



Flucht ins Risiko

Immer mehr Anleger sehen sich gezwungen, stärker in Aktien zu investieren. Eine eher hinter den Erwartungen zurückbleibende Entwicklung der Unternehmensgewinne sowie hohe Bewertungen sorgen aber für ein insgesamt ungünstiges Chance-Risiko-Verhältnis.

Bewertung und Stimmung im Überblick

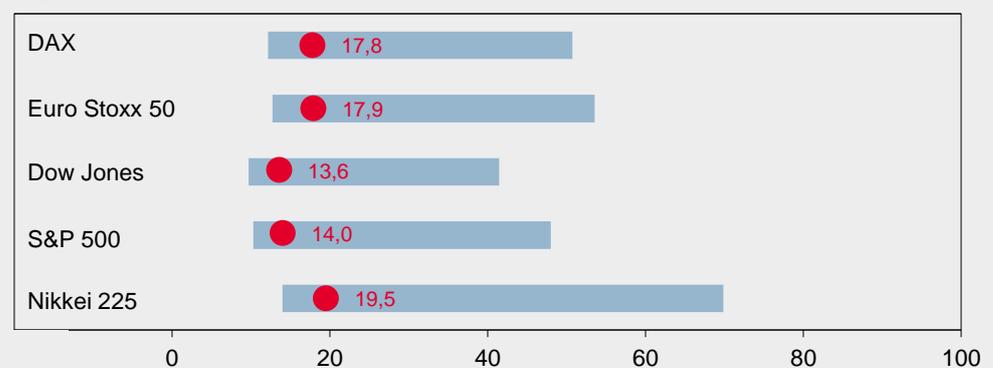
Kurs-Gewinn-Verhältnis*: aktuell (rot) vs. 5-Jahres-Spanne (hellblau)



Dividendenrendite* (%): aktuell (rot) vs. 5-Jahres-Spanne (hellblau)



Implizite Aktienvolatilität** (%): aktuell (rot) vs. 5-Jahres-Spanne (hellblau)



* auf Basis der Konsensschätzungen für die kommenden 12 Monate ** niedriger Wert: Sorglosigkeit; hoher Wert: Panik
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

AUTOR
Markus Reinwand, CFA
Telefon: 0 69/91 32-47 23
research@helaba.de

REDAKTION
Christian Apelt, CFA

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

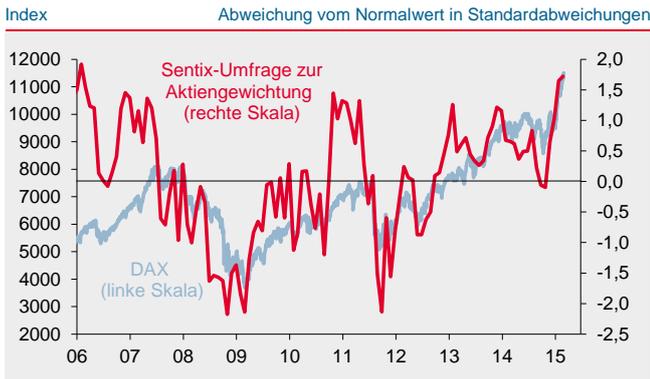
Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

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.

Stimmungshoch als
Kontraindikation

Die europäischen Kursbarometer, allen voran der DAX, eilen von einem Hoch zum nächsten. Getrieben werden sie jedoch weniger von einer Verbesserung des fundamentalen Umfelds, sondern von sinkenden Renditen bei Staatsanleihen. Schließlich ist die Verzinsung von Bundesanleihen in einigen Laufzeitenbereichen bereits negativ. Angesichts der Verzerrungen durch die ultralockere Geldpolitik der EZB sehen sogar eher konservative Anleger inzwischen offensichtlich nur noch eine Chance, auskömmliche Renditen zu erzielen: eine höhere Aktienquote. 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.

Positionierung inzwischen extrem offensiv



Quellen: sentix, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Marktteilnehmer setzen auf weiteren Renditerutsch

RP	DAX-Unternehmensgewinne & Gewinnwachstum 12M									
6,70%	577	613	649	685	721	757	793	829	865	
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
10j. Bund										
1,20%	7301	7757	8213	8669	9126	9582	10038	10495	10951	
1,00%	7490	7958	8426	8895	9363	9831	10299	10767	11235	
0,80%	7690	8171	8651	9132	9612	10093	10574	11054	11535	
0,60%	7901	8394	8888	9382	9876	10370	10863	11357	11851	
0,40%	8123	8631	9139	9646	10154	10662	11169	11677	12185	
0,20%	8359	8881	9403	9926	10448	10971	11493	12016	12538	
0,00%	8608	9146	9684	10222	10760	11298	11836	12374	12912	
-0,20%	8873	9428	9982	10537	11091	11646	12200	12755	13310	

RP = Risikoprämie, blauer Schatten: Helaba-Szenario, gelber Schatten: Markterwartungen
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dass Euro-Aktien derzeit eine Dividendenrendite von rund 3 % bieten (DAX: 2,8 %; EURO STOXX 50: 3,4 %) und damit klar über der Verzinsung von Staatsanleihen liegen, hilft nur ausgesprochen langfristig orientierten Anlegern. Schließlich sind die jährlichen Kursschwankungen um ein Vielfaches höher. Der Schwachpunkt von Aktien ist und bleibt die mangelnde Untermauerung des Kursanstiegs durch eine entsprechende Verbesserung der Unternehmensgewinne. Mittlerweile haben 70 % der DAX-Unternehmen Zwischenergebnisse vorgelegt. Nur ein Drittel konnte dabei 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 recht hohen Bewertung besteht aus fundamentaler Sicht kein Kursspielraum nach oben. Schließlich sind Aktien auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses inzwischen deutlich höher bewertet als dies in den vergangenen zehn Jahren der Fall war. Zwar rechtfertigen die niedrigen Zinsen einen gewissen Bewertungsaufschlag. Der risikolose Zins ist allerdings nur eine Komponente des Diskontierungsfaktors für Aktien. Die andere ist die Risikoprämie, die für die höhere Schwankungsanfälligkeit kompensieren soll. Setzt man hier den langfristigen Durchschnittswert von 6,7 % an, so zeigt sich, dass die Marktteilnehmer offensichtlich neben recht optimistischen Gewinnerwartungen wohl einen weiteren Renditerutsch vorwegnehmen (gelber Schatten in der Bewertungsmatrix). Fallen die Gewinnzuwächse geringer aus und steigen die Renditen von Bundesanleihen im weiteren Jahresverlauf – wie von uns unterstellt – wieder etwas an, ergäben sich deutlich niedrigere Werte für den DAX. Wir haben unsere Aktien-Prognosen zwar etwas angehoben, raten angesichts des ungünstigen Chance-Risiko-Verhältnisses aber zur Vorsicht.

Helaba-Prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand*	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
	Jahresultimo	Vormonat					
	(in Landeswährung, %)		(Index)				
DAX	17,3	5,6	11.504	11.000	10.300	10.300	10.500
Euro Stoxx 50	15,0	6,0	3.618	3.500	3.300	3.300	3.400
Dow Jones	1,8	2,7	18.136	17.600	17.000	17.000	17.200
S&P 500	2,0	2,5	2.101	2.030	1.980	1.980	2.000
Nikkei 225	7,5	8,2	18.752	18.200	17.500	17.500	17.800

* 05.03.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aktienmarkt-Monitor

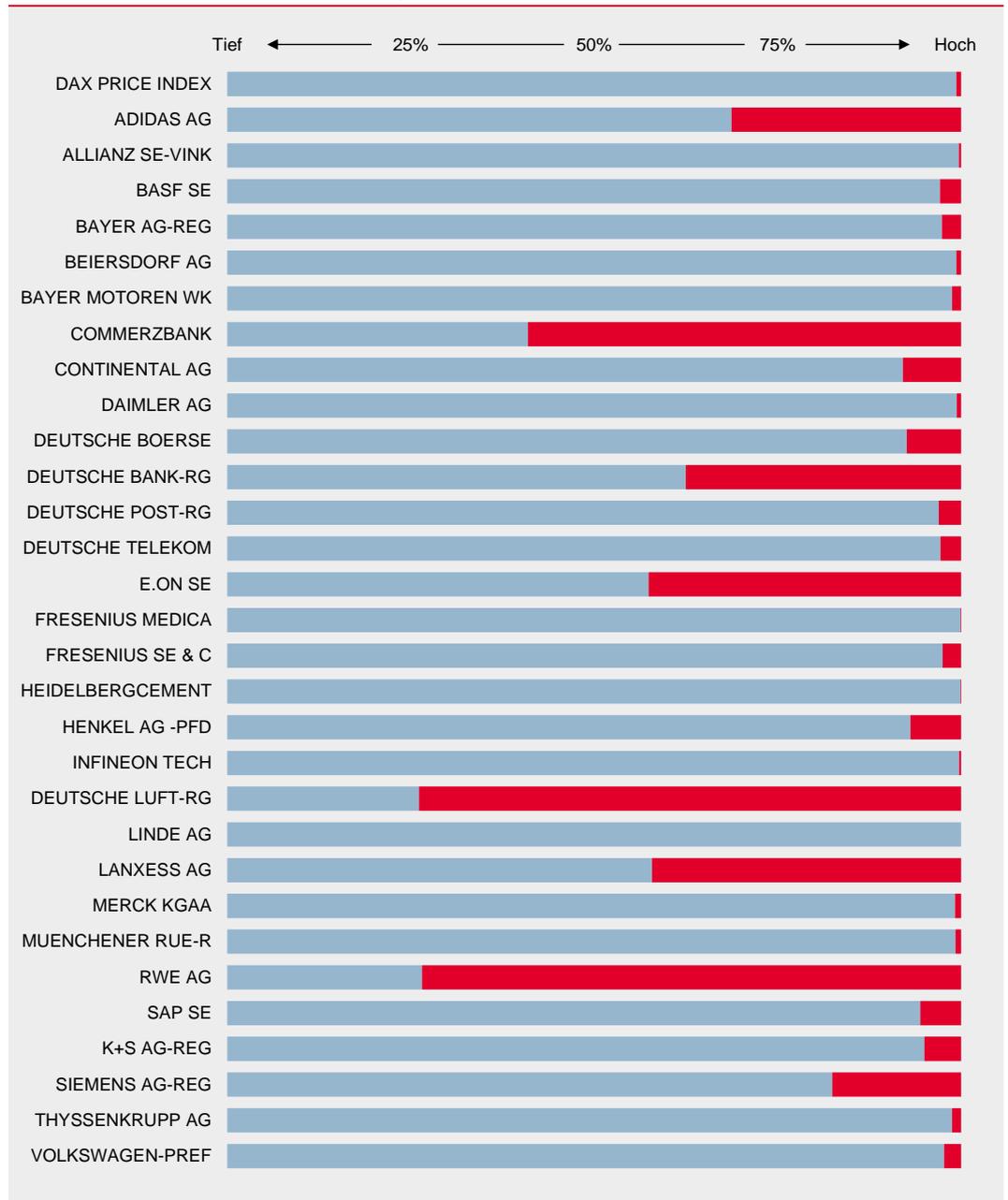
MSCI Aktienindizes	aktueller Kurs*	% 5 Tage	% 1 Monat	% seit JU	% seit 1 Jahr
Nordamerika					
MSCI CANADA	1934,90	↘ -0,90	↗ 0,29	↕ 3,47	↕ 7,43
MSCI USA	2011,88	↘ -0,40	↕ 2,37	↕ 2,40	↕ 11,86
Lateinamerika					
MSCI ARGENTINA	2892,65	↕ 5,52	↕ 19,57	↕ 20,26	↕ 49,25
MSCI BRAZIL	1632,86	↘ -6,65	↘ -5,19	↘ -10,89	↘ -21,20
MSCI CHILE	1583,58	↘ -1,15	↗ 0,36	↗ 0,52	↘ -9,60
MSCI COLOMBIA	661,56	↘ -6,37	↘ -14,29	↘ -18,00	↘ -33,31
MSCI MEXICO	6143,47	↘ -2,74	↘ -0,21	↘ -1,91	↘ -3,75
MSCI PERU	1188,90	↗ 1,00	↗ 0,52	↘ -1,14	↕ 3,05
Europa					
MSCI AUSTRIA	107,91	↘ -0,37	↕ 11,37	↕ 15,17	↘ -8,76
MSCI BELGIUM	103,75	↗ 1,38	↕ 6,96	↕ 20,07	↕ 36,41
MSCI CZECH REPUBLIC	298,77	↗ 1,14	↕ 4,35	↕ 7,37	↕ 9,32
MSCI DENMARK	7464,71	↘ -0,40	↕ 11,74	↕ 18,95	↕ 20,04
MSCI FINLAND	124,17	↗ 0,70	↕ 3,25	↕ 14,04	↕ 22,11
MSCI FRANCE	140,00	↗ 0,51	↕ 5,64	↕ 16,32	↕ 13,21
MSCI GERMANY	153,60	↗ 0,77	↕ 5,93	↕ 17,10	↕ 17,67
MSCI GREECE	10,96	↘ -1,79	↕ 4,58	↘ -10,53	↘ -47,93
MSCI HUNGARY	811,37	↘ -2,65	↕ 2,84	↕ 6,93	↘ -0,19
MSCI IRELAND	46,66	↘ -0,87	↕ 6,51	↕ 16,74	↕ 13,58
MSCI ITALY	64,15	↗ 0,02	↕ 8,14	↕ 16,96	↕ 7,69
MSCI NETHERLANDS	127,29	↗ 1,86	↕ 9,87	↕ 17,17	↕ 26,68
MSCI NORWAY	2658,47	↘ -0,17	↘ -0,13	↕ 9,43	↗ 1,36
MSCI POLAND	1699,33	↗ 0,01	↗ 0,84	↕ 2,04	↘ -3,45
MSCI PORTUGAL	41,32	↘ -1,38	↕ 8,05	↕ 16,17	↘ -26,82
MSCI RUSSIA	502,59	↗ 1,85	↕ 10,71	↕ 24,12	↘ -20,94
MSCI SPAIN	125,72	↘ -0,40	↕ 5,43	↕ 7,65	↕ 11,00
MSCI SWEDEN	12764,25	↘ -1,41	↕ 4,20	↕ 14,64	↕ 22,16
MSCI SWITZERLAND	1170,50	↗ 0,36	↕ 5,50	↗ 0,79	↕ 6,24
MSCI UK	2045,34	↗ 0,23	↗ 1,52	↕ 5,87	↕ 2,24
Asien-Pazifik					
MSCI AUSTRALIA	1207,95	↘ -0,45	↗ 1,48	↕ 9,24	↕ 8,54
MSCI CHINA	68,01	↘ -2,63	↘ -0,04	↕ 2,81	↕ 13,39
MSCI HONG KONG	13031,43	↘ -0,68	↘ -0,92	↕ 4,23	↕ 7,44
MSCI INDONESIA	6648,17	↗ 1,76	↕ 4,86	↕ 7,23	↕ 21,93
MSCI INDIA	1107,80	↕ 2,74	↕ 3,51	↕ 9,00	↕ 34,54
MSCI JAPAN	938,95	↘ -0,01	↕ 7,53	↕ 8,18	↕ 23,72
MSCI KOREA	556,36	↗ 1,11	↗ 1,76	↕ 3,71	↘ -3,31
MSCI SRI LANKA	703,13	↗ 0,17	↕ 5,08	↘ -9,88	↕ 9,70
MSCI MALAYSIA	631,26	↘ -1,05	↘ -0,51	↕ 2,39	↘ -3,58
MSCI NEW ZEALAND	117,98	↘ -0,54	↘ -2,79	↕ 3,98	↕ 2,49
MSCI PHILIPPINES	1335,31	↗ 0,58	↗ 1,13	↕ 7,42	↕ 19,78
MSCI PAKISTAN	548,03	↘ -0,90	↘ -3,86	↕ 2,88	↕ 5,06
MSCI SINGAPORE	1774,28	↘ -0,56	↘ -1,14	↘ -0,26	↕ 7,28
MSCI THAILAND	532,27	↘ -0,81	↘ -3,52	↗ 1,93	↕ 11,92
MSCI TURKEY	1134487,00	↘ -4,32	↘ -5,74	↘ -7,17	↕ 25,15

* Schlusskurse vom 05.03.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

DAX-Monitor

Aktueller Kurs in Relation zur 52-Wochen Hoch-Tief-Spanne

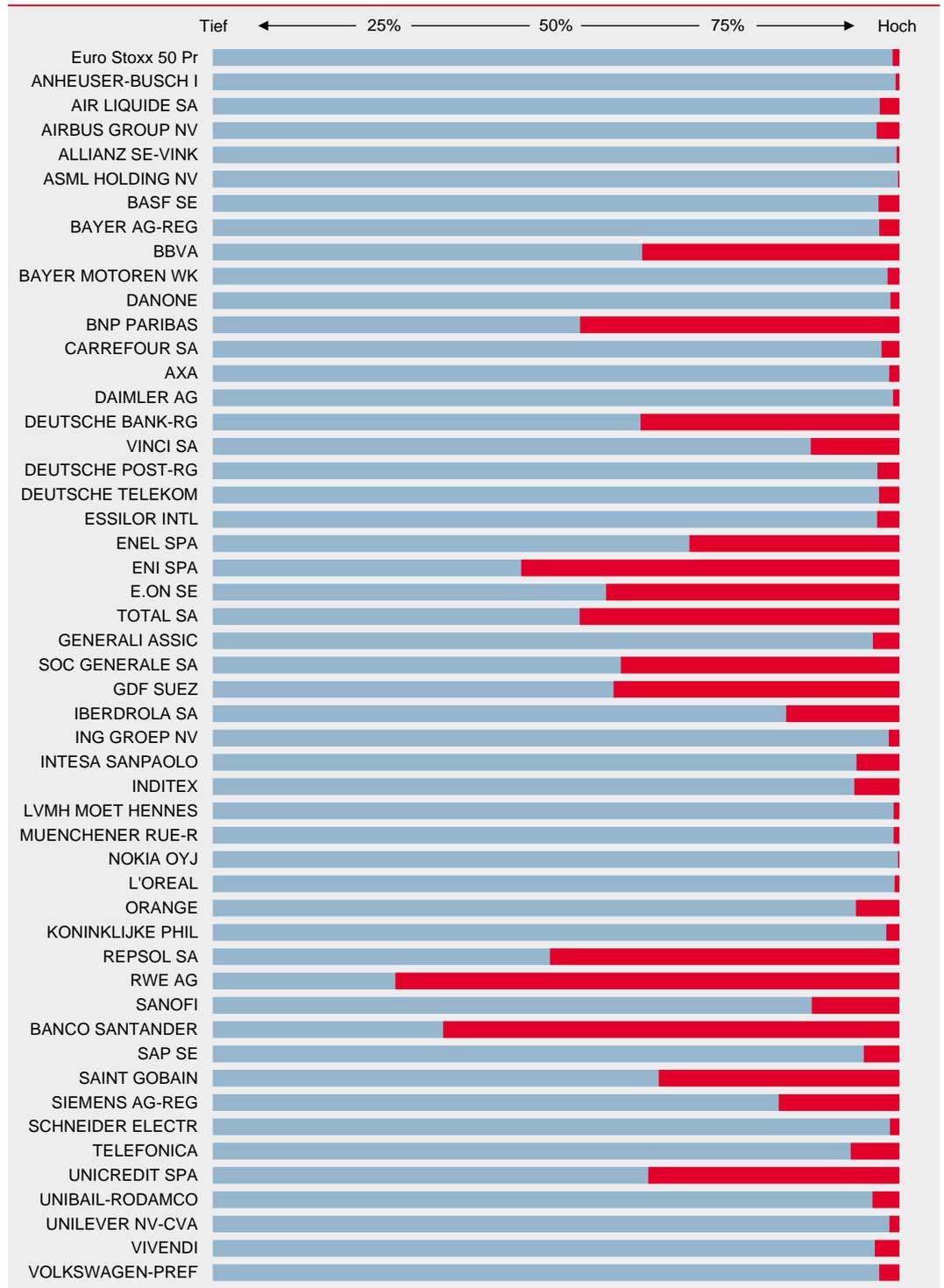


Schlusskurse 05.03.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

EURO STOXX 50-Monitor

Aktueller Kurs in Relation zur 52-Wochen Hoch-Tief-Spanne

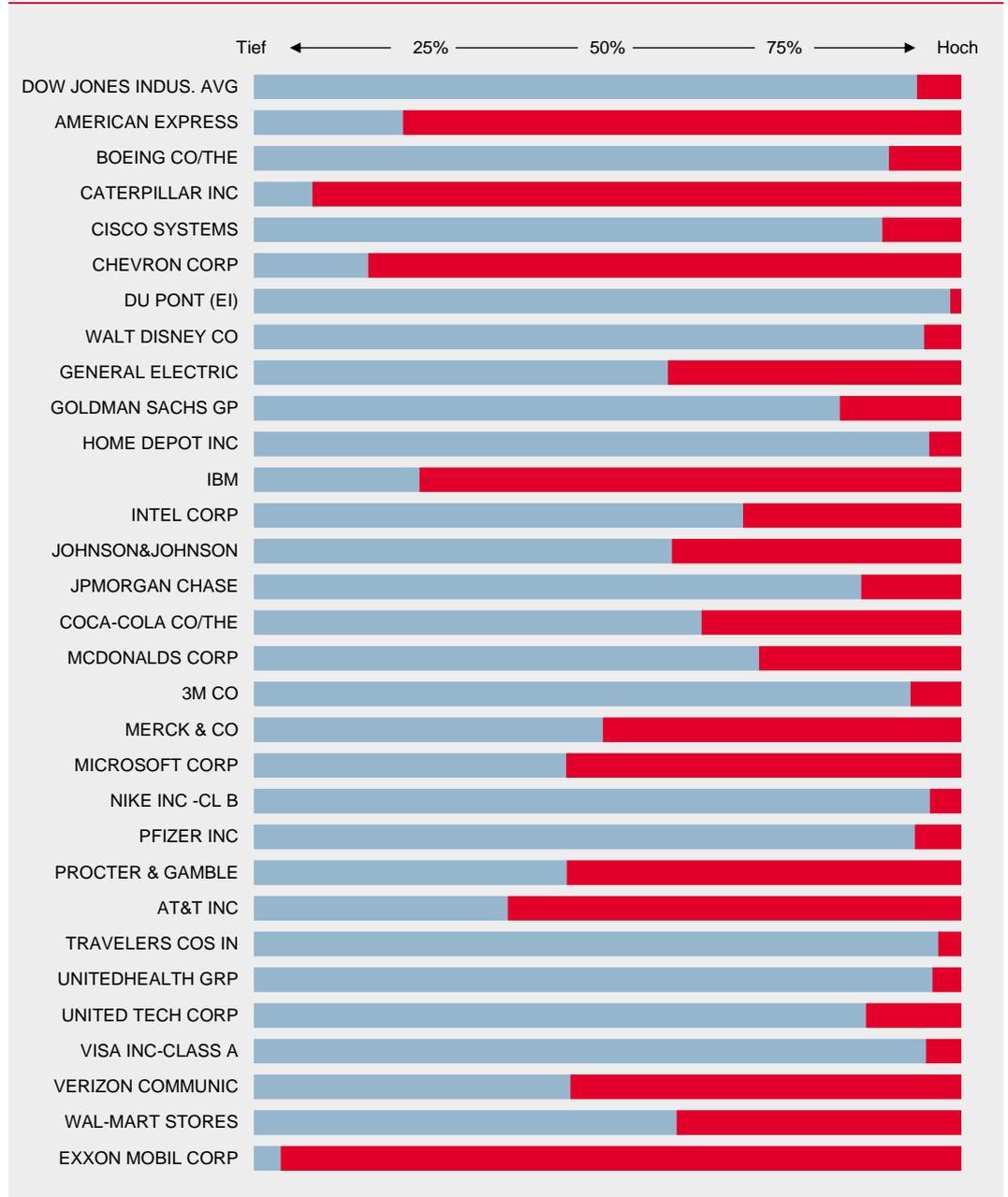


Schlusskurse 05.03.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dow Jones Industrials-Monitor

Aktueller Kurs in Relation zur 52-Wochen Hoch-Tief-Spanne



Schlusskurse 05.03.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■