



Ausgabe 03/2016 Mai/Juni



Asset Allokation	Märkte	Makro
Konservative Anlagestrategie	Notenbanken halten Korrelation hoch	Politische Risiken nehmen zu
2	4	6



Frank Hagenstein
 Chefanlagestrategie Deka-Gruppe

Sehr geehrte Investoren,

nach der Korrektur der globalen Risikomärkte zum Jahresstart erfolgte eine ebenso gleichgerichtete Rallye. Diese fand zum Monatswechsel April/Mai ihr vorläufiges Ende. Aktien, Credit-Spreads, Rohstoffe und die Schwellenländermärkte korrelierten in dieser Bewegung eng. Die Kurssteigerungen gründeten sich im Wesentlichen auf die Erholung beim Ölpreis. Daneben ebten die Makro-Risiken ausgehend von der Schwäche Chinas und einer restriktiven US-Notenbank ab.

Das immanente Risiko einer US-Rezession hat ebenfalls abgenommen. Mit den rückläufigen Gewinnen von US-Firmen bleibt dieses dennoch bestehen. Ein nachhaltiger Rückgang der Gewinnmargen kann den Arbeitsmarkt belasten. Nach einer Reduzierung der Investitionsausgaben könnte ein geringerer Beschäftigungsaufbau folgen.

Unsere Investmentstrategie ist auf den fortgeschrittenen Konjunkturzyklus ausgerichtet. Alle wesentlichen Wirtschaftsteilnehmer zeigten zuletzt Zurückhaltung. Ein positiver Impuls über die Konsum- oder Investitionsseite bleibt bisher aus. Die Wertentwicklung von Unternehmensanleihen hat im laufenden Jahr die von Aktien und Staatsanleihen übertroffen. Institutionelle Investoren zeigen eine klare Präferenz für Kapitalerträge. Wir erwarten, dass dieser Trend andauert und präferieren eine ausgewogene Asset-Allokation innerhalb der großen „Income“-Märkte. Auf unsere Zukäufe von High-Yield-Anleihen aus der Eurozone nehmen wir taktisch Gewinne mit.

Ihr



Ausgabe 3/2016 Mai/Juni

Asset Allokation

Konservative Anlagestrategie

	Taktische Sicht	Strategische Sicht
Aktien	→	↗
Staatsanleihen	→	↘
Credit	↗	↗
High-Yield	→	↗
FX (EURUSD)	→	↘
Aktienvolatilität	↘	↗

Mit dem Jahreswechsel richteten wir den Fokus unserer Asset-Allokation auf die höherverzinsten „Income“-Märkte. Hierzu zählen wir Dividendenwerte mit nachhaltig hohen Gewinnausschüttungen, Hochzinsanleihen des Euroraums sowie attraktive Unternehmensanleihen mittlerer Bonität sowohl in EUR als auch USD. Dieser Regime-Wechsel in Richtung einer konservativeren Anlagestrategie mit dem Schwerpunkt auf Kapitalerträge war gewinnbringend. Kurzfristig bleibt das Kurspotential an den Aktienmärkten im Umfeld niedriger globaler Wachstumsraten begrenzt. Mit den Wertzuwächsen und Mittelzuflüssen in die höherverzinsten Marktsegmente wird die Selektion attraktiver Investments wichtiger. Wir führen unsere taktische Übergewichtung von High-Yield-Anleihen zurück.

Differenz Dividendenrendite gegenüber Rendite von Unternehmensanleihen



Quelle: Bloomberg; Stand: 10.05.2016

Kurspotential bei Aktien begrenzt **Strukturelle Nachfrage nach Dividendenwerten**

Die Bewertung der globalen Aktienmärkte steht im Spannungsfeld von schrumpfenden Unternehmensgewinnen und den Auswirkungen des Negativzinsumfelds. Eine US-Rezession in 2016 erachten wir für nicht wahrscheinlich, dennoch fallen die Gewinne von amerikanischen Firmen und derer von wesentlichen Industrieländern. Der Rückgang beträgt für die Unternehmen des Leitindex S&P500 -7% gegenüber dem Vorjahresquartal. Nach vorne blickend wird zumindest in den USA eine Trendumkehr schwer. Der bereits gut ausgelastete Arbeitsmarkt und geringe Produktivitätszuwachs lassen wenig Potential für Gewinnsteigerungen zu. Dem gegenüber steht die Suche nach Rendite seitens institutioneller Investoren. Unternehmen mit nachhaltig hohen Dividendenzahlungen schütten 3 bis 4% ordentlichen Ertrag auf das investierte Kapital aus. Aufgrund der Null- bzw. Negativverzinsung von Staats- und Unternehmensanleihen guter Bonität erfahren solide Dividendenwerte eine hohe Nachfrage. Diese dürfte im Umfeld langsamen Wirtschaftswachstums bestehen bleiben. Kursrücksetzer von 10 bis 15% sind jedoch jederzeit möglich. Das zwischenzeitlich reduzierte Niveau der Aktienvolatilität dürfte auf kurze bis mittlere Sicht erneut moderat ansteigen. Wir legen unseren „Income“-Fokus auf Standardwerte aus der Eurozone. Mit dem nahenden EZB-Corporate-Bond-Kaufprogramm bleiben die Finanzierungsbedingungen günstig. Der moderate Wachstumspfad der Konjunktur wird durch die sehr expansive Ausrichtung der Notenbank unterstützt. Europäische Dividendenwerte sind gegenüber Credit-Spreads unterbewertet. Eine durchschnittlich hohe Ausschüttungsrendite in Höhe von knapp vier Prozent ist gegenüber vergleichbaren US-Firmen äußerst attraktiv.



Ausgabe 3/2016 Mai/Juni

Geringes Ertragspotential bei Staatsanleihen **Peripherie-Spreads werden interessanter**

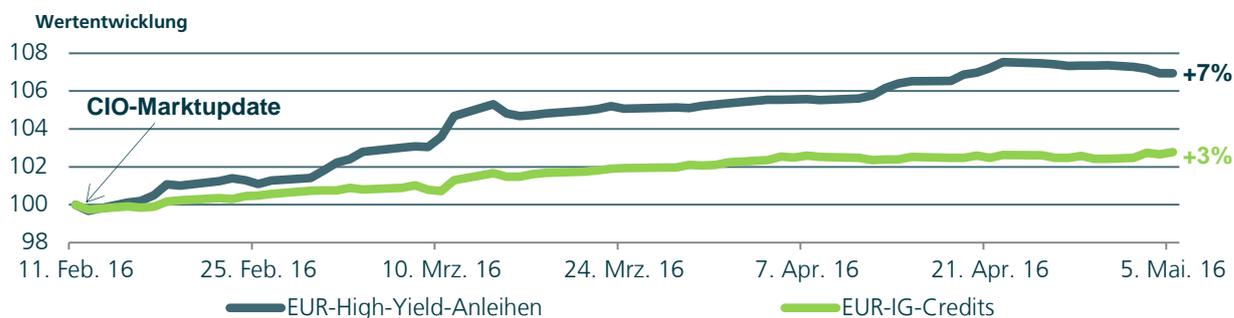
Zinsseitig besteht nur geringes Wertentwicklungspotential. Dies gilt besonders für Bundesanleihen. Bis zu 9-jährige Laufzeiten werfen keine positive Rendite ab. Das Negativzinsumfeld weitet sich auch auf globaler Ebene sukzessive aus. Wir vermeiden die strategische Anlage in negativ verzinsten Anleihen. Dieses Universum beträgt mittlerweile ein Volumen von 8,8 Billionen USD an negativ rentierenden Anleihen. Allerdings ist auch das Risiko eines deutlichen Zinsanstiegs begrenzt. Das erhöhte Ankaufvolumen der EZB sowie das Ausbleiben eines progressiveren Zinserhöhungspfades der Fed verhindern eine Wiederholung des Vorjahres.

Die politischen Risiken nehmen innerhalb Europas zu. Neben dem UK-Referendum stehen Ende Juni Neuwahlen in Spanien an. Dazu kommt die andauernde Unsicherheit über notleidende Kredite bei europäischen Banken, insbesondere auch in Italien und Portugal. Die Risikoaufschläge von Peripherie-Staatsanleihen sind von ihren Tiefstständen bereits deutlich angestiegen. Wir nutzen deutliche Spread-Ausweitungen zum Aufbau von taktischen Positionen.

EZB bewirkt starke Kurssteigerungen **Gewinnmitnahmen bei High-Yield-Anleihen**

Mit der Veröffentlichung des CIO-Marktpupdates vom 11. Februar 2016 empfahlen wir den Kauf von europäischen Unternehmensanleihen mittlerer Bonität (BBB-Anleihen) sowie EUR-High-Yield-Anleihen. Weiterhin Wachstum induzierende Konjunkturdaten in den USA sowie gelöste Funding-Probleme europäischer Banken (über Anleiherückkäufe) lösten eine starke Kurs- und Spread-Rallye aus. Die Ankündigung des EZB-Corporate-Kaufprogramms (CSPP – Corporate Sector Purchase Programm) und der gezielten Langfristender (TLRO II) verstärkten diese Bewegung. In Anbetracht hoher Neuemissionsvolumina (53 Mrd. EUR im April) im Investmentgrade Segment verlangsamte sich die Entwicklung zuletzt. Seit unserer Kaufempfehlung weisen Credits und Hochzinsanleihen aus der Eurozone 3% bzw. 7% Wertentwicklung auf. Wir nehmen bei High-Yield-Anleihen Gewinne mit. In den folgenden Wochen nehmen die Eventrisiken zu. Die bereits niedrigen Spread-Niveaus werden anfälliger für Ausweitungen der Risikoaufschläge. Deutliche Kursrücksetzer können für Aufstockungen genutzt werden. Mit dem Start des CSPP wird die Suche von Investoren nach attraktiven Renditen weiter zunehmen. Dies gilt nicht für US-High-Yield-Anleihen, hier bleiben wir vorsichtig. Die Ausfallraten stiegen in diesem Segment zuletzt auf 5% an.

Wertentwicklung EUR-High-Yield- und IG-Unternehmensanleihen



Quelle: Bloomberg; Stand: 10.05.2016

Schwellenländermärkte profitieren **Positiver Impuls aus China**

Auch die Schwellenländermärkte konnten sich von Ihren Tiefstständen deutlich erholen. Die Bewegung wurde durch eine geld- und fiskalpolitische Stabilisierung in China sowie eine abwartende US-Notenbank gestützt. EM-Hartwährungsanleihen (in USD) können eine starke Wertentwicklung von 7% seit Jahresbeginn vorweisen. In Abwesenheit wesentlicher fundamentaler Verbesserungen sollte sich die Kurserholung verlangsamen.



Ausgabe 3/2016 Mai/Juni

Märkte

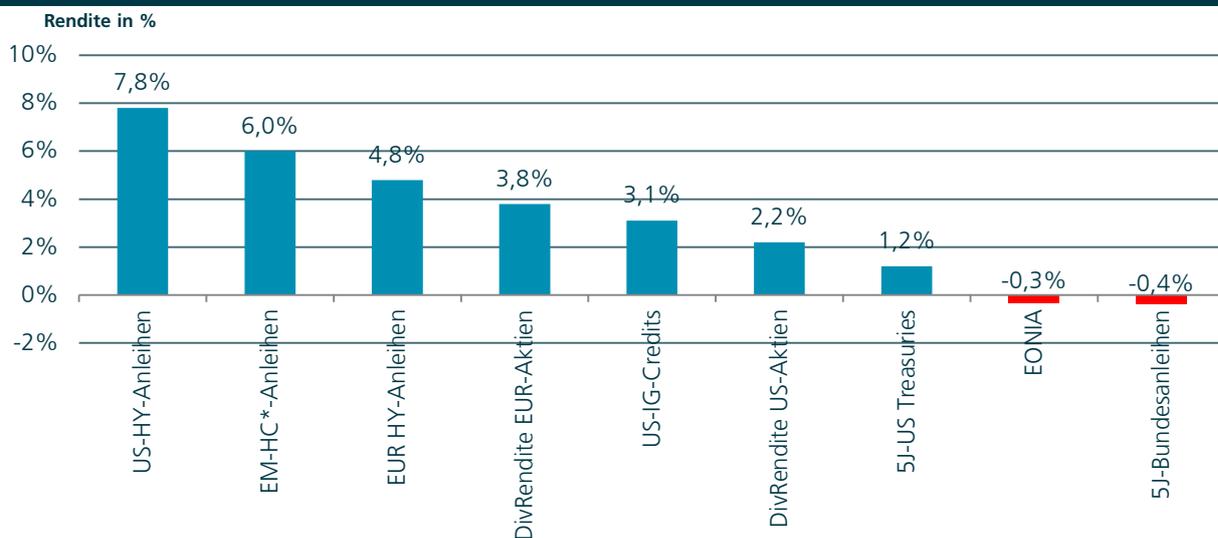
Notenbanken halten Korrelation hoch

Die hohe Korrelation der Risikomärkte untereinander deutet auf einen weiter hohen Einfluss der großen Notenbanken auf die Asset-Preise hin. Die erneut expansivere Geldpolitik drückt sich über die zuletzt gefallene Aktien- und Anleihevolatilität aus. Deutliche Kurszuwächse setzten jedoch nur an den Credit-Märkten und bei Euroanleihen der Kernländer ein. Steigende politische Risiken in Europa dürften die Schwankungsintensität auf Sicht erneut erhöhen. Die Währungsentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar ist vor allem von der weiteren US-Konjunktorentwicklung abhängig. Eine deutliche Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro erwarten wir auf kurze Sicht nicht.

Hauptszenario **Moderater Wachstumspfad**

Nach einem schwachen ersten Quartal dürfte die globale Konjunkturdynamik in Richtung Jahresmitte etwas an Fahrt gewinnen. Fallende Firmengewinne und Profitmargen in den Industrieländern werden die Investitionstätigkeit der Unternehmen dämpfen, aber keine unmittelbare Rezession auslösen. Als Antwort auf die zunehmenden Wertschwankungen sollten Investoren auch taktisch Chancen zur Ertragsgenerierung nutzen. In der Eurozone wirkt die EZB-Politik sukzessive positiv auf die Konjunktorentwicklung. Neben den expansiven Maßnahmen seitens der Notenbank unterstützen günstigere Finanzierungsbedingungen und ein besseres Investorenvertrauen. Künftige unkonventionelle Maßnahmen des EZB-Rats sollten sich stärker auf Asset-Ankäufe und weniger auf den Zinskanal fokussieren. Konsumenten agieren insgesamt vorsichtig und halten die Sparquoten noch länger auf erhöhten Niveaus. Die zuletzt geringeren Aktienrückkäufe von europäischen Unternehmen werden in den nächsten Monaten zunehmen und den Gesamtmarkt strukturell unterstützen. In den USA dürfte die Fed zunächst an ihrem expansiven Kurs festhalten. Ein Überschießen der Inflation könnte bis zum Vorliegen robusterer Wachstumsraten akzeptiert werden. Wir gehen weiterhin von ein bis maximal zwei Zinsschritten bis Jahresende aus. Aufgrund des globalen Negativzinsumfelds werden Investoren sukzessive ihre Gelder in höher verzinsten Anlageklassen allokalieren. Die „Income“-Märkte, wie beispielsweise Dividenden oder High-Yield-Anleihen, können weiterhin Mittelzuflüsse generieren. Der Auswahl der jeweiligen Ertragsquellen kommt eine steigende Bedeutung zu.

Cross-Asset-Renditeübersicht



Quelle: Bloomberg; Stand: 10.05.2016 *EM-Hartwährungsanleihen in USD



Ausgabe 03/2016 Mai/Juni

Risikoszenario
„Brexit“

Am 23.6. wird das Referendum zum Verbleib des Vereinigten Königreichs in der EU abgehalten. Bei den Umfragen liegt die „Remain“ (Verbleib)-Kampagne knapp vorne, aber mit ca. 15% der Wähler bis dato noch Unentschlossen bleibt das Ergebnis unklar. Die Wahrscheinlichkeit eines Ausscheidens („Brexit“) wird bei den Wettbüros bei etwa 30% gesehen. Bei einem Wahlsieg der „Leave“ (Austritt)-Kampagne käme es zu einer Übergangsfrist von zunächst zwei Jahren. Innerhalb dieser Zeit müssten neue Verträge zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich verhandelt werden, welches zu einer längerfristig anhaltenden Unsicherheit führen würde. Eine erhöhte Volatilität über Assetklassen hinweg wäre die Folge. Europäische Aktienmärkte könnten einen deutlichen Kursrückgang erleiden, das britische Pfund und der Euro würden abwerten. Laut Umfragen würde fast die Hälfte der EU-Bevölkerung ein eigenes Referendum bzgl. der EU-Mitgliedschaft abhalten wollen. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit eines Zerfalls der EU bei einem Brexit. Im Besonderen gilt dieser Umstand für die Euro-Peripherie. Ein Sell-Off des breiten europäischen Aktienmarktes stellt für uns jedoch keine klare Einstiegchance dar. Der Entwicklung globaler Einflussfaktoren, wie z.B. die Fed-Zinspolitik oder der Verlauf des Weltwirtschaftswachstums, wird eine höhere Bedeutung für die Positionierung beigemessen.

Globale Konjunkturabschwächung

Trotz stabiler Rohstoffpreise bleibt die Gefahr einer globalen Konjunkturabschwächung. In den USA sind die Q1-BIP Zahlen schwächer ausgefallen und es wurden letztes weniger Arbeitsplätze geschaffen als antizipiert. Die chinesische Wirtschaft scheint sich stabilisiert zu haben, die Verlässlichkeit des Wachstumsbildes muss man allerdings hinterfragen, zumal die strukturellen Probleme in den Vordergrund rücken und die Schulden kontinuierlich steigen. Sollte sich die Wahrscheinlichkeit einer globalen Rezession erhöhen, würden Risikomärkte deutlich unter Druck geraten. In diesem Szenario ist mit einem Kursrückgang von 20%-30% an den Aktienmärkten zu rechnen.

Italienische Banken

Der private Rettungsfonds „Atlante“ wurde mit 4-6 Mrd. € für die Rekapitalisierung italienischer Banken im April eingerichtet, um das Vertrauen in den italienischen Bankensektor wiederherzustellen. Der Netto-Bestand der notleidenden Kredite im italienischen Bankensystem beträgt ca. 200 Mrd. €. Atlante hat das Umfeld kurzfristig stabilisieren können, wird aber nicht das Problem lösen können. Dafür erscheint das Volumen zu gering. Größere Banken müssen in diesem Rahmen kleinere Banken retten und werden selbst dadurch geschwächt. Bonitätsrückstufungen könnten die Folge sein aber auch ein erhöhtes systemisches Risiko im Bankensektor, was zu Kursrückgängen bei Finanzunternehmen führen würde.

US-Dollar hängt an Fed-Politik Keine deutliche Aufwertung erwartet

Die US-Notenbank könnte ihr Inflationsziel auf der Oberseite verfehlen. Hohe Mittelzuflüsse in Gold ETFs seit Jahresbeginn deuten bereits auf eine Positionierung im Vorfeld höherer Inflationsraten hin. Mit dem zuletzt schwächeren US-Arbeitsmarkt dürfte die Fed mit dem zweiten Zinsschritt bis in das zweite Halbjahr warten. Mit einer deutlichen Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro rechnen wir zunächst nicht. Wir favorisieren mit Blick auf das anstehende britische Referendum im Rahmen globaler Portfolien eine US-Dollar Übergewichtung gegenüber dem britischen Pfund.



Ausgabe 03/2016 Mai/Juni

Makro

Politische Risiken nehmen zu

Mit der länger andauernden Verzögerung des nächsten Fed-Zinsschritts befinden sich erneut alle großen Notenbanken im expansiven Modus. Die EZB hatte erst auf der März Sitzung ein neues Maßnahmenpaket verkündet und wird die Wirkungsweise trotz schwacher Inflationsdaten abwarten. Auch auf globaler Ebene bleibt das Wachstumsumfeld fragil – alleinig die chinesische Seite konnte zuletzt einen positiven Trend bei Frühindikatoren und Preisen einleiten.

EZB wartet ab **Inflation noch weit von Zielzone entfernt**

In der Eurozone ist die konjunkturelle Dynamik seit Jahreswechsel eher von einer Abschwächung gekennzeichnet. Bis auf weiteres dürfte die EZB trotz historisch niedriger Inflationserwartungen abwarten und die jüngsten Maßnahmen zunächst wirken lassen – darunter neue gezielte Langfristender (TLTRO II), Corporate Bond Käufe (ab Juni) und erhöhte Staatsanleihekäufe sowie der gesenkte Einlagensatz (-0,4%). Auffällig hinsichtlich der Inflationserwartungen ist jedoch, dass dank der Festigung des Ölpreises zwar die kurzfristigen Breakevens anziehen, kaum jedoch die mittel- und längerfristigen Erwartungen. Dauerhaft zu niedrige Inflation und kommende politische Risiken wären ein Grund für die Notenbank erneut zu agieren. Für Juni stehen neben dem britischen Referendum auch Neuwahlen in Spanien an. Hinzu kommt, dass Griechenland und seine Gläubiger noch in Gesprächen zum Abschluss Programmüberprüfung unter Einbindung des IWF sind. Eine Wiederholung des Zahlungsdrucks im letzten Sommer sollte vermieden werden.

Ölpreis & Inflationserwartungen Eurozone



Fed & China wirken expansiv **Tail-Risiken reduziert**

In den USA lässt die Normalisierung der Geldpolitik weiterhin auf sich warten. Der positive Trend am Arbeitsmarkt verlangsamte sich. Die Arbeitslosenquote liegt bei 5% und kann seit mehr als einem halben Jahr nicht weiter fallen. Auch zeigt die Konjunkturdynamik kein robustes Wirtschaftswachstum an, welches sich an den nur moderat expansiven Frühindikatoren ablesen lässt. Die Fed wird weiter sehr vorsichtig mit restriktiven Maßnahmen agieren. Wir erwarten einen, maximal zwei, Zinsschritte im zweiten Halbjahr.

Entgegen der Befürchtungen zum Jahresbeginn gelang es der chinesischen Regierung mit gezielten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen eine Stabilisierung herbeizuführen. Die Kapitalabflüsse haben deutlich abgenommen und bewirken somit weniger Abwertungsdruck auf die heimische Währung. Auch konnten sich die Frühindikatoren für Wirtschaftswachstum erholen. Die jüngsten Makrodaten deuten auf eine leichte Zunahme der konjunkturellen Aktivität hin. Im Zuge der mittel- bis langfristigen Normalisierung des Wachstumsniveaus ist eine weitere Abwertung des chinesischen Yuan dennoch wahrscheinlich.



Ausgabe 03/2016 Mai/Juni

Herausgeber:

Frank Hagenstein,
CIO Deka Investment GmbH

Redaktion:

Frank Hagenstein,
Christoph Witzke
Tim Bangemann
Martin Heger
Deka Investment GmbH

Disclaimer:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der Deka Investment GmbH nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und- / oder Steuer-) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse / Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an: CIO-Investmentbrief@deka.de

Mehr Informationen unter www.dekabank.de

Impressum: <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>