



Ernüchterung

- Während der **US-Dollar** gegenüber vielen Währungen weiter aufwertete, verlor er gegenüber dem Euro leicht. Auch die Zinswende dürfte dem Greenback keinen großen Schub mehr geben. Bewertungsindikatoren sprechen eher für eine Euro-Erholung.
- Die **Renten** im Euroraum befinden sich derzeit noch in einer Erholungsphase. Ausgehend von sinkenden Ölpreisen sind Inflationserwartungen und Renditen unter erheblichen Druck geraten. Mit dem erhöhten Kursniveau wachsen allerdings auch die Rückschlaggefahren, die insbesondere von der näher rückenden Zinswende in den USA ausgehen.
- Lange Zeit schien das Wetterleuchten aus China deutschen und europäischen **Aktien** wenig anhaben zu können. Nun ist der Risikoappetit aber erst einmal verfliegen. Trotz der jüngsten Korrektur sind Aktien noch nicht attraktiv.

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
Heinrich Peters

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

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.

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	8,4	-1,4	1,12	1,15	1,20	1,20
Japanischer Yen	4,5	-2,0	139	136	138	138
Britisches Pfund	8,6	-0,6	0,71	0,72	0,74	0,72
Schweizer Franken	10,5	-4,0	1,09	1,10	1,10	1,10
Aktien						
	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	11,4	-4,9	10.925	10.500	10.700	11.000
Euro Stoxx 50	10,7	-3,0	3.484	3.350	3.450	3.500
Dow Jones	-2,4	-3,2	17.403	17.000	17.200	17.400
Nikkei 225	16,9	1,5	20.393	18.500	18.800	19.000
Zinsen/Renten						
	(in Basispunkten)		(in %)			
3M Euribor	-10	-1	-0,02	0,00	0,00	0,00
3M USD Libor	5	2	0,31	0,60	0,90	1,10
10j. Bundesanleihen	6	-25	0,61	0,80	1,00	1,25
10j. Pfandbriefe	12	-25	0,93	1,05	1,25	1,45
10j. US-Treasuries	-2	-31	2,15	2,60	2,80	3,00

* 12.08.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Christian Apelt, CFA

Devisen: Euro widersetzt sich der Dollar-Stärke

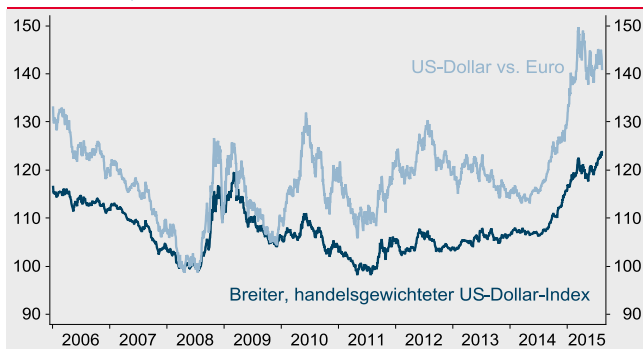
China bewegt den Devisenmarkt. Überraschend löste die chinesische Zentralbank ihre recht fest an den US-Dollar gekoppelte Währung und ließ eine Abwertung des Yuan um rund 3 % zu – die stärkste seit Dekaden. Entsprechend profitierte der US-Dollar, der breite handelsgewichtete Index erklomm ein neues zyklisches Hoch, zumal auch andere Währungen aus Schwellenländern sowie von Rohstoffexporteuren schwächelten. Ein wenig täuscht aber der Eindruck: Denn gegenüber dem Euro gab der Greenback nach, der Euro-Dollar-Kurs erholte sich bis auf 1,12. Die Dollar-Stärke zeigte sich kaum mehr gegenüber den Industrieländerwährungen.

Fed zögerte weiter

Die US-Konjunkturdaten gaben wenig neue Erkenntnisse. Grundsätzlich wächst die US-Wirtschaft recht solide. Das Bruttoinlandsprodukt erhöhte sich im zweiten Quartal um 2,3 % gegenüber der Vorperiode, die Schrumpfung aus dem ersten Vierteljahr wurde in den positiven Bereich revidiert. Die Zahl der Beschäftigten wuchs weiter robust. Die Stimmungskennzeichen bei Unternehmen und Verbrauchern wiesen ein uneinheitliches Bild auf. Die Federal Reserve beließ ihren Nullzins bei. Auf der nächsten Notenbanksitzung im September könnte jedoch die erste Zinsanhebung seit 2006 erfolgen. Die Yuan-Abwertung sollte die Fed-Politik nicht grundlegend ändern, solange es nicht zu größeren Verwerfungen an den Finanzmärkten kommt. Die Fed dürfte in diesem Erhöhungszyklus jedoch sehr vorsichtig agieren und nicht mehr als einen Schritt pro Quartal vornehmen. Das positive Überraschungspotenzial für den US-Dollar ist daher begrenzt, schließlich preist der Devisenmarkt die US-Zinswende seit etwa einem Jahr ein. Der Renditevorteil der US-Währung gegenüber dem Euro weitete sich zuletzt per saldo nicht aus. In der Regel erlitt der US-Dollar häufig nach einer ersten Zinserhöhung zunächst einmal einen merklichen Rückschlag.

Breite Dollar-Stärke, aber nicht mehr gegenüber Euro

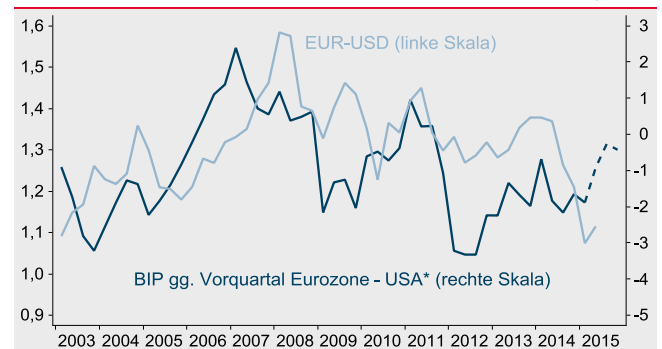
Index bzw. EUR, indiziert 01.07.2008 = 100



US-Wachstumsvorteil schrumpft

USD

%Punkte, 4-Q.-Ø



Bewertung stützt Euro

In Europa sollte das Thema Griechenland erst einmal keine Rolle mehr spielen, da die Einigung bzw. Absegnung des neuen Hilfspakets naht. Das Wachstum in der Eurozone verbessert sich, aber ohne sich nachhaltig zu beschleunigen. Der wieder gesunkene Rohölpreis wird wohl die Inflationsrate dämpfen. Jedoch erhöhte sich die Kernteuerung in der Eurozone spürbar auf 1,0 %. Für die EZB besteht daher wenig Anlass, ihr Kaufprogramm auszuweiten. Bewertungsindikatoren – Kaufkraftparitäten, Wachstumsdifferenzen, Leistungsbilanzsalden sowie das Niveau der Zinsdifferenzen – sprechen recht eindeutig für einen höheren Euro-Dollar-Kurs. Falls die sehr einseitig Pro-Dollar-positionierten Spekulanten erkennen, dass ihre Wette nicht mehr aufgeht, dürften sie ihr Engagement weiter zurückfahren. Der Euro-Dollar-Kurs könnte dann bis auf 1,20 ansteigen.

Deutliche Stärke zeigte der Euro bereits gegenüber dem Schweizer Franken. Nach monatelanger Stagnation kletterte der Euro-Franken-Kurs ohne fundamentale Neuigkeiten kurzzeitig über 1,09. Langfristig betrachtet ist die Schweizer Währung nach wie vor stark überbewertet. Das Britische Pfund konnte seine Gewinne nicht verteidigen, da die Bank of England die Zinsspekulationen nicht unterfütterte. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte deswegen noch leicht ansteigen. Der Japanische Yen gab jüngst nach, könnte aber von einer höheren Unsicherheit an den globalen Finanzmärkten profitieren.

Ulf Krauss

Renten: Reduzierte Inflationserwartungen drücken auf Renditen

Obwohl sich die Risikoaufschläge im Euroraum mit der vorläufigen Abwendung eines Grexits wieder normalisiert haben, blieb die Rendite 10-jähriger Bunds unter Druck. Die dramatischen Kursrückgänge am chinesischen Aktienmarkt und sinkende Rohstoffpreise ließen zuletzt die Frage nach der Robustheit der Weltkonjunktur aufkommen. Schwache Aktienmärkte hierzulande begünstigten Kapitalzuflüsse in den deutschen Anleihemarkt. Dabei dürften das im Vergleich zum ersten Quartal attraktivere Renditeniveau sowie unverändert hohe Liquiditätsbestände unterstützend gewirkt haben.

Die EZB gibt zwar Fundamentaldaten seit einiger Zeit mehr Raum, ihre (renditesteigernde) Wirkung zu entfalten. Der jüngste Rückgang der Energiepreise dämpft jedoch die Inflationserwartungen und erschwert eine rasche Abkopplung von Deflationsszenarien. Im Juli verharrte die Teuerung im Euroraum bei 0,2 %. Die reduzierten Ölpreisperspektiven haben eine Anpassung der Inflationsprognosen zur Folge. Für 2016 senken wir die Durchschnittsrates von 1,4 % auf 1,2 %. Der Aufwärtstrend bleibt hiervon jedoch unberührt. Für die USA ergibt sich sogar ein Anpassungsbedarf von über einem halben Prozentpunkt. Auf Basis unserer neuen Prognose dürfte sich die Gesamtteuerung erst in Q4 spürbar von der Nulllinie lösen.

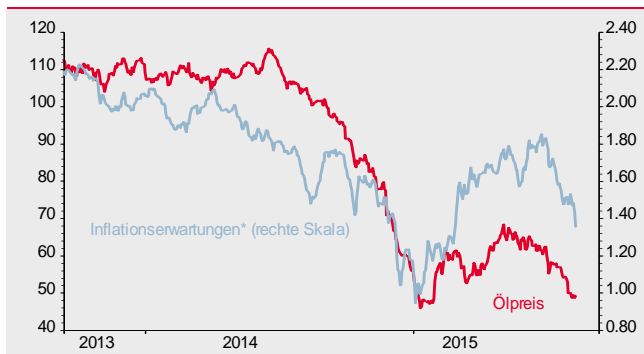
EZB hält Kurs

Die EZB dürfte angesichts der schleppenden Normalisierung der Teuerung am Ankaufprogramm für Anleihen festhalten, das bis September 2016 datiert wurde. Der eine oder andere Anleger wird sich angesichts der jüngsten Entwicklung an der Teuerungsfrente die Frage stellen, ob die EZB nicht nachlegen wird. In solche Überlegungen dürfte ebenfalls die zunehmende Konjunkturunicherheit ausgehend von China einfließen. Allerdings ist die EZB u.E. nicht unter Handlungsdruck. Während die Energiepreise sanken, kletterte die Kernrate zuletzt auf 1,0 % und damit auf den höchsten Stand seit rund einem Jahr. Aufgrund der verbesserten Konjunktur in vielen Euroländern erholen sich die Güter- und Dienstleistungspreise.

Inflationserwartungen auf dem Rückzug

USD/Fass

Euroraum, %



*abgeleitet anhand inflationsindexierter Anleihen
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro-Renditen auf Achterbahnfahrt

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Zinswende birgt
Rückschlagrisiken

Die verbesserte Konjunkturstimmung im Euroraum hat vermutlich infolge der niedrigen Rohölpreise sowie der üppigen Liquiditätsversorgung Bestand. Die Inflationserwartungen werden sich zunächst auf niedrigerem Niveau einpendeln. Das Kurspotenzial von Renten bleibt insgesamt begrenzt. Die Europäische Zentralbank konzentriert sich auf ihr Ankaufprogramm. Von dem rückt sie zwar nicht ab, gibt ansonsten dem Markt aber wenig Unterstützung. Die Zinswende in den USA wird angesichts einer guten Arbeitsmarktentwicklung vermutlich im September eingeleitet, was das US-Renditeniveau nach oben ziehen dürfte. Dies sollte auch am deutschen Rentenmarkt zu einer steileren Zinskurve beitragen.

Markus Reinwand, CFA

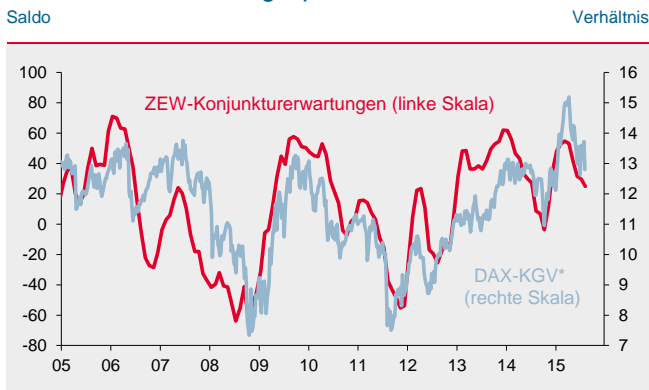
Aktien: Noch keine Entwarnung

Lange Zeit schien das Wetterleuchten aus China deutschen und europäischen Aktien wenig anhaben zu können. So konnten DAX und EURO STOXX 50 zeitweilig rund die Hälfte des Kursrückgangs seit dem Hoch im April wieder wettmachen. Dagegen traten die US-Börsenbarometer S&P 500 und Dow Jones Industrials wohl auch angesichts der näher rückenden Leitzinswende schon länger nur noch auf der Stelle. Auffällig ist dort die nachlassende Marktbreite. Fast die Hälfte der jeweiligen Indexmitglieder ist bereits unter die 200-Tage-Linie gefallen. Nun scheinen aber auch die Anhänger von Euro-Dividendentiteln dem Braten nicht mehr zu trauen. Die jüngste Abwertung des Yuan durch die chinesische Zentralbank hat auch hierzulande zu deutlichen Kursverlusten bei Aktien geführt. Offensichtlich wird die Wechselkursanpassung als Anzeichen für eine unerwünscht deutliche Wachstumsabschwächung im Reich der Mitte gesehen.

Mangelnde
Gewinnperspektive
belastet

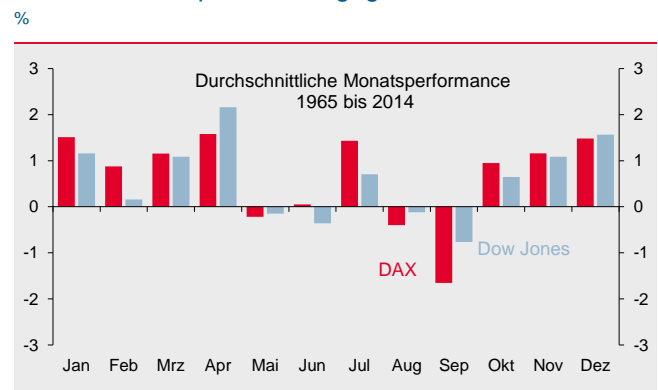
Insbesondere die hohe Bewertung hat Aktien trotz eines Mangels an attraktiven Anlagemöglichkeiten korrekturanfällig gemacht. Auf Basis der gängigsten Bewertungsmaßstäbe waren Dividentitel dies- und jenseits des Atlantiks zuletzt recht teuer. Die Hoffnung vieler Marktteilnehmer, Aktien würden durch einen dynamischen Anstieg der Unternehmensgewinne in diese hohen Bewertungen hineinwachsen, scheinen sich nicht zu erfüllen. Zwar fielen die Nettoergebnisse im abgelaufenen Quartal sowohl in den USA als auch in Europa im Durchschnitt etwas höher aus als erwartet. Eine für weiter steigende Notierungen notwendige Verbesserung der Gewinnaussichten zeichnet sich jedoch derzeit nicht ab. Vielmehr wurden die Konsens-Gewinnschätzungen für die kommenden 12 Monate sowohl für S&P 500 als auch für DAX und EURO STOXX 50 in den vergangenen Wochen mehrheitlich nach unten revidiert.

Kaum noch Bewertungsspielraum



* auf Basis der 12M-Konsens-Gewinnschätzungen
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Saisonmuster spricht noch gegen Aktien



Durch die jüngste deutliche Kurskorrektur hat sich die Erwartungslücke zwischen Fundamentaldaten und hiesiger Aktienkursentwicklung zwar schon etwas verringert. Rückläufige Frühindikatoren wie etwa die ZEW-Konjunkturerwartungen sprechen aber für eine weitere Bewertungskontraktion. Schließlich belegt der Vergleich mit früheren Zyklen einen engen Zusammenhang zwischen Konjunkturstimung und Kurs-Gewinn-Verhältnis. Mit einem KGV von rund 13 auf Basis der Konsens-Gewinnschätzungen für die kommenden 12 Monate bewegt sich der DAX noch immer am oberen Rand des Normalbereichs der vergangenen Dekade und ist damit noch nicht attraktiv.

Aktien noch
kein Kauf

Auch auf Basis der Stimmungsindikatoren kann derzeit noch keine Entwarnung gegeben werden. Zwar zeigt der sprunghafte Anstieg der impliziten Aktienvolatilität, dass Anleger ihre extreme Gelassenheit inzwischen abgelegt haben. Allerdings kann derzeit von ausgeprägtem Pessimismus, der im Sinne der Kontraindikation für eine nachhaltige Erholung der Notierungen spräche, noch keine Rede sein. Gemäß dem langjährigen Saisonmuster stünde der eigentliche Belastungstest sogar noch bevor. So hat sich in der Vergangenheit häufig der September als schlechtester Monat im Börsenkalender erwiesen. Für eine offensivere Positionierung bei Aktien ist es daher wohl noch zu früh. ■