anleihen sind mit den guten Konjunkturdaten nun weniger gefragt, ein erstes Umsteuern der US-Geldpolitik bereits im September hat in den Rentenkursen Einzug gehalten. Demgegenüber blieb am Aktienmarkt (S. 5) mit einem Wochenplus von 0,5 % beim deutschen Leitindex DAX ein Kursfeuerwerk aus. Anders als im Falle der Rentenmärkte fehlt es an Treibmittel für weitere Kurssteigerungen: Die konjunkturelle Belebung in den USA und im Euroraum ist schließlich schon seit längerem in den Kursen eskomptiert und mindestens die US-Notenbank wird ihren Expansionsgrad bald zurückfahren, was Dividendenpapiere tendenziell belastet.

Auf der Währungsseite geben die Anleger der US-Wirtschaft den Vorzug. Der Euro verliert gegenüber dem US-Dollar (S. 4), getrieben vom transatlantischen Zinsspread, der klar für den Greenback spricht. Doch mit Blick auf die EZB und ihre neue Kommunikationsstrategie der „forward guidance“ wird das langfristige Niedrigzinsversprechen mehr als nur angezweifelt. Zwar hat EZB-Präsident Draghi auf der jüngsten Pressekonferenz alles richtig gemacht, um eine unerwünschte Zinsentwicklung zu verhindern: Er verwies auf den „downward bias“, d. h. der Rat denkt über weitere Zinssenkungen nach, äußerte sich vorsichtig zur wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum und betonte die Risiken. Doch all dies verpuffte wirkungslos am Rentenmarkt. Der für die EZB unerwünschte Zinsanstieg ist da und es zeigt sich eindrucksvoll, wie begrenzt doch die Macht einer Notenbank über das lange Ende der Zinskurve ist.

Somit müsste die EZB noch einen Schritt weiter gehen, um ihren Expansionsgrad zu erhöhen: Entweder mit einer weiteren Zinssenkung oder sie knüpft ihre „forward guidance“ ähnlich wie die US-Notenbank künftig an quantitative Wirtschaftsdaten, z.B. die Arbeitslosenquote. Wir rechnen weder mit dem einen noch mit dem anderen. Zudem kann die EZB nicht verhindern, dass mit jeder guten Konjunkturnachricht ihr „Exit“ diskutiert wird. Aus diesem Dilemma gibt es nur schwer einen Ausgang, weshalb auch wir unsere Zinsprognose überprüfen.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller	Q4/2013	Q1/2014	Q2/2014
	31.12.2012	29.08.2013	Stand*			
	(in %)		Index			
DAX	8,2	0,5	8.235	8.200	8.200	8.500
	(in Bp)		(in %)			
3M Euribor	4	0	0,23	0,3	0,4	0,4
3M USD Libor	-5	0	0,26	0,3	0,3	0,4
10 jähr. Bundesanleihen	73	19	2,04	1,7	2,0	2,1
10 jähr. Swapsatz	78	17	2,34	2,0	2,3	2,4
10 jähr. US-Treasuries	124	23	2,99	2,8	3,0	3,2
	(jew eils gg. Euro, %)		(jew eils gg. Euro)			
US-Dollar	0,5	0,9	1,31	1,25	1,25	1,20
Japanischer Yen	-12,8	-0,8	131	122	122	122
Britisches Pfund	-3,5	1,5	0,84	0,85	0,85	0,84
Schweizer Franken	-2,5	-0,5	1,24	1,25	1,25	1,25
	(in %)					
Brentöl \$/B	3,7	0,1	115	106 (100)	105	103
Gold \$/U	-18,4	-2,9	1.368	1.250	1.300	1.350

*Schlusskurse vom 05.09.2013

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 37 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 09.09.2013						
17:00	US		San Francisco Fed Präsident Williams			
Dienstag, 10.09.2013						
Mittwoch, 11.09.2013						
Donnerstag, 12.09.2013						
11:00	EZ	Jul	Industrieproduktion % m/m, s.a. % y/y, s.a.	-0,5 -0,8	0,3 -0,1	0,7 0,3
14:30	US	Sep 06	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	330	330	323
Freitag, 13.09.2013						
14:30	US	Aug	PPI Erzeugerpreise, % m/m	0,2	0,2	0,0
14:30	US	Aug	PPI ohne Energie und Nahrungsmittel, % m/m	0,1	0,1	0,1
14:30	US	Aug	Einzelhandelsumsätze, % m/m	0,5	0,4	0,2
14:30	US	Aug	Einzelhandelsumsätze ohne Fkw s, % m/m	0,3	0,3	0,5
16:00	US	Jul	Lageraufbau; % m/m	0,3	0,3	0,0
16:00	US	Sep	Verbrauchervertrauen (UoM); vorl. Index	83,0	82,0	82,1

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

Christian Apelt, CFA
Tel.: 069-91 32-47 26

2.1 Devisen: US-Dollar mit Rückenwind

Der anstehende Kurswechsel der US-Notenbank stützt sukzessive den US-Dollar. Andere Faktoren sollten den Rückgang des Euro-Dollar-Kurses allenfalls temporär bremsen.

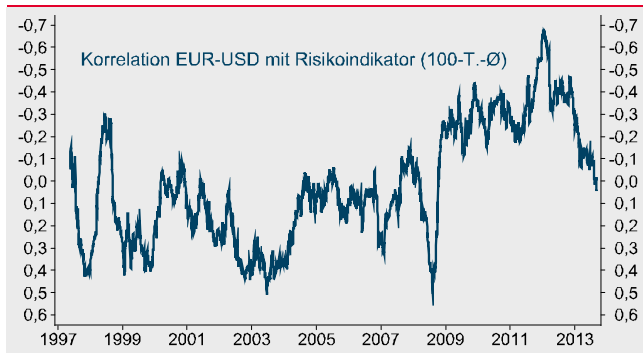
Die Finanzmärkte sind zuletzt nervöser geworden. Der mutmaßliche geldpolitische Kurswechsel der US-Notenbank, die Probleme einzelner Schwellenländer sowie der Syrien-Konflikt beunruhigen die Anleger. Deutliche Kursausschläge gab es an den Anleihemärkten und bei einigen Schwellenländerwährungen. Darüber hinaus hielten sich die Schwankungen – auch unter den führenden Devisen – in Grenzen. Gewinne verbuchten vor allem die angelsächsischen Währungen.

immer positiv für den US-Dollar

Sollte in den nächsten Wochen die Risikoaversion an den Finanzmärkten – jahreszeitlich nicht unüblich – tatsächlich markant zunehmen, hätte dies Einfluss auf den Devisenmarkt. Der Schweizer Franken und der Japanische Yen gelten als sichere Anlagehäfen, wobei derzeit die jeweilige Geldpolitik das Kurspotenzial reduziert. Auch der US-Dollar hat den Ruf als Fluchtwährung. In den letzten Jahren war eine wachsende Nervosität jedoch vor allem durch die europäische Schuldenkrise bedingt. Bei kriegerischen Konflikten hingegen entwickelten sich die Dollar-Kurse in der Historie weniger eindeutig. Bei Problemen von Schwellenländern ist für den Euro-Dollar-Kurs entscheidend, welche Anleger ihre Gelder repatriieren. Die Empirie bestätigt die These vom sicheren Dollar-Hafen allenfalls bedingt. In den aktuell schwächelnden Schwellenländern sind Banken aus Europa, also aus der Eurozone und Großbritannien, aktiver als US-Finanzinstitute. Wachsende Sorgen diesbezüglich kommen deswegen sogar etwas mehr dem Euro zu Gute. Der in den letzten Jahren negative Zusammenhang von Risikoaversion und Euro-Dollar-Kurs hat sich leicht gedreht, zumal das Thema europäische Schuldenkrise derzeit kaum eine Rolle spielt.

Euro profitiert derzeit eher von Unsicherheiten

Korrelation, invertiert

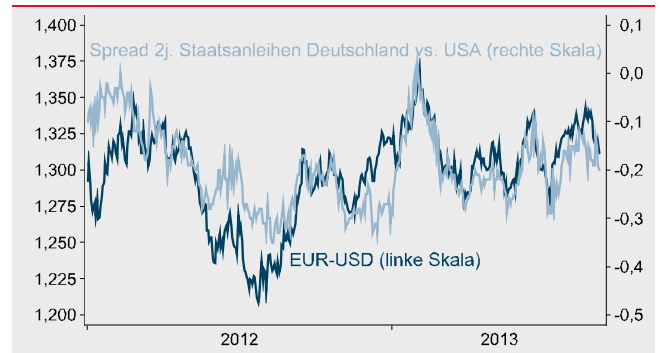


* errechnet aus VIX, High-Yield Spreads, Gold-Kupfer-Verhältnis
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Dollar mit Zinsvorteil

USD

%-Punkte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldpolitik ausschlaggebend

Der nachhaltigere Faktor am Devisenmarkt ist erfahrungsgemäß die jeweilige Geldpolitik. Das Herunterfahren der Wertpapierkäufe seitens der Federal Reserve sollte hingegen eindeutig positiv auf den US-Dollar wirken. Die aktuelle Schwäche am US-Rentenmarkt kann nicht als Indiz für eine Kapitalflucht aus den USA gewertet werden, denn die Renditen steigen quasi weltweit. In den USA überraschen die Konjunkturindikatoren zunehmend positiver, so dass die Fed vermutlich schon im September mit der Rückführung beginnt. Auch wenn Zinserhöhungen noch kein Thema sind, so klettern sukzessive auch die Renditen in den kürzeren Laufzeiten. Die EZB hingegen bekräftigte einmal mehr ihre Niedrigzinspolitik, wengleich selbst hier die Renditen allmählich klettern. Der Zinsvorteil dürfte jedoch bis auf weiteres beim US-Dollar liegen. Nachdem dem Euro-Dollar-Kurs ein nachhaltiger Ausbruch nach oben aus dem Seitwärtsband von 1,28 bis 1,34 missglückt ist, droht nun der Test auf der Unterseite. Mit dem Rückenwind von der Fed könnte dies sogar gelingen, und der Euro-Dollar-Kurs von aktuell rund 1,31 bis Jahresende auf 1,25 fallen. Andere Risikofaktoren sollten, wenn überhaupt, den Greenback nur temporär von seiner Reise abhalten.

Markus Reinwand_CFA
Tel.: 069-91 32-47 23

2.2 Aktien: „Septemberangst“ schon abgearbeitet?

Von guten Konjunkturdaten konnten Aktien zuletzt kaum profitieren. Offensichtlich ist bereits viel Positives vorweggenommen. Indessen dürfte der recht ausgeprägte Pessimismus vor größeren Kursrückgängen schützen.

Wo liegen
Überraschungs-
potenziale?

„Wo man am meisten drauf erpicht, gerade das bekommt man nicht.“ Diese alte Weisheit von Wilhelm Busch gilt häufig auch für die Aktienmärkte. Schließlich müssten Entwicklungen, die von der Mehrzahl der Marktteilnehmer erwartet werden, bereits zum größten Teil in den Notierungen berücksichtigt sein. Markante Kursreaktionen sind somit nur dann zu erwarten, wenn das Gros der Anleger sozusagen auf dem falschen Fuß erwischt wird. Somit gilt es zwei Fragen zu beantworten: Welches Szenario wird an den Märkten gespielt und wie realistisch sind die Erwartungen. Hieraus lässt sich ableiten, ob eher die Chance auf positive Überraschungen oder die Gefahr von Enttäuschungen überwiegt.

Konjunkturerholung
größtenteils
abgefeiert

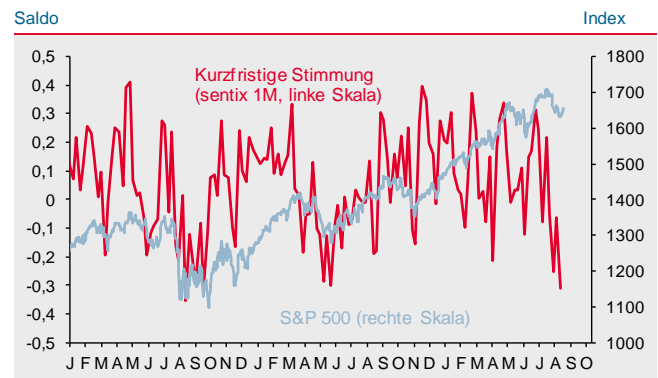
Dass es in den USA gut läuft und die Eurozone endlich aus der Rezession findet, ist inzwischen Allgemeingut. Dies belegt auch die vergleichsweise verhaltene Kursreaktion auf so wichtige Indikatoren wie den ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe. Auch die Historie zeigt, dass auf dem inzwischen erreichten Niveau des ISM-Index (August: 55,7) nur noch unterdurchschnittliche Kurssteigerungen bei US-Aktien zu erwarten sind. Dies gilt umso mehr, da die Konjunkturindikatoren in den Industrieländern in den vergangenen Monaten zumeist besser ausgefallen sind und daher die Erwartungen nach oben geschraubt werden. Das Ausmaß an positiven Überraschungen ist daher künftig nur schwer aufrecht zu erhalten. Es steigt vielmehr die Gefahr von Enttäuschungen.

Zyklusphase verspricht nur noch moderates Potenzial

ISM-Index- Niveau	S&P 500: Durchschnittliche Kursentwicklung in ...			
	3 Monaten	6 Monaten	9 Monaten	12 Monaten
... - 40	5,7	12,8	19,3	25,9
40 - 45	1,8	4,3	6,8	9,6
45 - 50	1,3	3,1	6,2	8,7
50 - 55	3,0	5,3	6,9	8,8
55 - 60	1,5	3,3	5,3	7,1
60 - ...	0,5	1,0	1,1	2,1
Durchschnittliche Performance seit 1948	2,1	4,2	6,4	8,6

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pessimismus als Kursstütze



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gleichzeitig kommt Gegenwind von der US-Geldpolitik. Angesichts des markanten Renditeanstiegs hat sich die relative Attraktivität von Aktien spürbar reduziert. Die Bewertungslücke verringert sich gegenwärtig maßgeblich über die Entwicklung am Rentenmarkt. Schließlich haben US-Aktien mit einem KGV von 14 ein Niveau erreicht, das in der jüngeren Vergangenheit nur während der New Economy Blase sichtbar übertroffen wurde. Das künftige Kurspotenzial beschränkt sich somit im Wesentlichen auf das Ausmaß der Unternehmensgewinnzuwächse, die im langfristigen Durchschnitt mit rund sieben Prozent steigen.

Ausgeglichenes
Chance/Risiko-
Verhältnis

Trotz der jüngsten Korrektur besteht bei Aktien angesichts tendenziell noch rückläufiger Gewinn-schätzungen vorerst wenig Kurspotenzial. Zudem gilt es den Syrienkonflikt als kurzfristigen Störfaktor im Auge zu behalten. Allerdings haben politische Ereignisse in der Vergangenheit zum Teil zwar heftige, zumeist aber nur vorübergehende Ausschläge an den Börsen verursacht. Schutz vor deutlichen Kursrückgängen sollte der inzwischen recht ausgeprägte Pessimismus mit Blick auf die kurzfristigen Perspektiven bieten. Gut möglich also, dass die von vielen Marktteilnehmern befürchtete September-Schwäche zumindest bei US-Aktien schon im August weitgehend vollzogen wurde. ■

3 Charttechnik

10-j. Bund-Rendite: Aufwärtsimpuls intakt



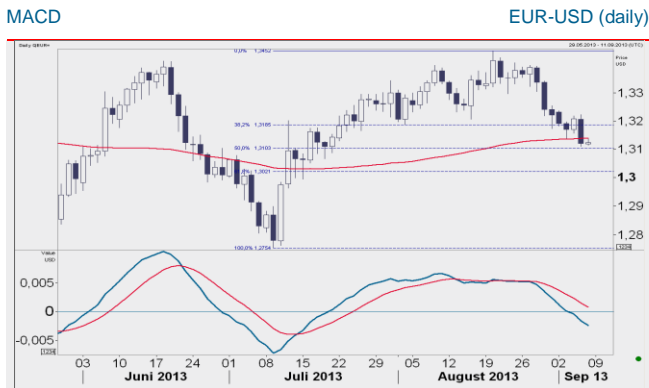
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	2,07 %	2,28 %	2,30 %
Unterstützungen:	1,93 %	1,82 %	1,73 %

Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen strebt nach oben. Sie hat in der laufenden Woche mit dem Hoch bei 2,04 % das höchste Niveau seit dem Frühjahr 2012 erreicht. Trendfolger wie MACD und DMI stehen sowohl im Tages- als auch im Wochenchart auf Kauf (bezogen auf die Rendite) und so ist der Aufwärtsimpuls seit dem Tief Anfang Mai bei 1,15 % intakt. Sollte die Rendite auch die Hürde bei 2,07 % übersteigen, finden sich die nächsten Hürden bei 2,28 % und 2,30 %, hergeleitet von den Hochpunkten Ende 2011. Eine erste Unterstützung findet sich bei 1,93 %.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

Euro: Unverändert unter Druck



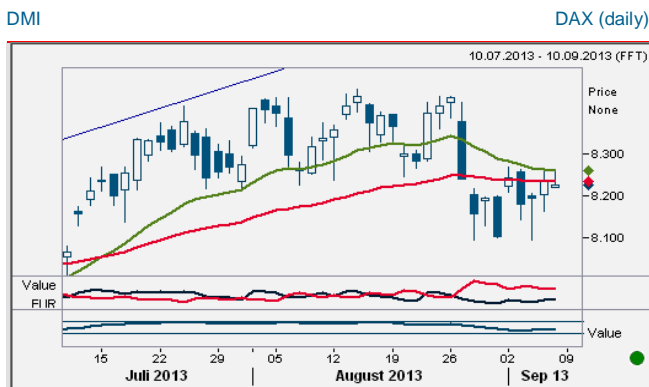
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,3400	1,3452	1,3521
Unterstützungen:	1,3110	1,3066	1,3000

In der abgelaufenen Woche hat sich der Euro nochmals deutlich abgeschwächt und nicht nur die Unterstützungen um 1,32 unterschritten, sondern auch die um 1,3140 befindlichen 100- und 200-Tagelinien. Damit trübt sich das Bild weiter ein und Rückschläge bis in den Bereich knapp oberhalb von 1,30 können nicht ausgeschlossen werden – ungeachtet der ersten, leichten Überverkaufssignale. Auch auf Wochenbasis gibt es kaum Unterstützung, denn die Trendfolger sind dabei, Verkaufssignale zu generieren, während der Stochastic bereits seine Signallinie unterschritten hat.

Ralf Umlauf (Tel.: 069/9132-1891)

DAX: Handelsrange noch nicht verlassen



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	8.312	8.347	8.415
Unterstützungen:	8.095	8.040	7.945

Der DAX hat in den letzten Tagen wiederholt die untere Begrenzung der seit längerem etablierten Handelsrange bei 8.095 Punkten bestätigt. Dadurch wird deren nachhaltiger Charakter nochmals untermauert. Das bedeutet aber auch, dass ein Bruch dieser Unterstützung deutliches Abwärtspotenzial bei gleichzeitig steigender Bewegungsdynamik generieren würde. Die ersten „größeren“ Kursziele fänden sich dann bei 7.945 und 7.843 Punkten. Insgesamt sind die Indikatoren mehrheitlich negativ zu interpretieren, sodass die Risiken eindeutig überwiegen.

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 Helaba Kapitalmarktszenarien

Hauptszenario:
With a Little Help
from My Friends

In unserem Kapitalmarktausblick 2013 haben wir unsere Szenarien mit Beatles Songs unterlegt. Im **Hauptszenario „With a Little Help from My Friends“** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 75 %) gelingt die von der Geld- und Finanzpolitik angelegte konjunkturelle Wende der Weltwirtschaft. Das Wachstum bleibt jedoch insgesamt verhalten. In den Industrieländern haben die Notenbanken mit ihren unkonventionellen Maßnahmen – allen voran den Anleihekäufen – zu einer Stabilisierung der Finanzmärkte und zu einer Rückkehr des Vertrauens beigetragen. Das Auseinanderbrechen des Eurosystems bzw. ein Kollaps des globalen Finanzsystems ist unwahrscheinlicher geworden.

Die Notenbanken stützen mit ihrer expansiven Politik und verzerren damit die Rentenmärkte, selbst wenn die Federal Reserve im zweiten Halbjahr 2013 ihr Kaufprogramm herunterfahren dürfte. Dies sorgt zusammen mit einer allmählichen Belebung der Weltwirtschaft für nachlassende Risikoprämien. Insgesamt zeichnet sich im Jahresverlauf 2013 eine konjunkturelle Erholung ab. Das globale BIP-Wachstum dürfte aber im Jahresdurchschnitt unter 3 % bleiben. Der Risikoappetit der Anleger nimmt 2013 zu. Aktien erweisen sich als attraktivste Anlageklasse, während Bundesanleihen die Gunst der Anleger verlieren. Der US-Dollar wird aufgrund der weniger expansiven US-Geldpolitik gegenüber dem Euro etwas zulegen können.

Alternativszenario:
Yesterday

In unserem negativen Szenario **„Yesterday“** (15 %) springt der Wachstumsmotor nicht an. Zu sehr sind Unternehmen über die hohe Staatsverschuldung verunsichert und scheuen sich, Risiken einzugehen. Die Notenbanken scheitern in ihren Bemühungen, die Risikoprämien nachhaltig zu drücken. Die Fehler der Vergangenheit lassen sich doch nicht einfach ganz wegmonetisieren. Folglich kommt die Weltwirtschaft nicht in Schwung. Die Industrieländer geraten in ein deflationäres Umfeld. Geopolitische Risiken könnten die Konjunktur zusätzlich belasten. Anleger suchen Sicherheit, wovon der US-Dollar und Anleihen mit höchster Bonität profitieren, während die Aktienmärkte unter Druck geraten.

Alternativszenario:
Here Comes the Sun

In unserem positiven Szenario **„Here Comes the Sun“** (10 %) schießen die Notenbanken übers Ziel hinaus: Der von der Geldpolitik weit geöffnete Kreditkanal sorgt dafür, dass der globale Investitionszyklus rasch an Breite und Tiefe gewinnt. Die üppige Liquiditätsausstattung befeuert nicht nur die Kapitalmärkte, sondern treibt sukzessive auch die Teuerung in der Realwirtschaft. Im Euroraum wird die Krise damit schneller als erwartet überwunden, zumal weitere Konsolidierungsschritte in die Zukunft verschoben werden. Aktien und auch der Euro strahlen heller denn je, während deutsche Renten im Dunkeln bleiben.

Investmentszenarien Gesamtjahr 2013

Szenarien 2013	Wahrscheinlichkeit	Wachstum	Inflation	Renten Deutschland	Euro	Aktien
With a Little Help from My Friends	75%	↗	→	↘	→	↗
Yesterday	15%	↘	↘	↗	↓	↘
Here Comes the Sun	10%	↑	↑	↓	↑	↑

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

5 Helaba Basisszenario mit Prognosetabelle

Weltwirtschaftliche
Erholung im Jahres-
verlauf

In unserem Hauptszenario „**With a Little Help from My Friends**“ gelingt 2013 die von der Geld- und Fiskalpolitik angelegte konjunkturelle Wende der Weltwirtschaft. Das Wachstum bleibt aber noch verhalten. Der einsetzende Lagerzyklus führt zur Belebung der Industriekonjunktur und die expansive Geldpolitik stützt den globalen Investitionszyklus. Das globale BIP-Wachstum beschleunigt sich erst im Verlauf von 2013. So wird in den **USA** das Wachstum nach einem schwachen Winterhalbjahr spürbar anziehen. In der **Eurozone** wurde das konjunkturbereinigte Defizit inzwischen kräftig zurückgeführt, so dass die Sparpolitik nun weniger restriktiv wirkt. Für die gesamte Eurozone ergibt sich dennoch nach einer Schrumpfung von 0,5 % im letzten Jahr nochmals ein leichter Rückgang. Auch die Wirtschaft in **Deutschland** wird ausgehend vom niedrigen Ausgangsniveau im Jahresverlauf 2013 wieder stärker expandieren.

Inflation: Vor dem Hintergrund des insgesamt moderaten Wachstumsausblicks bestehen derzeit keine Inflationsrisiken. Zwar baut sich in den Schwellenländern ein gewisser Druck auf, der jedoch durch die Entwicklung in den Industrieländern mehr als ausgeglichen wird. Global werden die Verbraucherpreise 2013 etwas weniger zulegen als im Vorjahr. Die Inflation dürfte sowohl in der Eurozone als auch in den USA spürbar niedriger ausfallen.

Geldpolitik dominiert
Kapitalmärkte

Rentenmärkte: Der geringe Inflationsdruck erlaubt es den Notenbanken, ihre lockere Geldpolitik fortzusetzen. Die EZB hält sich die Option des Aufkaufprogramms von Staatsanleihen offen. Die Risikoaufschläge bei Staatsanleihen in den europäischen Krisenländern sinken im Jahresverlauf, bleiben aber von Rückschlägen begleitet. Die Luft für Bundesanleihen wird dünner. Bei einer zu erwartenden fortgesetzten Entspannung der Euro-Schuldenkrise ist mit einer rückläufigen Nachfrage nach extrem teuren deutschen Staatsanleihen zu rechnen. Der Konjunkturpessimismus nimmt ebenso ab wie der Rückenwind vom US-Rentenmarkt. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen wird 2013 in Deutschland zwischen 1,2 % und 2,0 % schwanken, in den USA zwischen 1,5 % und 2,9 %.

Geldpolitik dominiert
Kapitalmärkte

Euro: Die EZB nimmt mit ihrer Geldpolitik Unsicherheit aus dem Markt und reduziert die Angst vor dem Währungszerfall. Die sinkenden Risikoprämien auf Peripherieanleihen stützen die Gemeinschaftswährung. Die Eurozone sollte ihre Rezession überwinden, gleichwohl bleibt ein deutlicher Wachstumsvorsprung der USA. Die sehr expansive Geldpolitik der Fed in Form von Wertpapierkaufprogrammen wird sich angesichts der widerstandsfähigen US-Konjunktur nicht unbegrenzt fortsetzen. Bereits im zweiten Halbjahr 2013 dürfte die US-Notenbank die Käufe herunterfahren, was dem US-Dollar einen Schub gibt. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte sich 2013 im Bereich von 1,20 bis 1,37 bewegen.

Chance-Risiko-Verhältnis
weitgehend ausgeglichen

Aktienmärkte: Aktien haben mit ihrem Anstieg seit der zweiten Jahreshälfte 2012 mittlerweile die massive Unterbewertung abgebaut. Damit ist die beste Phase für Aktien bereits vorbei. Gemessen an der eigenen Historie wie auch im Vergleich zu den gängigen Anlagealternativen erscheinen gerade deutsche und europäische Dividentitel zwar noch immer moderat bewertet. Für nachhaltige Kurssteigerungen müssen sich nun aber die Ertragsperspektiven der Unternehmen aufhellen. Da nach den Enttäuschungen der letzten Monate die Investoren die Hoffnung auf eine baldige Konjunkturerholung im Euroraum abgeschrieben haben, besteht mittelfristig Raum für positive Überraschungen. Die schon vergleichsweise offensive Positionierung weiter Anlegerkreise könnte sich allerdings als gewisse Kursbremse erweisen. Insgesamt ist damit das Potenzial für Aktien weitgehend ausgeschöpft (DAX-Spanne bis Jahresende: 7.800 bis 8.500 Punkte).

Prognoseübersicht

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr in %				Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2011	2012	2013p	2014p	2011	2012	2013p	2014p
Euroland	1,6	-0,6	-0,3	1,3	2,7	2,5	1,5	2,0
Frankreich	2,0	0,0	0,1	1,4	2,3	2,2	1,2	2,0
Italien	0,5	-2,4	-1,3	0,9	2,9	3,3	1,6	1,9
Spanien	0,1	-1,6	-1,5	0,8	3,1	2,4	1,6	1,9
Griechenland	-7,1	-6,4	-4,0	0,5	3,1	1,0	-0,5	0,5
Irland	2,2	0,2	0,5	1,5	1,2	1,9	0,7	1,2
Portugal	-1,6	-3,2	-2,5	0,5	3,6	2,8	0,5	1,0
Deutschland*	3,4	0,9	0,5	1,7	2,1	2,0	1,5	2,1
Großbritannien	1,1	0,2	1,0	1,5	4,5	2,8	2,6	2,3
Schw eiz	1,9	1,0	1,6	1,5	0,2	-0,7	-0,1	0,5
Schw eden	3,7	0,7	1,3	2,3	3,0	0,9	0,0	1,5
Polen	4,5	1,9	1,2	2,4	4,3	3,7	1,0	1,7
Ungarn	1,6	-1,7	0,2	1,0	3,9	5,7	2,2	2,8
Tschechien	1,8	-1,2	-1,0	1,0	1,9	3,3	1,6	1,8
Russland	4,3	3,4	2,0	3,0	8,4	5,1	6,5	6,6
USA	1,8	2,8	1,5	2,7	3,1	2,1	1,5	1,7
Japan	-0,6	2,0	1,6	1,3	-0,3	0,0	0,0	2,0
Asien ohne Japan	6,5	5,3	5,3	5,8	5,9	4,5	5,0	4,5
China	9,3	7,8	7,4	7,7	5,4	2,6	2,6	2,8
Indien	6,4	3,8	5,0	6,0	8,9	9,2	9,0	8,0
Lateinamerika	4,3	2,9	2,7	3,5	7,5	7,0	7,0	6,5
Brasilien	2,7	0,9	2,0	3,0	6,6	5,4	6,5	5,5
Welt	3,5	2,9	2,6	3,5	4,0	3,1	2,9	3,0

p = Prognose; *Deutschland: kalenderbereinigt;

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