



## Wie viel Kraft steckt noch im Bullen?

Autor:

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

Redaktion:

Dr. Gertrud R. Traud

Herausgeber:

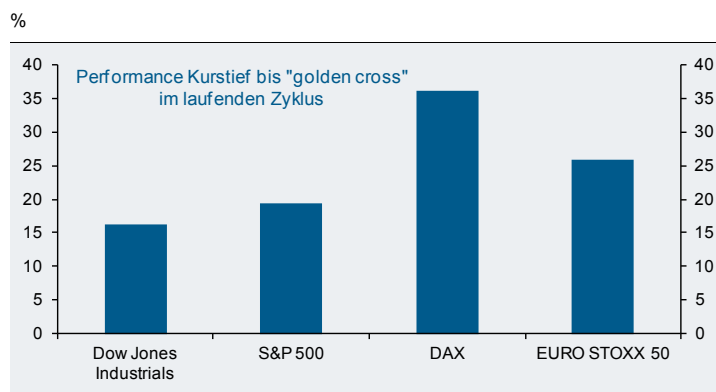
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/Leitung Research  
Landesbank Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt a. Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Mittelfristig angelegte technische Indikatoren senden bei den meisten Indizes derzeit trendbestätigende Signale. Angesichts der bereits sehr dynamischen Erholung wachsen aber bei vielen Anlegern die Korrekturerwartungen.
- „Stocks have to climb a wall of worry“ lautet eine alte Börsenweisheit. Die unterschwellige Skepsis weiter Anlegerkreise ist somit durchaus gesund.
- Fundamentale Einflussfaktoren wie steigende Konjunkturindikatoren, sich allmählich aufhellende Gewinnerwartungen und eine sehr lockere Geldpolitik sprechen für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends bei Aktien.

### Trendbestätigende technische Signale

Dow Jones Industrials, S&P 500, DAX und zuletzt EURO STOXX 50: Sie alle haben es bereits getan! Sie haben ein sogenanntes „golden cross“ ausgebildet. Als „golden cross“ wird in der technischen Analyse der Vorgang bezeichnet, bei dem die 50-Tage-Linie die 200-Tage-Linie von unten nach oben schneidet. Dies gilt unter vielen technischen Analysten als der Startschuss für einen Bullenmarkt. Die umgekehrte Situation – die 50-Tage-Linie schneidet die 200-Tage-Linie von oben nach unten – wird als „death cross“ bezeichnet und gilt als ernstzunehmendes Ausstiegssignal.

„golden cross“-Signal - erste Erholungswelle wird verpasst



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Verwendung von gleitenden Durchschnitts soll kurzfristige erratische Kursschwankungen herausfiltern und helfen, längerfristige Trends zu identifizieren. In der Vergangenheit zeichnete sich dieser Indikator durch eine vergleichsweise hohe Treffsicherheit aus (beim DAX seit Einführung 1988: 75 %; beim EURO STOXX 50 seit Einführung 1998: 63 %). Der Preis für die geringe Störanfälligkeit ist die entgangene Performance. Immerhin legen Aktien in der ersten Erholungswelle

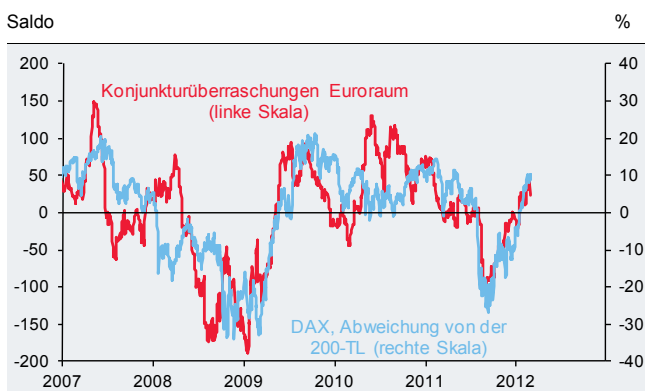
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität 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.

welle überdurchschnittlich kräftig zu. Technische Signale sind somit nur ein Baustein. Für eine fundierte Einschätzung der Marktperspektiven kommt es auf den Dreiklang bestehend aus Fundamentalfaktoren, technischen und marktpsychologischen Aspekten an. Ob der ersten Erholungswelle an den Aktienmärkten noch eine zweite folgt, hängt davon ab, wie sich fundamentale Kurstreiber wie Wachstum, Unternehmensgewinne und Zinsen weiter entwickeln und ob Anleger bereit sind, höhere Risiken einzugehen.

### Konjunkturstimmung hellt sich auf

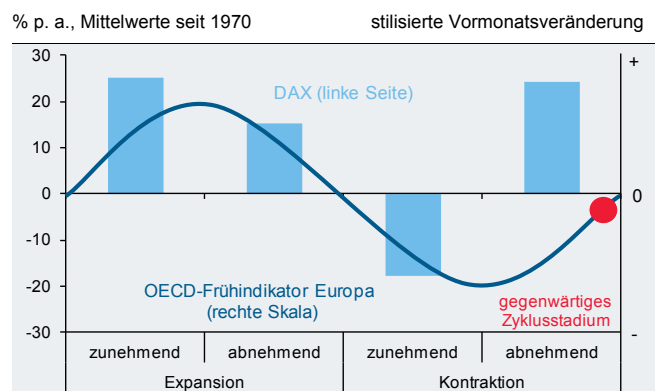
Das Tal der Konjunkturstimmung wird gegenwärtig durchschritten. Während die US-Daten bereits seit Monaten per Saldo besser als erwartet ausfallen, überwiegen inzwischen auch in den Schwellenländern und der Eurozone die positiven Überraschungen. Abgesehen vom ohnehin erstaunlich robusten ifo-Geschäftsklimaindex drehen inzwischen auch in den meisten europäischen Nachbarländern die Frühindikatoren nach oben. Während dieser Phase im Konjunkturzyklus ist die Dynamik am Aktienmarkt erfahrungsgemäß am höchsten. Mit dem rasanten Anstieg seit den Kurstiefs vom vergangenen Herbst haben DAX und EURO STOXX zwar schon einen beachtlichen Teil der Wegstrecke zurückgelegt (DAX: + 37 %; EURO STOXX 50: + 28 %). Die noch immer vergleichsweise moderate Bewertung spricht aber dafür, dass damit das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht ist.

#### Positive Konjunkturüberraschungen...



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### ... und Zyklusphase begünstigen Aktien



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

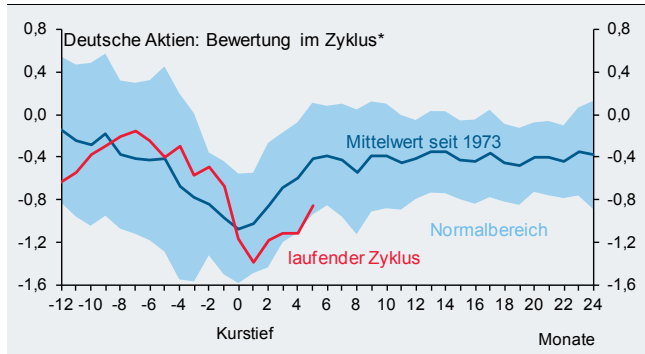
### Gewinnerwartungen stabilisieren sich

Aktien nehmen eine Konjunktur- und damit auch eine Gewinnerholung rund sechs Monate vorweg. Daher kommt es in der ersten Phase des Aktienzyklus auf Basis der aktuellen Gewinne regelmäßig zu einer höheren Bewertung. Verglichen mit früheren Zyklen ist der bisherige Anstieg der Bewertungsrelationen eher unterdurchschnittlich ausgeprägt. Auch verglichen mit den wichtigsten Anlagealternativen sind insbesondere deutsche und europäische Aktien derzeit noch günstig bewertet. Zwar hat sich die Risikoprämie gegenüber Staats- und Unternehmensanleihen bereits etwas zurückgebildet, sie bewegt sich jedoch nach wie vor auf einem erhöhten Niveau. Damit eröffnet sich weiterer Kursspielraum nach oben.

Dabei kommt es jedoch darauf an, dass die Gewinnerwartungen der Marktteilnehmer das Tief ausgebildet haben. Die Ängste vor massiven Einbrüchen der Unternehmensergebnisse, die im Spätsommer und Herbst letzten Jahres Dividentitel auf Talfahrt schickten, haben sich angesichts wieder anziehender Frühindikatoren als übertrieben erwiesen. Die Abwärtsdynamik bei den Revisionen der Gewinnprognosen für die kommenden 12 Monate hat ihren Höhepunkt bereits überschritten. Mit Ausnahme von 2001/02, als es nur zu einer Scheinblüte am Aktienmarkt kam, wirkte sich eine Wende bei den Gewinnrevisionen sehr positiv auf Aktien aus.

Niedrige Bewertung eröffnet Kursspielraum ...

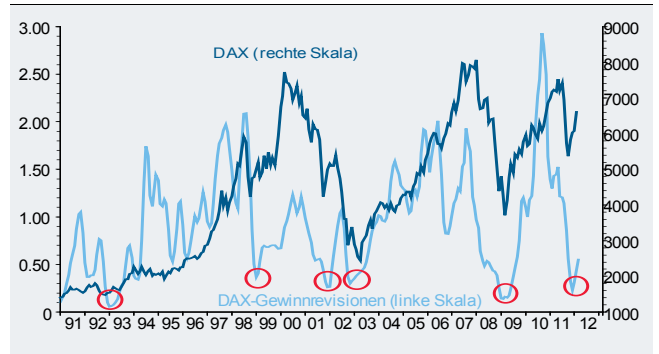
Anzahl Standardabweichungen



\* Mittelwert aus z-standardisiertem KGV, KCV, KBV und Kehrwert der Dividendenrendite  
 Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

... zumal negativer Revisionsdruck nachlässt

Verhältnis Herauf-/Herabstufungen



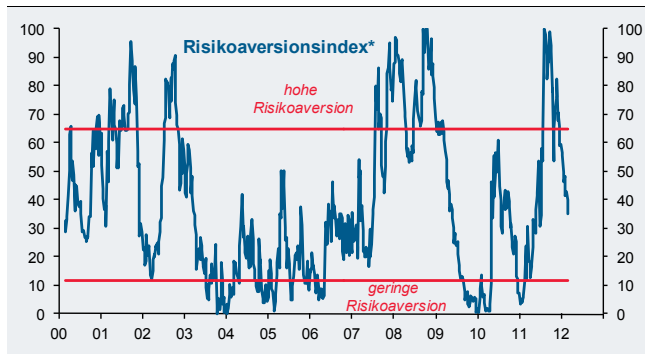
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Risikoaversion bildet sich zurück

Die Risikoaversion der Anleger hat sich in den vergangenen Monaten zwar schon sichtbar zurückgebildet. Eine Stimmungsüberhitzung, die im Sinne der Kontraindikation auf akute Rückschlagsgefahren hinweisen würde, ist selbst in den USA noch nicht zu beobachten. Hierzulande sind die Anleger ohnehin vorsichtiger gestimmt. So halten sich jüngsten Umfragen zufolge Aktienbullen und -bären derzeit in etwa die Waage. Auch die Daten zur Positionierung der Anleger zeigen gegenwärtig ein ausgewogenes Bild. Zwar haben institutionelle Anleger in den vergangenen Monaten den Aktienanteil zu Lasten von Liquidität erhöht. Die Aktienübergewichtung bewegt sich damit jedoch erst auf einem mittleren Niveau. Die insgesamt noch immer vorhandene unterschwellige Skepsis weiter Anlegerkreise ist aber durchaus gesund. Schließlich lautet eine alte Börsenweisheit „Stocks have to climb a wall of worry“. Dies spricht ebenso wie das Niedrigzinsumfeld für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends.

Noch keine überzogene Risikofreude

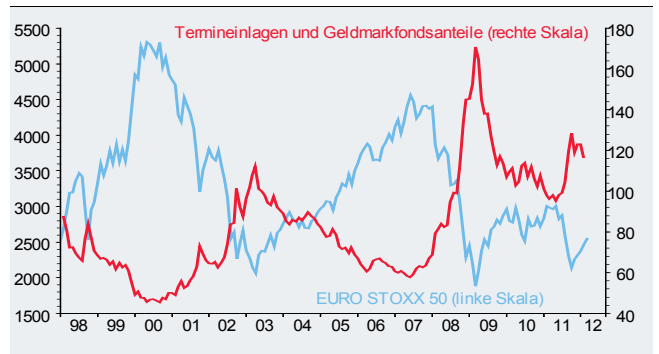
Index



\* errechnet aus: Impliziter Aktienvolatilität, HY-Spread, EM-Spread, Gold/Kupfer-Verhältnis  
 Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Weiteres Kurspotenzial durch Umschichtungen

Index in % der Euro-Aktienmarktkapitalisierung



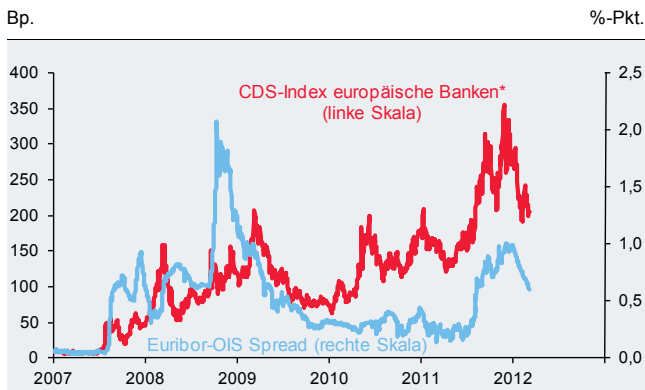
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldpolitik greift

Die großen Notenbanken, zuletzt die EZB, haben geliefert: Die Zinsen sind historisch niedrig und die Liquiditätsversorgung ist üppig. Im Euroraum haben die zwei Drei-Jahres-Tender dazu beigetragen, dass sich die Risikoaufschläge bei spanischen und italienischen Staatsanleihen wieder spürbar zurückgebildet haben und das Finanzsystem insgesamt stabilisiert werden konnte. Risikomaßstäbe wie CDS-Prämien europäischer Banken oder der Euribor-OIS Spread entspannten sich,

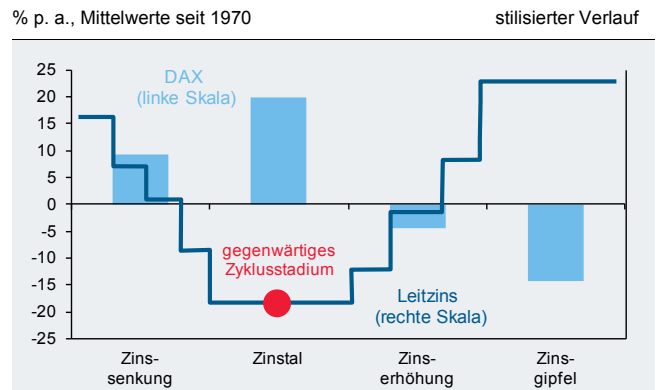
die Geldmenge M3 sowie die Kreditvergabe an den Privatsektor stiegen erstmals seit September wieder. Das Risiko einer europaweiten Kreditklemme scheint damit entschärft. Die Stabilität des Finanzsystems ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass Dividendentitel ähnlich wie in früheren Zyklen von den niedrigen Zinsen profitieren können. Immerhin konnten Aktien im Zinstal zumeist überdurchschnittlich zulegen.

### Nachlassende Anspannung im Finanzsystem



\* Markt iTraxx Europe Senior Financial Index  
 Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Niedrigzinsphase beflügelt Aktien



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Kursgipfel noch nicht erreicht

Zwar gilt es auch die Risiken nicht aus dem Blick zu verlieren. Eine Eskalation des Irankonflikts und damit verbunden ein weiterer sprunghafter Anstieg der Rohölnotierungen würde zumindest zwischenzeitlich auch am Aktienmarkt sichtbare Spuren hinterlassen. Abgesehen von solchen exogenen Faktoren spricht das Umfeld derzeit aber noch klar für Aktien: Mit der Erholung der konjunkturellen Frühindikatoren stabilisieren sich auch die Gewinnerwartungen. Die negativen Gewinnrevisionen lassen bereits nach. Damit dürften sich die Risikoprämien bei Dividendentiteln weiter abbauen. Aktien haben somit noch Spielraum nach oben. Den für steigende Notierungen notwendigen Treibstoff liefern die Notenbanken mit ihrer ultralockeren Geldpolitik, auch wenn die EZB nach dem jüngsten Drei-Jahres-Tender erst einmal in Warteposition gehen wird. Der Anstiegswinkel an den Aktienmärkten wird sich in den kommenden Monaten zwar vermutlich abflachen. Das zyklische Potenzial von Aktien ist u.E. noch nicht ausgereizt. Daher gilt die Devise: Gewinne laufen lassen!

### Aktienmarktrückblick und –prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand*	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012	Q4/2012
	Jahresultimo	Vormonat					
	(in Landeswährung, %)		(Index)				
DAX	17,3	2,3	6.921	6.900	7.200	7.500	7.200
Euro Stoxx 50	9,9	1,2	2.546	2.550	2.750	2.850	2.750
Dow Jones	6,2	0,9	12.978	13.000	13.500	13.700	13.500
Nikkei 225	15,6	10,7	9.777	9.700	10.300	10.500	10.300

\* 02.03.2012

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■