

Makro-Blickwinkel

Die Frühindikatoren für das Wirtschaftswachstum zeigen Verbesserungen an, aber geändert hat sich vor allem die Erwartung der Marktteilnehmer an die Notenbanken. Für die USA wird bereits der Anfang vom Ende des expansiven Zyklus diskutiert. Die EZB signalisiert weiter ihre stark unterstützende Geldpolitik und hat erstmals für eine längere Periode Niedrigzinsen versprochen. Im Ergebnis findet eine Normalisierung statt – dieser Prozess hinterlässt jedoch Spuren in fast allen Anlagesegmenten.

Normalisierungstendenzen

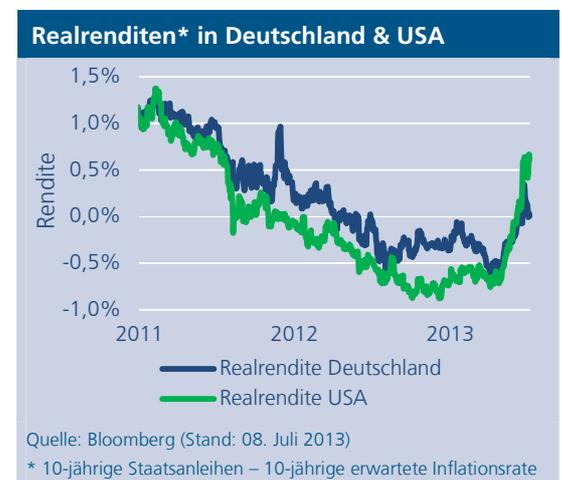
Die Entwicklung der konjunkturellen Daten zeigt eine anhaltende Stabilisierung der US-Wirtschaft. Dies reichte der FED bereits, um überraschend deutlich die Reduzierung der Anleihekäufe (QE3) noch vor Jahresende anzukündigen. In der Eurozone ist zuletzt eine Stabilisierung der Einkaufsmanagerindizes zu erkennen, wenn auch auf Niveaus unter dem Wachstumsbereich. Der daraus resultierenden Bewegung der Euro Zinskurve konnte die EZB nur begrenzt entgegenwirken, obwohl die anhaltend unterstützende Geldpolitik wiederholt betont wurde. Ein Ausstieg steht auf absehbare Zeit nicht bevor – wie Draghi in der jüngsten Sitzung verstärkt signalisierte. Der erwartete moderate Aufschwung zum Jahreswechsel muss erst noch eintreten. Es ist ein Novum, dass die EZB die aktuell niedrigen Zinsen für einen längeren Zeitraum zugesichert hat. Entsprechend laufen die amerikanische und europäische Notenbankpolitik in entgegengesetzte Richtungen.

Realrenditen drehen ins Plus

Dank niedriger Inflationsraten, sowohl in den USA als auch in Europa, sind die Realrenditen in den positiven Bereich gestiegen. Trotzdem liegen diese auf historisch niedrigen Niveaus. Für die EZB ist es eine Gefahr, dass sich die Inflation weiter nach unten von der Zielzone entfernt. Spätestens bei dauerhaften Raten unter 1% dürfte wieder eine Deflationsdebatte aufkommen, der die Notenbank dann dringend gegensteuern müsste. Dies könnte Auslöser für einen negativen Einlagensatz sein. Bis dahin sollte sich Draghi die Tür für Maßnahmen offen halten. Die Einführung eines Erwartungspfades für geldpolitische Parameter („Forward Guidance“) erinnert an die Vorgehensweise der FED, bleibt aber vorerst unbestimmt hinsichtlich des Zeitraums. Wir gehen von mindestens einem Jahr aus, da in diesem Zeitfenster niedrige Inflationsraten zu erwarten sind.

Langsamer Fortschritt der europäischen Politik

Notwendige Reformen werden von der EZB immer wieder angemahnt, jedoch wird in entscheidenden Flächenländern wie Italien und Frankreich zu wenig getan. Das wichtige Thema einer einheitlichen Regulierung des Finanzsektors in der Eurozone kommt nur schleppend voran. Inzwischen ist der Start der europäischen Bankenaufsicht erst in der zweiten Jahreshälfte 2014 zu erwarten. Diese ist essentiell für weitere Schritte mit Blick auf ein einheitliches System zur Abwicklung und Restrukturierung von problembehafteten Banken. Für letzteres haben sich die Politiker jüngst auf wichtige Eckpunkte geeinigt. Ebenso wurde die gemeinschaftliche Stützung durch den ESM beschlossen.



Marktsicht

Die vergangenen Wochen haben eindrucksvoll aufgezeigt, dass die Zentralbanken mit ihrer Kommunikation einen immensen Einfluss auf die Märkte nehmen. Seitdem die US-Notenbank erstmals offen über eine konkrete Rückführung ihres Kaufprogramms (QE3) gesprochen hat, beschäftigt sich der Markt verstärkt mit dem Ende der lockeren Geldpolitik. Unter diesem neuen Szenario leiden vor allem Anlageklassen, die zuvor besonders von niedrigen Zinsen und viel Liquidität profitiert hatten.

Hauptszenario

Bei den Frühindikatoren für die Wirtschaftsaktivität zeichnete sich zuletzt auch für die Eurozone eine Bodenbildung ab. Zudem wirkt die Niedrigzinspolitik der Notenbanken auf absehbare Zeit weiter unterstützend auf die wirtschaftliche Entwicklung. Wir rechnen mit einem moderaten Aufschwung in der Eurozone zum Jahreswechsel. Insbesondere für europäische Aktien betrachten wir Rücksetzer in diesem Umfeld weiterhin als Einstiegsgelegenheiten. Trotz des zuletzt dynamischen Zinsanstiegs rechnen wir nur mit moderaten Zinssteigerungen am langen Ende der Kurve. Kurze Laufzeiten bleiben angesichts der EZB Politik fest verankert. Bis nach der Bundestagswahl im September könnten neue Rettungsmaßnahmen auf europäischer Ebene verzögert werden.

Risikoszenario

Sollten sich die scharfen Bewegungen an den Renten- und Währungsmärkten nicht beruhigen, ist die wirtschaftliche Erholung gefährdet. Die Unsicherheit kann dazu führen, dass in der Realwirtschaft Investitions- und Konsumentscheidungen verschoben werden. So könnte eine Abwärtsspirale entstehen in der sich Finanzmärkte und Konjunktur gegenseitig belasten. Insbesondere die Schwellenländermärkte wür-

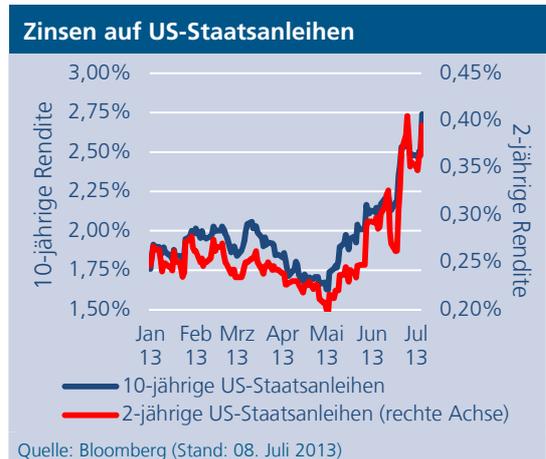
den unter weiteren Mittelabflüssen leiden. Darüber hinaus kann immer noch nicht ausgeschlossen werden, dass innerhalb der Eurozone durch politische Krisen erneut Unsicherheit entsteht. Ein Beispiel hierfür sind die wiederholten Probleme Griechenlands bei der Einhaltung der Sparvorgaben.

Positivszenario

Eine geringere Wahrscheinlichkeit sehen wir in einem kurzfristigen Wiedererstarren der Konjunktur in China und der Eurozone. Zudem bietet auch die US-Konjunktur nach wie vor positives Überraschungspotential. Dies würde begleitet von einer noch schnelleren Beendigung des Anleihekaufprogramms in den USA und Zinserhöhungen bereits vor 2015. Zudem stünde dann auch die Eurozone früher als erwartet vor einem Ausstieg aus der expansiven Zinspolitik.

Abrupter Zinsanstieg in den USA

Die Erwartungen über Richtungswechsel der Notenbanken sind ein bestimmender Einflussfaktor auf die Finanzmärkte seit Jahresbeginn. Aktuell liegt der Fokus auf dem potentiellen Ende der lockeren Geldpolitik in den USA. So sind die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen vom Tief bei unter 1,5% um über ein Prozent angestiegen. Dies ist der deutlichste Zinsanstieg seit 2010. Mit dem Wendepunkt in der Notenbankpolitik kann hier auch von einer begonnenen Zinswende ausgegangen werden, obwohl es zunächst nur um die Rückführung der Liquiditätsstimulierung geht (QE). Grundsätzlich liegen Zinserhöhungen aber in den USA noch in relativ weiter Ferne. Europäische Rentenmärkte sollten sich hier von zumindest teilweise abkoppeln können, denn die wirtschaftliche Erholung ist in den USA deutlich weiter fortgeschritten. Nimmt man die Entwicklung von Bankaktien als Barometer für die Gesundung der Wirtschaft, so ist dieser Unterschied gut zu erkennen.



Asset Allocation

Trotz der zuletzt deutlichen Kursrücksetzer der Risikomärkte zählen die Anlageklassen Aktien (insbesondere USA und Deutschland) sowie High Yield-Anleihen seit Jahresbeginn zu den relativen Gewinnern. Bei einer Normalisierung der Geldpolitik sind die Anlagemärkte mit den stärksten Mittelzuflüssen den größten Risiken zur Preisanpassung ausgesetzt. Hierzu zählen insbesondere die Aktien- und Anleihemärkte der Schwellenländer. Wir bleiben bei unserer Präferenz für reale Vermögenswerte und bevorzugen attraktive europäische Dividendenwerte vor Unternehmensanleihen. Demgegenüber gewichten wir Staatsanleihen der Kernmärkte unter. Anhaltende Rotationen innerhalb der Anlageklasse Anleihen dürften die Beimischung von High Yield Anleihen weiter begünstigen.

Zeit niedriger Volatilität vorerst vorbei

Die neue Erwartungshaltung an die US-Notenbank hat zu starken Korrekturen in allen Anlageklassen geführt (Aktien, Renten, Währungen, Rohstoffe). Der starke Renditeanstieg am langen Ende der Kurve lastet vor allem auf den Risikobudgets institutioneller Investoren. Wir gehen bei Staatsanleihen bonitätsstarker Industrieländer davon aus, dass die Zeit historisch niedriger Schwankungen vorüber ist. Zudem gehen durch die beginnende Auflösung von höher verzinsten Anlagen aus „Carry-Trades“ bekannte Korrelationsmuster zwischen einzelnen Marktsegmenten zurück. In diesem Umfeld sollten insbesondere bei Portfolien mit absolutem Ertragsziel neue Wege zur Risikodiversifikation eingeschlagen werden.

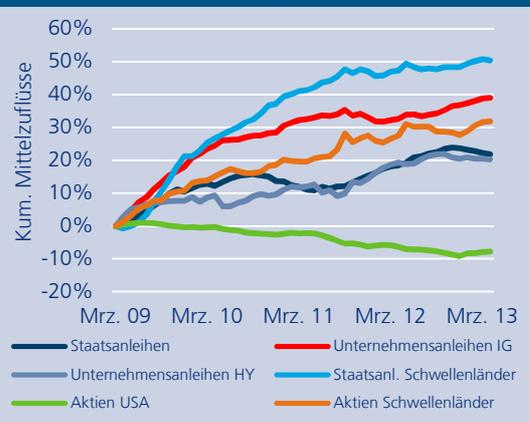
Mittelabflüsse aus Schwellenländern

Die Schwellenländermärkte haben bereits besonders unter der Angst vor dem Ende der lockeren Geldpolitik in den USA gelitten. Niedrige Zinsen und die langsame Erholung in den USA haben in den letzten Jahren viel Geld in diese Märkte getrieben. Das Marktvolumen für Anleihen und Aktien in den Emerging Markets wuchs seit 2009 um 50% bzw. 32%. Die Abhängigkeit von der Liquiditätszuführung seitens der Notenbanken stellt somit einen entscheidenden Einflussfaktor dar. Zudem ist damit einhergehend der Anteil ausländischer Investoren enorm angestiegen. Eine Änderung der geldpolitischen Lage führt folglich zu schnellen Mittelbewegungen und lässt insbesondere die lokalen Anleihemärkte in kurzer Zeit illiquide werden. Auch auf der Währungsseite bedeutete dies eine deutliche Abwertung. Für uns stellen einzelne überverkaufte Segmente bereits erste attraktive Wiedereinstiegsmöglichkeiten dar.

US-Dollar Stärke belastet Rohstoffmärkte

Rohstoffzyklen und Aktien in Schwellenländern weisen einen hohen Zusammenhang auf. Insgesamt kommen mit der Abkühlung des Wachstums in China, der Auflösung von Carry Trades und den damit verbundenen Währungsbewegungen derzeit mehrere Belastungsfaktoren für diese Segmente zusammen. Aufgrund der absehbar restriktiveren Geldpolitik der FED einhergehend mit einer zunehmenden Erholung der US-Wirtschaft rechnen wir mit anhaltender Stärke des US-Dollar gegenüber den meisten Währungen. Unter der bisherigen Aufwertung hat insbesondere der Goldpreis stark gelitten.

Zuflüsse in diverse Anlageformen seit 2009



Quelle: Deutsche Bank

Aufwertung des US-Dollar belastet Goldpreis



Quelle: Bloomberg (Stand: 08. Juli 2013)

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.

Herausgeber: Frank Hagenstein, CIO Deka Investment GmbH

Redaktion: Christoph Witzke, Deka Investment GmbH
Martin Heger, Deka Investment GmbH

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

„Deka
Investment

Deka Investment GmbH

Mainzer Landstraße 16

60325 Frankfurt

Postfach 11 05 23

60040 Frankfurt

 Finanzgruppe