



## Geldpolitik als Sicherheitsnetz

### 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

Dr. Stefan Mitropoulos

### HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba  
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

- Der **US-Dollar** legte geringfügig zu. Dabei stützen die robuste US-Konjunktur und ein höherer Renditevorteil die Währung. Hingegen belasten ihn die expansive Geld- und Fiskalpolitik. Im Jahresverlauf dürfte der Euro mit mehr konjunkturellem Rückenwind die Oberhand gewinnen.
- Negative US-Vorgaben und höhere Inflation bilden ein toxisches Umfeld für **Renten**. Zinserhöhungsfantasie und steigende Renditen will die EZB verhindern und weitet ihr Kaufprogramm temporär aus. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte daher im zweiten Halbjahr knapp im negativen Bereich verharren.
- Sektorrotation ist derzeit das Thema an den **Aktienmärkten**: Raus aus Technologie, rein in Zyklischer. Doch selbst die jüngst Geschmähten konnten sich bereits wieder etwas erholen. Die Risikobereitschaft der Anleger ist augenscheinlich ungebrochen, aber die Luft wird zunehmend dünn.

### Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller	Helaba-Prognosen			
	Jahresultimo	Vormonat	Stand*	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	2,4	1,6	1,19	1,20	1,25	1,25	1,25
Japanischer Yen	-2,8	-1,6	130	125	128	128	128
Britisches Pfund	3,8	0,5	0,86	0,85	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	-1,9	-1,4	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12
<b>Zinsen/Renten</b>	in Basispunkten		in %				
3M Euribor	1	1	-0,54	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
3M USD Libor	-4	2	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
10j. Bundesanleihen	26	-1	-0,31	-0,30	-0,20	-0,20	-0,20
10j. US-Treasuries	78	36	1,69	1,45	1,50	1,50	1,70
<b>Aktien</b>	in Landeswährung, %		Index				
DAX	6,8	4,7	14.657	14.500	14.200	14.000	14.100
Euro Stoxx 50	7,9	3,2	3.834	3.800	3.720	3.670	3.700
Dow Jones	6,9	3,9	32.731	32.500	31.800	31.500	31.700
Nikkei 225	6,3	-2,8	29.174	30.500	30.000	29.500	29.800

\* 22.03.2021

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

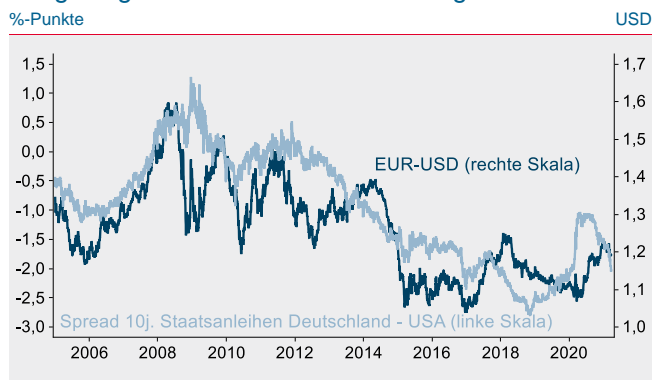
## Devisen: Dollar-Höhenflug bleibt aus

US-Präsident Biden warnt vor Zuständen wie in Europa. Soweit ist es schon gekommen. Die Corona-Pandemie schlägt derzeit in Europa härter zu als in den USA. In einigen europäischen Staaten werden wegen steigender Neuinfektionen die Corona-Restriktionen wieder verschärft, in den USA dagegen tendieren die Zahlen nach unten – sogar der „Spring Break“ wird gefeiert. Schließlich beschleunigen sich in den USA die Impfungen, während sie in der Eurozone nur sehr zögerlich und unter Rückschlägen voranschreiten. Der US-Dollar konnte von diesen Entwicklungen nur geringfügig profitieren. Der Euro-Dollar-Kurs notiert um 1,19.

Aktueller Rückenwind für den US-Dollar

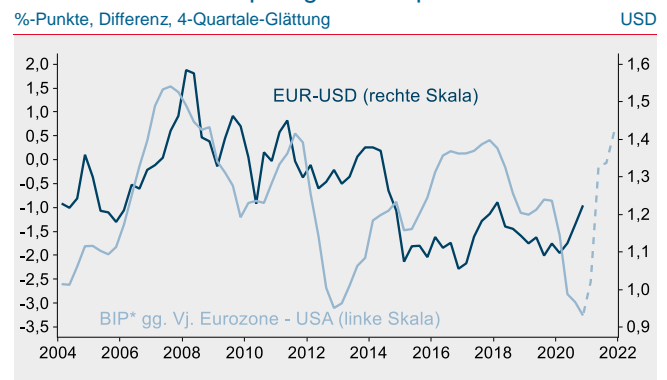
Das aktuelle Umfeld gibt dem US-Dollar Rückenwind. Statt Delle oder gar Schrumpfung wie in Europa wächst das US-Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal wohl sehr solide. Der Arbeitsmarkt verbesserte sich weiter. Die Stimmung bei den Unternehmen blieb optimistisch. Der jüngste Rückschlag im Einzelhandel verblasst gegenüber dem vorherigen starken Umsatzanstieg. Im Gesamtjahr ist mit einem kräftigen Wirtschaftswachstum von 4,7 % zu rechnen. Angesichts der riesigen Konjunkturstimuli – das 1,9-Billionen-Dollar-Paket wurde nun auch verabschiedet – liegen die Risiken eher auf der Oberseite. Wegen des Konjunkturoptimismus und damit verbundener Inflationssorgen klettern zehnjährige Treasury-Renditen scheinbar unaufhörlich. Nicht einmal die sehr zögerliche Federal Reserve konnte dies stoppen. Entsprechend erhöhte sich der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro deutlich. Das alles hat zwar dem US-Dollar schon geholfen, die großen Jubelsprünge sind jedoch ausgeblieben.

### Langfristiger US-Renditevorteil hat zugenommen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### US-Wachstumsvorsprung nur temporär



\* 2021: eigene Prognose  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Expansive Politik als Dollar-Belastung

Die Konjunkturbelebung in den USA ist allerdings teuer erkaufte. Das Haushaltsdefizit, gemessen am BIP, befindet sich auch 2021 deutlich im zweistelligen Bereich, viel höher als in den Ländern der Eurozone. In dem Zusammenhang steigt außerdem das US-Leistungsbilanzdefizit, d.h. es muss zu dessen Begleichung mehr Kapital aus dem Ausland angelockt werden. In der Vergangenheit belasteten hohe „Zwillingsdefizite“ die US-Währung, sofern nicht die Geldpolitik sehr restriktiv war. Aber genau diese bleibt, wie die Fed gerade bestätigte, noch lange sehr expansiv. Die Notenbank stellt in ihren Projektionen quasi keine Zinswende in Aussicht. Folglich liegt der US-Renditevorteil bei zweijährigen Laufzeiten gegenüber dem Euro nur marginal über den Tiefständen der letzten fünf Jahre. Nicht einmal eine Reduktion der Anleihekäufe zeichnet sich ab, auch wenn die Geldmenge M2 mit knapp 26 % gegenüber Vorjahr mehr als doppelt so schnell wie in der Eurozone wächst. Dabei ist doch die EZB-Politik bereits äußerst expansiv. So wirklich vertrauenserweckend ist dieser mit der Fiskalpolitik vorangetriebene und mit der Notenpresse finanzierte Aufschwung nicht. Selbst der US-Impfvorteil wird sich auflösen, wenn sich im Jahresverlauf in der EU die Impfungen erheblich beschleunigen. Da in der Eurozone außerdem mehr Nachholbedarf besteht, sollte die Konjunktur dort dann dynamischer als in den USA verlaufen. Auch der Renditevorteil bei den Zehnjährigen wird sich wohl wieder verringern. Kurzfristig wird der Dollar wohl stabil bleiben, also um das aktuelle Niveau schwanken. Bis Jahresende dürfte der Euro-Dollar-Kurs jedoch auf 1,25 klettern.

Ulf Krauss

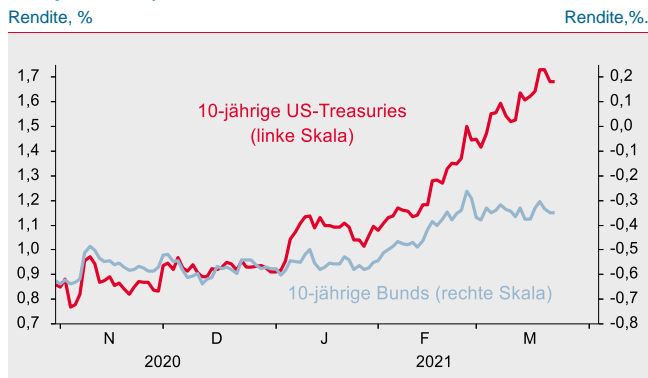
## Renten: EZB stemmt sich gegen steigende Renditen

Während sich aufgrund anhaltender Corona-Unsicherheiten die Wachstumsaussichten hierzulande tendenziell eher verschlechtern, läuft es in den USA konjunkturell überraschend gut. In diesem Zusammenhang wurde die Renditeprognose 10-jähriger US-Treasuries für das Jahresende von 1,2 % auf 1,5 % angehoben. Kein Anpassungsbedarf besteht derzeit bei deutschen Renten. Der erwartete Renditeanstieg zum Jahresanfang ist eingetreten. Für das zweite Halbjahr halten wir an dem Gravitationswert von -0,2 % bei 10-jährigen Bundesanleihen fest. Das Momentum des Renditeanstiegs hat zuletzt bereits nachgelassen.

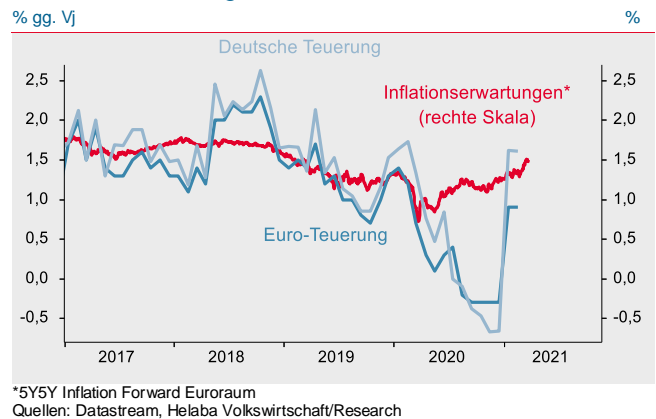
EZB weitet Kaufprogramm temporär aus

Der entscheidende Grund für lediglich moderat steigende Renditen hierzulande liegt in der Geldpolitik. Angesichts der schwierigen Konjunkturlage im Euroraum machte die EZB deutlich, dass sie steigende Renditen nicht akzeptieren wird. Neue Lockdowns im Euroraum dürften EZB-Präsidentin Christine Lagarde in ihrer Meinung zuletzt bestärkt haben. Da wegen der anziehenden Verbraucherpreise Zinssenkungen – mehr denn je – keine Option sind, blieb nur eine Akzentuierung des Kaufprogramms. Die noch nicht ausgeschöpfte „Kriegskasse“ für das Pandemie-Kaufprogramm PEPP beträgt noch rund eine Billion Euro. Die EZB musste daher nicht am Gesamtvolumen schrauben. Die Flexibilität des Programms – was, wann und wie viel gekauft wird – ist zudem ein großer Vorteil: Die Ankäufe im Rahmen des PEPP sollen in den kommenden Monaten deutlich umfangreicher ausfallen als zuletzt. Die Wahrscheinlichkeit steigt, dass das 1,85-Billionen-Euro-Programm zur Bekämpfung der Pandemie-Folgen vollständig ausgereizt wird.

### Konjunkturoptimismus treibt US-Renditen



### Inflationserwartungen im Aufwärtstrend



Inflation zieht an

Deutschland weist mit 1,6 % gg. Vj. zusammen mit den Niederlanden derzeit die höchste Teuerung im Euroraum aus. Die Euro-Gesamtrate lag im Februar unverändert bei 0,9 %, was gegenüber dem Dezemberwert von -0,3 % einen deutlichen Anstieg darstellt. Und das Ende der Fahnenstange ist noch nicht erreicht: Das zyklische Tief des Ölpreises lag vor einem Jahr bei rund 20 US-Dollar pro Fass. Aktuell notiert der Ölpreis bei über 60 US-Dollar. In Deutschland dürften daher im Jahresverlauf Inflationsraten von über 3 % erreicht werden. Im Euroraum sind immerhin Werte von über 2 % zu erwarten. Die Inflationserwartungen haben zuletzt ihren Aufwärtstrend fortgesetzt und mit rund 1,5 % den höchsten Stand seit zwei Jahren erreicht. Normalerweise färbt so eine Entwicklung auf die Zinserwartungen ab, die EZB stemmt sich allerdings mit aller Kraft dagegen. Sie sieht den Inflationsanstieg nur als temporär an und prognostiziert für das kommende Jahr einen Durchschnittswert der Euro-Teuerung von lediglich 1,2 %. Wir erwarten hingegen einen Wert von 1,6 %, was deutlich näher am EZB-Inflationsziel von knapp 2 % liegt.

Das Umfeld für deutsche Renten bleibt somit schwierig. Allerdings dürfte die Zinskurve auch in den nächsten Jahren nicht sehr steil werden. Aktuell liegt der Abstand zwischen zwei- und zehnjährigen Bundesanleihen bei 0,4 Prozentpunkten. Gelingt es der EZB auch weiterhin, die Anlegererwartungen bezüglich einer noch viele Jahre sehr lockeren Geldpolitik aufrecht zu erhalten, so bleibt der Spielraum für spürbar steigende Renditen überschaubar.

Markus Reinwand, CFA

## Aktien: Anleger setzen auf Zykliker

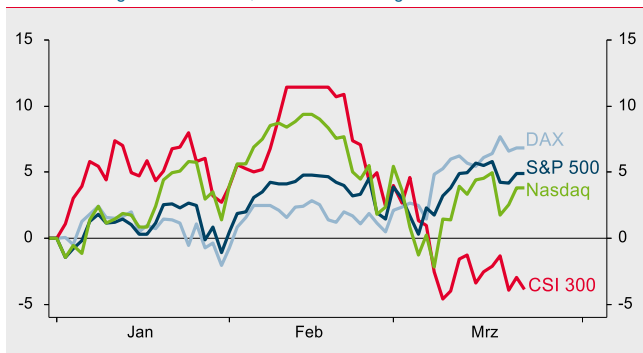
Die Pferde wurden gewechselt, die Rekordjagd an den Aktienmärkten geht weiter. In den vergangenen Wochen kamen die bisherigen Börsenlieblinge unter Druck. Der technologieelastige Nasdaq Composite gab seit seinem Höchststand im Februar zeitweilig mehr als 10 % ab. Beim chinesischen Börsenbarometer CSI 300 war der Rückgang mit zwischenzeitlich fast 15 % gegenüber dem Jahreshöchststand noch kräftiger. Wirklich verunsichert hat dies die Anleger offensichtlich aber nicht, und dies, obwohl China zu den Top-Exportdestinationen Deutschlands zählt und die Rolle einer Wachstumslokomotive einnimmt. Trotz dieses Gegenwinds konnte der DAX zuletzt neue Rekordstände markieren. Gefragt waren dabei vor allem zyklische Werte.

Viel Positives vorweggenommen

Die Bedenken mancher Marktteilnehmer, steigende Anleiherenditen könnten Aktien empfindlich treffen, scheinen erst einmal wieder in den Hintergrund gerückt zu sein. Vielmehr ziehen weiterhin die Argumente, die schon bislang für steigende Aktien gesorgt hatten: Massive Unterstützung durch Konjunkturprogramme, eine anhaltend ultralockere Geldpolitik, der Mangel an Anlagealternativen und verbesserte Wachstumsaussichten durch fortschreitende Impfungen. Vieles davon ist in den aktuellen Notierungen allerdings schon vorweggenommen. Anleger haben in den vergangenen Monaten ihre Portfolios bereits sehr offensiv ausgerichtet. In den USA hat der Anteil des Aktien- am Finanzvermögen der privaten Haushalte im vierten Quartal 2020 mit rund 38 % die bisherigen Höchststände aus dem ersten Quartal des Jahres 2000 zum Höhepunkt des New Economy-Booms wieder erreicht.

### DAX zeigt relative Stärke

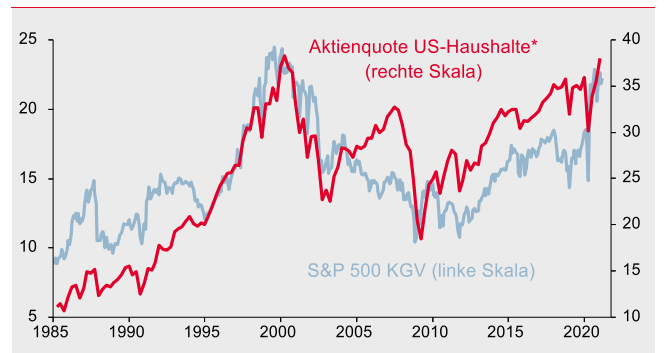
%-Veränderung seit 31.12.2020, in lokaler Währung



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### US-Aktienquote auf Rekordstand

Verhältnis



\* Anteil des Aktien- am Finanzvermögen der privaten Haushalte  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die zum Teil schon sehr hohe Bewertung von Aktien spricht ebenfalls dafür, dass inzwischen ein kräftiger Aufschwung eingepreist ist. Besonders ausgeprägt ist dies in den USA. So hat das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate annähernd die Spitzenniveaus des Jahres 2000 erreicht. Andere wichtige Kennziffern für den US-Markt bewegen sich ebenfalls weiterhin deutlich oberhalb des langfristigen Normalbandes. Selbst wenn die Überbewertung bei deutschen Aktien geringer ist, sind auch diese inzwischen teuer. Bislang wurde dies mit Blick auf die niedrige Verzinsung von Staatsanleihen von der Mehrzahl der Anleger in Kauf genommen. Durch den deutlichen Renditeanstieg der vergangenen Wochen haben Dividentitel allerdings an relativer Attraktivität eingebüßt. Das weltweite Volumen negativ verzinsten Anleihen ist seit seinem Hoch im Dezember 2020 zwischenzeitlich um rund 30 % gefallen. Das Thema Anlagentotstand hat sich damit zumindest etwas entspannt.

Chance-Risiko-Profil nicht attraktiv

Für weitere Bewertungsexpansionen besteht kaum noch Spielraum. Nachhaltiges Kurspotenzial ließe sich somit nur ableiten, wenn die Unternehmensgewinne in den kommenden Quartalen über das bislang unterstellte Ausmaß zulegen könnten. Angesichts bereits recht hoher Erwartungen dürfte dies jedoch zunehmend schwerfallen. Auf dem aktuellen Kurs- und Bewertungsniveau ist das Chance-Risiko-Profil dies- und jenseits des Atlantiks nicht sonderlich attraktiv. Breite Neuengagements bieten sich daher vorerst nicht an. ■