

Deka-InvestmentBrief

Zentralbanken sorgen noch für Rückenwind an den Märkten



Asset Allokation
Risikomärkte präferiert

2

Märkte
Positive Stimmung

4

Makro
Stärkeres Halbjahr voraus

6



Frank Hagenstein
Chefanlagestrategie Deka-Gruppe

Sehr geehrte Investoren,

mit weitreichenden Maßnahmen bestimmen die großen Zentralbanken die Marktbedingungen in allen Asset-Klassen. So befinden sich die Leitindizes der großen Aktien- und Anleihemärkte nahe ihren Allzeithöchstständen. Einhergehend ist auch die Schwankungsintensität der Märkte (Volatilität) auf historischen Tiefständen angelangt. Jedoch ist die Investorenstimmung mittlerweile sehr positiv, was zur Vorsicht mahnt. Zusammen mit ausgedehnten Positionierungen in einzelnen Marktsegmenten sind scharfe Korrekturen möglich.

Der Marktfokus wird nach dem Sommer stärker auf die Ausrichtung der Fed gerichtet. Das Anleihekaufprogramm wird beendet. Eine restriktivere geldpolitische Ausrichtung dürfte für Staats- und Unternehmensanleihen der Industrieländer als auch für einige Aktienmärkte zur Belastung werden.

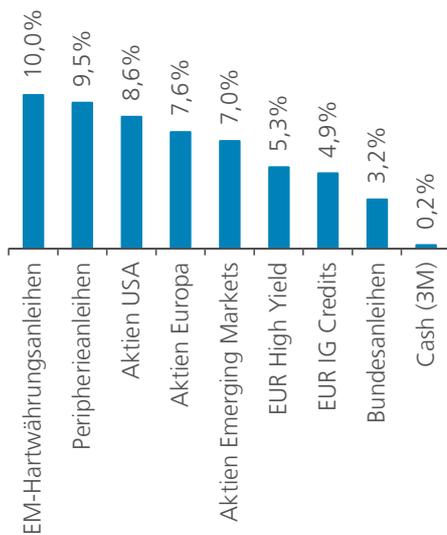
An unserer strategischen Präferenz für Aktien gegenüber niedrigverzinsten Staatsanleihen halten wir fest. Neben einer Reduzierung von High-Yield Anleihen verspricht unsere taktische Empfehlung von Hartwährungsanleihen der Schwellenländer nur noch wenig Wertentwicklungspotential.

Ihr

Asset Allokation

Risikomärkte präferiert

Wertentwicklung Anlageklassen seit Jahresbeginn*



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.06.2014
 * Werte in Euro

Unsere Anlagestrategie favorisiert Engagements in den Risikomärkten aufgrund expansiver Notenbanken, anziehendem Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr und der Nullverzinsung von Geldmarktanlagen. Während der Aktienmarkt künftig mehr durch die Gewinnsteigerung von Unternehmen getrieben wird, hängen die Anleihe- und Spread-Märkte stärker am weiteren Kurs der großen Zentralbanken. Die niedrige Volatilität sowohl im Zins- als auch im Aktienmarkt stellt für Anlagen in den Schwellenländern ein unterstützendes Umfeld dar.

Europäische Aktien weiter bevorzugt

Wir präferieren weiter Standardwerte aus Europa. Bereits gut gelaufen sind die Aktienmärkte aus Spanien und Italien. Von dem Erholungstrend der Konjunktur werden auch vermehrt kerneuropäische Märkte profitieren. Neben bereits positiven Gewinnrevisionen dürfte ein schwächerer Euro vor allem exportabhängigen Unternehmen einen weiteren Schub geben.

Wertentwicklung Aktien Italien / Spanien ggü. Deutschland



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.06.2014

Schwellenländeraktien in Betracht ziehen

Auf längere Sicht erscheint mittlerweile der Einstieg in die meisten Aktienmärkte der Schwellenländer interessant. Die freundliche Entwicklung der letzten Monate ist vorwiegend auf die Verringerung der gestressten Risikoprämien vom Jahresbeginn zurückzuführen. Positive Treiber in der zweiten Jahreshälfte sind die Beschleunigung des globalen Wachstums – ausgehend von den USA und China – sowie die Aussicht auf ein stärkeres Gewinnwachstum der Unternehmen in 2015.

EM Bonds stark gelaufen

Reduzierung von EM-Hartwährungsanleihen

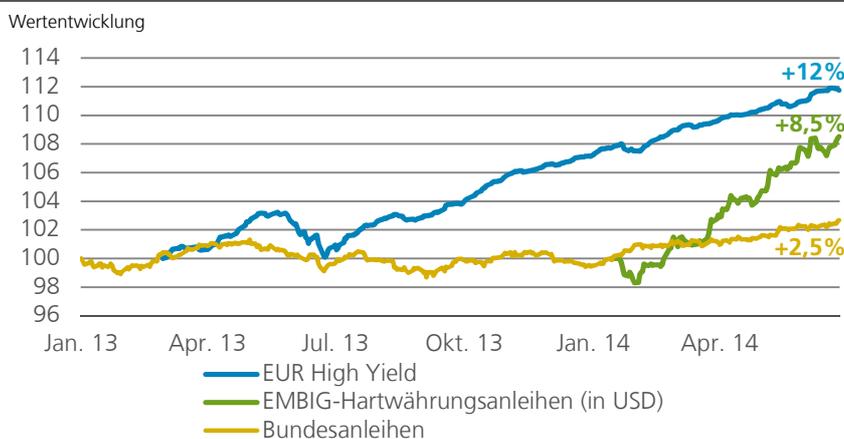
Hartwährungsanleihen der Schwellenländer gehören seit Jahresbeginn zu den besten großen Anlageklassen. Die Beimischungsempfehlung weist seit unserer Empfehlung in der Januarausgabe des Investmentbriefs einen absoluten Ertrag von 8,5% auf. Nach dieser starken 6-Monats-Performance reduzieren wir unsere Übergewichtung. Die Risikoprämien (Spreads) sind mittlerweile nahe den Tiefständen von Anfang 2013. Das Emissionsvolumen von EM-Unternehmen und Ländern ist zuletzt extrem angestiegen. Die diesjährigen Zuflüsse haben die Mittelbewegungen aus dem letzten Jahr bereits komplett egalisiert.

Luft für Credits wird dünner

Risikoprämien weniger attraktiv

Auf mittlere Sicht erscheinen Unternehmensanleihen von guter Bonität weniger attraktiv. Die Risikoprämien befinden sich unter den Niveaus aus dem Jahr 2008 vor der Lehman Krise. Auch zeichnet sich ebenfalls das Corporate-Bond-Segment durch eine hohe Neuemissionstätigkeit sowie eine anziehende Fusions- und Übernahmetätigkeit der Unternehmen aus. Das zusätzliche Risiko gegenüber Staatsanleihen wird nicht mehr adäquat bezahlt, ein Puffer gegenüber einem Rendite- bzw. Spreadanstieg ist damit kaum vorhanden. Unsere Untergewichtung für Staatsanleihen der Kernmärkte war verfrüht. Die Gefahr eines graduellen Zinsanstiegs am längeren Ende erachten wir zunehmend als wahrscheinlich und halten am Untergewicht fest. Wir bevorzugen europäische Hochzinsanleihen, fahren jedoch unser Übergewicht weiter zurück. Die enormen Mittelzuflüsse verlangsamten sich bereits. Auch liegt die erwartete Dividendenrendite von europäischen Aktien mittlerweile über der Rendite des High-Yield Marktes.

Entwicklung HY und EM-Hartwährungsanleihen seit Empfehlung (im Vergleich zu Bundesanleihen)



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.06.2014

Höhere Schwankungen im Jahresverlauf

Die Phase der niedrigen Volatilität findet ihr Ende

Das Volatilitätsregime ist ein entscheidender Faktor der Asset Allokation. Die Zentralbanken haben mit ihren unkonventionellen Maßnahmen die Volatilitäten über alle Anlageklassen auf ein historisch niedriges Niveau gedrückt. Kurzfristig gehen wir nicht von einer Änderung dieser Situation aus. Wir rechnen jedoch im Laufe des Jahres mit höheren Schwankungen an den Risikomärkten in Folge einer restriktiveren Geldpolitik der Fed. Ein solches Umfeld spricht für eine Aufwertung des US-Dollar.

Märkte

Positive Stimmung

Die EZB-Maßnahmen sowie angegangenen Strukturreformen stützen die Anlagemärkte in der Eurozone. Dies galt insbesondere für die Rentenmärkte. Der kurzzeitige Verkauf von Peripherieanleihen Mitte Mai war jedoch ein Warnsignal. Höher rentierliche Anleihe-segmente mit einer stark übergewichteten Positionierung sind bei schlechteren Makrodaten und externen Ereignissen besonders anfällig. Obwohl die Volatilität des Aktienmarktes sehr niedrig ist, steht unter den einzelnen Sektoren ein Favoritenwechsel an.

Hauptzenario

Substanzwerte präferiert

Im zweiten Halbjahr werden die Risikomärkte voraussichtlich durch ein stärkeres globales Wirtschaftswachstum gestützt. Die Rally am Aktienmarkt war bisher im Wesentlichen durch einen Bewertungsanstieg des Gesamtmarktes getrieben. Damit befinden sich die Aktienmärkte der Industrieländer bereits auf fairen Bewertungsniveaus. Wir rechnen künftig mit einem größeren Beitrag durch steigende Unternehmensgewinne. Zusätzlich werden die anziehende Übernahme- und Fusionstätigkeit sowie Aktienrückkaufprogramme der Unternehmen stützen. Mit den anstehenden Liquiditätsmaßnahmen der EZB dürften innerhalb der Eurozone vor allem Bankaktien der Peripherie profitieren. Auch kann die anstehende Veröffentlichung des Bilanztests für mehr Vertrauen in das europäische Bankensystem sorgen. Die vorausliegende restriktivere Geldpolitik der Fed wird die Volatilität im Aktien- und Anleihemarkt erhöhen. Kursrücksetzer im zweiten Halbjahr sind induziert. Insbesondere der kurze und mittlere Bereich der US-Anleihekurve ist bei einem Einpreisen von Zinssteigerungen gefährdet. Selbst bei einem Gleichlauf der Renditen, insbesondere am lange Ende, ist für Staatsanleihen auf längere Frist die Aussicht auf attraktive Erträge deutlich eingetrübt. Historisch gingen höhere Zinsen meistens mit einer Bevorzugung von Substanzaktien einher. Dieser Trend wird sich aus unserer Sicht im Jahresverlauf erneut bestätigen.

Zusammenhang Aktienstile mit Entwicklung Staatsanleihen



Quellen: MSCI, Barclays, Bloomberg; Stand: 30.06.2014

Einseitig positive Stimmung ist riskant

Risikoszenario

Überdimensionierte Positionierungen in den höherverzinsten Anleihe- und Devisenmärkten können zu scharfen Korrekturen führen. Überstrahleffekte auf andere Anlageklassen sind möglich. Das Risiko vergrößert sich, je länger die Normalisierung von Wachstum und Renditeniveau anhält. Eine Reihe von Marktindikatoren deutet auf die sehr ausgeprägte positive Investorenstimmung hin. Diese ist gestützt von Erwartungen an eine längere Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken. Hier ist seit Jahresbeginn die Entwicklung der Aktienmärkte gegensätzlich zu der von Staatsanleihen. Der Renditerückgang in den Industrieländern könnte bereits auf ein schwächeres Wachstum der globalen Wirtschaft hindeuten. In der Eurozone ist das Risiko der Deflation in einem solchen Szenario weiter existent. Der EZB könnte die Stimulierung des Kreditkanals sowie das Ankurbeln der Inflation misslingen.

Divergenz Aktienmarkt zu Renditeniveau Industrieländer



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.06.2014

EZB zielt auf EURUSD

Euro-Abschwächung ist Ziel

Zwar hat die EZB (noch) kein Anleihekaufprogramm (Quantitative Easing) geliefert, jedoch zeigt das umfassende Maßnahmenpaket aus der Juni-Sitzung die Entschlossenheit der Notenbank. Entsprechend hat der Markt in verschiedenen Bereichen erkennbar darauf reagiert. Die Tagesgeldraten (EONIA) fielen um über 0,3% auf nunmehr knapp über 0%. Renditen mittlerer Laufzeiten von Peripherieanleihen erfuhren ebenso eine Neubewertung und fielen um weitere 30-35 Basispunkte. Der Euro konnte sich – wie von der EZB gewünscht – gegenüber dem US Dollar abschwächen. Jedoch reichte es nur zu einer Bewegung ans untere Ende der Seitwärtsspanne im Bereich um 1,35 USD. Offenbar wird die vorhandene Zinsdifferenz sowie die entgegengesetzte Schrittrichtung der Zentralbanken bisher noch von anderen Faktoren überkompensiert.

Makro

Stärkeres Halbjahr voraus

Die konjunkturelle Entwicklung ist auch im Erholungstrend nicht vor negativen Überraschungen gefeit. Für die USA und auch Frankreich waren die Daten seit Jahresbeginn denkbar schwach. Größere negative Reaktionen bleiben angesichts expansiver Notenbanken jedoch aus. Interessant wird die Frage, wie stark sich die Eurozone in Zukunft abkoppeln kann, wenn die Schrittrichtungen der Fed / Bank of England diametral zur EZB verlaufen.

US Wachstum erst verzögert

Wachstumsenttäuschung größer als gedacht

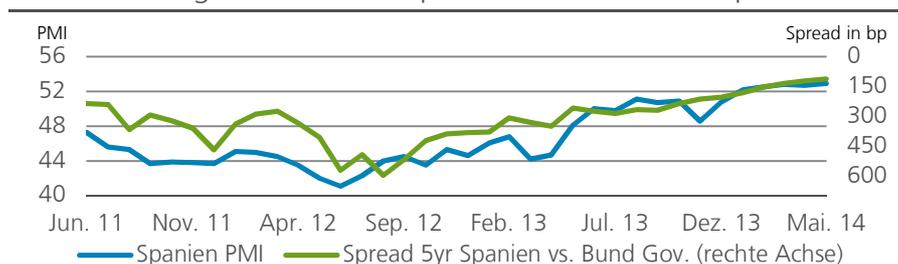
Das Ausmaß der Wachstumsenttäuschung in den USA wurde erst nach wiederholten Revisionen evident. Damit dürften die Erwartungen eines schnellen Nachholeffektes nicht erfüllt werden können. Der IWF schätzt, dass die Wachstumsrate nur noch 2% für das laufende Jahr erreicht – zuvor lagen die Erwartungen noch nahe der 3%-Marke. Dennoch gehen wir im Laufe des Jahres von einer Fortsetzung des Wachstumspfades aus. Ein Zeichen ist, dass US-Unternehmen Geldbestände vermehrt für Investitionen verwenden. Dies dürfte im zweiten Halbjahr einen größeren Wachstumsbeitrag für die US-Wirtschaft ausmachen. Gemeinsam mit ansteigenden Inflationsdaten sorgt dies dafür, dass Zinserhöhungen für das nächste Jahr bei der US Notenbank auf die Agenda rücken dürften. Erst ansteigende Erwartungen im Hinblick darauf werden das sichtlich niedrige Renditeniveau in den USA zu einer Neubewertung bringen.

Peripherie erstartet – Frankreich weicht ab

Frankreich schwächelt

Die Frühindikatoren für das Wirtschaftswachstum in der Eurozone bestätigen das Szenario einer graduellen Erholung, von der insbesondere die Peripherieländer profitieren. Das Niveau der Einkaufsmanagerindizes übersteigt im Juni auch wieder das Niveau Deutschlands. Insbesondere für Spanien ist von einer weiterführenden guten Erholung im Verlauf des Jahres auszugehen. Das Land profitiert von den vorgenommenen strukturellen Verbesserungen am Arbeitsmarkt und der Wettbewerbsfähigkeit. Dagegen zeigen die Indikatoren für Frankreich das Risiko rezessiver Tendenzen an. Die Politik hat nichts Substanzielles getan, um an einem selbsttragenden Aufschwung der Eurozone zu partizipieren.

Einkaufsmanagerindex & Risikoprämie Staatsanleihen Spaniens



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.06.2014

EZB lockert weiter – Fed vor Exit

Diametrale Entwicklung der Notenbankpolitik

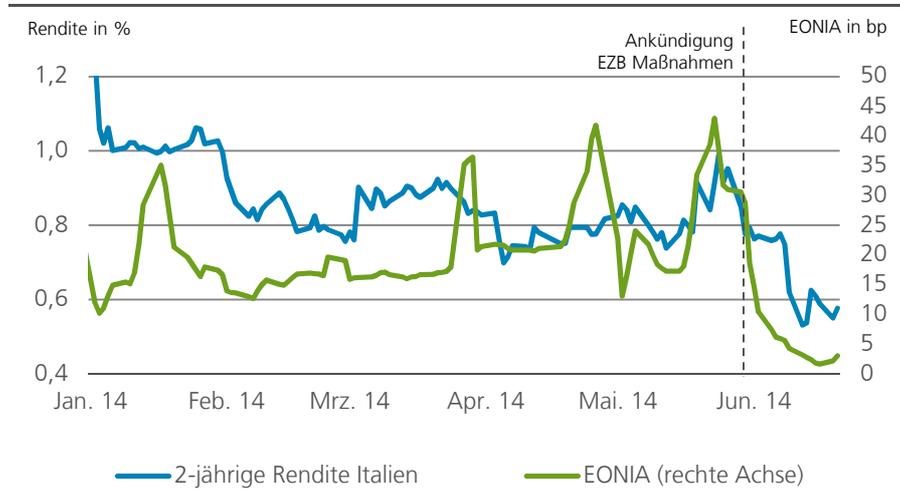
Die bereits mehrfach von uns angedeutete Divergenz der Notenbankpolitik zwischen EZB und Fed zeichnet sich zunehmend ab. Während die EZB zuletzt weitere Lockerungsmaßnahmen beschloss, setzt die Fed die Rückführung des Anleihekaufprogramms (Tapering) fort. Der Weg in eine restriktivere Geldpolitik ist vorgezeichnet. Damit kann die Abweichung bei 10-jährigen Renditen noch weitergehen, welche mit einer Renditedifferenz von ca. 1,3% bereits ein Hoch erreicht hat. Dieses Niveau wurde seit 1999 nicht erlangt. Die erste größere Zentralbank mit Zinserhöhungen könnte die Bank of England sein.

Erstmals Negativzinsen

EZB zu weiteren Maßnahmen bereit

Die EZB hat im Juni mit der Einführung eines negativen Einlagensatzes Neuland betreten. Mit der Senkung der Refinanzierungszinsen, einer längeren Vollzuteilung bis Ende 2016 sowie neuen Langfristendern (TLTRO) sollen die Geldmarktzinsen niedrig gehalten werden. Gleichzeitig wird mit den Maßnahmen der Kreditkanal weiter unterstützt. Das ebenfalls angekündigte ABS-Ankaufprogramm ist hierbei ein essentieller Faktor. Mit dem Ende der Sterilisierung des Gegenwertes aus dem ersten Anleihekaufprogramm der EZB (SMP) kommen nicht nur über 100 Mrd. Euro neue Überschussreserven in den Markt, auch wird quasi ex post eine quantitative Lockerung (Kauf von Staatsanleihen durch Notenbankgeld refinanziert) umgesetzt. Ein offener Punkt für die EZB bleibt das Risiko eines Abrutschens der mittelfristigen Inflationserwartungen – hierfür nennt der EZB Präsident Mario Draghi inzwischen konkret ein neues Anleihekaufprogramm (QE) für Staatsanleihen und andere (private) Wertpapiere als weitere Mittel.

EONIA und Rendite 2-jährige italienische Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.06.2014

Herausgeber:

Frank Hagenstein,
CIO Deka Investment GmbH

Redaktion:

Frank Hagenstein,
Christoph Witzke
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