

Europas Zykliker sind auf dem Sprung



Karsten Seier, CFA
Leiter
Quantitative Produkte & Research
karsten.seier@meriten.com
Telefon: +49 211-23924 228

Dreimal haben die Märkte in diesem Jahr signalisiert, dass eine Rotation zugunsten zyklischer Aktien bevorsteht. Die ersten Anzeichen gab es im Februar und im April, ein letztes Mal schien es Anfang August so weit zu sein. Wegen der Griechenland-Krise und der Entwicklungen in China blieben es jedoch kurze Episoden.

Die Umschichtung in Zykliker ist nur noch eine Frage der Zeit. Europas Aktienmärkte haben eine dreijährige Hausse hinter sich. Doch die Anleger haben dem Frieden nie so recht getraut. Seit Herbst 2012 setzen sie vor allem auf Unternehmen mit einem soliden Geschäftsmodell und einer hohen Dividende. Sie bevorzugen also defensive Titel, die Bonds ähneln („bond-like equities“). Die Risikoscheu zeigte sich auch an den Anleihemärkten. Wider Erwarten setzte sich der Abwärtstrend der Zins- und Spreadniveaus fort.

Um von einer echten „Great Rotation“ sprechen zu können, muss der nächste Schritt im Zyklus einsetzen. Die Bondinvestoren müssen ihre Übergewichtung aufgeben, auch die Bewertung der defensiven Unternehmen an den Börsen muss wieder eine vernünftige Relation erreichen. Den Gewinnerwartungen in Euroland kommt dabei eine entscheidende Rolle zu. Erst wenn sie die Marktentwicklung weiter beflügeln, wird die große Umschichtung aus den Anleihemärkten in die Aktienmärkte – und dort vor allem in die Zykliker – kommen.

Die konjunkturellen Voraussetzungen in Euroland sind aus unserer Sicht weiterhin günstig:

- **Das Risiko eines Staatsbankrotts in Griechenland hat deutlich abgenommen.** Griechenland und seine Gläubiger stehen kurz davor, sich auch formal auf ein drittes Hilfspaket zu einigen.
- **Das Anleihe-Ankaufprogramm der Europäischen Zentralbank ist etabliert.** Das Programm dürfte keine wesentlichen Veränderungen erfahren. Die Zweifel an der Wirksamkeit und der Ausgestaltung sind ausgeräumt.
- **Das Umfeld stützt die Unternehmensgewinne.** Die günstigen Refinanzierungskosten, die geringen Energie- und Rohstoffpreise sowie das vorteilhafte Euro-Dollar-Verhältnis, das gerade den exportierenden Unternehmen nutzt, dürften die Gewinne zusätzlich beflügeln.
- **Die Eurozone hat Aufholpotenzial.** Im internationalen Vergleich hinkt der Euro-Aktienmarkt immer noch hinterher, was weitere Zuflüsse nach sich ziehen sollte.

Wir erwarten, dass der Euroland-Aktienmarkt und insbesondere die zyklischen Branchen und Unternehmen von diesen Entwicklungen profitieren können – auch wenn potentielle Risiken bleiben. So zeigen die Kurskapriolen an den chinesischen Märkten, dass der Weg steinig sein kann. Doch wir sind überzeugt: Die wahre „Great Rotation“ in Euroland steht bevor.

Covered Bonds: Für Euro-Kernländer fehlt die Phantasie



Heike Jürgens-Kreft
Leiterin
Fixed Income
heike.juergens-kreft@meriten.com
Telefon +49 211-23924 251

Im Vergleich zu anderen Assetklassen zeigten auf Euro lautende Covered Bonds zuletzt eine erstaunliche Widerstandskraft. Zwar konnten sich ihre Kurse nicht vom allgemeinen Zinsniveau abkoppeln, das auf die Entwicklungen in Griechenland reagierte. Die Risikoaufschläge (Spreads) stiegen aber in einem deutlich geringeren Ausmaß als bei den Staatsanleihen.

Das zeigte sich vor allem in Europas Peripheriestaaten. Der Spread einer zehnjährigen Anleihe der spanischen Großbank BBVA stieg gegenüber Bundesanleihen von Mitte Mai bis Anfang Juli um 25 Basispunkte. Bei laufzeitähnlichen spanischen Staatsanleihen war es das Doppelte.

Für diese Entwicklung spielte neben fundamentalen Gründen das Kaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) für Covered Bonds, das so genannte CBPP3, eine maßgebliche Rolle. Per 7. August 2015 hatte die EZB über 106 Milliarden Euro aufgekauft. Sie hält damit fast ein Siebtel des ausstehenden Covered-Benchmarkvolumens des iBoxx Euro Collateralized Covered Index.

Die Nachfrage nach Covered Bonds bleibt auch in Zukunft erhalten. Das Kaufprogramm der EZB ist bis mindestens Oktober 2016 angekündigt. Euro Covered Bonds dürften bis dahin unterproportional auf Zinsveränderungen reagieren. Ein Einstieg ist also nach wie vor interessant.

Auch das geringere Angebot schreckt die Anleger nicht. Der zunehmenden Illiquidität auf den Sekundärmärkten versuchen die Investoren auszuweichen, indem sie auf Neuemissionen setzen. Dieser Markt boomt, schließlich ist die Refinanzierung für die Emittenten seit dem Start des EZB-Programms deutlich günstiger geworden. Von der höheren Nachfrage profitieren sogar Anleihen aus Ländern, die nicht von CBPP3 erfasst werden. Dazu gehören zum Beispiel kanadische Papiere.

Künftig wird das Volumen der Neuemissionen an Euro Covered Bonds hinter dem fälligen Volumen zurückbleiben. Damit sinkt das gesamte Angebot. Ceteris paribus steigt der Anteil, den die EZB am Gesamtmarkt hält. Diese Angebotsverknappung stützt die Kurse zusätzlich.

So bleiben die Rahmenbedingungen für Covered Bonds günstig. Dies hat allerdings seinen Preis. Der Renditeaufschlag ist deutlich geschrumpft. Höhere Spreads – und damit höhere Renditen – gibt es in erster Linie in den Peripherieländern der Eurozone und in Ländern wie Kanada, die im Fahrwasser der EZB-Käufe mitschwimmen. Sie machen ein Portfolio derzeit attraktiv.

Wichtige Kundeninformation

Vorliegendes Dokument wurde durch die Meriten Investment Management GmbH (Oddo Meriten), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt. Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Es beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen. Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Oddo Meriten oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. **Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben.** Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Oddo Meriten übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Oddo Meriten reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf oder unter www.meriten.de bezogen werden. Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkurschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück. Bei Alternative Investments können Anlagentechniken (wie z.B. die Aufnahme von Fremdkapital, Leerverkäufe und Derivate) zum Einsatz kommen, die zusätzlichen Risiken unterliegen. Die niedrigen Anfangseinschüsse, die in der Regel zur Errichtung einer Position in solchen Instrumenten erforderlich sind, ermöglichen ein hohes Maß an Hebelwirkung. Dementsprechend kann sich eine verhältnismäßig kleine Bewegung im Preis eines Vermögensgegenstands in einem Gewinn oder Verlust niederschlagen, der im Verhältnis zum tatsächlich eingesetzten Kapital hoch ausfallen und zu einem überproportionalen Verlust führen kann, der über das geleistete Kapital hinausgeht. Transaktionen in außerbörslich gehandelten Derivaten können zusätzliche Risiken, insbesondere Liquiditäts- und Kontrahentenrisiken beinhalten. Es kann sich daher als schwierig erweisen, solche Transaktionen zu schließen, zu bewerten oder das Risiko einzuschätzen. Eine Anlage kann ebenfalls einem hohen Risiko unterliegen, wenn sie in Unternehmen getätigt wird, deren Emissionen nicht öffentlich oder frei handelbar und daher schwierig zu veraußern sind. Bei solchen Unternehmen kann zudem ein erhöhtes Risiko eines unternehmerischen Misserfolgs als bei größeren, börsennotierten Unternehmen bestehen. Anleger von Alternative Investments müssen bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen. Vermögensgegenstände können ganz oder teilweise nicht von einer Verwahrstelle, sondern einem Prime Broker verwahrt werden. Sofern der Prime Broker seinen Sitz außerhalb des Geltungsbereiches des Kapitalanlagegesetzbuches hat, unterliegt dieser nicht der staatlichen Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Anlagen in Fonds, die in Alternative Investments investieren, sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und ggf. Halbjahresbericht kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf bezogen werden. Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushandigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden. Sollte Oddo Meriten Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt Oddo Meriten Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält Oddo Meriten hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch Oddo Meriten verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen. Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden. Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handels der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht. Copyright ©Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die in Bezug auf Morningstar enthaltenen Informationen, Daten und ausgedruckten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren. STOXX Limited ("STOXX") ist die Quelle der in diesem Dokument genannten STOXX-Indizes und der darin enthaltenen Daten. STOXX war bei der Herstellung und Aufbereitung von in diesem Bericht enthaltenen Informationen in keiner Weise beteiligt und schließt für solche Informationen jede Gewähr und jede Haftung aus, einschliesslich für ihre Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Tauglichkeit zu beliebigen Zwecken. Jede Verbreitung oder Weitergabe solcher Informationen, die STOXX betreffen, ist untersagt.