

Deka-InvestmentBrief



Zentralbanken gefordert

Asset Allokation

EZB unterstützt Risiko-
märkte der Eurozone

2

Märkte

Antizyklisch
Chancen nutzen

4

Makro

Inflationsziele in Gefahr

6



Frank Hagenstein
Chefanlagestrategie Deka-Gruppe

Sehr geehrte Investoren,

in den vergangenen Wochen sahen wir eine Kurserholung bei Risiko-Assets. Seit Mitte Februar konnten die globalen Aktienmärkte circa 3/4 ihrer Jahresverluste egalisieren. Signifikante Mittelzuflüsse in die Asset-Klasse bleiben jedoch noch aus. Institutionelle Investoren behielten ihre skeptische Grundhaltung bei. Durch die abwartende US-Notenbank zählen vor allem die Risikomärkte der Schwellenländer zu den diesjährigen Gewinnern.

Ein geringerer Produktivitätszuwachs in den Industrieländern begrenzt das Wirtschaftswachstum nachhaltig. Besonders die niedrigen Inflationsraten stellen die großen Notenbanken vor Herausforderungen. Die EZB reagierte darauf in ihrer Märzsession mit einem breiten Maßnahmenpaket. In den Fokus rückt die Unterstützung der realwirtschaftlichen Entwicklung. Der Wettlauf zur Abwertung des Euro wurde zunächst beendet.

Die nächste Zinserhöhung der Fed erwarten wir frühestens zur Jahresmitte. So zeigen die jüngsten US-Arbeitsmarktdaten noch keinen deutlichen Lohndruck an und geben der Notenbank Zeit die weitere Konjunktorentwicklung abzuwarten.

Auf den erhöhten Kursniveaus dürften die globalen Aktienindizes auf kurze Sicht limitiertes Potential für weitere Wertsteigerungen haben. Regional bieten aufgrund der neuen EZB-Maßnahmen vor allem Dividendenwerte der Eurozone Aufholpotential.

Ihr

Asset Allokation

EZB unterstützt Risikomärkte der Eurozone

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

Nach einem schlechten Jahresstart fielen die Aktien- & Spread-Märkte Anfang Februar auf neue Tiefstände. Den stark überverkauften Niveaus folgte eine deutliche Gegenbewegung. Ohne nachhaltige Verbesserung der Frühindikatoren für das Wirtschaftswachstum in den USA und der Eurozone ist ein weiterer Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse begrenzt. Die zuletzt empfohlenen Käufe von Unternehmensanleihen (siehe CIO-Markupdate vom 11. Februar 2016) konnten von dem freundlichen Kapitalmarktumfeld profitieren. Die Renditen für europäische Corporate Bonds werden durch die Erweiterung des EZB-QE-Programms um Industriefinanzierungen strukturell unterstützt. Dies gilt regional ebenfalls für Dividendenwerte der Eurozone. Als Beimischung bleiben US-Credits attraktiv.

Bewertungsniveau Aktienmärkte Europa & USA



Quelle: Bloomberg; Stand: 10.03.2016

Dividendenwerte bleiben langfristig gefragt

Seit Mitte Februar konnten die Aktienmärkte in der Eurozone um 10 bis 15% zulegen. Die Service-Sektoren folgten in den letzten Monaten abgeschwächt der Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes. Die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in 2016 ist relativ gering. Auf Unternehmensebene werden die Gewinnmargen von US-Firmen durch ein niedriges Trendwachstum sowie perspektivisch steigende Arbeitskosten belastet. Der neue Weg der EZB-Geldpolitik ist glaubwürdig. Ein Indikator für den Erfolg der Refokussierung auf das Kreditwachstum wird der weitere Kursverlauf von EUR-Banken sein. Aktien aus den Emerging-Markets könnten bei einer längeren Zinspause der Fed gegenüber den Indizes aus den Industrieländern weiten profitieren.

EUR-Bankaktien als Indikator

Risikokurve hoch gehen

Für den langfristigen Kapitalzuwachs bleibt die Anlageklasse Aktien unverzichtbar. Mit der erneuten EZB-Zinssenkung hat die Attraktivität von Dividentiteln weiter zugenommen. Die Rotation in höherverzinsten „Income“-Märkten dürfte andauern. Auf strategische Sicht bevorzugen wir eine breite Diversifikation mit Schwerpunkt auf europäische Standardwerte die nachhaltige Dividendenzahlungen vorzeigen können.

Strategisches Untergewicht

Seitwärtstrend vorübergehend verlassen

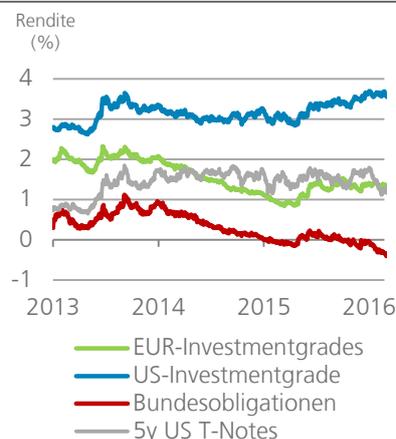
Nicht nur die Inflationserwartungen in der Eurozone sind auf neue Tiefststände gefallen - auch die Inflationszahlen (inklusive Energiepreise) finden sich im deflationären Bereich wieder. Dies gab dem EZB-Präsidenten Mario Draghi die notwendige Rücken- deckung um auf der März-sitzung einen deutlichen Ausbau des QE-Programms, inklu- sive Industriefinanzierungen, anzukündigen. Die Senkung des Einlagensatzes um 10 Basis- punkte blieb hingegen im Rahmen der Markterwartungen. Der geldpolitische Fokus rückt von weiteren Zinssenkungen weg. Bis zu achtjährige Bundespapiere weisen mitt- lerdings eine laufende Verzinsung von unter 0% auf. Auf längere Sicht bleiben die Er- tragerwartungen vor allem für Staatsanleihen gering. Das insgesamt niedrige Zinsni- veau begleitet Anleger vermutlich länger als erwartet. An der strategischen Untergewichtung von Bundesanleihen halten wir fest. Trotz kurzfristigem Zurückru- dern der Fed dürfte sie ihren Kurs mit sehr moderaten Zinserhöhungen fortsetzen. Dies impliziert höhere Renditeniveaus in den USA, von denen sich die europäischen Pendants nicht abkoppeln werden.

Unternehmensanleihen attraktiv

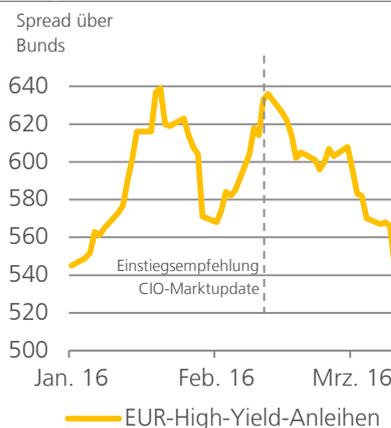
Das Ertragsprofil von Credits ist weiterhin interessant. Seit der antizyklischen Ein- stiegsempfehlung in unserem CIO-Marktupdate per Mitte Februar konnten in Euro notierte Unternehmensanleihen sowie High-Yield-Anleihen um +1% bzw. +3% zule- gen. Insbesondere die Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen preisen noch höhere Konjunkturrisiken ein. Kurzfristige Schwankungen an den Aktienmärkten können die Wertentwicklung belasten. Idiosynkratische Risiken steigen im fortgeschrittenen Sta- dium des Kreditzyklus an. Die Einzeltitelselektion gewinnt daher weiter an Bedeutung. Vor allem im High-Yield Segment ist das aktive Management von breit gestreuten Portfolios notwendig. Diese Managementkonzepte sollten daher gegenüber stati- schen Konzepten einen Mehrertrag generieren können.

Gutes Ertrags- / Risikoprofil

Rendite 5-jähriger Credits vs. Staatsanleihen



Risikoaufschläge High-Yield-Anleihen



Quelle: Bloomberg; Stand: 10.03.2016

USD-Bonds mit Renditeaufschlag

Fast 100 Mrd. \$ Volumen an US-Unternehmensanleihen guter Bonität sind seit Jah- resbeginn in den High-Yield-Bereich heruntergestuft worden. Die Belastung durch ho- he Volumina an Neuemissionen im Investmentgrade-Segment wird daher abnehmen. Der Renditeaufschlag von USD-Anleihen profitiert zudem von Mittelzuflüssen auslän- discher Investoren, die sich dem Negativzinsumfeld in der Eurozone oder in Japan ent- ziehen möchten. Hartwährungsanleihen der Schwellenländer konnten vom zuletzt freundlichen Risikoumfeld profitieren. Wir gehen von einer Fortsetzung dieses Trends aus und nutzen Rücksetzer für Aufstockungen. Die Bewegung wurde auch durch eine stabilere Entwicklung des chinesischen Yuan gestützt. Der Ausgang des jährlichen Na- tionalkongresses in China zeigt, dass mit weiteren wachstumsförderlichen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen zu rechnen ist.

Rating Herabstufungen mit positiven Auswirkungen

Märkte

Antizyklisch Chancen nutzen

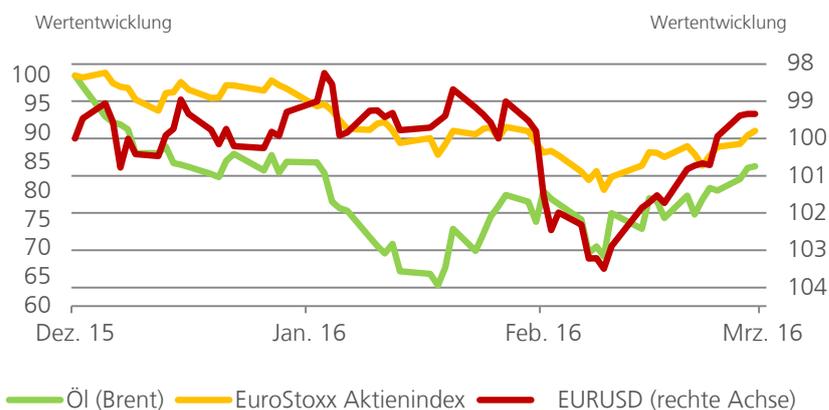
Strukturell erhöhte Volatilitäten und hohe Korrelationen zwischen den Assetklassen prägen bisher das Börsengeschehen in 2016. Die Märkte sind anfälliger geworden für starke, kurzfristige Korrekturen. Wir rechnen nicht damit, dass sich die alten Tiefststände manifestieren. Als Antwort auf die zunehmenden Wertschwankungen sollten Investoren auch taktisch Chancen nutzen.

Hauptzenario

Nachdem die EZB die Kapitalmärkte auf den Sitzungen um den Jahreswechsel enttäuschte, hat sie mit der März Sitzung ihre Handelsbereitschaft deutlich unter Beweis gestellt. Die Aufnahme von Corporate Bonds in das Anleihekaufprogramm der EZB lockert die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen der Eurozone. Daneben sollten sich die neuen Konditionen für die kommenden „TLTRO II“ positiv auf die Zinserträge von Banken sowie auf die Kreditvergabe auswirken. Die EZB wirkt damit der vor allem der fragilen Konjunktorentwicklung entgegen. Zuletzt stellten die Marktteilnehmer die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken stärker in Frage. Volatile Marktphasen mit schnellen Abrissen treten daher häufiger auf. Im Negativzinsumfeld der Eurozone besitzen Aktien und Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen positives Ertragspotential. Insbesondere die höherverzinsten „Income“-Märkte (Dividenden + EUR-High-Yield/ Investment Grade-Anleihen) werden weiterhin Mittelzuflüsse generieren. Unternehmen des EUR-Währungsraums sollten gegenüber vergleichbaren US-Firmen ein besseres Gewinnwachstum erzielen können. Der Verschuldungsgrad von amerikanischen Firmen liegt auf deutlich höheren Niveaus. Die in starkem Maße korrelierenden Kursentwicklungen zwischen den einzelnen Assetklassen werden anhalten. Investoren sollten an den Rändern agieren und Bandbreiten versuchen auszunutzen. Die Wahrscheinlichkeit schneller Zinserhöhungen seitens der US-Notenbank in 2016 bleibt gering. Wir rechnen mit ein bis zwei Zinsschritten bis Jahresende. Der Euro-Wechselkurs hat sich gegenüber dem US-Dollar in einer Handelsspanne etabliert und sollte trotz der Refokussierung der EZB auf den Kreditkanal keine deutliche Aufwertung erfahren.

EZB stimuliert
Konjunktur und Inflation

Wertentwicklung Asset-Klassen seit der EZB-Sitzung im Dezember 2015



Quelle: Bloomberg; Stand: 02.03.2016

Risikoszenario

Konjunktorentwicklung China/ EM

Der chinesische Yuan hat sich mit den Rohstoffpreisen stabilisiert. Trotzdem bleibt die Frage nach der weiteren Konjunktorentwicklung Chinas und dessen Auswirkungen auf die Globalwirtschaft. Die chinesischen Währungsreserven werden weiter ausgenutzt um die heimische Wirtschaft zu unterstützen. Auf der anderen Seite haben sich die monetären Bedingungen verbessert. Sollte sich die Situation verschlechtern und das Wachstumsbild enttäuschen, würden Risikomärkte und Rohstoffpreise unter Druck geraten und die globalen deflationären Risiken steigen.

US-Rezession

Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe in den USA befindet sich auf Rezessionsniveau. Diese Schwäche könnte auf die für die US-Konjunktur gewichtigeren Service-Sektoren überspringen. Besonders der Service PMI und das Verbrauchervertrauen für den Monat Februar lassen erste Anzeichen einer Abkühlung erkennen. Bei Fortsetzung dieses Trends wird die Wahrscheinlichkeit für eine US-Rezession weiter zunehmen. Im Falle der Kontraktion des Wirtschaftswachstum wären erhebliche Kursverluste an den Aktien- und Spread-Märkten in Höhe von 20 – 30% möglich.

Fed Unsicherheit

Die Markterwartungen bleiben weit von den „Fed Dots“ (Leitzinserwartungen der Mitglieder des US-Notenbank Offenmarktausschusses) entfernt. Die Fed muss vorsichtig mit ihren Entscheidungen und ihrer Kommunikation umgehen. Zu negative Aussagen erhöhen die Rezessionserwartungen, welches weitere Kursrücksetzer an den Aktien- und Spread-Märkten der Industrieländer auslösen kann. Gleichzeitig könnten schnell ansteigende Zinsen das Wachstum sowohl intern als auch extern verlangsamen.

„Brexit“

Die britische Regierung hat angekündigt, dass am 23.6.2016 ein Referendum zum Verbleib Großbritanniens in der EU abgehalten wird. Die Wahrscheinlichkeit eines Ausscheidens („Brexit“) wird momentan bei ca. 35% gesehen und könnte in den kommenden Wochen steigen. Das britische Pfund hat auf die Unsicherheit reagiert und liegt gegen den Euro ca. 10% unter dem Niveau von November 2015. Ein Brexit würde zu geringerem Wachstum und einer schwächeren Währung führen. Insbesondere Banken am Finanzplatz London werden unter dem Austritt leiden. Auch auf den Rest der EU dürften negative Auswirkungen unumgebar sein. Neben einer Verschlechterung der Handelswege dürften erneut aufkommende politische Unsicherheiten, vor allem in Spanien, die Märkte belasten.

Makro

Inflationsziele in Gefahr

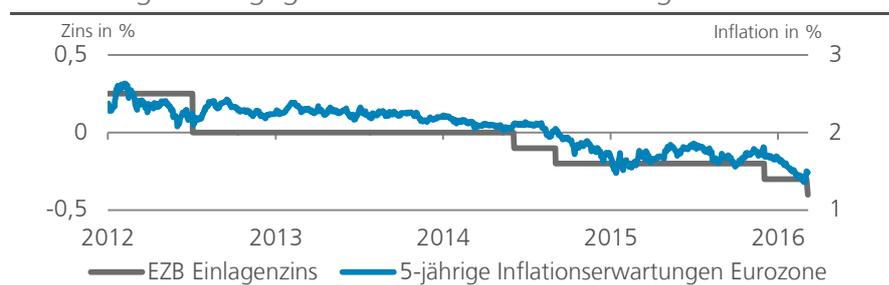
Seit Jahresbeginn haben sich die disinflationären Tendenzen verstärkt. Auffällig ist die Divergenz der globalen Inflationserwartungen. In den USA zeigt die aktuelle Inflationsrate im Trend nach oben. Dagegen preisen die Inflationmärkte in der Eurozone noch dauerhaft niedrige Inflation ein. Beobachtungsgröße für die lange Sicht der EZB, die 5-Jahresinflation in fünf Jahren, erreichte neue Allzeittiefstände. Der EZB-Rat reagierte darauf in seiner Märzsession mit einem breit angelegten Maßnahmenpaket, welches die Erwartungen der Marktteilnehmer übertreffen konnte.

Wirtschaftswachstum im Euroraum gefährdet

Passend zu der Divergenz bei der Preisentwicklung ist auch der Ausblick auf die weitere Notenbankpolitik. Die EZB ist noch immer im Modus weiterer Expansion. Zuletzt deuteten die Frühindikatoren auf eine Verlangsamung des Wachstums hin, so dass die ursprüngliche Konsensschätzung von 1,8% (aktuell 1,6%) Wirtschaftswachstum unter Druck kam. Darüber hinaus machte der EZB das Ansteigen der Risikoprämien und die schwache Aktienentwicklung bei Banken Sorgen. Die neuen EZB-Maßnahmen adressieren insbesondere die zu lange zu niedrige Inflation sowie das schwache Kreditwachstum. Sie senkte den Einlagensatz auf ihrer letzten Sitzung nur um weitere 10 Basispunkte ab. Stimulierend auf den Transmissionsprozess und damit auf die Kreditvergabe sollten die neuen zur Verfügung stehenden Langfristender für Banken wirken. Die am negativen Einlagensatz orientierte Verzinsung bietet den Finanzinstituten eine Prämie zur Vergabe neuer Kredite. Mit einer verbesserten Zinsmarge dürfte sich die Ertragsaussicht der Banken etwas verbessern.

Expansives Vorgehen dauert an

EZB-Einlagenszins gegenüber Inflationserwartungen



Quelle: Bloomberg; Stand: 11.03.2016

Fed wartet noch ab

Mit nahezu Vollbeschäftigung am US-Arbeitsmarkt steht der Fed fundamental einer weiteren Zinserhöhung nichts im Wege. Wie im September vergangenen Jahres verbleibt aber ein verschlechtertes globales Umfeld, was die Notenbank zögern lässt. Wir rechnen frühestens Richtung Sommermonate mit einer weiteren Zinsanhebung.

Warten auf den nächsten Zinsschritt

Geordnete Abschwächung

Aus China heraus sind weitere Maßnahmen zur Beruhigung der Situation ergriffen worden. Neben Interventionen im Währungsmarkt wurde zuletzt auch durch Senkung der Mindestreserve expansiv geldpolitisch agiert. Allerdings wurde der Realität auch durch die Absenkung des Wachstumsziels Rechnung getragen. In ruhigerem Fahrwasser sind weitere Abwertungswellen der Währung jedoch durchaus wieder zu erwarten.

Herausgeber:

Frank Hagenstein,
CIO Deka Investment GmbH

Redaktion:

Frank Hagenstein,
Christoph Witzke,
Tim Bangemann
und 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>