



Überhöhte Risikofreude

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

- Der **Euro-Dollar-Kurs** wertete trotz der Griechenland-Vereinbarung ab. Die recht zögerlich angegangene US-Zinswende wird den Greenback aber wohl kaum Impulse geben. Die Bewertungsindikatoren mahnen zur Vorsicht, so dass der Euro-Dollar-Kurs sich wieder erholen dürfte.
- Mit der Beruhigung in der Griechenland-Krise scheint die Schönwetterphase für deutsche **Renten** vorüber zu sein. Immerhin bedeutet die Einigung auf ein drittes Rettungspaket streng betrachtet eher einen Schritt in Richtung Transferunion. Weitere Belastungsfaktoren sind die tendenziell ansteigende Teuerung im zweiten Halbjahr und die näher rückende US-Zinswende.
- Die Erleichterung darüber, dass ein drohender „Grexit“ erst einmal abgewendet ist, hat den Risikoappetit der **Aktienanleger** wieder spürbar ansteigen lassen. Die hohe Bewertung sowie die näher rückende US-Zinswende sorgen aber für ein insgesamt ungünstiges Chance-Risiko-Verhältnis.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller	Helaba-Prognosen		
	Jahresultimo	Vormonat	Stand*	Q3/2015	Q4/2015	Q1/2016
Devisen	(jeweils gg. Euro, %)		(jeweils gg. Euro)			
US-Dollar	11,7	4,7	1,08	1,15	1,20	1,20
Japanischer Yen	7,8	4,1	134	136	138	138
Britisches Pfund	11,8	3,1	0,69	0,76	0,77	0,75
Schweizer Franken	15,5	0,4	1,04	1,10	1,10	1,10
Aktien	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	19,0	6,3	11.673	10.300	10.500	10.800
Euro Stoxx 50	16,7	7,0	3.670	3.300	3.400	3.450
Dow Jones	1,5	0,8	18.086	17.000	17.200	17.400
Nikkei 225	18,3	2,1	20.651	17.500	17.800	18.000
Zinsen/Renten	(in Basispunkten)		(in %)			
3M Euribor	-10	-1	-0,02	0,00	0,00	0,00
3M USD Libor	4	1	0,29	0,90	1,20	1,40
10j. Bundesanleihen	25	-2	0,79	1,25	1,25	1,30
10j. Pfandbriefe	26	-6	1,07	1,50	1,50	1,55
10j. US-Treasuries	18	3	2,35	3,00	3,00	3,20

* 17.07.2015

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

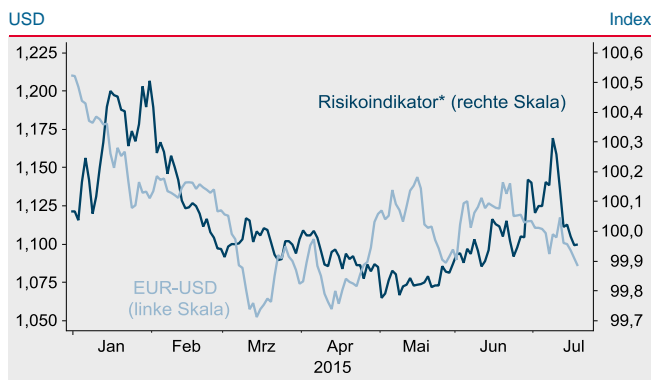
Euro gibt nach
– auch ohne „Grexit“

Devisen: Kein neues Potenzial für den US-Dollar

Griechenland beherrscht seit Wochen die Schlagzeilen. Nachdem die Institutionen der Geberländer mit Griechenland ein neues Hilfspaket vereinbart haben, könnte sich nun die Situation beruhigen, auch wenn diese Einigung noch von einigen Gremien und Parlamenten absegnen werden muss. Der gesamte Verhandlungsprozess stellt sicherlich kein Ruhmesblatt für die Währungsunion dar. Dennoch reagiert der Euro-Dollar-Kurs während der Streitigkeiten erstaunlich gelassen und gab allenfalls geringfügig nach. Überraschenderweise verlor der Wechselkurs nach der Vereinbarung deutlicher, ein Euro notierte zuletzt unter 1,09. Die mit der Einigung nachlassende Risikoaversion an den Finanzmärkten belastet derzeit eher den Euro, womöglich haben internationale Anleger bei ihren Euro-Aktienkäufen gleichzeitig den Wechselkurs gesichert.

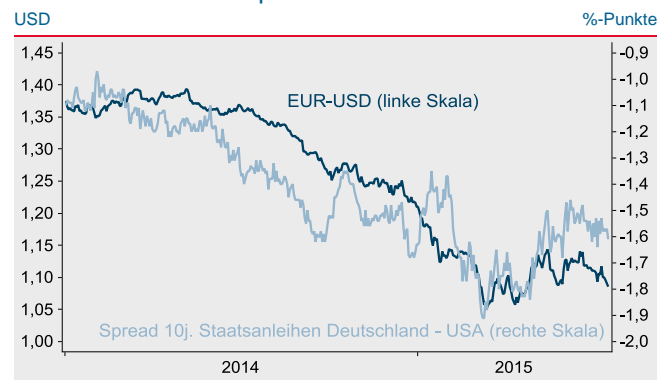
In den USA fielen die jüngsten Konjunkturdaten uneinheitlich aus. Der Arbeitsmarkt verbesserte sich weiter. Das Bruttoinlandsprodukt erholte sich im zweiten Quartal von der Schrumpfung in der Vorperiode. Die Stimmungsindikatoren bei Unternehmen und Verbrauchern zeigten kein klares Bild. Grundsätzlich wächst die US-Wirtschaft recht solide. Die Fed-Präsidentin Janet Yellen untermauerte zuletzt, dass die Notenbank eine Zinsanhebung anstrebt, wenn die wirtschaftliche Erholung voranschreitet. Daher könnte die Fed noch im dritten Quartal ihren ersten Schritt unternehmen. Allerdings wird die US-Notenbank gerade in der Frühphase sehr vorsichtig agieren, zumal sich weder ein äußerst kräftiges Wirtschaftswachstum noch eine sich klar beschleunigende Inflation abzeichnen. Das positive Überraschungspotenzial für den US-Dollar ist daher begrenzt, schließlich preist der Devisenmarkt die US-Zinswende seit etwa einem Jahr ein. Der Renditevorteil von zwei- bzw. zehnjährigen Treasuries gegenüber Bundesanleihen erhöhte sich nicht mehr und gibt der Dollar-Stärke damit keine fundamentale Unterstützung.

Nachlassende Risikoaversion belastet den Euro



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

Renditedifferenzen sprechen nicht für den US-Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro-Erholung gegenüber
US-Dollar

In der Eurozone verstetigt sich das Wachstum, selbst wenn nicht von einer starken Dynamik gesprochen werden kann. Mit der Beruhigung um Griechenland sind die Risikoaufschläge bei Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie wieder zurückgegangen. Die Teuerung ist positiv, obwohl sie zuletzt nicht weiter stieg. Daher besteht wenig Anlass für die EZB, ihr Kaufprogramm auszuweiten. Hoffnungen in diese Richtung werden voraussichtlich enttäuscht. Damit fehlen neue Impulse für einen noch schwächeren Euro. Bewertungsindikatoren signalisieren bereits recht eindeutig einen höheren Euro-Dollar-Kurs. Ohne eine neuerliche Euro-Abwertung dürften die Spekulanten, die ohnehin schon vorsichtiger geworden sind, ihre Wetten gegen die Gemeinschaftswährung weiter auflösen. Der Euro-Dollar-Kurs sollte davon profitieren und könnte bis auf 1,20 ansteigen.

Während der Euro gegenüber dem Schweizer Franken ungeachtet der extremen Bewertung kaum verändert notierte, gab er gegenüber dem Britischen Pfund spürbar nach. Trotz steigender Löhne wird die Bank of England aber eine Zinswende wohl hinauszögern, so dass das Pfund zunächst wieder nachgeben dürfte. Im Vergleich zum Japanischen Yen wird sich der Euro in den kommenden Monaten vermutlich wenig bewegen.

Ulf Krauss

Renten: Sturm klingt ab – Bundesanleihen wieder anfälliger

Die Griechenland-Krise hat für viel Unruhe in die Eurozone gesorgt. Es stellt sich die Frage, ob über eine Stimmungsverschlechterung die Konjunkturerholung im Euroraum gefährdet ist. Mit einem Anteil von lediglich 1,8 % des Bruttoinlandsprodukts der Euro-Staaten ist Griechenland jedoch ein ökonomisches Leichtgewicht. Aus Deutschland gehen weniger als 0,5% der Exporte dorthin. Das zweite Quartal dürfte in der Eurozone ähnlich dynamisch verlaufen sein wie das erste mit einem Quartalszuwachs von gut 0,4 %. Die Wirtschaft profitiert weiterhin vom niedrigen Ölpreis und der Abwertung der Gemeinschaftswährung. Darüber hinaus ist die Geldpolitik sehr expansiv und die Fiskalpolitik in der Summe konjunkturalneutral.

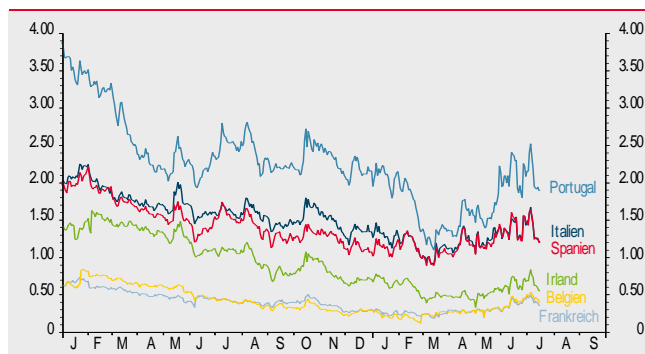
Gelockerte Kreditbedingungen im Euroraum

Entwarnung gibt ebenfalls die jüngste EZB-Kreditumfrage bei den Geldhäusern im Euroraum. Unternehmen und private Haushalte kommen offenbar immer leichter an Bankkredite. Im zweiten Quartal sind die Restriktionen für die Kapitalaufnahme weiter gesenkt worden. Vor allem die Nachfrage nach Baufinanzierung erreicht in einigen Ländern wie Frankreich, Italien und den Niederlanden rekordverdächtige Werte. Ebenso nahm bei den Verbraucherkrediten die Nachfrage spürbar zu. Möglicherweise wirkte sich dabei auch der deutliche Anstieg der Kapitalmarktsätze im zweiten Quartal aus. Der kleine Zinsschock könnte die Bereitschaft zur zeitnahen Kreditaufnahme belebt haben. Aus Sicht der EZB ein durchaus positiver Nebeneffekt, da sie schnelle konjunkturelle Erfolge braucht. Bei den Unternehmen lässt sich dieser Einfluss in einer leichten Verbesserung der Kreditnachfrage ablesen. Allerdings gibt es hier noch Spielraum nach oben.

Durch die Notfallkredite an griechische Banken in Höhe von rund 90 Mrd. Euro sowie ihren Anleihebeständen in Höhe von etwa 27 Mrd. Euro wäre die EZB von einem Staatsbankrott Griechenlands direkt betroffen. Allerdings würden sich die direkten Auswirkungen angesichts des „geldpolitischen Geschäftsmodells“ in Grenzen halten. Zentralbanken können nicht illiquide werden bzw. ihre Handlungsfähigkeit ist selbst im Fall kurzzeitig negativen Eigenkapitals nicht gefährdet. Allerdings muss die EZB aufpassen, dass ihre Reputation – ihr wichtigstes Kapital – keinen Schaden nimmt. Durch die Bereitstellung der Notfallkredite wurden die Entscheidungsprozesse im Fall Griechenlands erheblich verzögert.

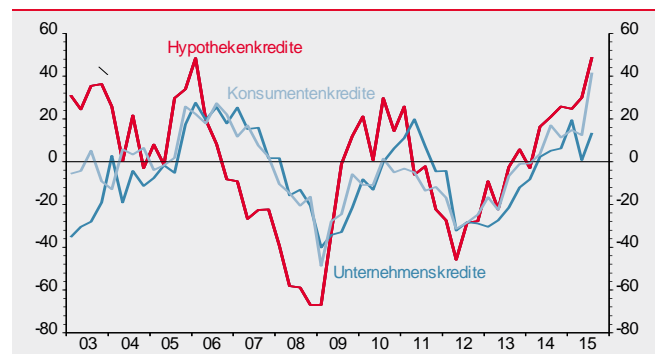
Beruhigung bei den Risikoauflagen im Euroraum

Renditedifferenz gg. 10-jährigen Bundesanleihen %-Pkt.



Steigende Kreditnachfrage

Kreditnachfrage, Umfragesaldo bei Banken im Euroraum



Fundamentales Umfeld belastet

Seit der Griechenland-Krise sind die Fundamentaldaten etwas in den Hintergrund geraten. Setzt sich allerdings die Normalisierung der Inflationsraten im zweiten Halbjahr fort, so hat die Tendenz zu einer steileren Zinsstruktur weiterhin Bestand. Schließlich signalisieren die Geldmengenaggregate eine konjunkturelle Expansion. Zudem hat die EZB den Anlagenotstand als potenzielle Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems ausgemacht. Jüngste Hinweise der Notenbankpräsidenten der Bank von England und der Fed deuten auf näher rückende Zinswenden in zwei großen Volkswirtschaften hin. Diese dürften ebenso in den Euroraum ausstrahlen.

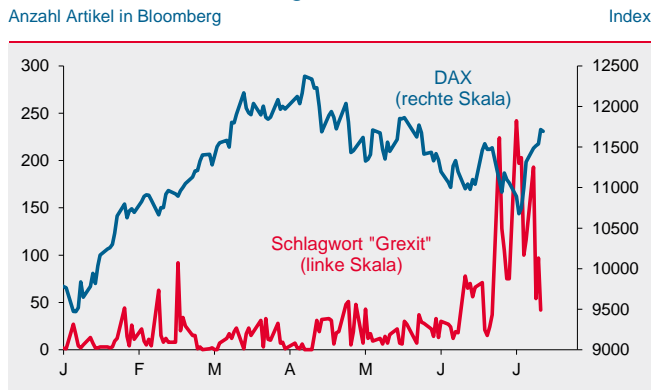
Markus Reinwand, CFA

Aktien: Nicht attraktiv

Aktien stark ereignisgetrieben

Aktien konnten in den vergangenen Wochen sichtbar zulegen und damit einen beachtlichen Teil des Kursrückgangs seit dem Hoch im April wieder aufholen. Zu Beginn des dritten Quartals, das im langjährigen historischen Durchschnitt die mit Abstand schwächste Phase für Aktien darstellt, überwiegen bislang die Pluszeichen. Angeführt wird die Performancerangliste der Industrieländer-Indizes von Euro-Aktien. Die Erleichterung darüber, dass ein drohender „Grexit“ erst einmal abgewendet ist, hat den Risikoappetit der Anleger wieder spürbar ansteigen lassen. Beachtlich ist dabei die Asymmetrie der Kursreaktion: Die Entspannung der Griechenland-Krise wirkt stärker positiv auf die Notierungen als die Zuspitzung zuvor belastet hatte. Nachdem Aktien bislang in erster Linie ereignisgetrieben waren, dürften in den kommenden Monaten aber die fundamentalen Entwicklungen wieder stärkere Beachtung finden.

Aktien feiern Abwendung des Grexits



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hohe Bewertung mahnt weiter zur Vorsicht



* Mittelwert aus z-standardisiertem KGV, KCV, KBV und Kehrwert der Dividendenrendite auf Basis der 12M.-Konsensschätzungen
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hohe Bewertung und ...

Schließlich haben sich die westlichen Aktienindizes zum Teil deutlich von den wirtschaftlichen Verhältnissen abgekoppelt und damit eine konjunkturelle Aufwärtsdynamik vorweggenommen, die sich in realwirtschaftlichen Daten wie z.B. der Industrieproduktion nicht in diesem Ausmaß bestätigt hat. Trotz der Korrektur sind Aktien noch immer recht hoch bewertet. Auf Basis der gängigsten Kennziffern (Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis und Dividendenrendite) sind Dividentitel dies und jenseits des Atlantiks teurer als während der vergangenen zehn Jahre.

... US-Zinswende begrenzen Kurspotenzial

Dies und die näher rückende US-Zinswende drücken das Potenzial nicht nur bei US-Titeln. So zeigt die Historie, dass der S&P 500 in Zinserhöhungsphasen in der Regel die geringsten Kurszuwächse verbuchen konnte. Während Aktien in der Vergangenheit in den ersten Monaten nach Beginn des Zinserhöhungszyklus aber oft noch zulegten, könnten sich die Bremswirkungen diesmal früher bemerkbar machen. Denn anders als früher würden die negativen Effekte höherer Zinsen diesmal nicht durch dynamisches Gewinnwachstum überkompensiert. Vielmehr scheint der US-Gewinnzyklus seinen Zenit bereits überschritten zu haben. So waren die Nettoergebnisse der S&P 500-Unternehmen in den beiden letzten Quartalen bereits rückläufig. Auch bei in den kommenden Wochen zur Veröffentlichung anstehenden Zwischenberichten wird sich wohl erneut ein Rückgang gegenüber dem Vorjahresquartal einstellen.

Hoher Optimismus als Kontraindikation?

Trotz eher durchwachsender Fundamentaldaten ist die Stimmung unter Aktienanlegern insgesamt sehr optimistisch. In den meisten Stimmungsumfragen unter europäischen und amerikanischen Anlegern befinden sich die Aktienbullen in der Überzahl. Auch die implizite Volatilität, die zeitweilig sichtbar angestiegen war, hat sich zuletzt schlagartig zurückgebildet. Sie bewegt sich insbesondere bei den US-Indizes wieder am unteren Rand der Spanne der vergangenen zehn Jahre und signalisiert damit hohe Gelassenheit. Im Sinne der Kontraindikation spricht dies dafür, dass die Korrekturphase noch nicht beendet ist. ■