



Ausgabe 04/2016 Juli



Asset Allokation
„Brexit“ begrenzt Kurspotenzial

2

Makro- & Marktszenarien

Stabile Konjunktur trotz Unwägbarkeiten

4



Frank Hagenstein
Chefanlagestrategie Deka-Gruppe

Sehr geehrte Investoren,

die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Rahmen ihres im Juni begonnenen Corporate Bond Ankaufprogrammes bereits mehr als EUR 10 Mrd. an Anleihen erworben. Flankiert von besser als erwarteten makroökonomischen Daten führten die großvolumigen EZB Käufe von Unternehmensanleihen zu einer deutlichen Einengung der Risikoprämien. Dadurch geriet die Rendite von Investment Grade Corporates wieder unter die 1% Marke.

Unter Berücksichtigung der Unsicherheit, die durch den Ausgang des EU-Referendums in Grossbritannien hervorgerufen wurde, wird die EZB ihre Prognosen für die Inflation sowie das Wirtschaftswachstum weiter nach unten korrigieren und ihre expansive Geldpolitik weiter fortführen. Im Zweifelsfall wird sie ihre Strategie ausweiten. Hierbei muss die EZB allerdings zeitnah die Knappheitsthematik von Bundesanleihen adressieren. Dieser Umstand verschärft sich, sollte es zu einer Verlängerung des Wertpapierankaufprogrammes kommen. Eine mögliche Maßnahme stellt die Erhöhung des Emissionslimits von aktuell 33% auf 50 oder gar 70% dar. Zusätzlich könnte die EZB die bisherige Renditeuntergrenze von -0,4% aufheben oder alternativ eine vorübergehende Abweichung der bestehenden Kapitalschlüssel beschließen.

Klar ist jedenfalls, dass der Fokus der EZB in den nächsten Jahren nicht mehr auf der klassischen Zinspolitik liegen wird, sondern sie wird vielmehr versuchen, mit quantitativen und kreditunterstützenden Maßnahmen den Kreditzyklus zu stimulieren. Von diesen Maßnahmen erhofft sie sich, dass positive realwirtschaftliche Effekte folgen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir keine weitere Absenkung der Depositenrate.

Aus den vorab genannten Gründen setzen wir weiter auf die Income-Märkte. Die Kursgewinne der Hochzinsanleihen dürften sich gleichwohl deutlich verlangsamen.

Ihr



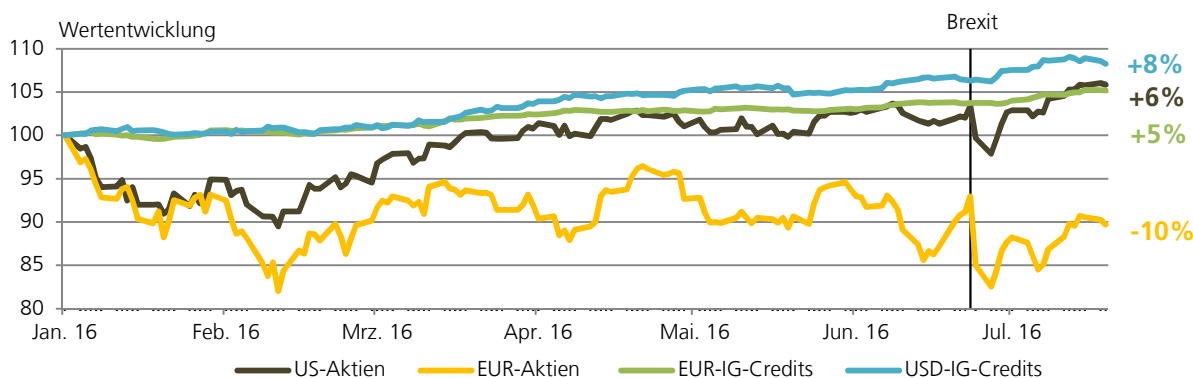
Ausgabe 4/2016 Juli

Asset Allokation „Brexit“ begrenzt Kurspotenzial

	Taktische Sicht	Strategische Sicht
Aktien	➡	➡
Staatsanleihen	➡	➡
Credit	➡	➡
High-Yield	➡	➡
FX (EURUSD)	➡	➡

Im sich abzeichnenden Marktumfeld profitieren wir weiterhin von unserer vorsichtigen Anlagestrategie und der damit verbundenen Übergewichtung von Anleihen aus dem Investmentgrade-Bereich. Seit Jahresbeginn weisen Unternehmensanleihen aus diesem Segment eine Wertentwicklung von +8% (USD-Credit) bzw. +5% (EUR-Credit) auf (siehe Grafik unten). Auf der Aktienseite mussten europäische Aktien teils deutliche Verluste verzeichnen. Wir halten an unserer Strategie fest und setzen in unserem globalen Investmentfokus bevorzugt auf Dividendenwerte mit stabilen Ausschüttungen. Insgesamt nehmen wir auf der Aktienseite eine abwartende Haltung ein, um so insbesondere unserem vorhandenen Risikobudget Rechnung zu tragen. Denn: erneute Kursrückgänge sind kurzfristig möglich, die wir gleichwohl punktuell antizyklisch zum Einstieg nutzen können.

Wertentwicklung EUR- & US-Aktienmarkt vs. EUR & USD-Investmentgrade-Anleihen seit Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg; Stand: 19.07.2016

Mit Zukäufen abwarten Moderate Aussichten für Aktien

Die Berichtssaison der Unternehmen in den USA hat bereits begonnen. Die erste Woche war gekennzeichnet von den Ergebnisberichten von Banken und Finanzdienstleistern. Die Zinsmarge der Unternehmen, die ihre Resultate bereits veröffentlichten, lag sowohl im abgelaufenen Quartal als auch im Ausblick für die zweite Jahreshälfte unter den Analystenschätzungen. Diesen - die Unternehmensgewinne belastenden Faktor - stehen jedoch eine Reihe positiver Trends entgegen: so lag beispielsweise das Kreditwachstum im Rahmen der Erwartungen, während die Kreditrückstellungen mehrheitlich unter den Erwartungen lagen. Die Kosten (regulatorisch und operativ) lagen im Rahmen der Erwartungen. Die kurzfristig positive Wertentwicklung von Bankaktien aus den USA ging dort mit einer Erholung der zyklischen Unternehmen (Grundstoffe, Energie) einher. Die dortige Konjunkturerholung konnte weiter voranschreiten. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass die positive Gewinnentwicklung von US-Banken auf ihre europäischen Pendanten übertragen werden kann. In Europa erleben wir aktuell eine andere Entwicklung. Hier werden die Aktienkurse der Banken aktuell durch eine mögliche Rekapitalisierung der italienischen Banken vor Veröffentlichung des EBA Stresstests getrieben. Das Kurspotenzial des Aktienmarktes erachten wir als begrenzt. Kurzfristig nehmen wir insofern eine neutrale Positionierung der Aktienquote im Gesamtportfolio vor und bevorzugen weiterhin defensive, dividendenstarke Aktien.



Ausgabe 4/2016 Juli

Geringes Ertragspotenzial bei Staatsanleihen **Volumen negativ rentierlicher Anleihen steigt**

Der Rentenmarkt in der Eurozone wird immer deutlicher von dem Anleihekaufprogramm der EZB dominiert. Nach dem Ankaufprogramm für Staatsanleihen und Quasi- bzw. Supranationale Anleihen (PSPP) kam zuletzt mit dem Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen (CSPP) ein weiterer wichtiger Baustein hinzu – Pfandbriefe werden schon seit geraumer Zeit durch die Notenbanken gekauft. Renditen erreichten zwischenzeitlich neue Tiefstände – Kurven verflachten sich deutlich (insbesondere Bundrenditen). Letztendlich ist für die Kurven und die Spreads der einzelnen Staatsanleihen hier Veränderungspotenzial gegeben. Dies wäre beispielsweise dann der Fall, wenn die EZB das PSPP über März 2017 hinaus verlängern würde. Die Konsequenz wäre dann, dass der Druck auf die Renditen in der Breite vorhanden bliebe. Aus Renditeerwägungen sind aktuell gerade noch Anlagen in der Peripherie interessant. Wir favorisieren in diesem Segment derzeit Spanien und Irland. Dagegen sehen wir weiter erhöhte politische Risiken in Portugal und Italien – letzteres besonders angesichts der noch ausstehenden Rekapitalisierungsmaßnahmen einzelner Banken und den sich abzeichnenden unterschiedlichen Auffassungen mit der Kommission über staatsfinanzierte Bail-outs (bzw. Bail-in). Insbesondere das bevorstehende Referendum zur Reform des Senats im Oktober stellt ein Risiko dar. Hiermit wird vor allem das Schicksal der Renzi-Regierung verknüpft.

EZB startet mit Ankäufen von Unternehmensanleihen **Unternehmensanleihen bleiben strukturell unterstützt**

Die EZB hat im Juni mit dem Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen (CSPP) begonnen. In den ersten Wochen wurden Anleihen im Wert von mehr als EUR 10 Mrd. erworben. Die Ankäufe erfolgten fast ausschließlich im Sekundärmarkt. Das Kaufprogramm war maßgeblich für die deutliche Einengung der Spreads von EUR-IG Unternehmensanleihen verantwortlich. Die moderate Spreadausweitung nach dem Brexit-Entscheid war nur von kurzer Dauer. Das freundliche technische Bild wurde von Mittelzuflüssen in die Assetklasse unterstützt. Ein spürbar positiver Effekt war zuletzt auch bei EUR-High-Yield und Financials zu verzeichnen. Beide Segmente handeln auf deutlich niedrigeren Spreadniveaus. Es bestehen jedoch weiterhin einige belastende Faktoren wie die Situation im italienischen Bankensektor oder die mittelfristigen Auswirkungen des Brexit-Entscheids. Auf Sicht der kommenden Wochen ist daher mit einer Konsolidierung der Spreads zu rechnen.

Hohe Wertentwicklung **EM-Hartwährungsanleihen reduzieren**

EM Corporates entwickelten sich in den vergangenen Monaten sehr positiv. Begleitet wurde die Entwicklung zuletzt von starken Mittelzuflüssen. Mit Lateinamerika und hier vor allem Brasilien gab es einen klaren Gewinner der Rallye. So hat sich beispielsweise der Spread zwischen Petrobras und dem brasilianischen Staat deutlich eingengt. Im Fünfjahresbereich beträgt der Aufschlag am aktuellen Rand nur noch 320 Basispunkte. Das entspricht einer Einengung um fast 500 Basispunkte von den Höchstständen. Mit einer Wertentwicklung von +13,50% seit Jahresbeginn war Lateinamerika die stärkste Region. Das Potenzial für einen weiteren Rückgang der Spreads dürfte vorerst begrenzt sein. Hinzu kommen idiosynkratische Risiken, welche eine breite Allokation auch in Zukunft notwendig machen. Der Putschversuch in der Türkei ist das jüngste Beispiel dafür.



Ausgabe 4/2016 Juli

Makro- & Marktszenarien

Stabile Konjunktur trotz Unwägbarkeiten

Hauptszenario

Welt-Konjunktur trotz „Brexit“ im Wachstumsmodus

Terroranschläge, Brexit, italienische Banken oder Putschversuch – die Liste der unverhofften Nachrichten wird länger. Trotzdem reagieren die Finanzmärkte bislang gelassen auf diese in Bewegung geratenen Rahmenbedingungen. Ein Grund dafür ist, dass die Märkte in den vergangenen Jahren gelernt haben, mit einem erhöhten politischen Unsicherheitsfaktor umzugehen, und die Regelmäßigkeit der Nachrichten führt darüber hinaus auch zu einem Gewöhnungs- und Abstumpfungseffekt.

Ein ganz wichtiger Grund für die gelassene Reaktion ist aber auch, dass die angesprochenen Ereignisse primär die lokalen Volkswirtschaften betreffen, auf die globale Konjunktüreinschätzung aber kaum Auswirkungen haben. So wird der Brexit-Entscheid im 2. Halbjahr zu einer Rezession der heimischen Volkswirtschaft und auch noch in den kommenden Jahren zu deutlichen Brems Spuren im Wachstum, mit einer kumulierten Wachstumseinbuße von rund 3,5% bis zum Jahr 2020, führen. Der bremsende Effekt auf die Konjunktur in Euroland fällt aber bereits deutlich geringer aus und ist mit Blick auf die Weltwirtschaft kaum noch zu spüren. Diese setzt ihren moderaten Wachstumspfad von 3 bis 3,5% weiter fort. Ähnlich verhält es sich mit der Türkei, die im Nachgang des gescheiterten Putschversuchs auch mit spürbaren Belastungen der Wirtschaft zu kämpfen haben wird. Aber auch hier dürften sich die rein volkswirtschaftlichen Ausstrahleffekte auf Europa oder den Rest der Welt in Grenzen halten.

Insgesamt sollte somit der unmittelbare Effekt auf die Volkswirtschaften und den Unternehmenssektor, von den lokal begrenzten Einbrüchen abgesehen, beherrschbar sein. Dennoch, das Umfeld bleibt herausfordernd und gerade mit Blick auf Europa droht der politische Unterbau zu erodieren – politische Ereignisse werden auch in den kommenden Monaten zumindest kurzfristig die Märkte immer wieder schwanken lassen. Der europäische Wahlkalender ist für dieses und das kommende Jahr dicht gefüllt und zudem steht im Oktober ein wichtiges Verfassungsreferendum in Italien an. In der aktuellen politischen Gemengelage wird es jedes Mal darum gehen, ob sich das politische Establishment behauptet oder ob die neuen „alternativen“ Kräfte das Ruder übernehmen und ihre europa- und/oder reformkritischen Ansätze verfolgen können.

Wenn demgegenüber etwas Bestand hat, dann ist es die Welt ohne Zinsen. Die Kapitalmarktreaktionen im Nachgang des Brexit-Entscheids zeigen, dass Ereignisse, welche potenziell eine Gefahr für die Finanzmarktstabilität darstellen könnten, nochmals ein rückläufiges Zinsniveau zur Folge haben. Es ist diese noch funktionierende Rückversicherung der Geldpolitik, die bei aller politischen Unsicherheit die unmittelbaren Gefahren für den Kapitalmarkt abfedert. Daran wird sich auch in den kommenden Monaten nichts grundsätzlich ändern. Allein die amerikanische Notenbank wird im Lauf der nächsten Quartale einzelne Zinsschritte nach oben gehen. Eine erste Zinserhöhung beim Hauptrefinanzierungssatz trauen wir der Europäischen Zentralbank aber erst 2020 zu und davor sollte es zunächst sogar noch zu einer Ausweitung der unkonventionellen Maßnahmen kommen.

Risikoszenario

Deutliche Wachstumsabschwächung

Angesichts des zwar stabilen gleichwohl vergleichsweise schwachen globalen Wachstumsumfelds lohnt der Blick auf potenzielle Wachstumsrisiken. Sollte beispielsweise der sanfte Ausstieg der US-Notenbank aus der ultra-expansiven Geldpolitik nicht gelingen, könnte dies zur Folge haben, dass ein starker Zinsanstieg eine deutliche Abkühlung des Konsums und der Investitionen auslöst und möglicherweise einer Rezession Tür und Tor öffnen kann. Auch eine ausgeprägte und dau-



Ausgabe 4/2016 Juli

erhafte Wachstumsabschwächung in China sowie weiteren großen Emerging Markets ist nach wie vor nicht auszuschließen.

Auch hier in Europa sind die politischen Risiken - nicht zuletzt aufgrund der britischen Entscheidung, die EU zu verlassen - deutlich gestiegen. Gleichwohl haben die Marktteilnehmer bisher besonnen auf den möglichen bevorstehenden Brexit reagiert. Allerdings könnte ein ungeordneter Austrittsprozess spürbare Marktverwerfungen im britischen Königreich als auch in der Europäischen Union nach sich ziehen. Die Gefahr besteht zudem, dass sich weitere EU-Mitgliedsstaaten von den Euro-skeptischen Kräften anstecken lassen. Dies könnte beispielsweise in Griechenland, Österreich, Niederlande als auch in Spanien der Fall sein. Insgesamt steht die Gefahr im Raum, dass der Reform- und Anpassungsprozess in Euroland zum Erliegen kommt. Die dadurch ausgelöste Verunsicherung würde sich in einer noch stärkeren Zurückhaltung bei Investitions- und Konsumententscheidungen niederschlagen und hätte auch mögliche negative Auswirkungen auf den gesamten Bankensektor.

Sollte sich die globale Rezessions-Wahrscheinlichkeit erhöhen, würde dies die Risikomärkte deutlich unter Druck bringen. Aktuell ist ein solches Szenario mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit versehen. Wenn sich die Aussichten jedoch eintrüben, wäre dann mit Kursrückgängen von 20-30% an den Aktienmärkten zu rechnen.

Italienische Banken

Der italienische Bankensektor bleibt ein schwelender Krisenherd. Die notleidenden Kredite werden dort aktuell auf ein Volumen von rund € 200 Mrd. netto bzw. € 360 Mrd. brutto taxiert. Nachdem der private Rettungsfonds „Atlante“ bestenfalls ein Tropfen auf den heißen Stein war, wird nun unter Hochdruck an einer Lösung für die Traditionsbank „Banca Monte dei Paschi di Siena“ gearbeitet. Klar ist, dass die Bank bis Ende 2018 circa 10 Mrd. € an faulen Krediten abbauen muss. Unklar bleibt allerdings, ob und in welcher Form eine Verlustbeteiligung der Nachrang Anleger stattfinden wird. Politisch hochbrisant ist dieses Thema vor allem aufgrund der Tatsache, dass circa 50% der Nachrangdarlehen von Retailinvestoren gehalten werden. Solange hier keine konstruktive Lösung gefunden wird, dürften von diesem Risikoherd auch schwächere europäische Banken weiterhin unter Druck bleiben. Vor diesem Hintergrund steigt natürlich auch die Bedeutung der Ergebnisse des EBA-Stresstests, die am 29. Juli veröffentlicht werden. Eine ungelöste Situation im Bankensektor lässt auch für die kommenden Quartale wenig Hoffnung auf eine Erholung der Kreditwachstumsraten aufkommen. Sollte der Ausgang des Verfassungsreferendums im Oktober schließlich auch noch eine Regierungskrise auslösen, könnte Italien sehr schnell wieder in den Fokus der Marktteilnehmer geraten.



Ausgabe 4/2016 Juli

Herausgeber:

Frank Hagenstein,
CIO Deka Investment GmbH

Redaktion:

Frank Hagenstein,
Christoph Witzke,
Tim Bangemann,
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 überprüfbaren, 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>