

Frankfurt am Main, den 4. März 2016

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Die Entwicklung der Finanzmärkte im Februar lässt sich im Rückblick in zwei Phasen beschreiben: Bis zum 11. Februar setzte sich die scharfe Korrektur der vorangegangenen Wochen fort, bevor sich die Notierungen zum Monatsende hin erholten. Sowohl der Weltaktienmarkt (MSCI World) als auch der DAX verzeichneten über den Monat hinweg einen weiteren Kursrückgang in Höhe von 0,8% bzw. 2,7%.
- Die anhaltende Korrektur zu Beginn des Monats zog die Aktienmärkte auf neue Niveaus mit Verlusten im deutlich zweistelligen Bereich seit Jahresbeginn: -15,2% im Weltaktienmarkt (MSCI World), -10,5% im US-amerikanischen Markt (S&P 500) und -18,5% im DAX. Getrieben war diese Dynamik von den gleichen Faktoren, die die Märkte im Januar bewegten: wachsende Sorge bezüglich der Robustheit der Weltkonjunktur und möglichen rezessiven Tendenzen, gefördert von einer schwächeren chinesischen Wirtschaft und dem Rückgang des Ölpreises.
- Trotz der Stabilisierung der Aktienmärkte im Monatsverlauf standen die vermeintlichen „sicheren Anlagen“ weiterhin hoch im Kurs: die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen fielen im Lauf des Februars von ohnehin niedrigen 0,35% p.a. auf zuletzt nur noch 0,14% p.a. Auch in den USA gewannen 10-jährige *Treasuries*, die Rendite sank von 1,95 % p.a. Anfang des Monats auf lediglich 1,75% p.a. zum Monatsende. Gold zeigte die Eigenschaft einer Fluchtwährung, der Preis für eine Unze stieg von 1.126 auf 1.226 US-Dollar.
- Unverändert skeptisch beurteilten Marktteilnehmer die Bewertung sogenannter Hochzinsanleihen, bedingt durch die allgemeinen Konjunktursorgen und die niedrigeren Notierungen für Öl. (Je nach Index machen Emittenten des Energiesektors ca. 15% des Hochzinssegments aus.) Der Risikoaufschlag zu Staatsanleihen (gemessen am BofAML HY-Index) stieg von ca. 7,8% Anfang Februar auf fast 9% Mitte des Monats, um zum Monatsende wieder auf 7,8% zu fallen. Der Aufschlag für mit „CCC“ oder schlechter bewertete Anleihen stieg sogar auf über 21%. Derart hohe Risikoprämien wurden zuletzt in 2009, kurz nach dem Höhepunkt der Finanzkrise, gezahlt.
- Der US-Ölpreis (WTI) schwächte sich weiter von ca. 32 US-Dollar zu Beginn des Monats bis zeitweise auf Werte um 26 US-Dollar ab, ein Niveau, welches zuletzt 2003 zu verzeichnen war. Die möglichen Effekte dauerhaft niedriger Ölpreise auf Unternehmen im Energiesektor dominieren in einzelnen Segmenten sogar die stimulierenden Auswirkungen, die von günstigen Energiepreisen im Allgemeinen ausgehen. Dies gilt besonders für die Haushalte Öl-exportierender Staaten wie z.B. Russland und Saudi-Arabien.
- Die Berichtssaison der Unternehmen verlief bislang zwar zufriedenstellend, doch nicht ausreichend, um die Zweifel an der Robustheit der Weltkonjunktur zu zerstreuen. Von den im S&P 500 vertretenen Unternehmen berichteten bislang ca. 90%, 75% davon übertrafen die Erwartungen der Finanzanalysten beim Gewinn. Allerdings schafften es nur knapp 50% der Firmen, auch die Erwartungen zum Umsatz zu schlagen. In Europa berichteten erst 56% der Firmen, von diesen übertrafen 52% die Gewinnerwartungen und 62% die Umsatzerwartungen der Analysten.

Unsere Einschätzung

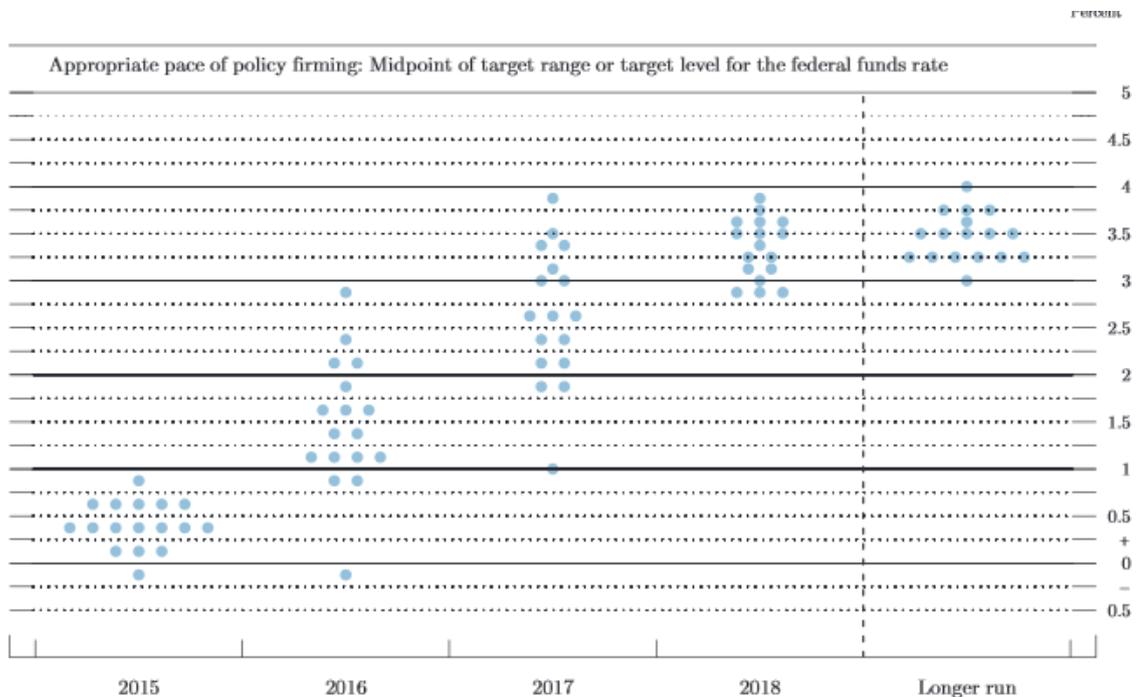
- Trotz der Normalisierung in der zweiten Monatshälfte verzeichnen die Finanzmärkte seit Jahresbeginn Schwankungen von mächtiger Dynamik und historischer Bedeutung. In den USA muss man bis in das Jahr 1932 zurückgehen, um einen schlechteren Jahresauftakt für Aktien zu finden. Nach unserer Einschätzung gibt es dafür drei wesentliche Gründe: erstens, die begrenzte Liquidität in einzelnen Marktsegmenten, bedingt unter anderem durch den Rückzug bedeutender Akteure – insbesondere Banken – im Zuge von regulatorischen Vorgaben zu deren Handelstätigkeiten; zweitens, die Anforderung an institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen, im Zuge von eng gefassten Risikolimits Engagements aufzulösen; und drittens, Veräußerungen von Anteilspaketen an börsennotierten Titeln durch Staatsfonds, deren kurzfristiger Kapitalbedarf sich aus den anhaltend niedrigen Notierungen des Ölpreises ergab.
- Nach unserer Einschätzung werden Investoren derzeit vor drei zentrale Fragen zum Markt und zum wirtschaftlichen Umfeld gestellt (im Folgenden zitiert, danach unsere Einschätzung).
 - **Konjunkturelles Umfeld:** „Die konjunkturelle Dynamik, speziell in den USA und Asien, verlangsamt sich und birgt das Risiko einer globalen Rezession.“
 - ▶ Wir halten diese Einschätzung für zu pessimistisch. Auch wenn es Zweifel an der wirtschaftlichen Dynamik der USA gibt, ergeben sich zugleich auch positive Effekte: die für Schwellenländer gefährliche Kapitalflucht aus lokalen Währungen könnte abflauen, da die Zinsdifferenz zwischen Schwellenländer-Titeln und US-Anleihen geringer als erwartet bleibt und die Märkte durch billiges Geld (zumindest vorübergehend) stabilisiert werden.
 - ▶ Auch halten wir die Zweifel am Wachstum und an der wirtschaftlichen Dynamik Chinas für nur teilweise begründet. Der von China angeblich geführte „Währungskrieg“ ist lediglich die leichte Korrektur einer jahrelangen Aufwertung des Yuan gegen einen handlungsgewichteten Währungskorb. Wir gehen weiterhin davon aus, dass China zwar schwächer als bisher wächst, aber nicht in eine Rezession abgleitet. Zudem erleichtert der im Verhältnis zum Euro und US-Dollar starke Yuan chinesischen Firmen die Beteiligung an US-amerikanischen und europäischen Firmen (sichtbar beispielsweise durch den jüngst bekannt gewordenen Einstieg der Shanghai Electric Group bei der deutschen Firma Manz AG).
 - ▶ Die Berichtssaison der Unternehmen zeigt zwar, dass die Gewinne – je nach Branche und Land unterschiedlich – eher stagnieren und primär durch Kosteneinsparungen erzielt werden. Echtes Umsatzwachstum als Treiber für Aktienbewertungen ist jedoch selten und nur selektiv in bestimmten Branchen zu finden, z.B. im IT-Sektor. Die Resultate der europäischen Firmen zeigen, dass sich Europa, verglichen mit den USA, in einem etwas früheren Stadium des Konjunkturzyklus befindet und über mehr Wachstumspotential verfügt. Es gibt derzeit aber keine Anzeichen für einen Einbruch der Unternehmensgewinne, wie es in einer Rezession zu erwarten wäre.
 - ▶ Ein starker Rückgang des Ölpreises hatte in der Vergangenheit unterschiedliche Gründe und war kein verlässlicher Indikator für eine Konjunkturabschwächung.

- **Deflationäre Tendenzen:** „Die nachlassende wirtschaftliche Dynamik birgt deflationäre Tendenzen, die durch die verbleibenden Instrumente der Zentralbanken nicht gebremst werden können.“
 - ▶ Wir schätzen das Risiko einer Deflation nach wie vor als gering ein. Zwar könnte die Zinswende der US-Notenbank FED weiter verzögert werden anstatt Fahrt aufzunehmen. Die Märkte glauben nicht mehr an die prognostizierten vier Zinsschritte im Laufe dieses Jahres (siehe auch die untenstehende Grafik), und die eher verhaltenen US-Wachstums- und Inflationszahlen bestätigen diese Einschätzung. Nicht zu vernachlässigen ist allerdings der Einfluss der niedrigen Energiepreise und sogenannte „Zweitrundeneffekte“ auf die offiziellen Zahlen. Während die jüngsten Preisdaten für die Eurozone einen Rückgang von 0,2% anzeigen, beträgt die Preisentwicklung ohne die volatilen Energie-, Nahrungs- und Genussmittelkomponenten +0,7% und signalisiert ein eher schwaches Wachstum, aber keine Deflation.
- **Stabilität des Finanzsektors:** „Die Anfälligkeit des Finanzsektors gegenüber niedrigen Zinsen und regulatorischen Veränderungen bedeutet ein Risiko, das den Vergleich mit der Lehman-Krise des Jahres 2008 rechtfertigt.“
 - ▶ Trotz der strukturellen Schwächen des Finanzsektors halten wir das Risiko eines Zusammenbruchs wie 2008 für gering. Diese Einschätzung liegt vor allem in der strafferen Bankenaufsicht, der insgesamt robusteren Eigenkapitalausstattung sowie der Rolle der Zentralbanken begründet.
- Wir gehen davon aus, dass die Volatilität in den kommenden Monaten nur langsam sinken wird. Zu viele offene Fragen und ungelöste politische (Flüchtlingsproblematik, „Brexit“-Referendum in England, Regierungsbildung Portugal, Sparmaßnahmen Griechenland) wie militärische Konflikte lasten auf den Börsen, als dass sich ein einheitlicher Trend kurzfristig durchsetzen sollte. Trotz dieser kritischen Aspekte sind wir für das Jahr 2016 verhalten optimistisch und glauben, dass eine gute Titelselektion und aktives Management es erlauben werden, die Herausforderungen zu meistern.

Positionierung

- Unsere jüngsten Veranlagungen und aktuellen Überzeugungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:
 - Nach wie vor halten wir Aktien für eine grundsätzlich attraktivere Vermögensklasse als Renten. Vor dem Hintergrund des schwächeren konjunkturellen Umfelds halten wir Selektivität für wichtig – sowohl bezogen auf einzelne Marktsegmente als auch auf die Ansätze einzelner Manager.
 - Neben Hochzinsanleihen bieten auch Anleihen im Bereich „Investment Grade“ (insbesondere BBB) inzwischen wieder ein attraktives Risiko-Rendite-Profil.
 - Aufgrund der zurückgenommenen Zinserwartungen und möglicher Volatilität an den Börsen, ausgelöst z.B. durch militärische oder politische Konflikte, halten wir Engagements in Gold als „Fluchtwährung“ weiterhin für sinnvoll.
 - Die hohe Volatilität bietet aus unserer Sicht für Investoren nicht nur Risiken, sondern auch Chancen, die durch aktive Asset Allokation und durch den Verkauf von Optionen auf Aktien genutzt werden können.

**Graphik des Monats:
Meinungsbild der „FOMC“-Mitglieder zur künftigen US-Zinsentwicklung**



NOTE: In the upper panel, the height of each bar denotes the number of FOMC participants who judge that, under appropriate monetary policy, the first increase in the target range for the federal funds rate from its current range of 0 to 1/4 percent will occur in the specified calendar year. In June 2015, the numbers of FOMC participants who judged that the first increase in the target federal funds rate would occur in 2015, 2016, and 2017 were, respectively, 15, 2, and 0. In the lower panel, each shaded circle indicates the value (rounded to the nearest 1/8 percentage point) of an individual participant's judgment of the midpoint of the appropriate target range for the federal funds rate or the appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run.

Die Graphik zeigt die unterschiedlichen Einschätzungen der Mitglieder des „Federal Open Market Committees“ (FOMC) zur Leitzinsentwicklung der US-Notenbank. Jeder blaue Punkt steht für die Einschätzung eines Notenbank-Mitglieds zum angemessenen Zins im jeweiligen Kalenderjahr. Offensichtlich besteht eine große Unsicherheit selbst in diesem Gremium über das Ausmaß und die Schnelligkeit von Zinserhöhungen. Erst auf längere Sicht zeichnet sich ein Konsens des „angemessenen“ Zinssatzes bei 3,5% ab.

Quelle: US-Notenbank Federal Reserve Board

Wichtige Hinweise:

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktbericht zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.