

**Kapitalmarktanalyse
Anlagemanagement**

Dr. Harald Preißler
Leiter Anlagemanagement
Chefvolkswirt

Dr. Andreas A. Busch
Senior Analyst Economics

Dr. Daniel Hartmann
Senior Analyst Economics

Markus Tischer
Senior Quantitative Analyst

Alexander Posthoff
Senior Portfoliomanager

Financial Market Monitor

Management der Eigenanlagen in Anleihen der
BANTLEON BANK AG, der
»BANTLEON Anleihenfonds« und der »BANTLEON Spezialfonds«

23. April 2012

www.bantleon.com

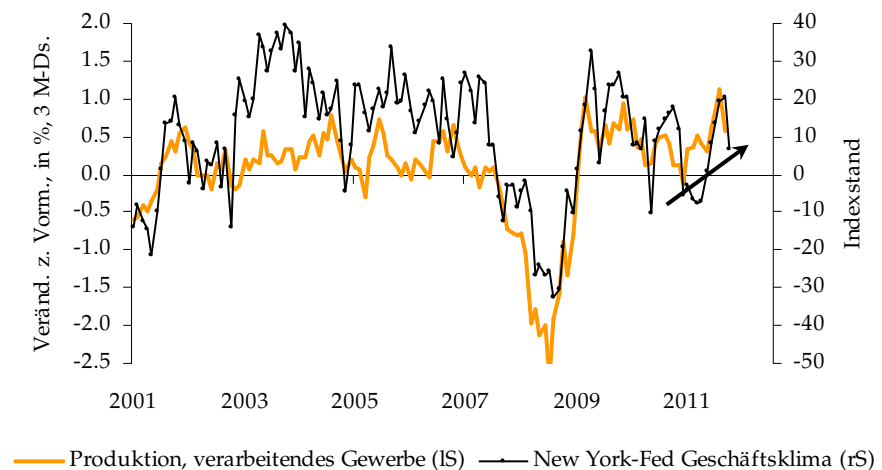
Fundamentale Analyse

Weltwirtschaft

Die US-Wirtschaftsdaten der vergangenen Woche lieferten mit sinkenden Geschäftsklimaindices, schrumpfender Industrieproduktion und steigenden »Jobless Claims« einige Enttäuschungen.

Die US-Wirtschaftsdaten der vergangenen Woche lieferten einige Enttäuschungen. So gingen die Geschäftsklimaindices der regionalen Notenbanken von *New York* und *Philadelphia* deutlicher als erwartet zurück (6,6 nach 20,6 Punkten bzw. 8,5 nach 12,5 Punkten, vgl. Abbildung 1) und die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sank überraschend um 0,2% gegenüber dem Vormonat. Daneben verbuchte der NAHB-Wohnungsmarkindex, der die Stimmung in der Bauwirtschaft wiedergibt, einen unerwarteten Rücksetzer (25 nach 28 Punkten) und die Verkäufe bestehender Einfamilienhäuser legten nicht wie vom Konsensus angenommen leicht zu, sondern nahmen um 2,6% gegenüber dem Vormonat ab. Schliesslich stiegen die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung die zweite Woche in Folge an und schürten Befürchtungen, die Erholung am Arbeitsmarkt könnte schon wieder merklich an Schwung verlieren. Kündigt sich damit der Beginn einer nachhaltigen konjunkturellen Schwächephase an?

Abbildung 1: Die US-Industrie legt eine Verschnaufpause ein



Quellen: New York Fed, Federal Reserve, BANTLEON

Nach unserer Einschätzung handelt es sich beim Produktionsrückgang im verarbeitenden Gewerbe indes nur um ein Luftholen ...

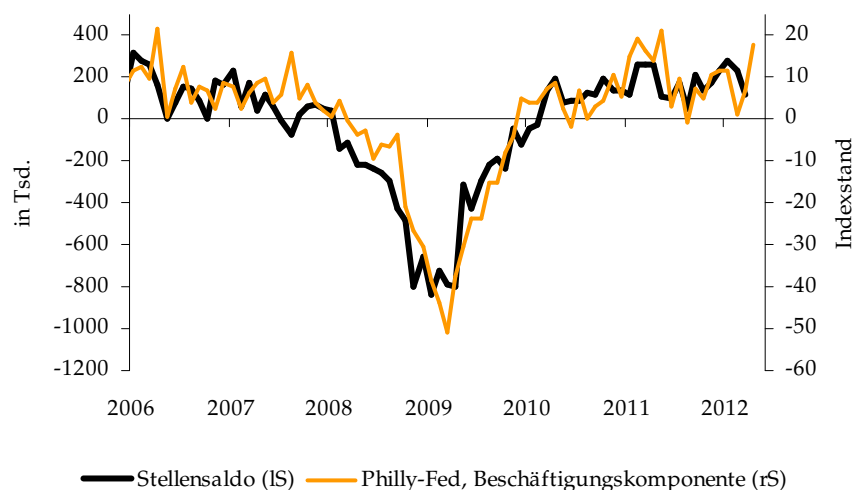
... und dem Rückgang der Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung stehen steigende Beschäftigungsindikatoren der Unternehmensumfragen entgegen.

Wir können eine derartige Skepsis nicht teilen. Den Rückgang der Produktion im verarbeitenden Gewerbe im März um 0,2% werten wir eindeutig als »Verschnaufpause« nach einer Phase mit aussergewöhnlich hoher Expansionsdynamik: Im Durchschnitt der Monate Dezember bis Februar hatten die Unternehmen ihren Output um 1,1% gesteigert, was der kräftigste Anstieg innerhalb von drei Monaten seit 28 Jahren (!) war und ein Luftholen überfällig werden liess.

Darüber hinaus stellt die Verschlechterung der Geschäftsklimaindikatoren im April nicht den Vorboten einer sich ausweitenden Abschwächung dar. Vielmehr befinden sich diese Stimmungsindikatoren nach wie vor in ihren übergeordneten Aufwärtstrends. Den jüngsten Rückgang des *New York-Fed*-Index werten wir somit lediglich als Normalisierung nach den hohen Werten der zurückliegenden Monate (vgl. Abbildung 1).

Die Details der Unternehmensumfragen lassen daneben auch positive Entwicklungen erkennen. So konnte sich in der Erhebung der *Philadelphia-Fed* die Teilkomponente zum Investitionsausblick merklich verbessern und der entsprechende Subindex der *New York-Fed* verharrte auf hohem Niveau. Üblicherweise deutet ein solch freundlicher Ausblick für die Kapitalgüternachfrage auch auf eine anziehende Beschäftigungsdynamik hin, was von den Arbeitsmarktkomponenten vollumfänglich bestätigt wurde: In der *Philly-Fed*-Erhebung war hier sogar ein ausgesprochen kräftiger Anstieg auf den höchsten Wert seit knapp einem Jahr zu beobachten (17,9 nach 6,8 Punkten, vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Positive Signale für den Arbeitsmarkt von den Geschäftsklimaumfragen



Quellen: Philadelphia-Fed, BLS, BANTLEON

Wir halten daher an unserem freundlichen Arbeitsmarktausblick fest ...

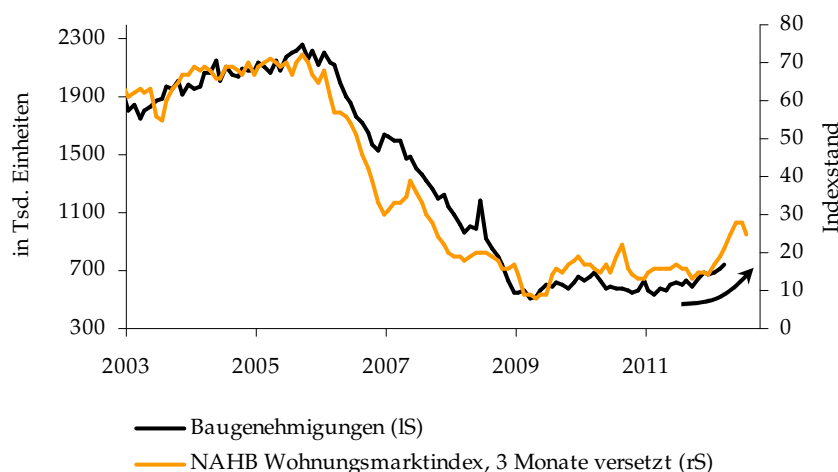
Vor diesem Hintergrund müssen die jüngsten Anstiege der Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung mit Vorsicht betrachtet werden – vonseiten der Unternehmensumfragen kann das in den »Jobless Claims« zum Ausdruck kommende Bild einer nachlassenden Beschäftigungsdynamik nicht bestätigt werden. Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass die Erstanträge in den zurückliegenden Monaten ungewöhnlich deutlich gesunken waren,

... und rechnen auch am Immobilienmarkt nach wie vor mit einer Erholung.

so dass ein temporärer Anstieg nicht gleich den übergeordneten Besserungstrend in Frage stellt. In Anbetracht dessen bleiben wir bei unserer zuversichtlichen Einschätzung und gehen davon aus, dass die Zahl der Stellenschaffungen – nach dem schwachen Märzergebnis von 120.000 – im laufenden und den kommenden Monaten wieder zunehmen wird.

Daneben halten wir auch an unserem positiven Ausblick für den Immobilienmarkt fest. So legten die Baugenehmigungen im März von 715.000 auf 747.000 Einheiten zu und zeichnen damit das Bild einer anhaltenden Belebung (vgl. Abbildung 3). Der Rückgang der Baubeginne von 694.000 auf 654.000 Einheiten steht dazu nicht im Widerspruch, da diese Reihe bekannt für ihre hohe Volatilität ist – der übergeordnete Trend wird zweifellos von den Baugenehmigungen besser wiedergegeben.

Abbildung 3: Weitere Lebenszeichen vom US-Immobilienmarkt



Quellen: NAHB, Census Bureau, BANTLEON

Nicht übersehen werden dürfen darüber hinaus die überraschend guten Konsumdaten der vergangenen Woche; ...

Nicht übersehen werden darf darüber hinaus, dass eine Reihe von Datenveröffentlichungen in der vergangenen Woche freundlicher ausfiel als vom Konsensus prognostiziert. Nicht nur die Baugenehmigungen überraschten positiv – auch vonseiten des privaten Konsums kamen gute Nachrichten. So verzeichneten die Einzelhandelsumsätze im März den neunten Anstieg in Folge. Mit +0,8% fiel das Plus dabei zum dritten Mal auffallend kräftig aus (nach +1,0% und +0,7%). Für die Konsumausgaben in der BIP-Statistik zeichnet sich folglich immer klarer ein robuster Zuwachs von annualisiert 2,0% bis 2,5% ab.

... für das BIP-Wachstum im 1. Quartal haben wir unsere Prognose in diesem Zuge auf 2,4% angehoben.

Mit Blick auf die Daten, die vom Statistikamt zur Berechnung des Wirtschaftswachstums herangezogen werden, setzte sich damit die bereits vor einigen Wochen begonnene Serie positiver Überraschungen fort. Aus diesem Grund rechnen wir nun für das BIP-Wachstum im 1. Quartal (für das die erste offizielle Schätzung am kommenden Freitag bekannt gegeben wird) mit einem Plus von 2,4% (annualisiert). Anders als längere Zeit anzunehmen war, sollte es also nicht zu einer Halbierung der Wachstumsrate des 4. Quartals von 3,0% kommen, sondern nur zu einer moderaten Verlangsamung.

Während die US-Wirtschaft auf Erholungskurs ist, ...

... erhält die beginnende wirtschaftliche Belebung sowohl in Indien als auch in Brasilien ...

... weiteren Rückenwind durch Leitzinssenkungen.

In den nächsten Tagen stehen in den USA neben den BIP-Zahlen die neusten Auftragsdaten auf der Agenda; ...

... in China wird die erste Schätzung zum Industrie-EMI veröffentlicht ...

... und am Mittwoch gibt die Fed die Ergebnisse ihrer Offenmarktausschusssitzung bekannt.

Die italienische »Expertenregierung« hat in den vergangenen fünf Monaten zahlreiche Sparpakete und Reformvorhaben auf den Weg gebracht; ...

Während die US-Wirtschaft weiter auf Erholungskurs ist, erhält die beginnende konjunkturelle Belebung in den Schwellenländern nochmals Rückenwind. So gab in der vergangenen Woche die *Reserve Bank of India* eine Leitzinssenkung bekannt, nachdem sie zuvor im Januar und März bereits zwei Mal den Mindestreservesatz gesenkt hatte. Mit -0,50% fiel die Lockerung dabei doppelt so gross aus wie vom Konsensus erwartet – sie sollte entsprechend einen spürbaren Stimulus auf die Realwirtschaft entfalten.

Eine Überraschung beinhaltete auch der jüngste geldpolitische Entscheid der *Banco Central do Brasil*. Vom Ausmass her entsprach die Zinssenkung mit -0,75% hier zwar den Erwartungen. Anders als allerdings noch im Protokoll zur letzten Sitzung im März zu lesen war, sehen die Währungshüter inzwischen mit einem Leitzins von nun 9,00% nicht mehr den Tiefpunkt als erreicht an. Vielmehr werden die Inflationsrisiken in der kurzen Stellungnahme zum Zinsentscheid als »begrenzt« beschrieben, womit die Tür für nochmalige Leitzinssenkungen unter den bisherigen historischen Tiefststand von 8,75% geöffnet bleibt.

In der laufenden Woche stehen in den USA neben den BIP-Daten die Auftragseingänge langlebiger Güter für März auf der Agenda. Nachdem in den Monaten Dezember bis Februar beim Flugzeughersteller *Boeing* eine beispiellose Flut an Bestellungen eingegangen war, hat der Ordereingang im März massiv nachgelassen. Dies sollte sich auch in den Daten des *Census Bureau* niederschlagen – wir rechnen mit einem Minus der Auftragseingänge langlebiger Güter von 3,0% (nach +2,4%). In der Kernreihe (ohne den volatilen Transportsektor) erwarten wir +0,1% (nach +1,8%). Die erste offizielle Schätzung zum Industrie-Einkaufsmanagerindex in China wird gemäss unseren Prognosemodellen einen Anstieg von 48,2 auf 49,0 Punkte ausweisen.

Neben den Datenveröffentlichungen wird die Offenmarktausschusssitzung der Fed auf grosses Interesse stossen. Wir gehen davon aus, dass die Währungshüter ihre grundsätzlich positive Einschätzung zur wirtschaftlichen Entwicklung allenfalls graduell anpassen. Beim geldpolitischen Ausblick sollte alles beim Alten bleiben: Die Ankündigung niedriger Leitzinsen bis mindestens Ende 2014 dürfte beibehalten werden. Gleichzeitig rechnen wir nach wie vor nicht mit Hinweisen, die auf eine Lancierung von »QE 3« nach dem Auslaufen der »Operation Twist« im Juni hindeuten.

Eurozone

Die Regierung *Mario Monti* hat seit ihrem Amtsantritt im November 2011 eine Menge auf den Weg gebracht. Den Auftakt bildete ein riesiges Sparpaket von knapp 30 Mrd. EUR, mit dem das Haushaltsdefizit bereits im kommenden Jahr in Richtung null gedrückt werden soll. Kurz hintereinander folgten dann eine Rentenreform, die unter anderem eine schrittweise Anhebung des Renteneintrittsalters auf 67 Jahre vorsieht, sowie ein Gesetzespaket zur Liberalisierung verschiedener Berufsgruppen (Taxifahrer, Tankstellenpächter, Apotheker, Anwaltskanzleien). Anfang April wurde schliesslich mit den Gewerkschaften eine Arbeitsmarktreform ausgehandelt. Auch wenn der Regierungschef hier nicht alle seine Forderungen

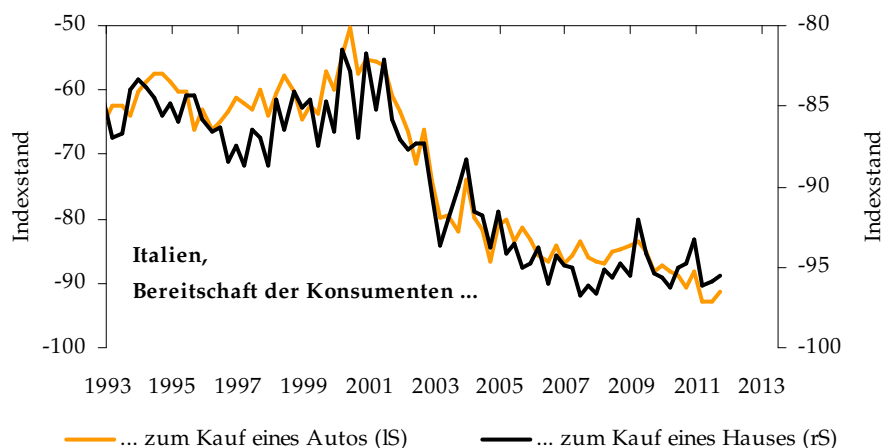
... langfristig dürften diese Massnahmen positive Früchte tragen; ...

... kurzfristig ist jedoch ein tiefes Konjunkturtal zu durchschreiten; ...

durchsetzen konnte, wurde der rigide Kündigungsschutz bei Betrieben mit mehr als 15 Monaten aufgeweicht. Dies soll vor allem den Anreiz zur Einstellung jüngerer Mitarbeiter fördern.

All diese Massnahmen werden langfristig zweifellos positive Wirkungen entfalten. Kurzfristig ist jedoch zunächst ein tiefes Tal der Tränen zu durchschreiten. Jüngste Belege dafür lieferten praktisch alle realwirtschaftlichen Daten. Dies beginnt mit der Industrieproduktion, die im 1. Quartal erneut um knapp 2,5% geschrumpft sein dürfte (nach -2,4% in Q4/2011). Noch härter hat es die Bauproduktion getroffen. Hier deuten die bislang vorliegenden Januar- und Februardaten auf den schlimmsten Absturz seit 17 Jahren hin (ca. -10,0% im Vergleich zu Q4/2011).

Abbildung 4: Langfristige Anschaffungen stehen derzeit kaum zur Debatte



Quellen: EU-Kommission, BANTLEON

... zu Jahresbeginn sind die italienische Industrie- und Bauproduktion sowie die Pkw-Neuzulassungen abgestürzt; ...

... im 1. Quartal 2012 dürfte die italienische Wirtschaft entsprechend um knapp 1,0% geschrumpft sein.

Dessen ungeachtet gibt es erste Hoffnungszeichen; ...

... das Verbrauchervertrauen hat sich zuletzt stabilisiert; ...

Nicht minder dramatisch sieht es bei den Pkw-Verkäufen aus, die in den ersten drei Monaten des Jahres um 16,3% eingebrochen sind (im Vergleich zu Q4/2011). Gerade in diesem Bereich machen sich neben der restriktiven Fiskalpolitik die Nachwirkungen der Eskalation der Eurokrise vom vergangenen Herbst bemerkbar, in deren Zentrum Italien stand. Aufseiten der Verbraucher hat dies zu einer tiefen Verunsicherung geführt. Entsprechend zurückhaltend sind sie bei der Anschaffung langlebiger Konsumgüter und Immobilien (vgl. Abbildung 4).

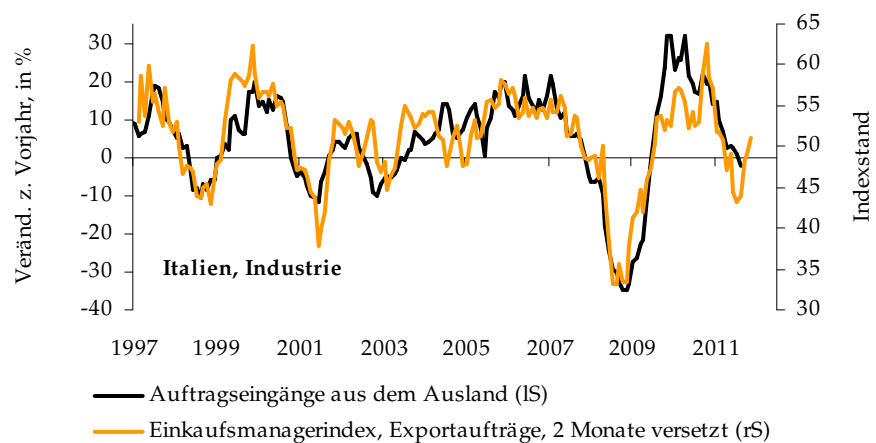
Alles in allem gehen wir davon aus, dass die italienische Wirtschaftsleistung im 1. Quartal 2012 mindestens so stark geschrumpft ist wie im 4. Quartal 2012 (-0,7%). Seit Mitte 2011 summiert sich der Rückgang damit auf 1,5%. Mit anderen Worten, schon jetzt steht fest, dass Italien derzeit die zweitstärkste Rezession der vergangenen 20 Jahre durchläuft (nach der Finanzkrise brach das BIP um 7,1% ein), zumal sich für das laufende Quartal nochmals ein Minus abzeichnet.

Immerhin – auch im Falle Italiens gibt es erste konjunkturelle Hoffnungszeichen. So hat etwa bei den Konsumenten zuletzt der Pessimismus leicht nachgelassen. Dazu dürfte unter anderem beigetragen haben, dass die Regierung weiteren Sparmassnahmen bzw. Steuererhöhungen eine Absage erteilt hat.

... gleichzeitig erhält die Industrie Rückenwind vom Ausland.

Noch deutlichere positive Signale kommen vom verarbeitenden Gewerbe, das Rückenwind vom Aussenhandel verspürt. Ein klares Indiz in diese Richtung lieferte der Einkaufsmanagerindex, dessen Exportkomponente zuletzt sogar wieder über die 50-Punkte-Marke gesprungen ist (vgl. Abbildung 5). In Anbetracht dessen sind wir zuversichtlich, dass sich das italienische BIP im 2. Halbjahr 2012 wieder fängt und in etwa auf dem Niveau des 1. Halbjahres verharrt.

Abbildung 5: Der Export sollte Italien aus dem Sumpf ziehen



Quellen: ISTAT, Markit, BANTLEON

Damit sich die Wirtschaft der EUR-Peripherie erholt, muss Deutschland wieder seine Rolle als Konjunkturlokomotive einnehmen; ...

Entscheidend für die Stabilisierung der konjunkturellen Lage der Eurozone ist, dass Deutschland seine Rolle als Konjunkturlokomotive zurückgewinnt, die es im 4. Quartal 2011 verloren hat. Geht es nach der IFO-Umfrage, stehen die Chancen dafür nicht schlecht. Bereits im Februar und März hat dieses Barometer allen Widrigkeiten getrotzt und seinen seit Oktober 2011 bestehenden Aufwärtstrend beibehalten. Im April setzte sich diese erfreuliche Tendenz fort: Der Index stieg zwar nur um ein Zehntel von 109,8 auf 109,9, unsere Erwartungen und die Konsensussschätzung (109,4 bzw. 109,5 Punkte) wurden damit aber erneut übertroffen.

... das IFO-Barometer hat in dieser Hinsicht erneut Mut gemacht; ...

... im April legte der Index zum 6. Mal in Folge zu, ...

Besonders positiv zu werten ist, dass der Teilindex der Industrie nach dem einmaligen Rücksetzer im Februar wieder kräftig zulegte, wozu nicht zuletzt der sich aufhellende Geschäftsausblick beitrug. Mithin haben die IFO-Geschäftserwartungen das Trendwendsignal für die Industrieproduktion nachhaltig unterstrichen (vgl. Abbildung 6). In den nächsten Monaten sollte die Erzeugung im verarbeitenden Gewerbe entsprechend wieder zulegen und das Herzstück der deutschen Wirtschaft erneut Fahrt aufnehmen.

... positiv zu werten ist vor allem der Aufwärtstrend bei den Geschäftserwartungen der Industrie; ...

... der jüngste Rücksetzer in der Bauwirtschaft kann hingegen problemlos verschmerzt werden.

Einen stärkeren Zuwachs im IFO-Barometer hat im April die Bauwirtschaft verhindert. Nach den kräftigen Anstiegen um die Jahreswende ist es hier zu einem Rücksetzer (-6,0 Punkte) gekommen, der jedoch keinen Beinbruch darstellt. Vielmehr bewegt sich das Geschäftsklima des Baugewerbes nach wie vor in der Nähe historischer Höchststände.

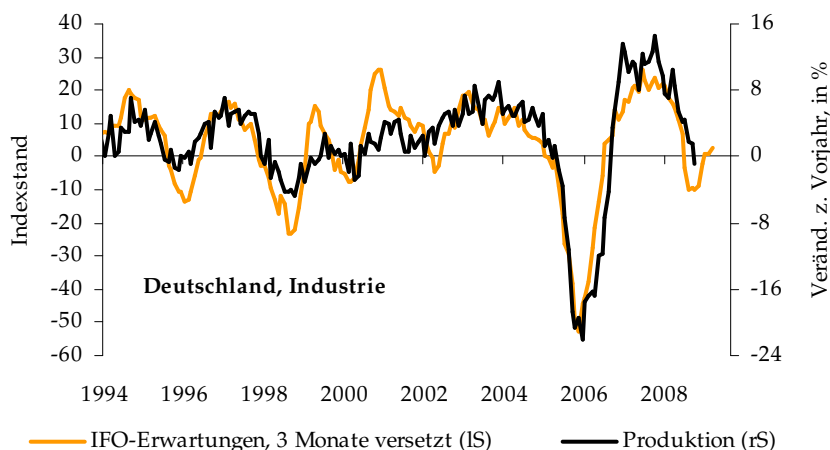
Der IFO-Index sendet die klare Botschaft aus, ...

Insgesamt geht von den jüngsten IFO-Ergebnissen die klare Botschaft aus, dass sich die konjunkturelle Bodenbildung gefestigt hat. Dies steht vollauf im Einklang mit unserer BIP-Prognose, die im Laufe des Jahres wieder

... dass die Industriedynamik im Laufe des Jahres wieder anzieht.

von einem erkennbaren BIP-Wachstum in Deutschland ausgeht (+0,4% bis +0,5% pro Quartal im 2. Halbjahr 2012).

Abbildung 6: IFO-Index unterstreicht Trendwendesignal



Quellen: IFO, Deutsche Bundesbank, BANTLEON

In den kommenden Tagen stehen die Ergebnisse aller anderen Konjunkturbarometer auf der Agenda (Einkaufsmanagerindex, Stimmungsindikatoren der EU-Kommission); ...

In der laufenden Woche stehen die Ergebnisse aller anderen Konjunkturbarometer der Eurozone auf der Agenda. In der Mehrzahl der Fälle rechnen wir mit Anstiegen. Dies gilt zunächst für den Einkaufsmanagerindex der Industrie, der nach zwei Rückgängen in Folge wieder zulegen sollte (48,5 nach 47,7 Punkten). Knapper dürfte das Resultat beim Service-EMI ausfallen. Per saldo rechnen wir aber auch hier mit einer Festigung der Aufwärtstendenz (49,4 nach 49,2 Punkten). Lediglich geringfügig wird unserer Einschätzung nach überdies der Zuwachs beim EUR-Wirtschaftsvertrauen ausfallen (94,6 nach 94,4 Punkten). Hier wirkt das Verbrauchervertrauen als Bremsfaktor. Von einer klaren Gegenbewegung nach dem Rückschlag im März gehen wir hingegen beim belgischen Geschäftsklima aus (-8,5 nach -9,6 Punkten). Das einzige Minus prognostizieren wir für das Pendant aus Frankreich (95 nach 96 Punkten), das zuletzt ungewöhnlich starken Rückenwind aus der Autobranche erfahren hatte.

... daneben werden erste Inflationsdaten vom April veröffentlicht.

Neben der Flut an Stimmungsindikatoren werden darüber hinaus erste Inflationsdaten vom April veröffentlicht. Im Falle Deutschlands rechnen wir mit wenig Überraschendem. Die Teuerungsrate sollte bei 2,1% verharren.

Renditestruktur

Die Anleihenmärkte befinden sich in einer ausgesprochen depressiven Stimmung.

Noch würden wir das Marktgeschehen nicht als »panisch« beschreiben – aber es fehlt nicht mehr viel! So ist es bislang nur eine depressive Stimmung, die allerdings bedenkliche Ausmasse anzunehmen beginnt. Abzulesen ist dies daran, dass selbst dementierte Gerüchte, wie beispielsweise die angeblich bevorstehende Rating-Herabstufungen Frankreichs durch Moody's, eine enorme Belastung der Märkte darstellen – nach dem Motto: Es wird schon was dran sein.

Gerüchte bewegen die Kurse, ...

... ebenso wie Befürchtungen.

Die einseitig negative Wahrnehmung zeigt sich auch anhand des neu entworfenen Gezerres um die Aufstockung des IWF-Beitrags zu den europäischen Rettungsschirmen. Allein die Tatsache, dass Länder wie Kanada oder Brasilien Vorbehalte äussern, wird als Todesstoss gewertet. Die 60 Mrd. USD aus Japan, respektive die insgesamt bis Ende letzter Woche vorliegenden Zusagen über mehr als 320 Mrd. USD wurden dagegen als »Peanuts« betrachtet.

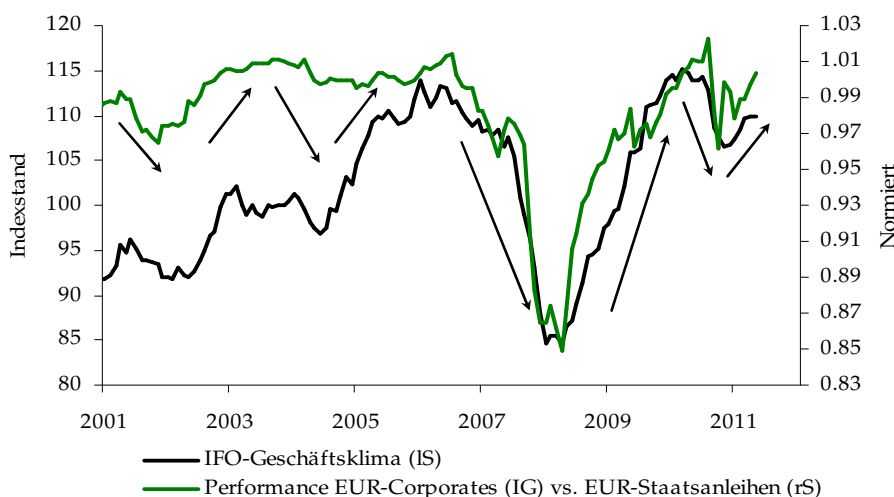
Fakten werden hingegen ausgeblendet.

Selbst unzweideutig positive Entwicklungen, wie die erfolgreiche Auktion spanischer Staatsanleihen am vergangenen Donnerstag (3-fach überzeichnet) werden ausgeblendet – Spanien hat in 2012 bereits 50% des diesjährigen Emissionsvolumens platzieren können. Ähnlich verhält es sich mit den gleichermassen überraschenden Anstiegen des ZEW-Konjunkturbarometers sowie des IFO-Geschäftsklimas.

So setzte sich der Spreadausweitungstrend bei Staatsanleihen fort ...

Was hilft's? Entlang des gesamten Anleihspektrums sind die Risiko-prämien deutlich gestiegen. Besonders betroffen waren einmal mehr Staatsanleihen aus Spanien und Italien, deren Spreads sich im mittleren Laufzeitbereich (5J) jenseits der 400 Bp-Marke festzusetzen scheinen. Französische Staatsanleihen machten ebenfalls einen kräftigen Satz nach oben und rentieren mittlerweile wieder 125 Bp über ihren deutschen Pendanten – gegenüber Ende Februar ist das mehr als eine Verdopplung. Ähnlich, wenn auch nicht ganz so dynamisch, entwickelten sich zuletzt die Spreads österreichischer Anleihen.

Abbildung 7: Unternehmensanleihen entwickeln sich prozyklisch – und performen daher deutlich besser als EUR-Staatsanleihen



Quellen: Bloomberg, IFO, BANTLEON

... wobei seit letzter Woche auch Covered Bonds und Unternehmensanleihen stärker unter Druck gerieten.

Auch Covered Bonds sowie Unternehmensanleihen, die sich den Spreadverwerfungen zuvor erfolgreich entziehen konnten, stehen inzwischen unter Druck. Der Aufschlag deutscher Pfandbriefe (10J) gegenüber Bundesanleihen ist auf den höchsten Stand seit Ende Februar zurückgekehrt.

Die Aktienmärkte schlugen sich dagegen wacker.

Die Aktienmärkte konnten sich den Turbulenzen an den Anleihenmärkten zwar nicht entziehen, hielten sich verglichen damit aber respektabel. Der Euroxostox50 schloss im Wochenvergleich knapp 1,0% höher, der DAX legte sogar um über 2,0% zu.

Dort wurden die erfreulichen Konjunkturdaten ebenso zur Kenntnis genommen ...

... wie der immer stärker werdende geldpolitische Rückenwind aus den Schwellenländern.

Trotz der Weltuntergangsstimmung an den Anleihenmärkten gehen wir weiterhin von mittelfristig engen Spreads, höheren Aktienkursen und ...

... steigenden Renditen von deutschen Bundesanleihen aus.

Diese Stärke könnte zum einen darauf zurückzuführen sein, dass die Aktienmärkte derzeit ein grösseres Augenmerk auf die Konjunkturdaten richten als die Anleihenmärkte – die guten Nachrichten vonseiten des ZEW und IFO wären damit zumindest nicht vollkommen wirkungslos verpufft.

Hinzu kommen die geldpolitischen Anschubhilfen, die zuletzt in einigen grossen Schwellenländern auf den Weg gebracht wurden. So senkten sowohl die indische als auch die brasilianische Notenbank die Leitzinsen, zum Teil sogar stärker als erwartet (um 50 Bp bzw. 75 Bp, im Falle Brasiliens bereits die sechste Lockerung seit August 2011!). Im Verbund mit dem sanften geldpolitischen Richtungswechsel in China dürfte daher die Weltkonjunktur in den kommenden Monaten an Schwung gewinnen, was insbesondere den exportorientierten Unternehmen der Eurozone von Nutzen sein wird.

Natürlich ist auf der Gegenseite die schwache Nachfrage in weiten Teilen der Eurozone zu gewichten. Da wir dort aber mit einer auf niedrigem Niveau stabilen Entwicklung rechnen, ist die Verbesserung im Rest der Welt per saldo positiv zu werten.

Ungeachtet der Weltuntergangsstimmung an den Anleihenmärkten bewerten wir die Aussichten für Aktien sowie Unternehmensanleihen und Covered Bonds unverändert positiv. Nach unserer Überzeugung dürften die in den vergangenen Wochen wieder grösser gewordenen Zweifel vieler Marktteilnehmer mit Hinblick auf die konjunkturellen Perspektiven und die aus der Eurokrise resultierenden Gefahren für die Weltwirtschaft zu einem »Unterschiesen« der Erwartungen geführt haben. Positive Konjunkturnachrichten treffen daher auf einen fruchtbaren Boden (siehe Abbildung 7).

Aus ähnlichen Überlegungen rechnen wir auch mit Blick auf die Peripheriespreads mit einer baldigen Einengung. Die Erwartungen (Befürchtungen) sind hier bereits so negativ, dass ein Umschwung – sei es durch die Wiederaufnahme der Anleihenkäufe der EZB oder durch die Inanspruchnahme von EFSF-Krediten (z.B. zur Stützung der spanischen Banken) – immer wahrscheinlicher wird. Umgekehrt sollte die Luft bei deutschen Bundesanleihen allmählich dünn werden.

Tabelle 1: EUR-Rentenmarkt

	Renditen				Spreads 10-jähriger Bundesanleihen versus:		
	3 M Euribor	2 J Schatz	5 J Bobl	10 J Bund	2 J (Ø = +1,50)	10 J Pfandbrief (Ø = -0,75)	10 J Swap (Ø = -0,45)
20.04.2010	0,73	0,14	0,67	1,71	+1,57	-0,84	-0,52
13.04.2010	0,75	0,13	0,67	1,74	+1,61	-0,80	-0,47

Quelle: Bloomberg; 12-Monatsdurchschnitte in Klammern

Technische Analyse

Bund-Future vom 20. April 2012: 140,60

Charttechnik:

Der Bund-Future eröffnete die Handelswoche in der Nähe der Höchststände der Vorwoche bei 140,39. Allerdings gelang es dem Kontrakt nicht im ersten Anlauf, die Marke von 140,44 zu überspringen. Stattdessen gab der Future bis auf 139,82 nach und testete damit den seit Mitte März bestehenden Aufwärtstrend. Von dort konnte sich der Bund absetzen und im weiteren Wochenverlauf den Widerstand bei 140,44 erfolgreich durchbrechen. Der Freitag war geprägt von der Konsolidierung der erreichten Kursgewinne. Trotzdem scheint die Gefahr einer Korrektur zuzunehmen, da der Trend seit März ziemlich steil verläuft, sodass der Bund-Future diesen selbst im Falle einer Seitwärtsbewegung bereits in den kommenden Tagen wieder testen könnte. Da der Zinsterminkontrakt aktuell keinerlei Schwäche zeigt, bleibt die Charttechnik positiv.

Das taktische Chartbild bleibt positiv ...

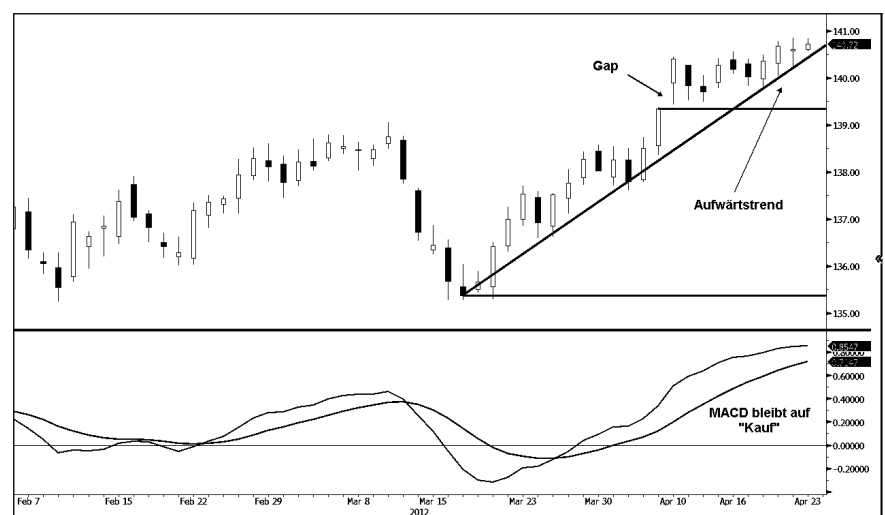
Widerstände:

140,86 ** (High Vorwoche)
141,30 *** (1,64% Rendite)
142,95 *** (1,50% Rendite)

Unterstützungen:

140,50 *** (Trendparallele)
139,82 ** (Low Vorwoche)
139,34 *** (»Gap«)

Abbildung 8: Bund-Future Juni 2012 (Tageschart, rolladjustiert)



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Markttechnik:

Die Markttechnik bot auch in der abgelaufenen Handelswoche ein freundliches Bild. Sowohl das taktische als auch das strategische Marktmodell bestätigen den bestehenden Bullenmarkt des Bund-Futures. Der Trendfolgeindikator MACD bleibt ebenfalls im positiven Bereich und untermauert damit dieses Szenario. Eine Abschwächung oder gar ein Verkaufssignal sind noch nicht in Sicht. Die Trendstärke (gemessen am ADX) bestätigt die Aufwärtsbewegung der letzten Wochen, da sie parallel zur Kursentwicklung angestiegen ist. Einzig die Stärke des Momentums hat etwas nachgelassen, der Indikator bleibt aber weiter im positiven Bereich. Insgesamt bleibt die Markttechnik positiv.

... und die Markttechnik freundlich.

Fazit: Das technische Gesamtbild bleibt positiv.

T-Note-Future vom 20. April 2012: 131-23/32

Charttechnik:

Ungeachtet der enormen Volatilität an den EUR-Anleihenmärkten gönnten sich US-Treasuries in den vergangenen Tagen eine schöpferische Pause. Der T-Note-Future bewegte sich innerhalb enger Spannen seitwärts und markierte dabei weder neue zyklische Höchst- noch Tiefststände. Damit bleibt das in der Vorwoche beschriebene Szenario eines Bruchs des kurzfristigen Aufwärtstrends in Takt. Für einen rundweg positiven charttechnischen Ausblick fehlt indes die Bestätigung durch neue Höchststände. Zu diesem Zweck müsste die Widerstandszone zwischen 131-29/32 (zyklisches High vom 16. April 2012) und 132-02/32 (Jahreshöchststand und Allzeithoch) überwunden werden. Dann wäre der Weg frei bis zum nächsten psychologisch wichtigen Widerstand, der bei 133-15/21 einer Rendite von 1,75% entspricht. Solange aber der Ausbruch aufgeschoben wird, bleibt der T-Note-Future in neutralem Terrain gefangen. Nach unten befindet sich die wichtigste Unterstützung bei 130-20/32, dem ehemaligen Abwärtstrend. Die Charttechnik ist neutral.

Die Charttechnik hat sich nicht verändert und bleibt neutral; ...

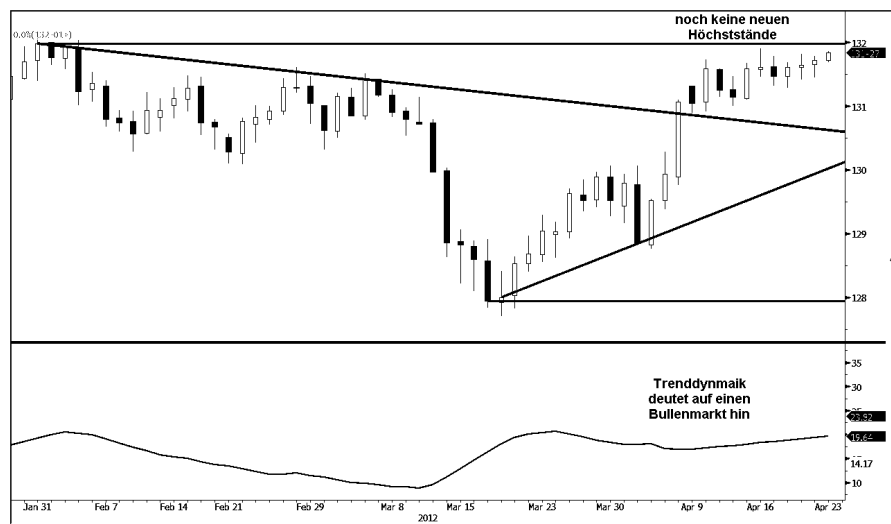
Widerstände:

- 131-29/32 ** (zykl. High)
- 132-02/32 *** (Allzeithoch)
- 133-15/32 *** (1,75% Rendite)

Unterstützungen:

- 130-20/32 *** (ehem. Trend)
- 130-09/32 ** (Ausbruchsniveau)
- 129-22/32 ** (Aufwärtstrend)

Abbildung 9: T-Note-Future Juni 2012 (Tageschart, rolladjustiert)



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Markttechnik:

Anders als die Charttechnik hat sich das markttechnische Bild des T-Note-Futures in den letzten Handelstagen weiter verbessert. Die Trenddynamik, gemessen am Indikator ADX, legte erneut zu, ohne dabei auch nur im Ansatz auf eine reife Phase hinzudeuten. Darüber hinaus bestätigen das mittel- und auch das langfristig orientierte Marktmodell einen intakten Bullenmarkt. Gleichfalls positiv zu werten ist der Trendfolgeindikator MACD, der sein am 28. März 2012 generiertes Kaufsignal erfolgreich verteidigen konnte. Die Oszillatoren befinden sich zwar durchweg auf hohen Niveaus, zeigen aber noch kein signifikantes Rückschlagsrisiko an. Die Markttechnik bleibt daher bullish.

... die Indikatorenlage ist weiterhin bullish.

Fazit: Das technische Gesamtbild bleibt positiv.

Strategischer Ausblick

Die Länder im Zentrum der EUR-Schuldenkrise befinden sich anscheinend in einer ausweglosen Zwickmühle;...

... entweder sie sparen massiv, würgen damit aber ihre Wirtschaft ab, so dass trotzdem an der Tragfähigkeit ihrer Schuldenlast gezweifelt wird; ...

... oder sie schrauben ihre Konsolidierungsziele leicht zurück, womit sie jedoch ebenfalls den Unmut der Gläubiger auf sich ziehen.

Ganz so hoffnungslos ist die Lage allerdings nicht; ...

... von aussenwirtschaftlicher Seite bahnt sich Schützenhilfe an; ...

... selbst Italien spürt bereits den konjunkturellen Rückenwind vom anziehenden Welt-handel ...

... und Deutschland ist auf gutem Weg, wieder die Konjunkturlokomotive der Währungsunion zu werden; ...

... eine Quelle aus der sich die weltwirtschaftliche Belebung speist, sind die Schwellenländer, die weitere Stimuli durch geldpolitische Lockerungen erhalten.

Fazit: Wird die Aufhellung des aussenwirtschaftlichen Umfeldes mit in die Betrachtung einbezogen, sind die Perspektiven der Eurozone gar nicht so schlecht – risikobehaftete Assets sollten daher wieder Zulauf erhalten.

Das Geschehen an den Finanzmärkten in den vergangenen Wochen vermittelt den Eindruck, die Länder im Zentrum der EUR-Schuldenkrise würden auf verlorenem Posten kämpfen. Gefangen zwischen Sparzwängen und dem Bemühen, das Wirtschaftswachstum nicht zu sehr zu strapazieren, befinden sich die Staaten anscheinend in einer ausweglosen Zwickmühle.

Exemplarisch ist die Situation in Italien. Zunächst versuchte die Regierung mit aller Macht, das Haushaltsdefizit bis 2013 komplett abzubauen. Dabei konnte sie durchaus beachtliche Erfolge vorweisen. So wurde nicht nur das Renteneintrittsalter erhöht, sondern auch der Kündigungsschutz gelockert. Die Kehrseite der Medaille war aber ein Absturz der Verbraucherstimmung, was die Wirtschaft in die zweitschwerste Rezession der vergangenen 20 Jahre führte. Trotz der respektablen Konsolidierungsmassnahmen nahmen daher die Zweifel an der Tragfähigkeit der Schuldenlast weiter zu, weil befürchtet wird, das Land würde sich kaputt sparen.

Wenn nun aber die Regierung *Monti* diesen Befürchtungen entgegen treten will, indem sie das Ziel des ausgeglichenen Haushalts um ein Jahr auf 2014 verschiebt, ist das den Finanzmärkten auch nicht recht. Die zweifellos grossen Schritte in Richtung der Sanierung des Staatshaushaltes geraten in Anbetracht dieser geringfügigen Korrektur sofort wieder in Vergessenheit. Damit scheint die wirtschaftliche Situation also tatsächlich hoffnungslos.

Bei aller berechtigten Fokussierung auf die fiskalischen Herausforderungen in den Staaten der Währungsunion – das wirtschaftliche Geschehen ausserhalb der Eurozone darf jedoch nicht ausgeblendet werden. Hier zeichnet sich in wichtigen Regionen immer klarer eine konjunkturelle Belebung ab, die ein Gegengewicht zur restriktiven Fiskalpolitik vieler EUR-Staaten bildet. Wie sehr diese Erholung auch den Ländern im Zentrum der Schuldenkrise hilft, zeigt z.B. die Einkaufsmangerumfrage in Italien. Hier hat sich – fast unbemerkt – die Exportkomponente in den zurückliegenden Monaten deutlich verbessert und kündigt inzwischen unverkennbar einen Aufschwung der Exportwirtschaft an. Da die meisten restriktiven fiskalischen Massnahmen ihre Wirkung bereits entfaltet haben, sollten die Impulse von der Aussenwirtschaft von dieser Seite kaum gemindert werden. Die Wirtschaft erhält somit per saldo Rückenwind.

Auch Deutschland spürt die anziehende Auslandsnachfrage, wie die IFO-Ergebnisse vom vergangenen Freitag zeigen. So legte der Erwartungsindex der Industrie im April nochmals zu und spricht damit für eine Belebung im verarbeitenden Gewerbe in den nächsten Monaten. Die grösste Volkswirtschaft der Währungsunion ist damit auf gutem Weg, wieder die Rolle der Konjunkturlokomotive in der Eurozone einzunehmen, und damit die Erholung der Peripherieländer zusätzlich zu stützen.

Eine wichtige Säule, auf der die Aufhellung des weltwirtschaftlichen Umfeldes fusst, ist die sich anbahnende konjunkturelle Trendwende in den Schwellenländern. Die OECD-Leading Indicators dieser Länder haben inzwischen klar nach oben gedreht. Daneben ist die Geldpolitik hier weiter auf expansivem Kurs, wie die Leitzinssenkungen in Brasilien und Indien in der vergangenen Woche gezeigt haben.

Werden diese positiven weltwirtschaftlichen Signale mit in die Betrachtung einbezogen, stellt sich die Lage der EUR-Schuldenstaaten gar nicht mehr so hoffnungslos dar. Vom Aussenhandel wird in den kommenden Monaten ein spürbarer Impuls ausgehen. Damit werden die Sorgen vor einem Kaputtsparen in den Hintergrund treten und auch die Möglichkeiten zur Haushaltskonsolidierung sollten wieder freundlicher beurteilt werden. In diesem Umfeld werden risikobehaftete Assets angesichts der unattraktiven Renditen der sicheren Häfen erneut Zulauf erhalten.

**Wichtige Termine der Woche vom
23.04.2012 bis 27.04.2012**

Montag, 23.04.2012

<i>China:</i>	Einkaufsmanagerindex, Industrie, erste Schätzung (April)	4.30 Uhr
<i>Frankreich:</i>	Unternehmensvertrauen (April)	8.45 Uhr
<i>Niederlande:</i>	Unternehmensvertrauen (April)	9.30 Uhr
<i>Eurozone:</i>	Einkaufsmanagerindikatoren, erste Schätzung (April)	10.00 Uhr
<i>Italien:</i>	Verbrauchervertrauen (April)	10.00 Uhr

Dienstag, 24.04.2012

<i>Japan:</i>	Wirtschaftsvertrauen, Mittelstand (April)	8.00 Uhr
<i>Schweiz:</i>	Handelsbilanz (März)	8.00 Uhr
<i>Frankreich:</i>	Verbrauchervertrauen (April)	8.45 Uhr
<i>Italien:</i>	Auktion inflationsindexierter Staatsanleihen i.H.v. ca. 1,5 Mrd. EUR	11.00 Uhr
<i>Niederlande:</i>	Auktion 2- und 25-jähriger Staatsanleihen i.H.v. ca. 2,0 Mrd. EUR	11.00 Uhr
<i>Belgien:</i>	Unternehmensvertrauen (April)	15.00 Uhr
<i>USA:</i>	Neubauverkäufe (März)	16.00 Uhr
	Verbrauchervertrauen, Conference Board (April)	16.00 Uhr

Mittwoch, 25.04.2012

<i>Eurozone:</i>	Bank Lending Survey der EZB (2. Qu.)	10.00 Uhr
<i>Deutschland:</i>	Auktion 30-jähriger Bundesanleihen i.H.v. 3 Mrd. EUR	11.30 Uhr
<i>USA:</i>	Auftragseingänge langlebiger Güter (März)	14.30 Uhr
	Fed-Zinsentscheid	18.30 Uhr

Donnerstag, 26.04.2012

<i>Italien:</i>	Unternehmensvertrauen (April)	10.00 Uhr
<i>Eurozone:</i>	Stimmungsindikatoren der EU-Kommission (April)	11.00 Uhr
<i>Deutschland:</i>	Verbraucherpreise, erste bundesweite Schätzung (April)	14.00 Uhr
<i>USA:</i>	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	14.30 Uhr
	Vorverträge von Hauskäufen (März)	16.00 Uhr

Freitag, 27.04.2012

<i>Japan:</i>	BoJ-Zinsentscheid	N.V.
	Industrieproduktion, Arbeitsmarktstatistik, Verbraucherpreise (März)	1.50 Uhr
<i>Deutschland:</i>	GfK Verbrauchervertrauen (Mai)	8.00 Uhr
	Importpreise (März)	8.00 Uhr
<i>Frankreich:</i>	Erzeugerpreise, Verbraucherausgaben (März)	8.45 Uhr
<i>Schweiz:</i>	KOF-Konjunkturbarometer (April)	9.00 Uhr
<i>Spanien:</i>	Verbraucherpreise, erste Schätzung (April)	9.00 Uhr
	Einzelhandelsumsätze (März)	9.00 Uhr
<i>Italien:</i>	Einzelhandelsumsätze (Feb.)	10.00 Uhr
	Auktion 5- bis 10-jähriger Staatsanleihen i.H.v. ca. 8,0 Mrd. EUR	11.00 Uhr
<i>USA:</i>	Bruttoinlandsprodukt, erste Schätzung (1. Qu.)	14.30 Uhr
	Verbrauchervertrauen, Uni Michigan, endgültige Schätzung (April)	15.55 Uhr

Der Financial Market Monitor und der Management Monitor sind zeitpunktbezogene und ausschnittsweise Zusammenfassungen der Kapitalmarktanalyse und des Anlagemanagements der BANTLEON BANK AG. Analyse und Anlagemanagement in Anleihen erfolgen hier nicht periodisch, sondern sind permanente Abläufe, in die ständig Erkenntnisse verschiedener Disziplinen einfließen. Es ist somit weder im Zeitverlauf noch im Umfang möglich, Ergebnisse und Entscheidungen vollständig zu dokumentieren. Der Financial Market Monitor und der Management Monitor sollten daher nicht als Grundlage für eigene Investitionen in Anleihen verwendet werden. Der Financial Market Monitor ist in erster Linie an die Gremien der BANTLEON BANK AG gerichtet. Darüber hinaus dient der Management Monitor den Anteilsinhabern der »BANTLEON Anleihenfonds« und der »BANTLEON Spezialfonds« zur Information und gibt einen Überblick über die Investitionsentscheidungen in den einzelnen Managementmethoden. **Die Weitergabe – auch von Auszügen – ist ohne vorherige Zustimmung der BANTLEON BANK AG nicht gestattet.**