

BÖRSEANALYSE

Aktuelle Berichte und Analysen

Juli 2014

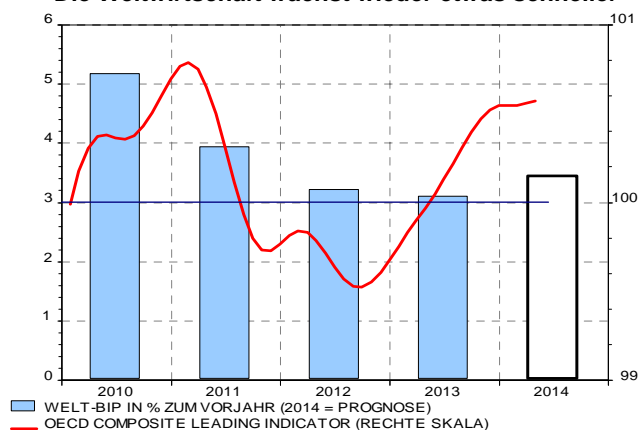
Halbjahresausblick 2014: Kontrollierte Offensive 2.0

„Kontrollierte Offensive“ war das Leitmotiv unseres Kapitalmarktausblicks 2014. Im Anleihensegment sollte bei der Ausweitung der Laufzeiten und der Inkaufnahme geringerer Schuldnerbonitäten der Bogen nicht überspannt werden. Bei den Aktienengagements galt es, die Überholspur zu meiden und jederzeit vorübergehend auf den Standstreifen wechseln zu können. Rückblickend hat sich diese Strategie bewährt. Wie geht es weiter? Kann in der zweiten Halbzeit des Fußball-Weltmeisterschaftsjahres 2014 an der „kontrollierten Offensive“ festgehalten werden? Zumindest die fundamentalen Rahmendaten sprechen dafür.

Konjunktur: Globaler Aufschwung

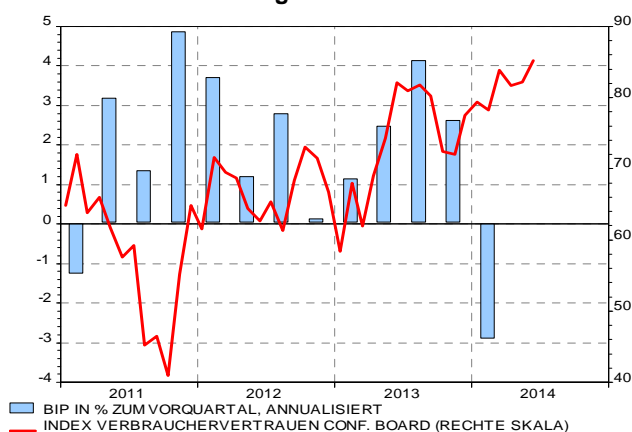
Das Wachstum der Weltwirtschaft wird 2014 etwas geringer ausfallen als erwartet. Ursächlich sind die Verunsicherungen im Umfeld der Ukraine-Krise sowie insbesondere der schwache Jahresauftakt in den USA, in der knapp ein Viertel der globalen Wirtschaftsleistung entsteht. Mittlerweile dürfte die Weltkonjunktur jedoch wieder einen Gang hoch geschaltet haben und im weiteren Jahresverlauf das Tempo halten. Diese Einschätzung wird unterstrichen vom Frühindikator der OECD (Composite Leading Indicator), der sich zunächst auf hohem Niveau seitwärts bewegte und zuletzt weiter gestiegen ist. Vor diesem Hintergrund halten wir die aktuelle Wachstumsprognose der Weltbank für realistisch. Sie erwartet einen Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 3,4 % in diesem Jahr, 4,0 % in 2015 und 4,2 % in 2016. Im Vorjahr lag der Wert bei 3,1 %.

Die Weltwirtschaft wächst wieder etwas schneller



Die USA haben die Finanzmarktkrise hinter sich gelassen und befinden sich seit 2010 wieder auf dem Wachstumspfad. Treibende Kraft ist der private Verbrauch, der seine Impulse auch vom anhaltenden Aufschwung am Arbeitsmarkt bezieht. Die grundlegende Dynamik der US-Wirtschaft kommt in den konjunkturellen Frühindikatoren zum Ausdruck. Sowohl das Verbrauchervertrauen als auch die Einkaufsmanagerindizes bewegen sich auf hohen Niveaus und unterstreichen unsere positive Einschätzung. Da die Investitionen und die Exporte aufgrund des ungewöhnlich strengen Winters regelrecht einbrachen, schrumpfte das BIP zu Jahresbeginn kräftig. In den verbleibenden drei Quartalen 2014 dürften die auf das Gesamtjahr hochgerechneten (annualisierten) Wachstumsraten auch aufgrund von Nachholeffekten die Drei vor dem Komma aufweisen. Wegen des sehr schwachen Jahresauftakts wird die Wirtschaftsleistung in den USA im Gesamtjahr 2014 jedoch erneut lediglich um knapp 2 % zulegen (2013: +1,9 %).

US-Aufschwung dürfte Fahrt aufnehmen



China befindet sich in einem langjährigen Umstrukturierungsprozesses. Die Binnennachfrage, insbesondere der private Verbrauch, soll ein höheres Gewicht an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage erhalten, sodass die Exportabhängigkeit reduziert wird. Der Umbau der Volkswirtschaft geht zu Lasten des Wachstums. Zudem ist die chinesische Führung bestrebt, das Schattenbankensystem einzugrenzen. Dies sorgt für Verunsicherung und belastet ebenfalls die Konjunktur. Vor diesem Hintergrund dürfte China die anvisierte Wachstumsrate des BIP von 7,5 % nur mühsam erreichen.

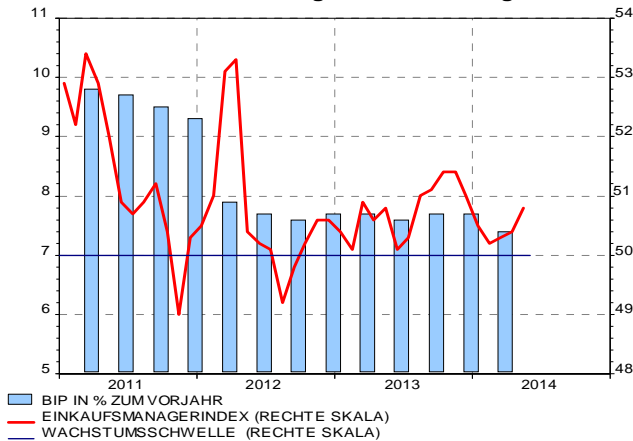
Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Analyse

Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Thomson Reuters

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbständigen Anlageentscheidung. Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

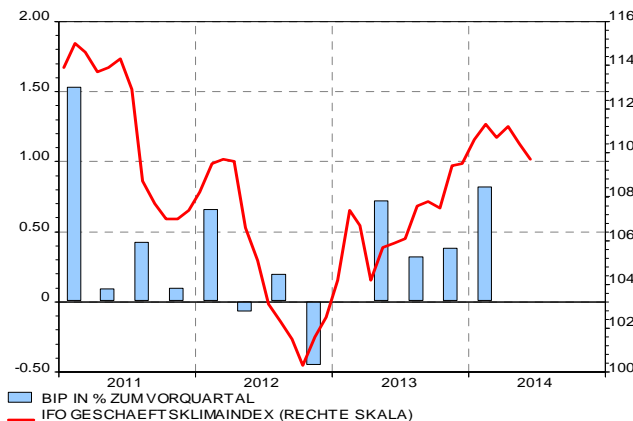
Haspa
Hamburger Sparkasse

Chinas Aufschwung hat sich verlangsamt



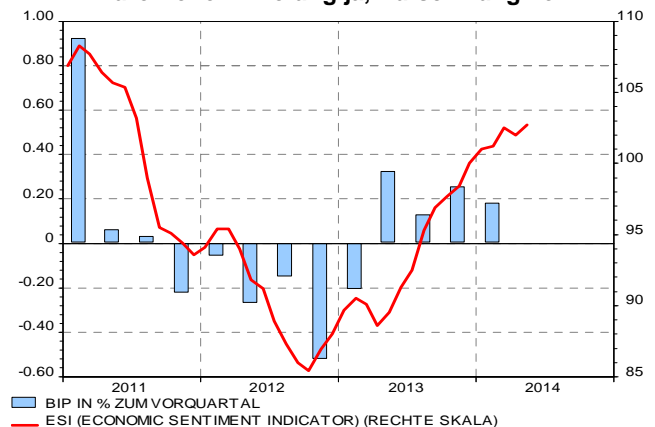
Deutschland steuert auf eine konjunkturelle Überhitzungsphase zu. Die Wachstumsraten des BIP werden in diesem und im nächsten Jahr voraussichtlich klar oberhalb des „Potenzialpfades“ liegen, der auf 1,4 % p. a. geschätzt wird. Treibende Kräfte sind der private Verbrauch und die Investitionsnachfrage. Der Aufschwung am Arbeitsmarkt sorgt über eine höhere Beschäftigtenzahl sowie steigende Löhne für einen Anstieg des verfügbaren Einkommens und eine anziehende Konsumnachfrage. Letztere wird zusätzlich gestützt durch die abnehmende Sparneigung aufgrund sehr niedriger Sparzinsen. Bei den Investitionen herrscht ein mehrjähriger Nachholbedarf. Angesichts der gestiegenen konjunkturellen Zuversicht bei ungewöhnlich niedrigen Kreditzinsen sollte im laufenden Jahr mit der Abarbeitung begonnen werden. Wegen des nahezu ausgebliebenen Winters ist die Wirtschaftsleistung im 1. Quartal ungewöhnlich stark gestiegen. Wir gehen davon aus, dass sich die Wachstumsraten wieder normalisieren und noch längere Zeit klar aufwärts gerichtet bleiben. Im Gesamtjahr 2014 dürfte das BIP wegen des ausgezeichneten Jahresauftakts um knapp 2 % expandieren (2013: +0,4 %). Aus heutiger Sicht sind 2015 ähnliche Werte zu erwarten.

Deutschland mit sehr starkem Jahresauftakt



In den großen Mitgliedsländern der Euro-Zone fiel der konjunkturelle Jahresauftakt erneut sehr unterschiedlich aus. Während Deutschland und Spanien in großen Schritten vorankamen, trat Frankreich auf der Stelle, Italien fiel sogar leicht zurück. Trotz des bisher fehlenden konjunkturellen Gleichschritts sind die Perspektiven der gesamten Euro-Zone positiv. Der entsprechende Frühindikator (Economic Sentiment Indicator) befindet sich weiter im Aufwind. Und auch die Einkaufsmanagerindizes liegen oberhalb der Wachstumsschwelle. Positiv dürfte sich auch die erwartete Abschwächung des Euro erweisen, denn sie verbessert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Produkte auf dem Weltmarkt. Bis auf Zypern und Estland sollten alle Länder der Euro-Zone im laufenden Jahr zu positiven Wachstumsraten zurückfinden, selbst wenn in Frankreich, Italien, den Niederlanden, Finnland, Portugal und Griechenland lediglich die Null vor dem Komma zu erwarten ist. Für die gesamte Euro-Zone rechnen wir für 2014 mit einem Zuwachs des BIP um 1,0 % (2013: minus 0,4 %). Sie ist trotz der Rückkehr zu positiven Wachstumsraten jedoch noch weit von einem selbsttragenden Aufschwung entfernt.

Euro-Zone: Erholung ja, Aufschwung nein



Die Schwellenländer litten im vergangenen Jahr unter einem rapiden Vertrauensverlust und entsprechenden Kapitalabflüssen. Mit diversen Leitzinserhöhungen konnte die Talfahrt der Währungen inzwischen gestoppt und die Kapitalflussrichtung umgekehrt werden. Hilfreich war auch der Sinkflug der Renditen in den Industriestaaten, der zu einer steigenden Nachfrage nach höher verzinslichen Schwellenländeranleihen führte. Bezüglich der Wachstumsraten zeigt der Prognostrend wieder leicht nach oben. Das BIP aller aufstrebenden Länder wird gemäß der aktuellen Projektion der Weltbank in diesem Jahr um 4,8 % und 2015 um 5,4 % wachsen. Da sich die Volkswirtschaften sehr unterschiedlich entwickeln, sollten mögliche Emerging Market Engagements nicht mehr breit gestreut werden, sondern in ausgewählten Ländern erfolgen.

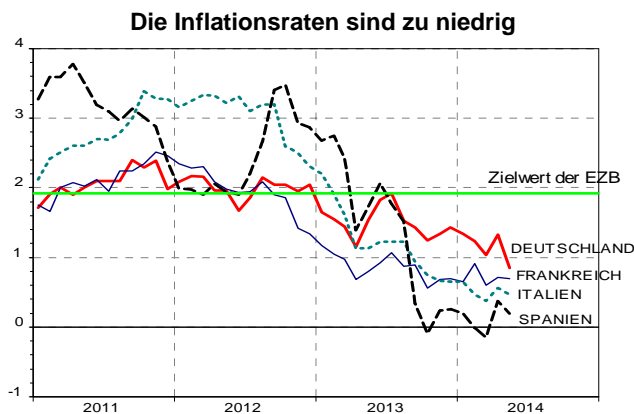
Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Analyse

Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Thomson Reuters

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbständigen Anlageentscheidung. Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

Verbraucherpreise: Weit unter dem Zielwert

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich weiter verlangsamt und mittlerweile Niveaus erreicht, die bei der Europäischen Zentralbank (EZB) zunehmendes Unbehagen verursachen. Die Inflationsraten wiesen im Mai in Deutschland, Frankreich und Italien die Null vor dem Komma auf. Für die gesamte Euro-Zone lag der Anstieg mit 0,5 % zum Vorjahr weit unter dem Zielwert der EZB („nahe, aber unter 2 %“).



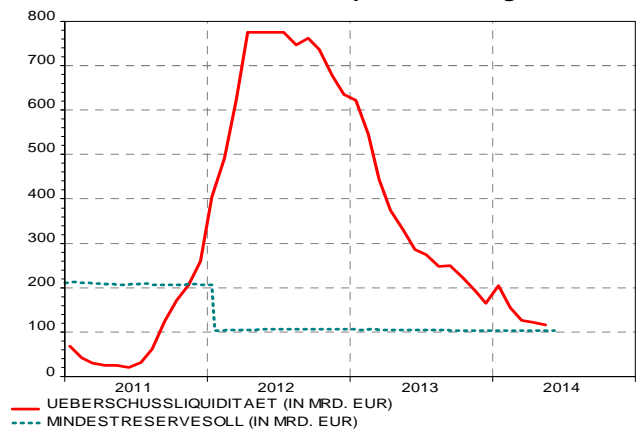
Die extrem niedrigen Teuerungsraten haben der Deflationsdiskussion neuen Auftrieb gegeben. Es wird befürchtet, dass die Inflationserwartungen abnehmen und die Verbraucher dazu übergehen, Anschaffungen hinauszuzögern, um von weiter sinkenden Preisen zu profitieren. Diese Deflationsmentalität wäre eine große Gefahr für den Aufschwung, denn sie führt zu einer abnehmenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, sinkender Produktion und höherer Arbeitslosigkeit. Sie wäre wahrscheinlich der Einstieg in eine lang anhaltende Rezessionsphase. Nach unserer Einschätzung ist die Euro-Zone derzeit allerdings weit entfernt von einer gezielten Kaufzurückhaltung. Im Gegenteil: In Deutschland ist die kräftige Konsumnachfrage eine der Säulen des Aufschwungs. In Südeuropa dürften die niedrigen Preissteigerungsraten zudem eher Ausdruck fehlender Kaufkraft und nicht Folge einer sich ausbreitenden Deflationsmentalität sein. Die Inflationsraten werden sich nach unseren Projektionen in den kommenden Monaten auf dem aktuellen niedrigen Niveau seitwärts bewegen und erst zum Jahresende hin wieder leicht ansteigen. Für das Gesamtjahr zeichnen sich Werte von 1,0 % in Deutschland und 0,8 % in der Euro-Zone ab. Auch 2015 dürften die deutsche und die europäische Inflationsrate mit etwa 1,5 % noch unter dem Zielwert der EZB verharren.

Notenbanken: Die EZB erhöht den Einsatz

Während die amerikanische Notenbank (Fed) die von ihr geschaffene Geldmenge über den Ankauf von Anleihen immer noch ausweitet, ist der Trend in der Euro-Zone seit rund zwei Jahren abwärts gerichtet. Die Kre-

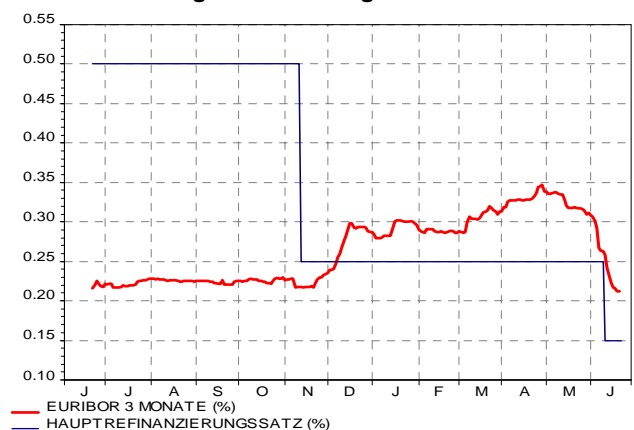
ditinstitute aus der Euro-Zone gaben nicht mehr benötigte Mittel an die EZB zurück. Dadurch sank die Überschussliquidität (Einlagefazilität plus Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll) von knapp 800 Mrd. EUR 2012 auf rund 100 Mrd. EUR. Folgen: Aufgrund seiner Verknappung im Bankensystem verteuerte sich der Euro und die Geldmarktsätze zogen an.

Euro-Zone: Überschussliquidität stark gesunken



Die Kombination aus der Aufwertung des Euro, abnehmenden Inflationsraten und dem Anstieg der Geldmarktsätze sorgte bei der Europäischen Zentralbank wachsende Stabilitätsbefürchtungen. Nach monatelangen verbalen Interventionen beschloss sie schließlich Anfang Juni ein Bündel aus Zinssenkungen und geldpolitischen Ankündigungen und bewirkte damit einen deutlichen Rückgang der Geldmarktsätze.

EZB sorgt für rückläufige Geldmarktsätze



Am spektakulärsten ist die erstmalige Festlegung eines negativen Zinssatzes für Einlagen des Bankensystems bei der EZB. Im September und Dezember können die Kreditinstitute zudem liquide Mittel („gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte“) für vier Jahre zu einem Zinssatz von 0,25 % erhalten, wenn sie sich verpflichten, dieses Geld als Kredite an Unternehmen und Privathaushalte zu vergeben (Ausnahme: Immobilienfinanzierung). Mit der Bereitstellung von zunächst

400 Mrd. EUR soll der stockende Kreditfluss insbesondere in Südeuropa wieder aktiviert werden. In die gleiche Richtung zielt das in Vorbereitung befindliche ABS-Programm (Asset Backed Securities). Hier plant die EZB, den europäischen Banken verbrieft Kreditforderungen abzukaufen, damit diese zusätzliche Kredite vergeben können. Der von einigen Marktbeobachtern erwartete Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbank („QE, Quantitative Easing“) ist nach Aussagen des EZB-Präsidenten erst vorstellbar, wenn die Inflationserwartungen zu niedrig bleiben.

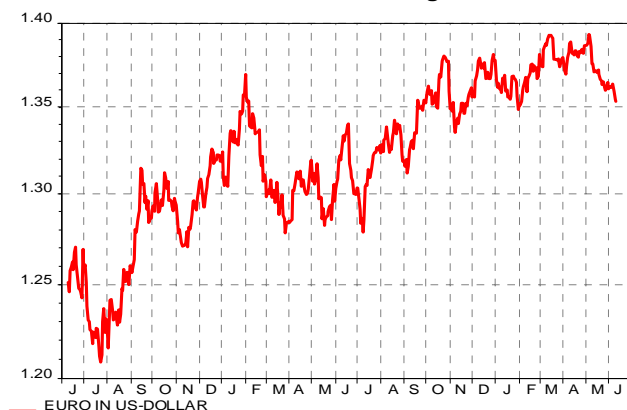
Da die korrekte Verwendung der beiden vierjährigen Refinanzierungsgeschäfte erst nach zwei Jahren überprüft wird, dürfte ein Teil der Zusatzliquidität den Weg an den Kapitalmarkt finden und dazu beitragen, einen Anstieg der Renditen europäischer Staatsanleihen zu verhindern.

Im Gegensatz zum Expansionskurs der EZB nähert sich die US-Notenbank (Fed) derzeit dem „Einstieg in den Ausstieg“ aus ihrem mehrjährigen geldpolitischen Experiment. Seit Ende 2012 weitet sie die Liquidität im US-Bankensystem über den Ankauf von Anleihen massiv aus. Waren es zunächst monatlich 85 Mrd. USD, so sind es ab Juli „nur“ noch 35 Mrd. USD. Im 4. Quartal werden die Käufe voraussichtlich ganz eingestellt. Anschließend wird die Fed nach eigenen Angaben „längere“ Zeit die Entwicklung am Kapitalmarkt beobachten, ehe sie die Zinsschraube wieder anzieht. Gemäß der Konsensschätzung erfolgt dies im Juni nächsten Jahres, sofern in den USA bis dahin ein selbsttragender Konjunkturaufschwung bei stabilen Verbraucherpreisen und insbesondere nachhaltigen Verbesserungen am Arbeitsmarkt eingetreten ist.

Währungen: Höhenflug des Euro gestoppt

Die EZB hat mit ihren Beschlüssen und angekündigten Maßnahmen den „unerwünschten“ Höhenflug des Euro gestoppt. Gegenüber dem US-Dollar bewegt er sich derzeit von 1,40 USD in Richtung 1,36 USD.

EZB beendet den Höhenflug des Euro



Die Fortsetzung der Euro-Abwärtsbewegung scheint vorgezeichnet, denn aus fundamentaler Sicht spricht derzeit viel für einen weiteren Anstieg des „Greenback“. Der konjunkturelle Aufschwung wird in den Vereinigten Staaten voraussichtlich deutlich stärker ausfallen als in der Euro-Zone. Zudem gehen die Notenbanken unterschiedliche Wege. Während die Europäische Zentralbank dabei ist, die zuletzt stark reduzierte Notenbankgeldmenge kräftig auszuweiten, nimmt die US-Notenbank langsam aber stetig den Fuß vom monetären Gaspedal. Sie wird zudem voraussichtlich deutlich früher als die EZB den Leitzins anheben. Damit dürfte sich der ohnehin schon beachtliche Zinsvorsprung amerikanischer Anleihen vergrößern und Anlagen in US-Papieren noch attraktiver machen. Wir gehen daher weiterhin davon aus, dass der Euro zum Jahresende bei 1,30 USD oder darunter notieren wird.

Sehr positiv entwickelte sich der Australische Dollar (AUD) insbesondere aus Sicht von Euro-Anlegern. Höhere Wachstumsraten sowie die Stabilisierung beim wichtigsten Handelspartner China sorgten für Auftrieb. Seit Jahresbeginn hat der Wechselkurs des „Aussie“ gegenüber dem Euro bisher rund 6 % zugelegt. Da die australischen Renditen zudem rückläufig sind, können bei den Anleihen auch noch Kursgewinne verzeichnet werden. In der Annahme, dass sich der konjunkturelle Aufschwung „Down Under“ fortsetzt, bleibt der Austral-Dollar eine attraktive Anlagewährung mit deutlich höheren Renditen als in Deutschland.

Australischer Dollar im Aufwind

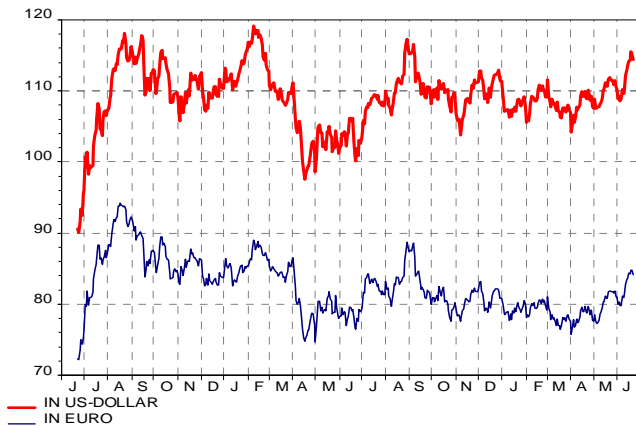


Rohstoffe: Ölpreis seitwärts, Gold erholt

Der Preis für ein Barrel (= 159 Liter) Nordseeöl Brent hat in den zurückliegenden Wochen spürbar zugelegt. Ursächlich sind die Unruhen in Libyen und im Irak, die zu dortigen Produktionsrückgängen führten. Das globale Erdölangebot wird dennoch auch in diesem Jahr zulegen, da die Fördermenge in den USA kräftig erhöht wird. Zudem kann Saudi Arabien aufgrund ausreichend freier Kapazitäten die Ausfälle in anderen OPEC-Staaten kompensieren. Wir gehen weiterhin

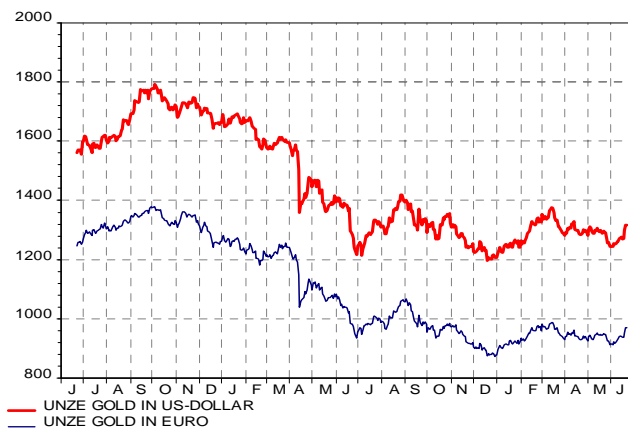
davon aus, dass der Ölpreis im weiteren Jahresverlauf in der Spanne von 90 bis 120 USD verbleibt. Bei einer Ausweitung der regionalen Konflikte dürfte jedoch der obere Rand in den Fokus geraten.

Der Ölpreis im Seitwärtstrend



Nachdem der Preis für eine Feinunze Gold (= 31,1 Gramm) zu Jahresbeginn bis an die technische Widerstandslinie bei 1.400 USD vorgestoßen ist, bewegt er sich mittlerweile wieder etwa in der Mitte seines von 1.200 USD bis 1.400 USD reichenden Korridors.

Gold im Schatten der Krim-Krise erholt



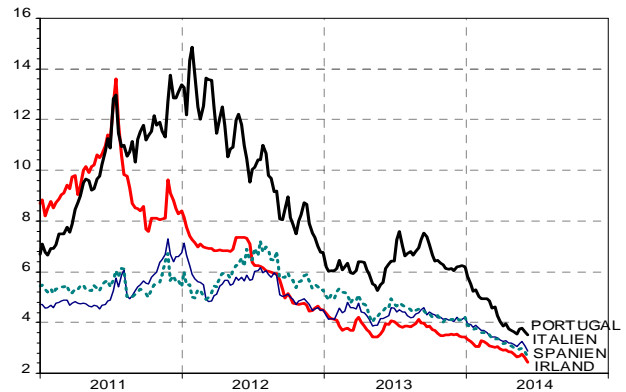
Für die künftige Entwicklung des Goldpreises wird vor allem das Verhalten der eher spekulativ orientierten Investoren maßgeblich sein. Sollten sie den Abbau ihrer Investment-Bestände (ETFs und ETCs) weiter verringern, dürfte der Goldpreis steigen, denn die Nachfrage nach physischem Gold (Barren, Schmuck) nimmt zu. Sie wird dominiert von Notenbanken und Privatpersonen aus den Schwellenländern. Am Jahresende 2014 dürfte der Preis für eine Unze Gold im Bereich um 1.400 USD stehen.

Anleihenmarkt: EZB hält die Renditen unten

Im Jahresausblick 2014 gingen wir angesichts des sich abzeichnenden konjunkturellen Aufschwungs von einem Anstieg der langfristigen Renditen aus. Dies ist

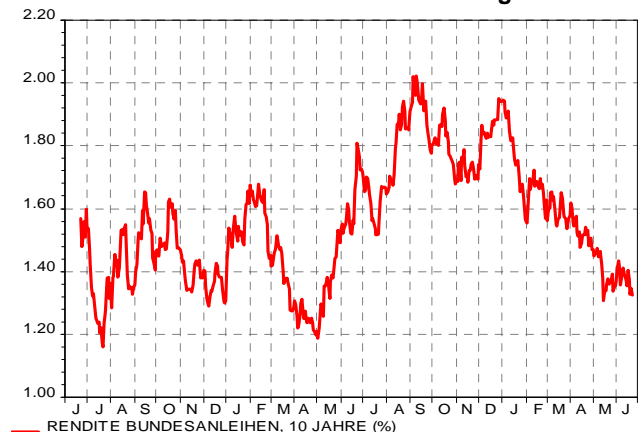
nicht mehr realistisch. Die Zinsbeschlüsse der EZB und die angekündigte Bereitstellung zusätzlicher Liquidität im dreistelligen Milliardenbereich dürften mögliche Zinsauftriebskräfte in Europa im Keim ersticken.

Renditen in Europa auf Talfahrt



Die Geldmarktsätze werden von der EZB möglicherweise für mehrere Jahre nahe der Nulllinie fixiert. Auf der Suche nach auskömmlichen Renditen dürfte zudem die Nachfrage nach südeuropäischen Staatsanleihen hoch bleiben. Diese rentieren derzeit so niedrig wie nie zuvor und erleichtern den Krisenländern die Refinanzierung ihrer Staatsschulden enorm. Ein deutlicher Renditeanstieg wäre kontraproduktiv für die Gesundung der europäischen Staatshaushalte. Die EZB wird ihn daher wahrscheinlich verhindern. Als ultimative Zinsbremse gilt vor allem die wiederholt bekundete Bereitschaft der EZB, im Extremfall („bei einer Verschlechterung der Inflationserwartungen auf mittlere Sicht“) breit angelegte Anleihenkäufe nach amerikanischem oder japanischem Vorbild durchzuführen. Damit wurden dem europäischen Anleihenmarkt weitere Freiheitsgrade genommen. Die EZB bestimmt nunmehr nicht nur die Geldmarktsätze, sondern auch die Renditen bei längeren Laufzeiten.

EZB verhindert Renditeanstieg



Eine zinsdämpfende Wirkung in Europa dürfte auch von der japanischen Geldpolitik ausgehen. Die Bank of

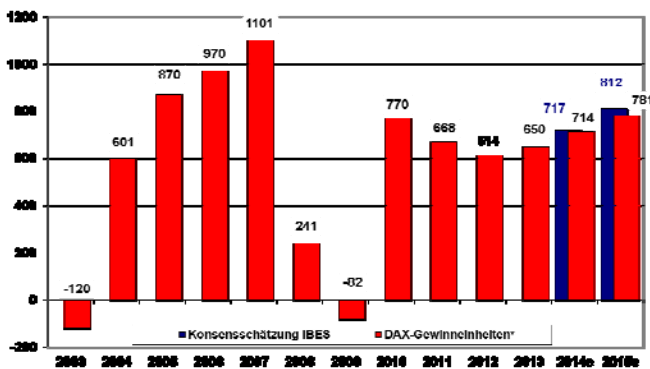
Japan hat Ende 2012 angekündigt, die Geldmenge innerhalb von zwei Jahren zu verdoppeln und erwirbt in diesem Jahr Wertpapiere im Gegenwert von knapp 500 Mrd. EUR. Ein Teil der japanischen Zusatzliquidität dürfte auch in europäische Anleihen fließen.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden internationalen Liquiditätsschwemme ist davon auszugehen, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe auf absehbare Zeit die Eins vor dem Komma behalten wird. Sie dürfte sich im weiteren Jahresverlauf in einem Korridor zwischen 1,25 % und 1,75 % bewegen und um die Marke von 1,50 % pendeln. Dort dürfte sie auch am Jahresende 2014 stehen.

Unternehmensgewinne: Weiterer Anstieg erwartet

Das Jahresauftaktquartal der diesjährigen Berichtssaison fiel sowohl dies- als jenseits des Atlantiks erfreulich aus. So konnten beachtliche 70 Prozent der S&P 500 und Nasdaq-Unternehmen die Gewinnerwartungen übertreffen, während sich die Relation im Falle des DAX ausgeglichen verhalten hat. Nach einer Auswertung von Ernst & Young (EY) konnten die 25 Industrieunternehmen im DAX die Erlöse um 0,8 Prozent auf 274 Mrd. EUR steigern. Als größter Bremsfaktor erwies sich der Anstieg des Euro gegenüber Währungen wichtiger Auslandsmärkte. So führten u. a. die Ukraine-Krise und die daraus resultierende knapp 20prozentige Abwertung des Rubels gegenüber dem Euro zu Einbußen im Russlandgeschäft. Ertragsseitig sah es hingegen deutlich besser aus. Operativ verdienten die Konzerne mit 25,7 Mrd. EUR 11,7 Prozent mehr als in der Vorjahresperiode.

Entwicklung der DAX-Gewinneinheiten



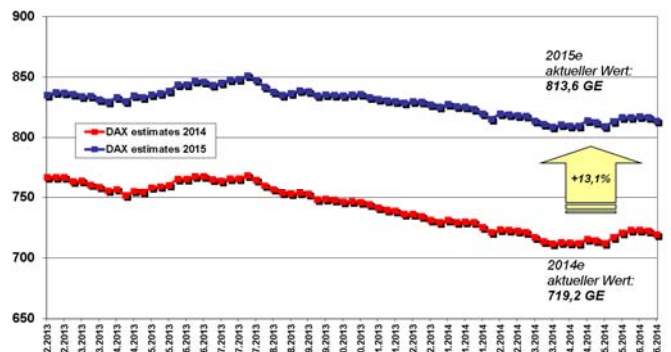
Quelle: Eigene Berechnungen / IBES

Die Zahlen zeigen, dass die Anstrengungen der Konzerne im Bereich der Kostendisziplinierung einen unvermindert vorteilhaften Einfluss auf die Ertragslage haben. Darüber hinaus profitiert der Unternehmenssektor von den historisch niedrigen Zinsen, die sich ebenfalls positiv auf die Marge auswirken. Freundliche Konjunkturperspektiven gepaart mit tiefen Zinsen und

einer hohen bilanziellen Liquidität dürfte deshalb Fusionsphantasien und der Strategie „Investition in externes Wachstum“ weiterhin Auftrieb geben. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die dreißig DAX-Unternehmen in diesem und im nächsten Jahr Ergebnissteigerungen in einer Größenordnung von knapp zehn Prozent auf 714 bzw. 781 Gewinneinheiten.

Ein Störfeuer für den Aktienmarkt könnte unvermindert von den (wöchentlich festgestellten) Gewinnrevisionen der Analysten ausgehen. Denn diese haben ihre Gewinnschätzungen nach einer kleinen Gegenbewegung zuletzt wieder nach unten revidiert. Aufgrund der Beständigkeit dieses Trends könnte allerdings ein gewisser Gewöhnungseffekt eingetreten sein.

DAX-Gewinnrevisionstrend 2014 und 2015



Quelle: IBES; eigene Darstellung

Aktienmarktbewertung: Die Luft wird dünner

An die Skizzierung der Ertragsperspektiven der Unternehmen schließt sich die Frage nach den **Kurszielen** von DAX und Euro Stoxx 50 an. Sie werden in 2014 und 2015 weiterhin von drei maßgeblichen Faktoren abhängen: der Entwicklung der Unternehmensgewinne und Bewertungsmultiplikatoren sowie von der von den Notenbanken bereitgestellten und nach Anlage suchenden Liquidität. Tatsache ist, dass DAX und Euro Stoxx 50 die auf Basis der diesjährigen Gewinnschätzungen ableitbaren Kursziele (DAX: 9.900 Punkte // Euro Stoxx 50: 3.100 Punkte) bereits erreicht haben und damit als „fair“ bewertet gelten. Blicken wir nach vorn auf die **Gewinnschätzungen** für das Jahr 2015, so lässt auf Basis eines klassischen Diskontierungsmodells (Constant Growth Model; Annahmen: langfristige Gewinnwachstumsrate 1,0 %; erwartete Eigenkapitalrendite von 8,5 Prozent; Betafaktor von 1,0; risikofreier Zins von 1,50 %) für den **DAX** ein „angemessenes“ Kursziel von **10.800 Punkten**, für den **Euro Stoxx 50** von **3.400 Punkten** errechnen.

Hingegen erscheint der DAX auf Grundlage des gemeinsam mit der Universität Hamburg entwickelten multiplen **Regressionsmodells** weitgehend ausge-

reitzt. Das auf sechs Zeitreihen basierende Modell sieht den **DAX** in dem von uns skizzierten Umfeld zum Jahresende bei etwa **9.700 Zählern**.

Mit Blick auf die extrem hohe Liquiditätsausstattung der Finanzmärkte erhält die Frage, wie weit marktübliche Bewertungsmultiplikatoren, wie z. B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), über ihre historischen Durchschnittswerte hinaus steigen können, eine deutlich höhere Bedeutung als den Vorjahren. Mit einem KGV von 12,7 auf Basis der 2015er Gewinne ist der historische Mittelwert der letzten zehn Jahre von 12,5 ebenfalls erreicht und das Kurspotenzial auf den ersten Blick limitiert. Betrachtet man jedoch die Bewertung des Aktienmarktes historisch in Niedrigzinsphasen, so zeigt sich, dass ein KGV von 15 durchaus nicht ungewöhnlich war. Die nachfolgende Grafik verdeutlicht, welches Kurspotenzial sich hieraus in Abhängigkeit des erwarteten Gewinnwachstums ableiten ließe.

DAX-Gewinn 2014(e)	-20%	-15%	-10%	Stagnation	5%	10%	15%	20%
DAX-Gewinneinheiten	520	553	585	650	683	715	748	780
KGV-Multiplikator								
9,0	4.680	4.973	5.265	5.850	6.143	6.435	6.728	7.020
10,0	5.200	5.525	5.850	6.500	6.825	7.150	7.475	7.800
11,0	5.720	6.078	6.435	7.150	7.508	7.865	8.223	8.580
12,0	6.240	6.630	7.020	7.800	8.190	8.580	8.970	9.360
13,0	6.760	7.183	7.605	8.450	8.873	9.295	9.718	10.140
14,0	7.280	7.735	8.190	9.100	9.555	10.010	10.465	10.920
15,0	7.800	8.288	8.775	9.750	10.238	10.725	11.213	11.700

Quelle: Eigene Berechnungen

Fazit: Zwar müssen wir auf Basis der diesjährigen Gewinnschätzungen konstatieren, dass sowohl der DAX als auch der Euro Stoxx 50 ihr Kursziel erreicht haben. Mit Blick auf die Konjunktur- und Gewinnperspektiven 2015 lässt sich jedoch weiteres moderates Kurspotenzial fundamental ableiten. Zudem werden die Notenbanken der USA, Japan und der Euro-Zone an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten, in dessen Folge die Zinsen auf niedrigem Niveau verharren und die Liquiditätsausstattung der Märkte hoch bleiben werden. Die Alternativlosigkeit von Aktien gegenüber Anleihen („relativen Schönheit“) liefert damit möglicherweise das bedeutendste Argument für die Fortsetzung des Kursaufschwungs. Wir heben deshalb unser Kursziel zum Jahresende für den **DAX** auf **10.500**, das für den **Euro Stoxx 50** auf **3.500 Punkte** an. Im Falle einer anhaltend lockeren Geldpolitik besteht sogar die Chance, dass das von uns zum Jahresende prognostizierte Kursziel in 2015 noch deutlich übertroffen wird. Die Kehrseite der Medaille ist allerdings, dass sich das Potenzial einer liquiditätsgetriebenen Hausse analytisch kaum noch herleiten lässt.

Aktienmarkt: Höchststände erreicht

Am inländischen Aktienmarkt wurden im Juni die von uns avisierten historischen Höchststände oberhalb von 10.000 DAX-Punkten erreicht. Auch die großen ameri-

kanischen Indizes (Dow Jones Industrial, S&P 500) markierten neue Rekordmarken.

Euro Stoxx 50 Index hat immer noch Nachholpotenzial



Der Euro Stoxx 50 Index (ES50) hat im 1. Halbjahr 2014 besser abgeschnitten als der DAX. Er konnte seinen Rückstand damit zwar verringern, jedoch noch nicht egalisieren. In der Annahme, dass sich mittelfristig auch in den Krisenländern ein echter konjunktureller Aufschwung durchsetzt und das wieder gewonnene Vertrauen in die europäische Gemeinschaftswährung erhalten bleibt, dürfte das Interesse an Euro-Aktien insbesondere aus der Peripherie hoch bleiben. Damit besteht eine reelle Chance, dass der ES50 gegenüber dem DAX weiter aufholt und in den mittleren 3.000-er Bereich klettert.

Risiken

Die Beruhigung im politischen Bereich und erste Stabilisierungserfolge in den Krisenländern haben das Vertrauen in die Euro-Zone zurückkehren lassen. Es kann allerdings rasch wieder verloren gehen, sollte die sich abzeichnende „flexiblere Anwendung“ des Europäischen Stabilitätspakts seine Glaubwürdigkeit nachhaltig schwächen. In diesem Fall ist mit neuerlichen Kapitalabflüssen aus der Euro-Zone und steigenden Renditen bei südeuropäischen Staatsanleihen zu rechnen.

Ein weiteres Risiko besteht darin, dass die Erwartungen an den globalen Aufschwung weiter eingegrenzt werden müssen. Dies könnte der Fall sein, falls es im Umfeld der Ukraine-Krise doch noch zu Handelsbeschränkungen gegenüber Russland kommt, die insbesondere den europäischen Wachstumsmotor Deutschland belasten würden.

Die Kapitalmarktbeobachter rechnen damit, dass die US-Notenbank den Leitzins ab Mitte 2015 in einer den Kapitalmarkt schonenden Weise anhebt und damit einen Renditeschub vermeidet. Sollten die US-Zinsen daher früher und stärker steigen als erwartet, dürfte dies zu neuerlichen Verwerfungen führen.

Anlagestrategie „Kontrollierte Offensive 2.0“

Wir titulierten unsere Anlagestrategie im Rahmen unseres Jahresausblicks mit „Kontrollierter Offensive“, an der wir auch in der zweiten Jahreshälfte grundsätzlich festhalten. Während das zum Jahresauftakt skizzierte Konjunkturszenario durch die jüngsten Zahlen weitgehend Bestätigung findet, sorgte die Europäische Zentralbank mit der Ankündigung eines geldpolitischen Bündels bestehend aus einer Leitzinssenkung und einem weiteren Maßnahmenpaket für einen Paukenschlag, der nicht Bestandteil unseres Szenarios war. Daraus resultieren die zuvor beschriebenen Prognoseanpassungen. D. h. einerseits werden die Zinsen über das gesamte Laufzeitenband nicht nur auf dem ermäßigten Niveau verharren, sondern zudem auch noch länger als gedacht. Andererseits wird die EZB-Maßnahme die Nachfrage nach risikobehafteten Anlagen, wie z. B. Aktien weiter spürbar beflügeln. Denn eines ist klar: Nur wer eine höhere Risikobereitschaft zeigt, wird die negativen Vermögenseffekte resultierend aus der Finanzrepression auffangen können.

Welche Implikationen ergeben sich daraus für unsere Anlagestrategie? Zunächst bleibt eine breite Diversifikation oberste Maxime. Die Auswahl der Anlageklassen und -instrumente folgt weiter in hohem Maße dem Ausschüttungsprofil. Unser Bestreben liegt klar in der Erzielung eines laufenden, realen Ertrages. Zudem erfordert das Anlagemanagement aufgrund der kaum prognostizierbaren (geld-)politischen Einflüsse, in deren Folge sich einige Vermögenspreise von ihrem fundamentalen Gleichgewichtspreis entfernt haben, nicht nur mehr Taktik, sondern vor allem den Einsatz von Instrumenten zur Verlustbegrenzung.

Trotz des niedrigen Zinsniveaus bleiben **festverzinsliche Wertpapiere** fester Bestandteil der Allokation eines liquiden Vermögens, wenngleich deutlich untergewichtet. Hauptaufgabe des Anleihe-Anteils bleibt die Depotstabilisierung gerade in Zeiten, in denen andere schwankungsanfälligeren Anlageklassen wie Aktien die Sicherstellung des realen Kapitalerhalts übernehmen müssen. Die Anlagestrategie in diesem Segment stellt sich gegenüber dem Jahresauftakt unverändert dar. Durch das Eingehen von begrenzten Laufzeit- und Bonitätsrisiken sowie den damit einhergehenden Zinsaufschlägen wollen wir ein höheres Einkommen generieren. Deshalb halten wir an unseren Engagements im Bereich Unternehmensanleihen, Euro-Staats- (z. B. Türkei) und Fremdwährungsanleihen sowie Bank-Inhaberschuldverschreibungen von wirtschaftlich soliden Emittenten fest.

Unter Allokationsgesichtspunkten bleibt die Anlageklasse „**Aktien**“ favorisiert. Ihr kommt in Zeiten der

Finanzrepression eine immer bedeutendere Rolle zu. Denn Unternehmensausschüttungen stellen eine stabile Einkommensquelle dar - eine Funktion, die bis zuletzt vor allem die Anleihen im Portfolio erfüllten. Dividenden stellen ein wesentliches wenn nicht sogar das maßgebliche Basiselement in der Wertentwicklung einer Aktie dar. Unter der Annahme der Wiederanlage der Auskehrungen und dem damit eintretenden Zinsszinseffekt tragen Dividenden seit dem Handelsstart des Dax im Jahr 1988 zu annähernd 50 % zu der gesamten Wertentwicklung des Leitindex bei. Vor diesem Hintergrund bleiben nicht nur deutsche, sondern auch multinationale Unternehmen mit einem attraktiven Produktportfolio, hoher Preissetzungsmacht und vor allem einer auskömmlichen und kontinuierlichen Ausschüttung erste Wahl. Ein aussichtsreiches Dividenden-Thema stellen z. B. Infrastruktur-Anlagen dar, weil sie eine Rendite oberhalb der Inflationsrate bei gleichzeitig gemäßigttem Risiko in Aussicht stellen. Dies liegt einerseits an dem regional eingeschränkten Wettbewerb und andererseits an der Eigenschaft einer Realinvestition, der allgemeinen Preissteigerung folgen zu können. Unter Risikogesichtspunkten führt die i. d. R. unelastische Nachfrage zu einer geringeren Volatilität in der Wertentwicklung als bei Aktien anderer Segmente. Mit Blick auf die Länderallokation gilt aufgrund unseres volkswirtschaftlichen Szenarios unverändert der Grundsatz „Industrieländer vor Schwellenländer“, wobei wir vor allem den Titeln der Euro-Zone weiterhin eine überdurchschnittliche Wertentwicklung zutrauen. Sektorseitig favorisieren wir Versicherungen, Technologie- und Telekomwerte.

Eine anhaltend hohe Bedeutung messen wir im Rahmen unserer Allokation der Position der Wandelanleihen bei, die allokationstechnisch aufgrund ihres hybriden Charakters dem Segment der „**Alternativen Investments**“ zugeordnet sind. Sie passen vorzüglich zu unserer Strategie der „kontrollierten Offensive“, da sie den Anlegern als Kombination von Aktien- und Anleihenkomponenten das Beste aus zwei Welten bieten.

Asset Allocation liquides Vermögen für
„Ausgewogene Risikobereitschaft“ im Juni 2014

