

STRATEGIEREPORT

24. Juni 2015



AUTOR

Heinrich Peters  
 Telefon: 0 69/91 32-47 33  
 research@helaba.de

REDAKTION

Markus Reinwand, CFA

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud  
 Chefvolkswirt/  
 Leitung Research

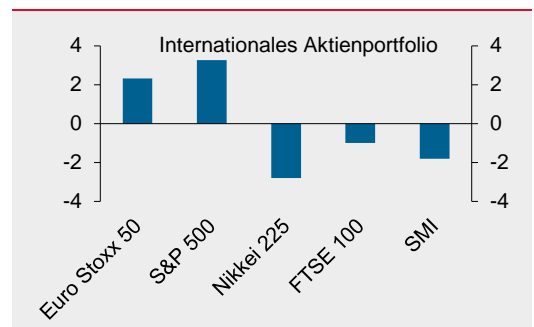
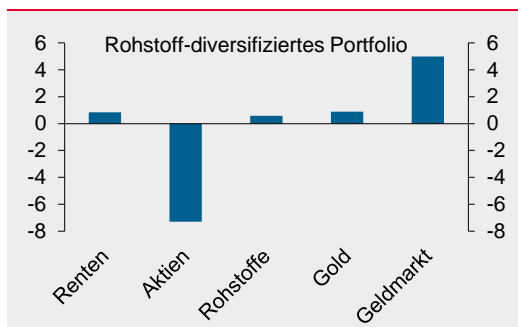
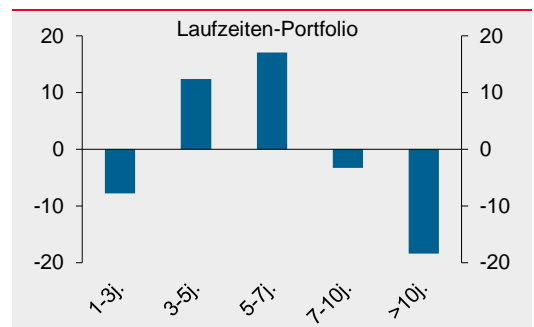
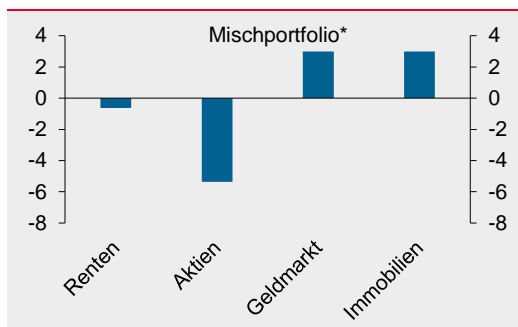
Helaba

Landesbank  
 Hessen-Thüringen  
 MAIN TOWER  
 Neue Mainzer Str. 52-58  
 60311 Frankfurt am Main  
 Telefon: 0 69/91 32-20 24  
 Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Derzeit überdeckt die Grexit-Angst noch die fundamentalen Kursrisiken von deutschen Staatsanleihen. Eine höhere Teuerung wird aber zunehmend belasten. Hinzu kommt die anstehende Zinswende der Fed. Deren Signalwirkung sollte besser nicht unterschätzt werden, zumal das EZB-QE seinen Nimbus weitgehend eingebüßt hat.
- Aktien haben zwar einen Teil der Übertreibung abgebaut. Die jüngsten Rückgänge bei konjunkturellen Stimmungsindikatoren sprechen allerdings ebenso wie die nachlassende Disinflation für eine weitere Bewertungskontraktion. Schließlich besteht ein negativer Zusammenhang zwischen Inflationsentwicklung und KGVs. Somit ist aus fundamentaler Sicht weiterer Korrekturbedarf gegeben.
- Mit Blick auf die aktuellen Chance-Risiko-Verhältnisse ist es empfehlenswert, Liquidität und Immobilien überzugewichten. Renten sollten neutral gewichtet und Aktien untergewichtet werden. Im Fall von Portfolio 5, das keine Immobilien enthält, ist es ratsam, Liquidität deutlich überzugewichten.
- Nach sichtbaren Erholungsansätzen im Frühjahr haben Rohstoffe erst einmal eine Verschnaufpause eingelegt. Bei wieder etwas günstigeren fundamentalen Verhältnissen werden sich die zuletzt defensiveren Finanzinvestoren wohl auch wieder stärker engagieren. Die Realzinsen dürften trotz US-Zinswende angesichts anziehender Teuerungsraten sehr niedrig bleiben. Auch saisonal steht mit dem zweiten Halbjahr traditionell eine eher günstige Phase für Gold an.

Portfolien, Abweichungen von den jeweiligen Neutralwerten

%-Punkte



\* Portfolio 3 der Helaba-Sollportfolien

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

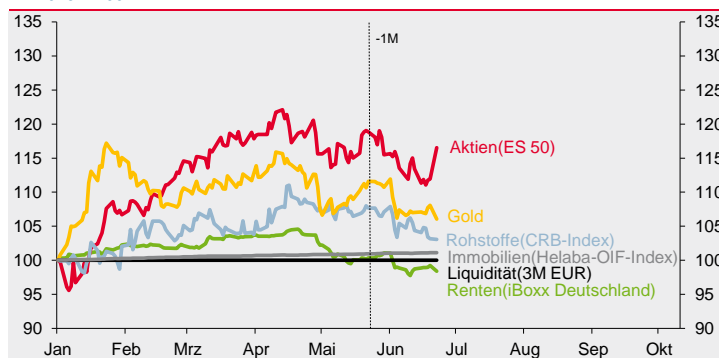
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Performance-Rückblick

Die Performance von deutschen Staatsanleihen weist beim jüngsten Einmonatsvergleich ein deutliches Minus auf (iBoxx:-1,9 %). Aktien tendierten zumeist leichter. Dabei schnitten japanische Dividendenpapiere in lokaler Währung am besten ab (+1,2 %), gefolgt von US-Titeln (0,0 %). Euro-Aktien belegten den dritten (-2,0 %), britische Werte den vierten Platz (-2,3 %). Schweizer Valoren waren das Schlusslicht (-3,2 %). Zuletzt gaben die hier beobachteten Währungen gegenüber dem Euro zumeist nach. Hierdurch tauschen japanische Dividendenpapiere währungsbereinigt den Rang mit Euro-Aktien. Rohstoffe und Gold hatten zuletzt ein Minus zu verzeichnen (-1,4 % bzw. -2,2 %). Auf Eurobasis schnitten beide sichtbar schlechter ab (-4,0 % bzw. -4,7 %). Beim Vergleich der bisherigen kumulierten Performance aller hier beobachteten Anlageinstrumente auf Eurobasis seit dem Jahresultimo 2014 lagen japanische Dividendenpapiere vorne (+20,9 %), gefolgt von Euro-Aktien (+16,5 %).

## Entwicklung ausgewählter Asset-Klassen in Euro

1.1.2015 = 100



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Performance nach Anlageinstrumenten

%

		lokal		in EUR	
		seit 31.12.14	seit 1M	seit 31.12.14	seit 1M
Renten	iBoxx	-	-	-1,6	-1,9
	1-3j.	-	-	0,1	-0,1
	3-5j.	-	-	-0,3	-0,2
	5-7j.	-	-	-1,1	-0,8
	7-10j.	-	-	-2,1	-1,7
	>10j.	-	-	-3,7	-5,2
Aktien	Euro Stoxx 50	16,5	-2,0	16,5	-2,0
	S&P 500	4,1	0,0	10,5	-2,6
	Nikkei 225	17,1	1,2	20,9	-3,1
	FTSE 100	6,1	-2,3	14,2	-3,2
	SMI	0,4	-3,2	15,4	-3,5
Rohstoffe	CRB	-2,9	-1,4	3,1	-4,0
	Gold	-0,1	-2,2	6,1	-4,7
Währungen	USD	-	-	6,2	-2,6
	JPY	-	-	3,3	-4,2
	GBP	-	-	7,7	-0,9
	CHF	-	-	15,0	-0,3
Immobilien	Helaba-OIF-Index*	-	-	1,1	0,2
Liquidität	3M EUR	-	-	0,0	0,0

\*Helaba-OIF-Index=Gleichgewichteter Index offener Immobilienfonds führender deutscher Anbieter

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Basisszenario

Moderates  
Wirtschaftswachstum

Die Weltwirtschaft zeigt sich insgesamt stabil. In den USA wird das BIP-Wachstum über Trend liegen. Die Eurozone entwickelt sich insgesamt verhalten. Aus den Schwellenländern kommen weiterhin keine durchschlagenden positiven Konjunkturimpulse. China arbeitet seine Reformagenda ab. Geopolitische Auseinandersetzungen haben keine nachhaltige Auswirkung auf die Entwicklung der Weltwirtschaft. Das Preisklima wird sich angesichts vielfach mangelnder Überwälzungsspielräume vorerst nur leicht eintrüben. Die Geldpolitik bleibt in den großen Industrieländern zwar noch sehr locker, der Wendepunkt dürfte aber in den USA immer näher rücken.

## Performance-Ausblick

Weit überwiegend  
negative Ertrags-  
erwartungen

Derzeit überdeckt die Grexit-Angst noch die fundamentalen Kursrisiken von deutschen Staatsanleihen. Eine höhere Teuerung wird aber zunehmend belasten. Hinzu kommt die anstehende Zinswende der Fed. Deren Signalwirkung sollte besser nicht unterschätzt werden, zumal das EZB-QE seinen Nimbus weitgehend eingebüßt hat. Aktien haben zwar einen Teil der Übertreibung abgebaut. Die jüngsten Rückgänge bei konjunkturellen Stimmungsindikatoren sprechen allerdings ebenso wie die nachlassende Disinflation für eine weitere Bewertungskontraktion. Schließlich besteht ein negativer Zusammenhang zwischen Inflationsentwicklung und KGVs. Somit ist aus fundamentaler Sicht weiterer Korrekturbedarf gegeben. Nach sichtbaren Erholungsansätzen im Frühjahr haben Rohstoffe erst einmal eine Verschnaufpause eingelegt. Bei wieder etwas günstigeren fundamentalen Verhältnissen werden sich die zuletzt defensiveren Finanzinvestoren wohl auch wieder stärker engagieren. Bis Anfang Juni waren die Short-Positionen bei Gold relativ hoch. Gleichzeitig gaben die Gold-ETFs aus ihren physischen Beständen weiter ab. Allmählich könnte aber das Szenario greifen, dass die US-Notenbank die Zinswende sehr behutsam durchführen wird. Die Realzinsen dürften somit angesichts anziehender Teuerungsraten sehr niedrig bleiben. Auch saisonal steht mit dem zweiten Halbjahr traditionell eine eher günstige Phase für Gold an.

## Rendite-Risiko-Aussichten nach Anlageinstrumenten

%

		Performanceerwartung*		Risiko**	Sharpe-Ratio***
		lokal	in EUR		
Renten	iBoxx	-	-6,2	3,9	-1,6
	1-3j.	-	-0,7	0,3	-2,2
	3-5j.	-	-1,6	1,1	-1,5
	5-7j.	-	-2,2	2,1	-1,0
	7-10j.	-	-4,6	4,1	-1,1
	>10j.	-	-16,2	10,2	-1,6
Aktien	Euro Stoxx 50	-29,1	-29,1	19,4	-1,5
	S&P 500	-24,3	-25,7	15,3	-1,7
	Nikkei 225	-46,1	-38,4	17,4	-2,2
	FTSE 100	-17,8	-33,2	16,0	-2,1
	SMI	-21,2	-35,6	13,7	-2,6
Rohstoffe	CRB	13,4	11,2	15,3	0,7
	Gold	10,5	8,4	13,8	0,6
Währungen	USD	-	-1,9	9,7	-0,2
	JPY	-	14,3	9,1	1,6
	GBP	-	-18,8	8,1	-2,3
	CHF	-	-18,3	16,5	-1,1
Immobilien	Helaba-OIF-Index****	-	2,5	0,2	12,8
Liquidität	3M EUR	-	0,0	0,0	-

\*in %, ca. 3 Monate, annualisiert \*\* 250-Tage-Volatilität

\*\*\* (Erwarteter Ertrag - Risikoloser Ertrag (3M-Euro)) / Ertragsrisiko (250-Tage-Volatilität)

\*\*\*\* Helaba-OIF-Index=Gleichgewichteter Index offener Immobilienfonds führender deutscher Anbieter

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Asset-Allocation der Mischportfolien

Liquidität und Immobilien übergewichtet

Mit Blick auf die aktuellen Chance-Risiko-Verhältnisse ist es empfehlenswert, Liquidität und Immobilien überzugewichten. Renten sollten neutral gewichtet und Aktien untergewichtet werden. Im Fall von Portfolio 5, das keine Immobilien enthält, ist es ratsam, Liquidität deutlich überzugewichten.

## Portfolio-Empfehlungen nach Anlegerprofilen

Portfoliostrukturen in %

		Portfolio 1				Portfolio 2				Portfolio 3				Portfolio 4				Portfolio 5			
		NW	PF	Δ NW	Δ VM	NW	PF	Δ NW	Δ VM	NW	PF	Δ NW	Δ VM	NW	PF	Δ NW	Δ VM	NW	PF	Δ NW	Δ VM
Renten/ Spareinlagen	iBoxx	90,0	88,0	-2,0	0,0	70,0	66,6	-3,4	-0,6	45,0	44,4	-0,6	-1,3	20,0	22,1	2,1	-2,0	10,0	13,1	3,1	-2,0
Aktien	Euro Stoxx 50	-	-	-	-	15,0	12,4	-2,6	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	international*	-	-	-	-	-	-	-	-	40,0	34,6	-5,4	1,3	65,0	56,9	-8,1	2,0	85,0	76,9	-8,1	2,0
Immobilien	Helaba-OIF-Index**	5,0	7,0	2,0	0,0	10,0	13,0	3,0	0,0	10,0	13,0	3,0	0,0	10,0	13,0	3,0	0,0	-	-	-	-
Liquidität	3MEUR	5,0	5,0	0,0	0,0	5,0	8,0	3,0	0,0	5,0	8,0	3,0	0,0	5,0	8,0	3,0	0,0	5,0	10,0	5,0	0,0

NW=Neutralwert, PF=Portfolio, ΔNW=Abweichung vom Neutralwert, ΔVM=Veränderung zum Vormonat.

\*Siehe auch Seite 6. \*\* Helaba-OIF-Index=Gleichgewichteter Index offener Immobilienfonds führender deutscher Anbieter. Seit Juli 2013 besteht bei offenen Immobilienfonds für Neuanleger eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten und eine Kündigungsfrist von 12 Monaten. Für Anleger mit besonders hoher Liquiditätspräferenz empfehlen wir daher, den Immobilienanteil durch Liquidität zu ersetzen. Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

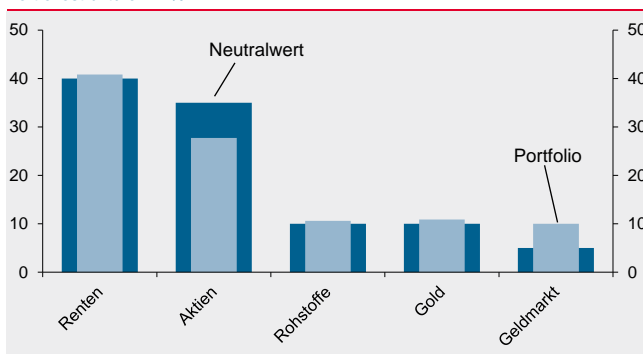
## Allokation des um Rohstoffe diversifizierten Portfolios

Rohstoffe und Gold neutral gewichten

Die ab Frühjahrsbeginn eingetretene leichte Zuversicht bei Rohstoffen ist zuletzt einer gewissen Ernüchterung gewichen. Unerwartet hohe und lang anhaltende Angebotsüberschüsse sowie weiter anwachsende Lager dominieren das Bild. Die mitunter enttäuschenden fundamentalen Marktverhältnisse erhalten weiterhin eher gedämpfte Begleitmusik durch das makroökonomische Umfeld. Das Wirtschaftswachstum fällt überwiegend wenig dynamisch bzw. nicht rohstoffintensiv genug aus, um den notwendigen Rückenwind für deutlich anziehende Notierungen zu erzeugen. Die Kapazitätsanpassungen auf der Angebotsseite lassen auch angesichts der Währungsverhältnisse sowie vermehrter Produktivitätsbemühungen und einer überraschenden Ausdauer bei der Verfolgung marktanteilsmaximierender Strategien wohl länger auf sich warten als von uns noch in den vergangenen Monaten gedacht. Dennoch dürfte für viele Produzenten des Rohstoffsektors mit den Preisen von Ende Januar bzw. Mitte März die „Schmerzgrenze“ bereits erreicht worden sein.

## Rohstoff-Portfolio

Portfoliostrukturen in %



\*Zur Allokation der internationalen Aktien siehe Seite 6  
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Allokation im Rohstoff-Portfolio

%

		%			
		NW	PF	Δ NW	Δ VM
Renten	iBoxx	40,0	40,8	0,8	-2,7
Aktien	international*	35,0	27,7	-7,3	0,7
Rohstoffe	CRB	10,0	10,6	0,6	-0,7
	Gold	10,0	10,9	0,9	2,7
Liquidität	3MEUR	5,0	10,0	5,0	0,0

\*Zur Allokation der internationalen Aktien siehe Seite 6  
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Laufzeiten-Allokation

Kurzläufer  
zuletzt vorne

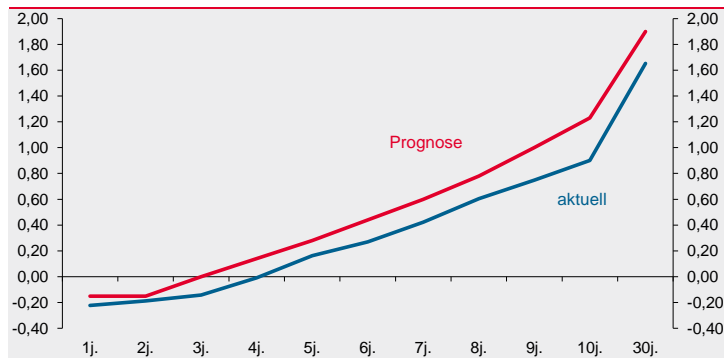
Deutsche Staatsanleihen hatten beim jüngsten Einmonatsvergleich ein deutliches Minus zu verzeichnen (iBoxx:-1,9 %). Kurzläufer führten die Rangliste (-0,1 %) an. 3-5j.Papiere belegten den zweiten Platz (-0,2 %), 5-7j. Titel Rang 3 (-0,8 %). 7-10j. Papiere fanden sich auf dem vorletzten Platz wieder (-1,7 %). Ultralangläufer waren mit großem Abstand das Schlusslicht (-5,2 %). Bei der kumulierten Performance seit dem Ultimo 2014 lagen Kurzläufer zuletzt in Führung (+0,1 %).

Mittlere  
Laufzeiten als  
Anlageschwerpunkt

Die Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen ist seit April deutlich steiler geworden. In der Spitze lag der 10/2-Spreads bei fast 120 Bp und hat sich damit beinahe vervierfacht. Da diese Entwicklung offenbar mit dem Segen der EZB erfolgt ist und diese durchaus Vorteile bringt, kann noch keine Entwarnung gegeben werden: Erstens erleichtert die erhöhte Abgabefreude der Investoren ihr Ankaufprogramm. Zweitens reduziert sie den Anlagedruck und damit die Risiken für die Finanzmarktstabilität. Drittens dient die steilere Zinskurve als Beleg für eine erfolgreiche Geldpolitik. Die Fundamentaldaten, die schon länger in eine positive Richtung weisen, können nun mehr Wirkung entfalten. Dies spricht dafür, dass längere Laufzeiten – abgesehen von der insgesamt erhöhten Volatilität – allgemein unter Druck bleiben. Zudem scheint der Markt nun verletzlich gegenüber einer Zinswende in den USA. Laufzeitenrisiken sollten zunächst begrenzt werden.

## Renditespektrum Bundesanleihen

Auf Sicht von 3 Monaten in %



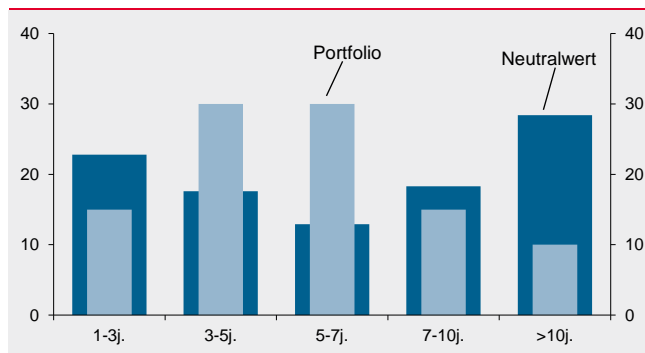
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Duration unter  
Benchmark-Niveau

Beim reinen Laufzeiten-Portfolio raten wir, 5-7j. Titel aufgrund des besseren Chance-Risiko-Verhältnisses deutlich überzugewichten, 3-5j. Papiere überzugewichten. 7-10j. Papiere sollten leicht über Neutralwert dotiert, Kurzläufer untergewichtet und Ultralangläufer deutlich untergewichtet werden. Insgesamt ist für das Portfolio somit eine Duration unter Benchmark-Niveau empfehlenswert.

## Laufzeiten-Portfolio

Portfoliostrukturen in %



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Allokation im Laufzeiten-Portfolio

%

Laufzeiten	NW	PF	Δ NW	Δ VM
1-3j.	22,8	15,0	-7,8	0,0
3-5j.	17,6	30,0	12,4	5,0
5-7j.	12,9	30,0	17,1	0,0
7-10j.	18,3	15,0	-3,3	-5,0
>10j.	28,4	10,0	-18,4	0,0

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

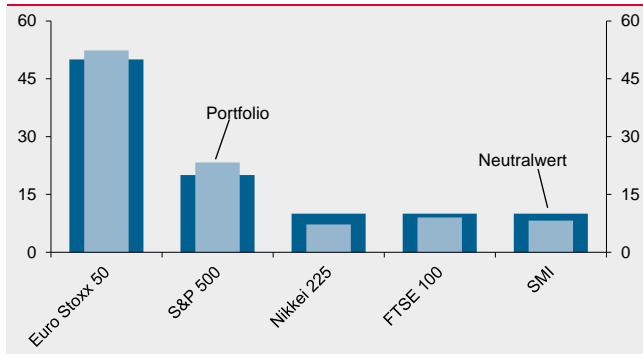
## Allokation der internationalen Aktienanlagen

Euro- und US-Aktien  
leicht übergewichtet

Die Performance-Erwartungen auf Euro-Basis sprechen gegenwärtig bei internationalen Aktien vornehmlich unter Währungsgesichtspunkten für eine leichte Übergewichtung von Euro- und US-Aktien zu Lasten von Schweizer Valoren, japanischen Dividendenpapieren und britischen Werten.

### Internationales Aktienportfolio

Portfoliostrukturen in %



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

### Allokation im internationalen Aktienportfolio

%

	Internat. Aktien	NW	PF	Δ NW	Δ VM
Euro Stoxx 50	50,0	52,3	2,3	-3,6	
S&P 500	20,0	23,3	3,3	1,8	
Nikkei 225	10,0	7,2	-2,8	-0,5	
FTSE 100	10,0	9,0	-1,0	1,1	
SMI	10,0	8,2	-1,8	1,2	

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Portfoliostrukturen der Mischdepots

Mit Blick auf die aktuellen Chance-Risiko-Verhältnisse ist es empfehlenswert, Liquidität und Immobilien überzugewichtet. Renten sollten neutral gewichtet und Aktien untergewichtet werden. Im Fall von Portfolio 5, das keine Immobilien enthält, ist es ratsam, Liquidität deutlich überzugewichten. Die Performance-Erwartungen auf Euro-Basis sprechen gegenwärtig bei internationalen Aktien vornehmlich unter Währungsgesichtspunkten für eine leichte Übergewichtung von Euro- und US-Aktien zu Lasten von Schweizer Valoren, japanischen Dividendenpapieren und britischen Werten. In der Laufzeiten-Allokation von Staatsanleihen raten wir, aufgrund des besseren Chance-Risiko-Verhältnisses, 5-7j. Titel deutlich überzugewichten und 3-5j. Papiere überzugewichten. 7-10j. Papiere sollten leicht über Neutralwert dotiert, Kurzläufer untergewichtet und Ultralangläufer deutlich untergewichtet werden.

## Portfolio-Empfehlungen nach Anlegerprofilen

Portfoliostrukturen in %

		Portfolio 1				Portfolio 2				Portfolio 3				Portfolio 4				Portfolio 5			
		NW	PF	Δ NW	Δ VM	NW	PF	Δ NW	Δ VM	NW	PF	Δ NW	Δ VM	NW	PF	Δ NW	Δ VM	NW	PF	Δ NW	Δ VM
Renten/ Spareinlager	1-3j.	90,0	88,0	-2,0	0,0	17,5	10,8	-6,7	1,2	11,3	7,2	-4,0	0,6	5,0	3,6	-1,4	0,1	2,5	2,1	-0,4	0,0
	3-5j.	-	-	-	-	13,4	21,5	8,1	4,4	8,6	14,3	5,7	2,7	3,8	7,1	3,3	1,0	1,9	4,2	2,3	0,4
	5-7j.	-	-	-	-	8,3	18,1	9,8	-0,7	5,3	12,0	6,7	-0,7	2,4	6,0	3,6	-0,7	1,2	3,5	2,4	-0,7
	7-10j.	-	-	-	-	13,7	10,5	-3,1	-3,8	8,8	7,0	-1,8	-2,7	3,9	3,5	-0,4	-1,6	2,0	2,1	0,1	-1,1
	> 10j.	-	-	-	-	17,2	5,7	-11,5	-1,6	11,1	3,8	-7,3	-1,2	4,9	1,9	-3,0	-0,7	2,5	1,1	-1,3	-0,5
Aktien	Euro Stoxx 50	-	-	-	-	15,0	12,4	-2,6	0,6	20,0	18,1	-1,9	-0,5	32,5	29,8	-2,7	-0,9	42,5	40,3	-2,2	-1,7
	S&P 500	-	-	-	-	-	-	-	-	8,0	8,1	0,1	0,9	13,0	13,3	0,3	1,4	17,0	17,9	0,9	1,8
	Nikkei 225	-	-	-	-	-	-	-	-	4,0	2,5	-1,5	-0,1	6,5	4,1	-2,4	-0,1	8,5	5,5	-3,0	-0,2
	FTSE 100	-	-	-	-	-	-	-	-	4,0	3,1	-0,9	0,5	6,5	5,1	-1,4	0,8	8,5	6,9	-1,6	1,0
	SMI	-	-	-	-	-	-	-	-	4,0	2,8	-1,2	0,5	6,5	4,7	-1,8	0,8	8,5	6,3	-2,2	1,1
Immobilien	Helaba-OIF-Index	5,0	7,0	2,0	0,0	10,0	13,0	3,0	0,0	10,0	13,0	3,0	0,0	10,0	13,0	3,0	0,0	-	-	-	-
Liquidität	3MEUR	5,0	5,0	0,0	0,0	5,0	8,0	3,0	0,0	5,0	8,0	3,0	0,0	5,0	8,0	3,0	0,0	5,0	10,0	5,0	0,0

NW=Neutralwert, PF=Portfolio, ΔNW=Abweichung vom Neutralwert, ΔVM=Veränderung zum Vormonat.

\* Helaba-OIF-Index=Gleichgewichteter Index offener Immobilienfonds führender deutscher Anbieter. Seit Juli 2013 besteht bei offenen Immobilienfonds für Neuanleger eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten und eine Kündigungsfrist von 12 Monaten. Für Anleger mit besonders hoher Liquiditätspräferenz empfehlen wir daher, den Immobilienanteil durch Liquidität zu ersetzen.

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research ■