

Deka-InvestmentBrief

Negativzinsumfeld prägt Anlagestrategie



Asset Allokation

Fokus auf Kapitalerträge

2

Märkte

Unsicherer Jahresbeginn

4

Makro

Schwächere
Konjunktdynamik

6



Frank Hagenstein
Chefanlagestrategie Deka-Gruppe

Sehr geehrte Investoren,

der Handelsstart des neuen Börsenjahres verlief schlecht. Tiefere Ölpreise und ein Kursrutsch des chinesischen Aktienmarktes lösten einen deutlichen Rücksetzer an den europäischen Aktien- und Spread-Märkten aus. Beispielsweise verlor der DAX innerhalb einer Woche über 8% und befindet sich somit auf dem Indexstand wie vor einem Jahr.

Unseres Erachtens deuten die anfänglichen Marktturbulenzen nicht auf einen nachhaltigen Einbruch des globalen Wirtschaftswachstums hin. Die (moderate) Abschwächung von Chinas Konjunktur ist bekannt und wird weitestgehend geordnet ablaufen. Wir erwarten perspektivisch seitens der Zentralregierung und PBoC eine transparentere Kommunikation der stabilisierenden Maßnahmen.

Innerhalb der Eurozone setzen die Kern- und insbesondere die Peripherieländer ihre Erholung fort. Zusätzlich stützt die EZB mit einem verlängerten Ankaufprogramm, welches in 2016 nochmals ausgebaut werden dürfte. Die von der Fed eingeleitete Zinswende wird sich mit wenigen Zinsschritten moderat fortsetzen. Aufgrund des zuletzt schwächeren verarbeitenden Gewerbe erwarten wir eine weniger restriktive Kommunikation der Fed.

Im Umfeld flacher Aufwärtstrends und höherer Volatilität fokussiert sich unsere Anlagestrategie auf den Erhalt von Kapitalerträgen. Mit den niedrigeren Kursniveaus ist die Attraktivität von Dividendenwerten aus der Eurozone angestiegen.

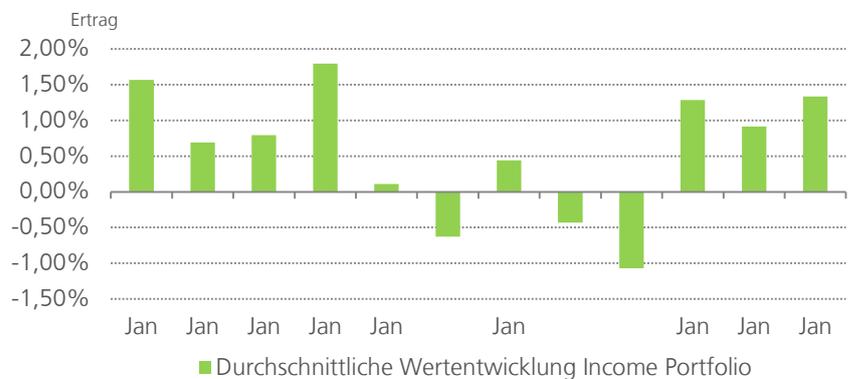
Ihr

Asset Allokation

Fokus auf Kapitalerträge

Die globalen Aktienmärkte sind schwach in das neue Jahr gestartet. Eine Bodenbildung auf Wochensicht könnte noch zu tieferen Kursniveaus führen. Weitere Rücksetzer bei Dividendentiteln der Eurozone bieten antizyklische Einstiegsmöglichkeiten. Das längerfristige Trendverhalten der Aktien- und Spread-Märkte der vergangenen Jahre ist beendet. Stärkere Marktschwankungen sind die neue Realität. Wir bevorzugen eine ausgewogene Asset-Allokation innerhalb der Income-Märkte. Der Fokus liegt auf der Vereinnahmung von Kapitalerträgen. Historisch betrachtet weisen Income-Portfolios (höhere Kupons + nachhaltige Dividenden) in den ersten Kalendermonaten eine gute Wertentwicklung auf. Mit einer aktiven und möglichst konträren Anlagestrategie sollten in diesem Umfeld Zusatzerträge generiert werden.

Saisonalität der Erträge eines Income-Portfolios



Quelle: Bloomberg, BaML; Stand: 31.12.2015 *Income Portfolio aus 50% High-Yield, 25% europäische Dividenden, 25% EM-Hartwährungsanleihen, Zeitraum ab Jan-1998.

Aktienmärkte mit gutem Potential

Nach den Kursrückgängen der ersten Handelstage befinden sich die europäischen und US-Aktienmärkte auf vergleichbaren Indexständen wie vor einem Jahr. Wir nutzen weitere Kursverluste zum antizyklischen Aufbau von Positionen. Die Dividendenrenditen von Standardwerten in der Eurozone sind weiterhin attraktiv. Auch stützt die EZB mit ihrer expansiven Geldpolitik die europäischen Aktienmärkte. Die Gewinnerwartungen der Unternehmen befinden sich auf ambitionierten Niveaus. Mit Fortschreiten der konjunkturellen Erholung erachten wir Steigerungsraten um 5 bis 7% für realistisch. Bei US-Aktien erwarten wir leicht rückläufige Firmengewinne zum Marktkonsens. Die Wertentwicklung von US-Unternehmen zum Dollar hängt stark von dem Ausmaß der Höhe der Fed-Zinsschritte in 2016 ab. Mit der Eurozone und Japan favorisieren wir Regionen mit aktiven Zentralbanken. Bei Aktien der Schwellenländer warten wir auf eine Stabilisierung vor erneuten Engagements.

Antizyklische Opportunität voraus

Untergewichtung von Staatsanleihen

Niedrigzinspolitik unterstützt
 europäische Unternehmensanleihen

China bleibt im Fokus

Renditen von Bundesanleihen im Seitwärtstrend

Die Inflationserwartungen in der Eurozone und die Renditen von Bundesanleihen bewegen sich im zweiten Halbjahr 2015 in einer Seitwärtsbewegung. Die EZB senkte die Depositenrate im Dezember um 0,20% auf -0,30% und kündigte weitere expansive Maßnahmen an. Dazu gehört die Verlängerung des Ankaufprogramms bis mindestens März 2017. Auch wenn diese Aktionen technisch unterstützend auf europäische Rentenmärkte wirken, bleiben die Ertragserwartungen für dieses Anleihesegment gering. Mit dem zwischenzeitlichen Rückgang der Bundrenditen auf jetzt 0,5% halten wir an unserer Untergewichtung von Bundesanleihen fest. Zinserhöhungen der Fed implizieren höhere Renditeniveaus in den USA, von denen sich die europäischen Pendanten nicht abkoppeln werden. Wir rechnen mit moderat steigenden Zinsen, welche den laufenden Kupon überkompensieren.

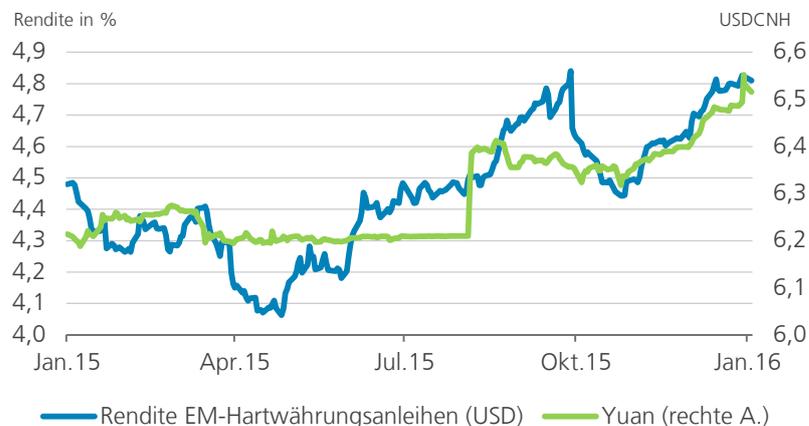
Europäische Unternehmensanleihen bieten gutes Ertragspotential

Ähnlich zu Bundesanleihen bewegten sich die Renditen von Unternehmensanleihen seit der letzten Ausgabe des Investmentbriefs seitwärts. Die Risikoaufschläge bei EUR-Hochzinsanleihen weiteten sich im Umfeld fallender Aktienkurse zuletzt leicht aus. Tiefere Rohstoffpreise belasteten und schürten die Angst ansteigender Ausfallraten von Energieunternehmen. Mit der Niedrigzinspolitik der EZB bleiben die Finanzierungsraten europäischer Unternehmen auf historisch tiefem Niveau und deuten auf gute Zahlungsfähigkeit hin. Unternehmens- und Hochzinsanleihen aus dem Euroraum bieten gegenüber Bundesanleihen auf Jahressicht ein gutes Ertragspotential. Idiosynkratische Risiken steigen im fortgeschrittenen Stadium des Kreditzyklus. Die Einzeltitelselektion für die Alpha-Generierung gewinnt daher in diesem Jahr an Bedeutung. Vor allem im High-Yield Segment ist das aktive Management von breit gestreuten Portfolios notwendig. Starre „Buy-and-Hold“ Konzepte haben ausgedient und werfen voraussichtlich geringere Erträge ab.

Globale Anleihemärkte mit Opportunitäten

Die erwarteten US-Leitzinserhöhungen haben zu steigenden Renditen bei amerikanischen Unternehmensanleihen beigetragen. Solange die Finanzierungsraten auf historischen Tiefständen liegen, bieten Unternehmensanleihen von US-Firmen guter Bonität (in USD) gegenüber vergleichbaren Anleihen aus den Emerging-Markets ein gutes Risiko-Ertragsverhältnis. Die Sorgen um die chinesische Wirtschaftslage und die Abschwächung des chinesischen Yuan hat zu höheren Renditen bei Schwellenländeranleihen beigetragen. Wir gehen nicht von einer massiven Abschwächung der chinesischen Wirtschaft aus.

Zusammenhang chinesischer Yuan zu Rendite EM-Anleihen*



Quelle: Bloomberg; Stand: 05.01.2016

* USD-Hartwährungsanleihen: JBDYIGIG Index

Märkte

Unsicherer Jahresbeginn

Wachstumssorgen aus China und geopolitische Spannungen sorgten für einen enttäuschenden Start in das Börsenjahr 2016. Bereits an den ersten Handelstagen büßte der Dax einen erheblichen Teil seiner Jahresgewinne von 2015 wieder ein. Der Jahresstart setzt den letztjährigen Handelsverlauf fort, in dem volatile Marktphasen zur Erzielung von Zusatzerträgen genutzt werden sollten.

Hauptzenario

Auch 2016 werden die Notenbanken die Kapitalmärkte stark beeinflussen. Der große Unterschied liegt jedoch in der im Dezember eingeleiteten Zinswende der US-Notenbank. Die EZB bleibt im Gegensatz zur Fed bei ihrer lockeren Geldpolitik. Mit der Phantasie, notfalls noch mehr zu tun, stellt sie einen unterstützenden Faktor für die Finanzmärkte des Euroraums dar. Trotz der fragilen Wachstumsperspektiven gehen wir nicht von einem nachhaltigen Einbruch der globalen Konjunktur aus. Die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone bleibt moderat aufwärtsgerichtet. In den USA hat sich die Konjunkturdynamik zuletzt etwas abgeschwächt. Der robuste US-Arbeitsmarkt und gute Stimmungsindikatoren aus dem nicht-verarbeitenden Gewerbe stehen dem jedoch positiv gegenüber. Aktieninvestments mit Fokus auf Dividenden in der Eurozone bleiben mittelfristig ebenso attraktiv wie die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen. Income-Märkte werden weiterhin Mittelzuflüsse erhalten. Der Euro-Wechselkurs könnte bei schnelleren Zinsschritten der Fed gegenüber dem Dollar weiter abwerten. In China sollten die bereits ergriffenen und zusätzlichen Maßnahmen der Politik und der Notenbank für eine Stabilisierung sorgen. Der Trend der steigenden Aktienvolatilität wird sich 2016 fortsetzen. Taktische Investmentopportunitäten werden häufiger aufkommen und können für antizyklische Anlagen genutzt werden.

Divergierende Geldpolitik
taktisch ausnutzen

Steigende Aktienvolatilität*



Quelle: Bloomberg; Stand: 12.01.2016
*Wöchentliche Datenpunkte, 1M rollierend

Fed Unsicherheit

Risikoszenario

Der Leitzinspfad der Fed bleibt ein wesentlicher Risikotreiber für die weitere Kapitalmarktentwicklung. Die Marktteilnehmer haben sich darauf eingestellt, dass dieser langsam und graduell erfolgt. Aktuell besteht noch Anpassungsbedarf der Markterwartung an die höheren Projektionen der einzelnen Notenbankmitglieder. Mehr oder kräftigere Zinserhöhungen müssten erst von den Marktteilnehmern verarbeitet werden und bergen die Gefahr, dass die Konjunkturerholung abgewürgt wird. Auf der anderen Seite könnte ein weiteres Hinauszögern oder gar eine Abkehr vom Erhöhungspfad als eine Bestätigung für steigende Gefahren des Wachstumsbildes interpretiert werden. In der Folge würde das Vertrauen in die Wirkung expansiver Maßnahmen der Notenbanken auf die Realwirtschaft deutlich zurückgehen. Deutliche Marktturbulenzen an den Aktien- und Spread-Märkten könnten in beiden Szenarien die Folge sein.

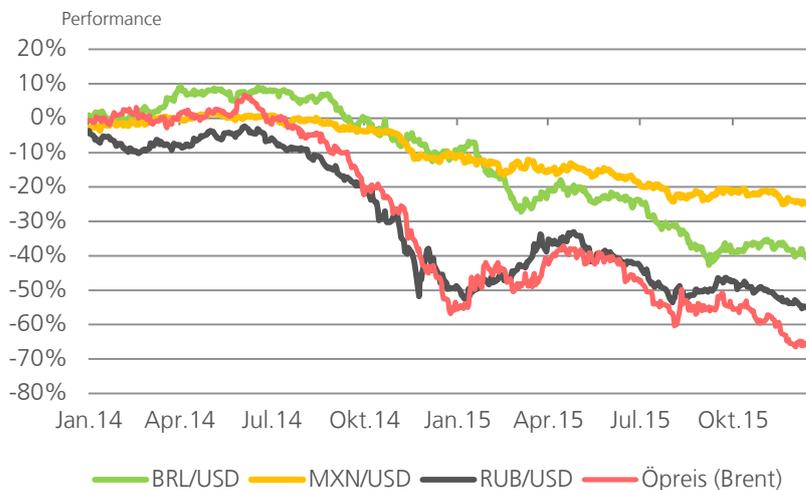
Weltrezession / Chinaschwäche

Eng zu beobachten ist auch die Dynamik in China. Erfolglose Maßnahmen der Zentralregierung und der Notenbank würden negative Auswirkungen auf das globale Wachstumsbild implizieren. Die bereits eingesetzten Kapitalabflüsse können sich weiter beschleunigen. Ein deutlicher Anstieg der Ausfallrate der Unternehmen aus den Emerging Markets ist in diesem Szenario denkbar. Disinflationäre Auswirkungen auf die Industrieländer würden zunehmen. Nach dem verarbeitenden Gewerbe könnten auch die Service-Sektoren in die Rezession abgleiten. Die Fortsetzung schwächerer Aktien- und Währungsmärkte in den Schwellenländern wären ebenso wahrscheinlich, wie der andauernde Druck auf Rohstoffpreise. Die Aktienmärkte in Europa und den USA könnten im Falle einer Weltrezession um weitere 20% einbrechen. Gewinner wären deutsche und US-Staatsanleihen, welche von einem deutlichen Rückgang der Renditeniveaus profitieren könnten.

Geopolitische Risiken

Die geopolitischen Risiken bleiben weiter hoch und können immer wieder für abrupte Kursrückgänge und Marktturbulenzen sorgen. Der aktuell neu aufgeflamte Konflikt zwischen den verfeindeten Ländern Iran und Saudi-Arabien nimmt weiter zu, während die Spannungen zwischen Russland und der Ukraine nur unwesentlich abebben. Der erfolgreiche Test einer Wasserstoffbombe in Nordkorea trägt ebenso nicht zu einer Deeskalation im südpazifischen Raum bei. Innerhalb Europas kann die noch ungelöste politische Situation in Spanien mit eventuellen Neuwahlen sowie die Diskussion um ein Ausscheiden Großbritanniens aus der EU (Brexit) die Aktien-, Zins- und Währungsmärkte belasten.

Verlauf Ölpreis und EM-Währungen



Quelle: Bloomberg; Stand: 12.01.2016

Makro

Schwächere Konjunkturdynamik

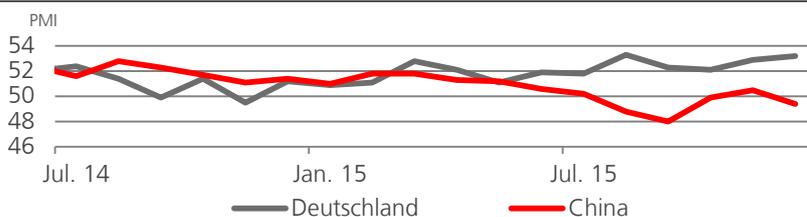
Das globale Wachstumsumfeld wird fragiler. Dabei sollten sich die Industrieländer besser entwickeln, während insbesondere China mit einer Verlangsamung des Wachstums zu kämpfen hat. In Südamerika sieht sich eine Reihe von Staaten mit großen Herausforderungen konfrontiert. Forciert wird der Effekt durch den globalen Rohstoffpreistrückgang. Auch in 2016 haben wir Zentralbanken (EZB, BOJ), die eine expansive Geldpolitik verfolgen und wahrscheinlich weitere Lockerungsschritte vornehmen. Im Gegensatz hierzu erhöhen mit der Fed auch einige Zentralbanken die Leitzinsen.

EZB muss perspektivisch mehr tun

Handlungszwang absehbar

Das Negativzinsumfeld stellt die EZB noch immer vor Herausforderungen. Weitere Enttäuschungen und eine Reduktion der Erwartungen hinsichtlich der Preisentwicklung sind die Folge. Wertet der Euro in diesem Umfeld wieder auf oder stockt das Wachstum in der Eurozone, entsteht für die EZB erneut Handlungszwang. Nach den aus Marktsicht enttäuschend kleinen Maßnahmen im Dezember letzten Jahres liegt die Hürde für den EZB Rat jedoch hoch. Noch läuft allerdings das Wachstum in der Eurozone auf gutem Niveau und sollte in 2016 leicht ansteigen. Die jüngsten Konjunkturindikatoren deuten auf eine solide Erholung hin. Dieser positive Trend ist insbesondere bei den Peripherieländern der Eurozone sichtbar. Jedoch ist eine erstaunliche Divergenz zu der Entwicklung in Asien festzustellen – wie ein Vergleich der PMIs in China und Deutschland zeigt.

Composite PMI China vs. Deutschland



Quelle: Bloomberg; Stand: 07.01.2016

Schwäche der Schwellenländer zeigt Wirkung

Währungsabwertung belastet

Schneller als erwartet vollzieht sich die Abwertung des chinesischen Renminbi. Schwache Fundamentaldaten deuten auf anhaltende Schwierigkeiten in der chinesischen Volkswirtschaft hin. Die Nachfrageschwäche zeigt sich eklatant in den globalen Rohstoffpreisen. Rohöl erreicht neue Tiefstände und wirkt damit gemeinsam mit der Abwertung von Währungen in den Schwellenländern disinflationär für die Industriestaaten. Die Kapitalabflüsse aus China gehen weiter und stellen mittelfristig ein erhebliches Risiko dar.

Das Wirtschaftswachstum in den USA hat sich zum vierten Quartal des abgelaufenen Jahres abgeschwächt. Mitverursacht durch die starke Währung scheint sich hier die Konjunkturdynamik zu verlangsamen. Dennoch hat die US Notenbank Fed im Dezember erstmals seit neun Jahren die Zinsen erhöht. Sollte sich das Wachstum halbwegs im Rahmen entwickeln und es nicht zu einer verstärkten Schwellenländerkrise kommen, dürften die Zinserhöhungen trotz verhaltener Aussichten weitergehen.

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 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