



Ausgabe 05/2016 Oktober



Asset Allokation		Makro- & Marktszenarien	
Ausgewogene Anlagestrategie	2	Stabile Konjunkturtrends	4



Frank Hagenstein
Chefanlagestrategie Deka-Gruppe

Sehr geehrte Investoren,

im Vergleich zur letzten Ausgabe unseres Investmentbriefs vor zwei Monaten haben sich die globalen Aktien- und Rentenmärkte nur unwesentlich von ihren damaligen Index- bzw. Renditeniveaus entfernt. Über den Sommer fiel die Dynamik an den Kapitalmärkten deutlich ab. Die realisierte Volatilität bei Aktien erreichte zwischenzeitlich mehrjährige Tiefststände.

Dabei ließ die konjunkturelle Entwicklung den Marktteilnehmern freien Spielraum. Der moderate Wachstumspfad hat, zwar ohne jegliche Euphorie, Bestand und konnte auch drei Monate nach dem „Brexit“-Votum und bestehenden politischen Risiken in Europa und den USA nicht erschüttert werden. Auch aufgrund der zwischenzeitlich schwächeren Frühindikatoren für das Wirtschaftswachstum der USA wagte die Fed noch keinen Zinsschritt in 2016. Mit der Septembersitzung signalisierten die FOMC-Mitglieder eine Erhöhung bis zum Jahresende. Dem gegenüber befinden sich die EZB sowie die BoJ vor dem Beginn einer Umorientierung ihrer Geldpolitik. Das Limit für Zinssenkungen ist begrenzt, gezielte unkonventionelle Maßnahmen rücken in den Vordergrund. Die für die Risikomärkte unterstützende expansive Geldpolitik bleibt bestehen.

Im Rahmen unserer Asset-Allokation haben wir in den vergangenen Wochen die seit Mitte Februar bestehende Übergewichtung von Unternehmensanleihen guter und mittlerer Bonität sukzessive abgebaut (+5,5% für EUR-IG-Anleihen seit CIO-Markupdate Mitte Februar). Auch wenn wir noch nicht mit dem Beginn einer Zinswende rechnen, sind moderate Renditesteigerungen wahrscheinlicher geworden. Wir nehmen eine moderate Verkürzung der Duration bei langlaufenden Staatsanleihen der Industriestaaten vor. Institutionelle Investoren könnten ihre Anlagestrategie internationaler ausrichten, um ihre anspruchsvollen Renditeziele erreichen zu können.

Ihr



Ausgabe 5/2016 Oktober

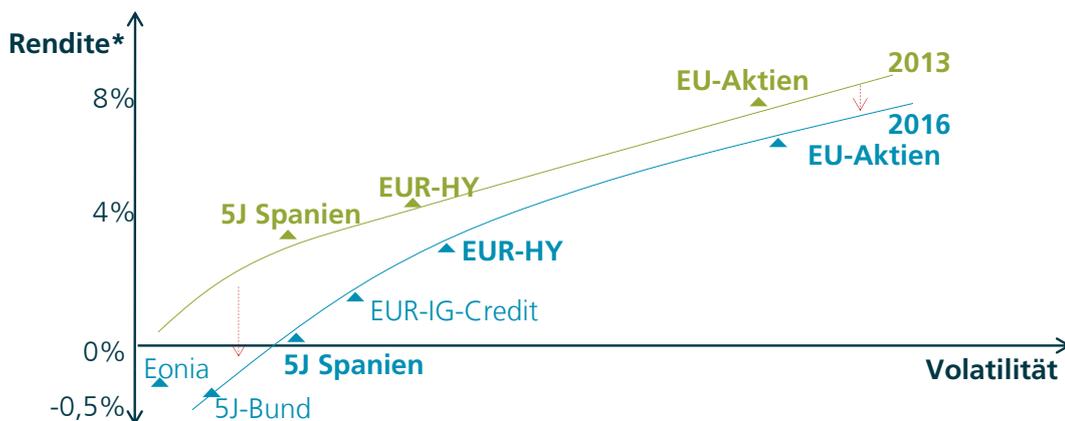
Asset Allokation

Ausgewogene Anlagestrategie

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

Die langjährigen QE-Programme der großen Notenbanken verändern nachhaltig das Kapitalmarktumfeld. Ertragschancen sinken strukturell – Anleger müssen zunehmend in höherverzinsten Marktsegmente investieren, um ihre Ertragsziele zu erreichen (siehe Chart 1). Um langfristig dem Negativzinsumfeld der Eurozone zu entfliehen, ist daher eine breit gestreute Investition in Dividendenwerte, EUR-Hochzinsanleihen und internationale Renten empfehlenswert. Auf kurze Sicht halten besonders politische Risiken die etablierten Aktienmärkte in ihren breiten Seitwärtsspannen. Mittelfristig zeichnen sich langsame Verbesserungen auf der fundamentalen Seite ab, die uns perspektivisch eine sukzessive Anhebung der Aktienquoten ermöglichen könnten. Mit den ersten Anzeichen einer veränderten Kursrichtung auf Seiten der Notenbanken hat sich das Chance-/ Risikoverhältnis für deutlich fallende Renditen verschlechtert.

Chart 1: Deutliche Verschiebung der Effizienzkurve (2013 – 2016) – Schematische Darstellung



Quelle: Bloomberg; Stand: Oktober 2016; *Bei Aktien: Langfristige p.a. Entwicklung plus Dividendenrendite

Vermehrte Favoritenwechsel

Fundamentales Umfeld hellt sich auf

Im Rahmen unseres globalen Investmentfokus bevorzugen wir europäische Dividendenwerte mit stabilen Ausschüttungsquoten. Daneben sind selektive Beimischungen von Aktien der Schwellenländer attraktiv. Langfristig weniger Fed-Zinsschritte eröffnen zahlreichen EM-Zentralbanken Raum für eine expansivere Geldpolitik. Eine Rotationsdiskussion seitens institutioneller Investoren aus Anleihen in die Aktienmärkte erachten wir als verfrüht. Das niedrige Niveau des globalen Wirtschaftswachstums impliziert auch mittelfristig kein Verlassen des Negativ- bzw. Niedrigzinsumfeldes. In diesem Zusammenhang ist die in Kürze beginnende Berichtssaison für das dritte Quartal beachtenswert. Es zeichnen sich langsame Verbesserungen auf der fundamentalen Seite ab, die uns perspektivisch eine sukzessive Anhebung der Aktienquoten ermöglichen könnten. Innerhalb des Aktienmarktes sind bei Sektoren & Stilen vermehrt taktische Favoritenwechsel wahrscheinlich. Einen mittelfristigen Renditeanstieg im Zuge einer erhöhten Konjunkturdynamik erachten wir nicht als zwingend negativ für den Aktienmarkt.



Ausgabe 5/2016 Oktober

Zinsrallye läuft aus **Moderate Renditesteigerungen**

Grundsätzlich gehen wir von einer weiterhin strukturellen Unterstützung seitens der G4-Notenbanken aus. Die notwendigen, technischen Anpassungen beim EZB-QE-Programm wurden zeitlich nur aufgeschoben. Eine mittelfristige Reduzierung der Kaufvolumina könnte nur sehr marktschonend vollzogen werden. Auch dürfte die Fed an ihrer vorsichtigen Zinspolitik festhalten. Mit der Septembersitzung signalisierten die FOMC-Mitglieder einen Zinsschritt bis zum Jahresende. Die erneute Absenkung der Zinsprognosen sowie der langfristigen Neutral-Rate dürften nur langsame Zinssteigerungen zulassen. Dennoch ist im Falle eines stabilen Konjunkturtrends mit perspektivisch höheren Inflationsraten das Ende der stark expansiven Geldpolitik absehbarer geworden. Strukturell leidende Bankenprofitabilität, politischer Druck sowie technische Limits führen aktuell zu einem Umdenken auf Seiten der Notenbanken. Die zunehmende Thematisierung dieses potentiellen Regimewechsels hat insbesondere das Chance-/ Risikoverhältnis für deutlich fallende Renditen verschlechtert. 10-jährige Bundesanleihen befinden sich noch in einer Seitwärtsspanne (Renditeniveau -0,2% bis +0,1%). Mittelfristig rechnen wir mit Renditesteigerungen am langen Ende der Kurve. Die bisher bestehende Neutralstellung wird durch eine moderate Untergewichtung ersetzt.

Unternehmensanleihen profitieren **Weiteres Kurspotential begrenzt**

Unternehmensanleihen haben den Großteil der Spread-Einengungen bereits vollzogen (siehe Chart 2). Die diesjährige, sehr gute Wertentwicklung von in EUR und USD denominierten Credits wird sich auf Sicht der nächsten Monate nicht fortschreiben lassen. Die Mitte Februar lancierte antizyklische Übergewichtung von Emittenten guter und mittlerer Bonität wurde in den letzten Wochen sukzessive abgebaut. Dies gilt auch für EM-Hartwährungsanleihen (USD), die mit einer Wertentwicklung von +15% in 2016 kurzfristig nur geringes Kurspotential aufweisen. Gewinnmitnahmen sind attraktiv, um bei potentiellen Spread-Ausweitungen Platz für erneute Aufstockungen zu schaffen. Die Ausweitung der Risikoaufschläge dürfte jedoch im Zuge des unverändert laufenden EZB-Corporate-Bond-Kaufprogramms limitiert bleiben und bei klassischen Buy-and-Hold Strategien die Vereinnahmung von gewissen ordentlichen Erträgen ermöglichen. Insbesondere die höherverzinsten Segmente werden weiterhin Mittelzuflüsse erhalten. EUR-High-Yield-Anleihen bleiben innerhalb der Rentensegmente auch gegenüber ihren US-Pendants präferiert.

Chart 2: Spread-Verlauf von EUR-IG-Unternehmensanleihen



Quelle: Bloomberg; Stand: 07.10.2016

Ausgleichende Faktoren **EURUSD in Handelsspanne gefangen**

Wir gehen von dem Bestand der längerfristig vorhandenen Seitwärtsrange (1,07 bis 1,16) des Euro gegenüber dem US-Dollar aus. Die kurzfristige Entwicklung des Währungspaars wird durch das aktuell ausgleichende geldpolitische Zusammenspiel von EZB & Fed bestimmt. Ein stärkerer Euro ist in Folge geringerer QE-Wirkung möglich. Demgegenüber sollte der erwartete Fed-Zinsschritt den EUR-Aufwertungsdruck limitieren.



Ausgabe 5/2016 Oktober

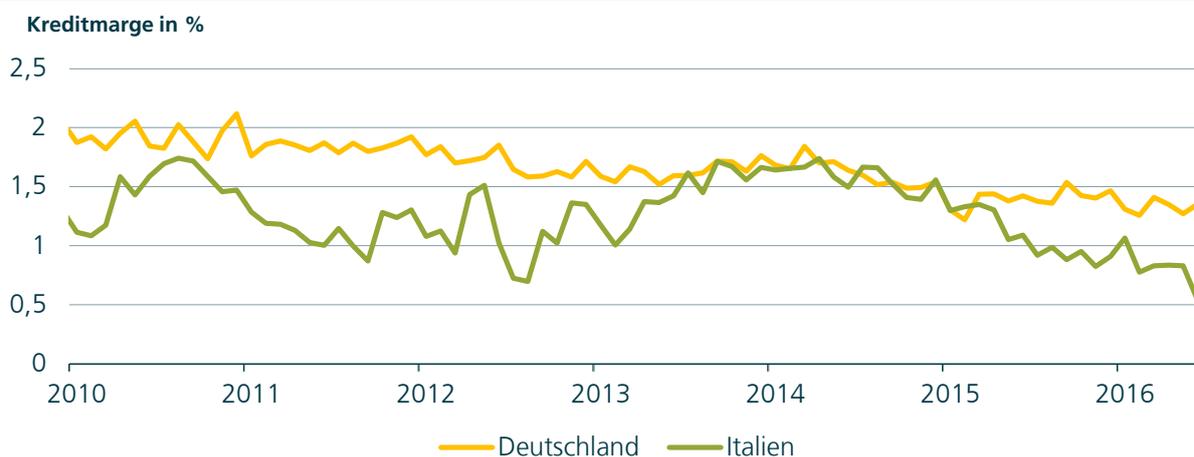
Makro- & Marktszenarien

Stabile Konjunkturtrends

Hauptzenario **Wachstumspfad wird nicht verlassen**

Die Weltwirtschaft hat über den Sommer ordentliche Daten geliefert. Mit leichten Abstrichen hat sich in der ersten Jahreshälfte das von uns zu Jahresbeginn gezeichnete Bild von moderat aber stetig wachsenden Volkswirtschaften in Amerika, Europa und Asien bestätigt. Die Konjunkturtrends bleiben stabil. Dies ist umso bemerkenswerter, als dass mit der „Brexit“-Entscheidung im Vereinigten Königreich ein erhebliches Störpotenzial aufgetaucht ist, das glücklicherweise auf besonnene Reaktionen der Marktteilnehmer getroffen ist. Deutliche Gewöhnungseffekte bei politischen Eventrisiken sind sichtbar, aus denen nur geringe Auswirkungen auf das wirtschaftliche Umfeld folgen. Rohstoffmärkte und die Ökonomien der Schwellenländer deuten ebenfalls darauf hin, dass das wirtschaftliche Fundament der Weltwirtschaft gar nicht so schlecht ist. Die US-Wirtschaft sendet nach enttäuschenden Zahlen im ersten Halbjahr unterschiedliche Signale aus: Es entstehen immer weiter neue Jobs, die Konjunktur allerdings liefert gemischte Daten. In Euroland stehen die Peripherieländer, allen voran Italien, vor Herausforderungen. Fallende Kreditmargen (siehe Chart 3) sind Ausdruck der Negativzinspolitik und wirken zunehmend dämpfend auf Kreditvergabe und Wirtschaftswachstum. Die Inflationsentwicklung bleibt weiterhin unauffällig, steht allerdings bei uns unter verstärkter Beobachtung, insbesondere in den USA.

Chart 3: Entwicklung der Marge auf Unternehmenskredite in Deutschland & Italien



Quelle: EZB, Bloomberg; Stand: Juni 2016

In unserem Hauptzenario bleiben die Aktien- und Spread-Märkte seitens der Zentralbanken grundsätzlich unterstützt. Die EZB sollte ihr Anleihekaufprogramm noch über März 2017 verlängern, eine Reduzierung der hohen QE-Volumina rückt näher. Vor dem Hintergrund einer weiterhin stetigen konjunkturellen Entwicklung mit einem leichten Inflationsanstieg sind weitere Zinssenkungen nicht zu rechtfertigen. Mit positiven Leitzinsen ist allerdings auf Jahre hinaus in Euroland nicht zu rechnen. Daneben lassen die Finanzminister der Europäischen Währungsunion die Defizite ihrer Ländern ausreichend atmen, um ihren Ländern weitere Konjunkturimpulse zu verschaffen. In den USA wird die Fed nur sehr langsam die Zinsen erhöhen. Einen Zinsschritt wird es in diesem Jahr wohl noch geben.



Ausgabe 5/2016 Oktober

Risikoszenario **EU-Politik & Inflation**

In der gegenwärtigen Lage besteht eine Reihe von Risiken, die in ein negatives Szenario führen können. Aus einer Ablehnung des Referendums in Italien (4. Dezember 2016) kann eine Regierungskrise werden, die auf die Finanzmärkte überspringt. Euro-kritische Wahlergebnisse oder neuer politischer Einigungsbedarf können die Wirtschaftsteilnehmer verunsichern und einen konjunkturellen Rückgang einleiten. In diesem Fall werden Zinsen und Aktienmärkte zunächst fallen. Allerdings erwarten wir für dieses Szenario, dass die europäischen Staaten Investitionsprogramme einleiten, die einem konjunkturellen Einbruch und den damit verbundenen Marktreaktionen entgegenwirken. Auch einer Destabilisierung der Finanzmärkte können die Notenbanken weiterhin Einhalt gebieten. Zwar haben sie an Vertrauen verloren, was das Hervorzaubern von Wachstum betrifft, aber durch ihren Zugriff auf die Finanzmärkte können sie sich weiterhin Respekt verschaffen, und sei es auch nur durch Erweiterung ihrer Maßnahmenpakete. Ein anderes Risiko besteht in einer zu schnellen Rückkehr der Inflation in den Vereinigten Staaten. Da die Wirtschaft in den vergangenen Jahren kontinuierlich zugelegt hat, ist sie nun an ihrer Auslastungsgrenze angelangt. Von hier aus können Lohnsteigerungen zu Inflationserwartungen führen, die die Notenbank und die Anleihekurse unter Druck setzen. Protestwahlen können zu politischen Blockaden führen, die langfristig sogar die weltwirtschaftliche Verflechtung gefährden und damit das Wachstum dauerhaft noch niedriger gestalten können als es bereits jetzt ist.

US-Wahl

Die US-Präsidentschaftswahl (8. November 2016) stellt einen erheblichen Risikofaktor auf Sicht der kommenden Monate dar. Aktuelle Umfragen deuten auf ein Kopf-an-Kopf Rennen von Clinton und Trump hin (siehe Chart 4). Auch nach den bisherigen TV-Debatten lässt sich kein klarer Sieger prognostizieren. Falls Trump gewinnt, würde die Unsicherheit an den Kapitalmärkten kurzfristig ansteigen, welches zunächst in eine höhere Volatilität münden würde. Dies gilt insbesondere für die weitere Fed-Politik, da der Vorsitz von Yellen durch das demokratische Parteilager bestimmt wurde. Ihre reguläre Amtszeit endet 2018. Die Erkenntnis, dass Trump weder die Grundsubstanz der US-amerikanischen Wirtschaft angreifen würde sowie dass viele seiner extremen Vorhaben durch die Kontrollinstanzen der US-Demokratie verhindert oder abgemildert würden, sollte diese Marktreaktionen bald wieder korrigieren. Die mittel- bis langfristigen Kapitalmarktentwicklungen sind von den tatsächlichen Maßnahmen des neuen Präsidenten abhängig. Jedoch ist bereits im Vorfeld der Wahl eine steigende Staatsverschuldung in beiden Szenarien wahrscheinlich. Höhere fiskalpolitische Ausgaben hätten primär steigende US-Renditen zur Folge.

Chart 4: Verlauf Umfrageergebnisse für die US-Präsidentschaftskandidaten



Quelle: Bloomberg; Stand: 07.10.2016



Ausgabe 5/2016 Oktober

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 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>