



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

28. November 2019

Ausblick 2020 (III): Die unendliche Geschichte der Niedrigzinsen

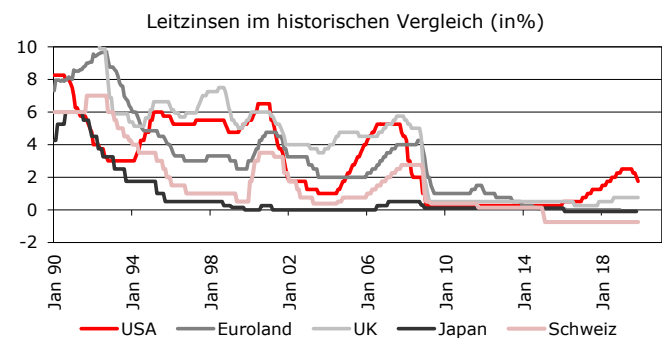
In Teil 1 und 2 unseres Jahresausblicks 2020 haben wir uns mit den konjunkturellen Rahmenbedingungen für die Weltwirtschaft und die wichtigsten Industrie- und Schwellenländer befasst. Vor allem der Handelsstreit zwischen den USA und China sowie andere politische Unsicherheiten und strukturelle Defizite haben in diesem Jahr zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung geführt. Auch die Inflationsraten sind in fast allen Ländern gesunken. Die von den Anlegern lang ersehnte Zinswende ist von daher wie von uns erwartet auch 2019 ins Wasser gefallen. Stattdessen sind die Renditen zwischenzeitlich auf neue Tiefstände gefallen. Bedeutet dies – wie man immer häufiger hört –, dass Anleihen kein Investment mehr Wert sind?

Staatsanleihen: Bodenbildung oder Trendwende bei den Renditen?

Vor 12 Monaten befanden sich die meisten globalen Notenbanken noch im Zinserhöhungsmodus, doch unter dem Eindruck immer schwächer werdender Konjunktur- und Inflationsdaten wechselte die Geldpolitik im Laufe dieses Jahres erneut die Richtung. Vor allem die Federal Reserve, die noch im Dezember 2018 den US-Leitzins erhöhte und für 2019 weitere geldpolitische Straffungen ankündigte, signalisierte schon im Januar eine Kehrtwende. In der ersten Jahreshälfte blieb die Fed Funds Target Rate noch unverändert, doch nachdem sich die Wachstumsraten der US-Wirtschaft im Jahresverlauf abschwächten und die für die Notenbank entscheidende Inflationsrate unter der Zwei-Prozent-Marke blieb, senkte die Fed im Juli, September und Oktober den

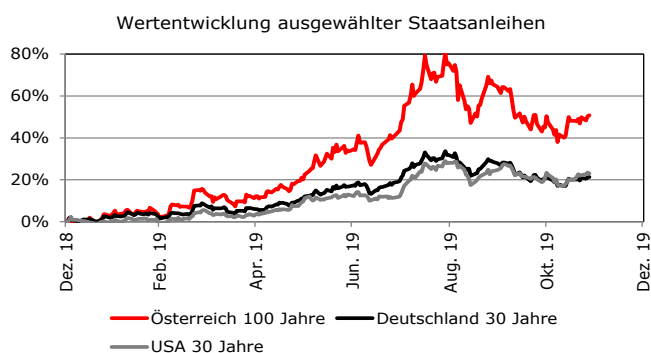
Leitzins um insgesamt 75 Basispunkte auf eine Spanne von 1,50 bis 1,75 Prozent.

Auch die Europäische Zentralbank hat ihre Ende vergangenen Jahres formulierte Absicht, die Zinsen ab dem Sommer 2019 zu erhöhen, nicht in die Tat umgesetzt. Im Gegenteil: Schwache Wirtschaftsdaten und ein deutlicher Rückgang der Inflationsrate auf weniger als ein Prozent veranlassten den EZB-Rat im September, den Einlagenzinssatz von -0,40 auf -0,50 Prozent zu reduzieren. Gleichzeitig wurde nur neun Monate nach Beendigung des alten die Auflage eines neuen Anleiheaufkaufprogramms in Höhe von 20 Milliarden Euro monatlich beschlossen.



Die Federal Reserve und die EZB befinden sich in guter Gesellschaft. Von fast 40 globalen Notenbanken, deren Geldpolitik wir verfolgen, haben in diesem Jahr 23 die Zinsen gesenkt; dem stehen nur drei Erhöhungen gegenüber. 2018 war dies noch genau umgekehrt. Die internationale Geldpolitik ist also in diesem Jahr noch expansiver geworden als sie es ohnehin schon war. Im Umkehrschluss sind die Renditen in diesem Jahr stark

gefallen, sodass Anlegern in festverzinslichen Wertpapieren zum Teil erkleckliche Kursgewinne – teilweise in prozentual zweistelliger Höhe – beschert wurden. Dabei war die Wertentwicklung umso besser, je länger die Restlaufzeit der Anleihen war. Bestes Beispiel hierfür ist die im Jahr 2017 von Österreich emittierte Staatsanleihe mit einer Restlaufzeit von damals 100 Jahren. Trotz eines nur kleinen Kupons von 2,1 Prozent gewann die Anleihe bis Ende August fast 80(!) Prozent an Wert. Dies war auf den bis in den Spätsommer zu beobachtenden Rückgang der Renditen zurückzuführen, der im Umkehrschluss zu steigenden Kursen bei ausstehenden Anleihen führte. Die Rendite für eine 10-jährige Bundesanleihe erreichte Ende August ein neues Rekordtief von -0,72 Prozent nachdem diese zu Jahresbeginn noch bei 0,25 Prozent gelegen hatte. 10-jährige US-Treasuries rentierten im September bei 1,46 Prozent im Vergleich zu 2,69 Prozent zu Jahresbeginn.



Mittlerweile haben sich die Renditen für Staatsanleihen in den USA und in der Eurozone von ihren Tiefstständen im Sommer 2019 allerdings wieder entfernt, sodass die Kurse gesunken sind. Die angesprochene österreichische Staatsanleihe weist mittlerweile „nur“ noch ein Kursplus von 50 Prozent auf. Ist dies der Anfang einer Trendwende zu nachhaltig steigenden Renditen am Rentenmarkt? Wir halten das für unwahrscheinlich. Sowohl das fundamentale, als auch das politische und geldpolitische Umfeld sprechen dafür, dass die Renditen nach den negative Übertreibungen im Sommer in einen Seitwärtskanal mit hoher Schwankungsbreite eintreten werden. Die global schwache Konjunkturentwicklung – die Weltwirtschaft wächst 2019 und 2020 nur mit Raten von drei Prozent, das ist das geringste Wachstum seit der Finanz- und Wirtschaftskrise – wird dazu führen, dass die Inflation und insbesondere die Inflationserwartungen 2020 sehr niedrig bleiben. Höhere Leitzinsen, die die Grundlage für eine nachhaltige Trendwende am

Rentenmarkt bilden, sind im kommenden Jahr nicht zu erwarten.

In den USA tritt die Federal Reserve nach ihren drei Zinssenkungen in diesem Jahr, die sie selbst als „mid cycle adjustment“ charakterisierte, erstmal an die Seitenlinie. Fed-Präsident Powell signalisierte zuletzt, dass die Notenbank den Leitzins so lange beibehalten wird, wie die Konjunktur auf ihrem derzeitigen Kurs bleibt. Da Zinserhöhungen von der Zentralbank erst dann erwogen werden, wenn die Inflationsrate deutlich über die Zwei-Prozent-Marke ansteigt, sind höhere Leitzinsen im nächsten Jahr nicht zu erwarten. Dagegen sind ein oder sogar zwei Zinssenkungen unseres Erachtens nach 2020 durchaus möglich, da die US-Wirtschaft weniger stark wachsen wird als in diesem Jahr. Die Fed Funds Futures zeigen, dass die Marktteilnehmer mehrheitlich in der zweiten Jahreshälfte mit einer Zinssenkung rechnen.

Die Europäische Zentralbank wird 2020 ihre Geldpolitik nicht verändern. Mittlerweile ist den meisten Mitgliedern der EZB bewusst, dass die Risiken und Nebenwirkungen ihrer Geldpolitik zugenommen haben und noch niedrigere Zinsen mehr Schaden anrichten als Gutes bewirken. Da die Notenbank über ihr Anleihenaufkaufprogramm jeden Monat für 20 Milliarden Euro europäische Staats- und Unternehmensanleihen sowie Pfandbriefe und Asset Backed Securities kauft, bleiben die Renditen gedeckelt. Hinzu kommen weitere 20 Milliarden Euro im Monat, die die EZB für die Wiederanlage auslaufender Wertpapiere investieren wird.

Die mittelfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sowie die Konjunktur- und Inflationsprognosen der EZB lassen erwarten, dass die Niedrigzinsphase in Europa noch weit über das Jahr 2020 anhalten wird. Auch die bislang noch ungelösten politischen Probleme, wie der Handelsstreit zwischen den USA und China, der Brexit und die Schwierigkeiten der politischen Mehrheitsfindung in vielen europäischen Ländern, werden dazu führen, dass die Renditen sehr niedrig bleiben; gleichwohl dürfte es sowohl in Europa als auch in den USA zu kräftigen Schwankungen kommen. Wir erwarten, dass die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen im kommenden Jahr zwischen null und -0,6 Prozent liegen wird. Die Rendite für 10-jährige US-Treasuries dürfte sich dagegen zwischen 1,4 und 2,0 Prozent bewegen. Für Anleger ist das potenzielle Wertsteigerungspotenzial bei Staatsanleihen somit vergleichsweise unattraktiv.

Ausgehend vom aktuellen Niveau würde ein Renditerückgang auf -0,6 Prozent bei einer 10-jährigen Bundesanleihe zu einer positiven Wertentwicklung von rund zwei Prozent führen. Umgekehrt käme es bei einem Renditeanstieg auf null Prozent zu einer Wertminderung von etwa vier Prozent. Während eine sogenannte Buy-and-Hold-Strategie langfristig definitiv zu einer negativen Performance führen würde, kann das kluge Ausnutzen der zu erwartenden Schwankungen über eine rechtzeitige Verkürzung bzw. Verlängerung der Durationspositionierung in einem Anleihenportfolio jedoch zu einem Mehrertrag von zwei bis drei Prozentpunkten führen. Aktives Anleihenmanagement bleibt also Trumpf, dann haben Festverzinsliche auch weiterhin ihre Berechtigung in einem Portfolio!

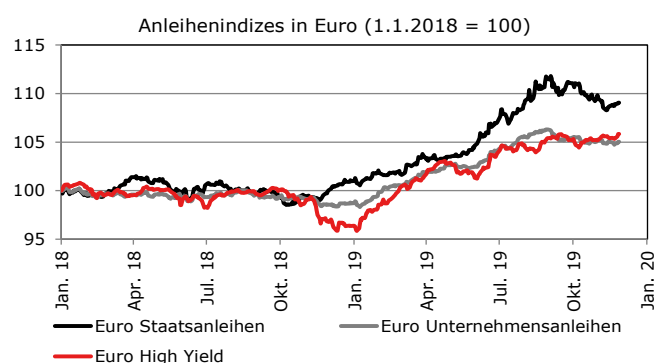
Da derzeit rund 50 Prozent aller Staatsanleihen aus der Eurozone negative Renditen aufweisen, empfehlen wir, Staatsanleihen aus Osteuropa in die Wertpapierselektion einzubeziehen. Emissionen aus diesen Ländern verfügen noch über spürbar höhere Renditen, gleichzeitig weisen die meisten Staaten in aller Regel bessere Wachstums- und Verschuldungsraten auf. Zudem streben nicht wenige dieser Nationen eine Aufnahme in die EU oder die Eurozone an, wovon die Anleihen dieser Emittenten profitieren sollten.

Ist 2020 eine Übergewichtung von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen 2020 zu empfehlen?

Eine interessante Anlagealternative zu Staatsanleihen stellen aus unserer Sicht europäische Unternehmensanleihen dar, mit denen Anleger schon in diesem Jahr durchschnittlich gut sechs Prozent verdienen konnten. Solange die wirtschaftliche Entwicklung in Europa nicht in eine Rezession abgeleitet, sollten Unternehmensanleihen auch 2020 von der anhaltenden Suche nach höheren Renditen profitieren. Denn im Gegensatz zu Staatsanleihen, deren durchschnittliche Rendite innerhalb der Eurozone negativ ist, versprechen Unternehmensanleihen zwar geringe, aber immerhin noch positive Renditen.

Selbst ein, wie von uns prognostiziert, schwaches Wirtschaftswachstum in der Eurozone wird dafür sorgen, dass die Ausfallraten bei Unternehmensanleihen absolut und auch relativ gesehen gegenüber ihrer eigenen Historie niedrig bleiben werden. Hinzu kommt, dass die EZB wieder als Käufer auf dem relativ kleinen Markt der europäischen Unternehmensanleihen auftritt. Dies sorgt

für einen zusätzlichen, nicht zu unterschätzenden Nachfrageimpuls, der selbst in möglichen Krisensituation dafür sorgen sollte, dass sich die Kreditaufschläge nicht stark ausweiten. Zudem haben viele Unternehmen in Europa die vergangenen Jahre genutzt, um ihre Verschuldung und die Zinsbelastung durch das immer weiter sinkende Zinsniveau deutlich zu reduzieren. Damit sind sie auch für Zeiten eines anhaltend geringen Wachstums gut aufgestellt, sodass wir aus diesen Gründen für Unternehmensanleihen auch im nächsten Jahr eine positive Entwicklung erwarten. Zwar werden die Bäume für Anleger nicht in den Himmel wachsen, mit High-Yield- und Nachranganleihen sollte aber auch im kommenden Jahr eine positive Wertentwicklung von mehr als zwei Prozent möglich sein.



Trotz Niedrigzinsen: Anlageideen für 2020

Wir empfehlen, im nächsten Jahr weiterhin einen spürbaren Teil des Portfolios in High-Yield-Anleihen und Nachranganleihen aus Europa zu investieren. Diese Anleihen werden sich bei einem schwachen, aber leicht positiven Wachstum auch in 2020 einer starken Nachfrage erfreuen, da die Investoren durch das allgemein niedrige Zinsniveau gezwungen werden, in risikoreichere Anlageklassen zu investieren, da nur hier noch einigermaßen auskömmliche Renditen zu erzielen sind.

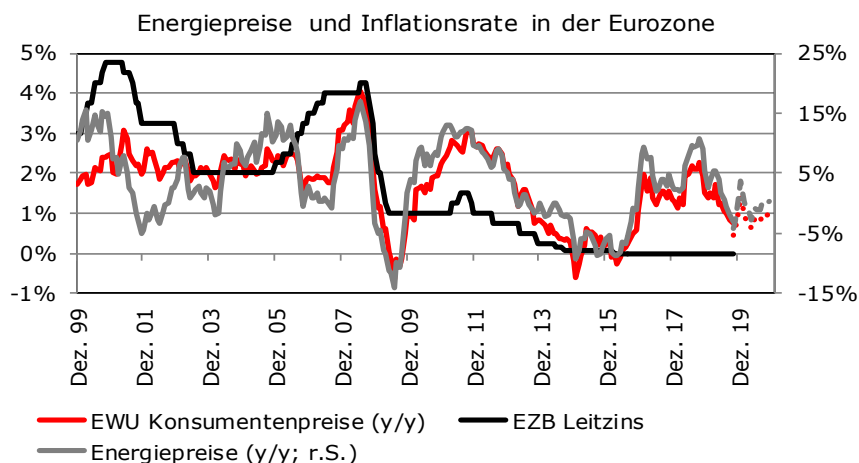
Zur Portfoliodiversifikation sollten auch alternative Anleihe Segmente wie Cat-Bonds oder Mikrofinanzprodukte nicht in der Allokation fehlen. Diese Segmente, bei denen wir empfehlen, sich auf die Expertise von externen Fondsmanagern zu stützen, sind mit den "normalen" Assetklassen auf der Anleihe Seite nahezu unkorreliert und haben in der Vergangenheit bis auf wenige Ausnahmen sehr stabile Erträge geliefert. Auch für 2020 gehen wir davon aus, dass das Wertsteigerungspotenzial in diesen Segmenten bei rund drei Prozent liegen sollte – bei deutlich geringerer Volatilität im Vergleich zu den erstgenannten Anleiheklassen.

Wochenausblick für die Zeit vom 2. bis 6. Dezember 2019

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Final	45,0	43,2	43,5	41,7	42,1	43,8	02. Dezember
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Final	55,8	54,5	54,8	51,4	51,6	51,3	04. Dezember
D: Einkaufsmanagerindex gesamt – Final	52,6	50,9	51,7	48,5	48,9	49,2	04. Dezember
D: Auftragseingänge, m/m	2,6%	-2,2%	-0,4%	1,3%	-0,2%		05. Dezember
D: Auftragseingänge, y/y	-3,5%	-4,7%	-6,5%	-5,3%	-5,5%		05. Dezember
D: Industrieproduktion, m/m	-1,1%	-0,5%	0,4%	-0,6%	-0,2%		06. Dezember
D: Industrieproduktion, y/y	-4,8%	-3,9%	-3,9%	-4,4%	-3,8%		06. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Final	47,6	46,5	47,0	45,7	45,9	46,6	02. Dezember
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,6%	0,1%	-0,5%	0,1%	0,0		03. Dezember
E-19: Produzentenpreise, y/y	0,7%	0,1%	-0,8%	-1,2%	-2,0%		03. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Final	53,6	53,2	53,5	51,6	52,2	51,5	04. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex gesamt – Final	52,2	51,5	51,9	50,1	50,6	50,3	04. Dezember
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	1,0%	-0,5%	0,6%	0,1%	0,2%		06. Dezember
E-19: Einzelhandelsumsätze, y/y	2,8%	2,3%	2,7%	3,1%	2,6%		06. Dezember
	Q1 2019		Q2 2019		Q3 2019		
E-19: BIP, q/q – s.a. Final	0,4%		0,2%		0,2%		05. Dezember
E-19: BIP, y/y – s.a. Final	1,2%		1,1%		1,2%		05. Dezember

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Unter, aber nahe 2 Prozent



Christine Lagarde hat am 1. November als neue EZB Präsidentin ein schweres Erbe angetreten. Während die ultralockere Geldpolitik ihres Vorgängers die schwache Konjunktur in der Eurozone stimulieren sollte, stoßen die expansiven Maßnahmen zunehmend auf Kritik – selbst bei einigen Notenbankern. Die jüngste Entscheidung, das Anleihekaufprogramm wieder aufzunehmen, hat den EZB Rat tief gespalten. Dem Gremium missfiel neben der eigentlichen Entscheidung vor allem die Praxis Mario Draghis, geldpolitische Änderungen vorzunehmen, ohne den Rat vorher ausreichend zu konsultieren. Das soll sich unter der neuen EZB-Vorsitzenden nun ändern. Dabei stellte sie die erste Überprüfung der geldpolitischen Strategie seit 16 Jahren in Aussicht.

Eine Durchsicht scheint sinnvoll, gerade vor dem Hintergrund, dass es der EZB trotz jahrelanger Geldflut nicht gelang, ihr Inflationsziel zu erreichen. Im Rahmen der Überprüfung könnte es nun sogar zu einer leichten Anhebung der angestrebten Teuerungsrate von “unter, aber nahe 2 Prozent“ auf 2 Prozent kommen. Damit wäre der Druck genommen, die Geldpolitik zu straffen sobald sich die Inflation Richtung zwei Prozent bewegt. Ein vorschnelles Einschreiten durch Zinsanhebungen, wie in den Jahren 2008 und 2011, könnte damit vermieden werden. Bestätigt ist die Anpassung des Inflationsziels bislang noch nicht. Eine offizielle Bekanntmachung könnte allerdings schon bei der nächsten EZB-Ratssitzung am 12. Dezember erfolgen.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	28.11.2019 17:02	21.11.2019 -1 Woche	25.10.2019 -1 Monat	27.08.2019 -3 Monate	27.11.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	28164	1,4%	4,5%	9,3%	13,8%	20,7%
S&P 500	3154	1,6%	4,3%	9,9%	17,6%	25,8%
Nasdaq	8705	2,3%	5,6%	11,2%	22,9%	31,2%
DAX	13235	0,7%	2,6%	12,8%	17,0%	25,3%
MDAX	27480	1,7%	4,7%	9,1%	17,4%	27,3%
TecDAX	3053	1,9%	8,5%	11,2%	19,2%	24,6%
EuroStoxx 50	3703	0,6%	2,2%	9,9%	16,9%	23,4%
Stoxx 50	3358	1,4%	2,2%	8,8%	15,0%	21,7%
SMI (Swiss Market Index)	10527	1,8%	3,2%	7,6%	18,3%	24,9%
FTSE 100	7417	2,5%	1,3%	4,6%	5,7%	10,2%
Nikkei 225	23409	1,6%	2,7%	14,4%	6,6%	17,0%
Brasilien BOVESPA	107574	0,1%	0,2%	10,6%	22,4%	22,4%
Russland RTS	1439	-1,1%	1,3%	14,3%	31,0%	35,0%
Indien BSE 30	41130	1,4%	5,3%	9,3%	15,8%	14,0%
China Shanghai Composite	2890	-0,5%	-2,2%	-0,4%	12,2%	15,9%
MSCI Welt (in €)	2303	2,2%	4,6%	10,4%	18,5%	27,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1053	1,6%	2,6%	10,2%	10,6%	13,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	171,35	60	0	-759	1033	781
Bobl-Future	134,39	17	-16	-164	263	187
Schatz-Future	111,99	1	-7	-53	2	5
3 Monats Euribor	-0,40	1	1	2	-8	-9
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,40	0	1	14	-21	0
3 Monats \$ Libor	1,91	0	-1	-20	-79	-89
Fed Funds Future, Dez 2019	1,57	0	-1	-4	-118	-1
10-jährige US Treasuries	1,77	-2	-3	27	-129	-92
10-jährige Bunds	-0,36	-4	1	33	-71	-61
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,09	2	6	18	-18	-9
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,63	-10	-5	37	-55	-46
US Treas 10Y Performance	643,50	0,1%	0,3%	-2,1%	15,2%	10,8%
Bund 10Y Performance	670,07	0,4%	-0,1%	-3,3%	7,9%	6,8%
REX Performance Index	496,77	0,1%	-0,1%	-1,7%	2,3%	1,9%
IBOXX AA, €	0,21	-4	1	27	-70	-67
IBOXX BBB, €	0,90	-6	3	24	-109	-116
ML US High Yield	6,36	-9	9	-2	-104	-165
JPM EMBI+, Index	869	0,0%	0,2%	0,6%	12,8%	9,8%
Wandelanleihen Exane 25	7628	0,0%	0,9%	1,1%	8,5%	10,7%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	386,96	-0,2%	-1,0%	-0,8%	-6,0%	-5,4%
MG Base Metal Index	292,92	1,2%	-2,4%	0,8%	-2,4%	-0,6%
Rohöl Brent	63,37	-0,1%	2,5%	7,8%	4,4%	19,3%
Gold	1455,47	-0,9%	-3,6%	-5,4%	20,0%	13,6%
Silber	17,00	-1,0%	-5,6%	-6,4%	20,2%	9,6%
Aluminium	1774,50	1,5%	3,0%	2,4%	-7,6%	-4,7%
Kupfer	5925,50	2,0%	0,3%	4,7%	-3,7%	-0,4%
Eisenerz	84,42	1,0%	-6,4%	-8,3%	15,4%	22,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1440	14,7%	-20,0%	-34,9%	7,5%	13,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1004	-0,8%	-0,9%	-0,9%	-2,9%	-3,9%
EUR/ GBP	0,8526	-0,5%	-1,3%	-5,7%	-3,8%	-5,0%
EUR/ JPY	120,53	0,1%	0,0%	2,6%	-6,3%	-4,2%
EUR/ CHF	1,0990	-0,1%	-0,3%	1,0%	-2,8%	-2,5%
USD/ CNY	7,0347	-0,1%	-0,5%	-1,8%	1,2%	2,3%
USD/ JPY	109,56	0,8%	0,8%	3,6%	-3,7%	0,0%
USD/ GBP	0,7750	0,2%	-0,5%	-4,9%	-1,3%	-1,3%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.