



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

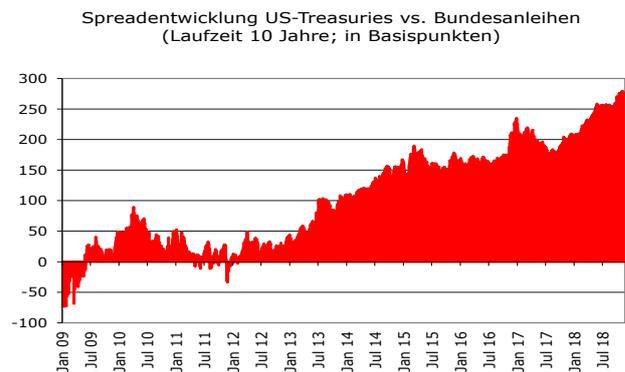
6. Dezember 2018

Ausblick 2019 (III): Renditeniveau bleibt niedrig

In den vergangenen beiden Wochen haben wir uns mit den konjunkturellen Aussichten für die Weltwirtschaft, insbesondere den Schwellenländern, den USA, der Eurozone und Deutschland beschäftigt. Im dritten Teil unseres Ausblicks für das Jahr 2019 befassen wir uns mit den Renditeaussichten an den Anleihemärkten. Auch im kommenden Jahr werden die Märkte von der Politik der Notenbanken und den politischen Unwägbarkeiten geprägt sein. Da das Zinsänderungsrisiko beherrschbar bleiben sollte, werden wir – wie bereits in 2018 – das Hauptaugenmerk auf die Allokation von Kreditrisiken legen.

Während in den USA die Federal Reserve die Leitzinsen seit Dezember in acht Schritten deutlich angehoben hat, steht seitens der Europäischen Zentralbank auch 2019 keine Erhöhung des Hauptrefinanzierungssatzes auf der Agenda. Die Geldpolitik bleibt weiterhin expansiv und das Zinsniveau anhaltend niedrig. Zwar soll das Anleihekaufprogramm zum Jahreswechsel auslaufen, doch werden fällige Wertpapiere, die aus den Anleihebeständen der Notenbanken der Eurozone stammen, für einen noch unbestimmten Zeitraum reinvestiert. Zudem hat EZB-Präsident Mario Draghi nicht nur einmal betont, dass das aktuelle Niveau der Leitzinsen bis über den Sommer 2019 hinaus unverändert bleiben wird. Die konjunkturellen und politischen Rahmenbedingungen spielen dem EZB-Präsidenten dabei in die Karten. Auf der einen Seite sind die Wirtschaftsdaten in der Eurozone im Jahresverlauf langsam aber kontinuierlich schwächer geworden, und zum anderen schweben mit den Handelsstreitigkeiten, dem Brexit und der Haushaltspolitik der populistischen Regierung in Italien zwei politische Damoklesschwerter über der Entwicklung der Eurozone. Daher ist es nicht verwunderlich, dass der Ren-

diteunterschied zwischen Bundesanleihen und US-Treasuries – der sogenannte Transatlantikspreid – immer neue Höchststände erklommen hat, und das über alle Laufzeitenbänder hinweg.



Da wir davon ausgehen, dass die Inflation in der Eurozone im nächsten Jahr das Ziel der Europäischen Zentralbank von unter aber nahe zwei Prozent sowohl bei der Gesamt- als auch bei der Kerninflation verfehlen wird, werden die Renditen für Bundesanleihen im nächsten Jahr nur sehr moderat ansteigen. Unsere Jahresendprognose für 10-jährige deutsche Staatspapiere liegt bei 0,6 Prozent, wobei der Anstieg vom derzeitigen Niveau von gut 0,3 Prozent sich erst im dritten und vierten Quartal materialisieren sollte, wenn die EZB einen Ausblick für die Geldpolitik für 2020 geben wird.

In den USA wird die Federal Reserve an ihrem geldpolitischen Kurs zunächst festhalten und den Leitzins im Dezember 2018 ein weiteres Mal erhöhen. Wir gehen aber nicht davon aus, dass die Notenbank wie bisher angekündigt quasi per Autopilot 2019 die Zinsen in drei oder sogar vier Schritten auf ein Niveau von 3,00 bis

3,25 Prozent anheben wird. Schwächere Konjunkturdaten und ein Überschreiten des Inflationshöhepunktes werden die Fed schon bald zu einem Umdenken bewegen. Das geringere Geldmengenwachstum und der gleichzeitig stattfindende Abbau der Zentralbankbilanz werden ihre bremsende Wirkung entfalten. Dies wird dazu führen, dass sich die Zinsstrukturkurve nicht weiter abflacht und eine inverse Kurve (Rendite 2-jähriger Anleihen höher als die Rendite 10-jähriger), die Rezessionsängste auf den Plan rufen würde, vermieden wird. Der Renditeanstieg bei 10-jährigen US-Treasuries, die sich bei Renditen von über drei Prozent einer stetigen Nachfrage erfreuen, wird von daher im kommenden Jahr auslaufen und sich im Jahresverlauf umkehren.

Vor dem Hintergrund eines nur moderaten Zinsänderungsrisikos wollen wir uns bei der Portfolioallokation auf der Anleihe Seite vor allem auf das Kreditrisiko fokussieren. Im Bereich der Staatsanleihen halten wir daher an unseren Favoriten aus 2018 fest. Die fundamentalen Rahmenbedingungen wie Ratingtrend, Wachstums- und Verschuldungsentwicklung sowie ein attraktives Risiko- und Renditeprofil bei Laufzeiten von bis zu zehn Jahren sprechen für Staatspapiere aus Spanien und Portugal. Wir gehen davon aus, dass sich hier die Kreditaufschläge zu Bundesanleihen einengen werden, so dass ein Minus in der Wertentwicklung vermieden werden kann. Eine Anlage in italienischen Staatsanleihen kommt für uns trotz der schon deutlich angestiegenen Renditen noch nicht in Frage. Denn die Unsicherheiten, ob die populistische Regierung in Rom im Haushaltsstreit mit der EU-Kommission nachgibt oder sich nach einem Einlenken an der Macht halten kann, bleiben groß.

Punktuelle Beimischungen von Staatsanleihen aus Osteuropa sollten die Anfälligkeit der Portfolioallokation im Hinblick auf das Ende des Anleihekaufprogramms der EZB abmildern. Für Investoren, die sich auf den Investmentgrade-Bereich fokussieren, sind dies Emissionen aus Polen, Ungarn und Rumänien. Aber auch Emittenten aus dem High-Yield-Bereich, wie Kroatien, Mazedonien oder Montenegro, sind aus unserer Sicht attraktiv, allerdings verbunden mit einer nicht zu vernachlässigenden Volatilität. Der Schwerpunkt unserer Portfolioallokation liegt aber unverändert auf europäischen Unternehmensanleihen, auch wenn die Tendenz zu einer Ausweitung der Kreditaufschläge aufgrund des Endes des Anleihekaufprogramms der EZB zu Beginn von 2019 anhalten sollte. Denn Unternehmensanleihen profitieren einerseits von den weiterhin attraktiven fun-

damentalen Rahmenbedingungen, wie einem anhaltend positiven Wachstum und einem niedrigen Zinsniveau, die dafür sorgen, dass die Ausfallraten deutlich unter den historischen Durchschnittsverhalten verharren. Andererseits hat sich das Risiko- und Renditeprofil der Unternehmensanleihen durch den geldpolitisch und politisch bedingten Anstieg der Renditen deutlich verbessert. Die Renditen liegen sowohl im Investmentgradebereich als auch im Sektor der High-Yield-Anleihen deutlich über den Tiefstständen aus 2007 und über den Werten aus 2017. Insbesondere im Segment der High-Yield-Emittenten wird aus unserer Sicht das Risiko wieder entsprechend „bezahlt“. Was spricht für dieses Segment? Zum einen ist die deutlich verbesserte Qualität der Unternehmen zu nennen. Dies drückt sich u.a. aus durch eine spürbar rückläufige Verschuldung und einen deutlich verbesserten Zinsdeckungsgrad. Diesem Umstand haben auch die Ratingagenturen Rechnung getragen und die Unternehmen in den letzten Jahren besser bewertet. Waren in Europa 2007 nur 41 Prozent der Unternehmen mit dem besten High-Yield-Rating bewertet so liegt dieser Wert aktuell bei 72 Prozent. Zum anderen ist die durchschnittliche Duration in diesem Sektor kürzer als bei ihren Pendanten aus dem Investmentgradebereich und bei Staatsanleihen. Und auch wenn wir keinen signifikanten Zinsanstieg erwarten, so entwickeln sich High-Yield-Anleihen aufgrund des höheren Kupons und der niedrigen Duration in Zinsanhebungszyklen am besten. Wir rechnen für europäische High-Yield-Anleihen mit einem Total Return von 2-3 Prozent in 2019 und für Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Rating von 0-0,5 Prozent.

Abschließend möchten wir noch auf Schwellenländeranleihen eingehen. Dieser Assetklasse werden wir im kommenden Jahr zunächst noch mit Vorsicht begegnen. Auch wenn in vielen dieser Länder die fundamentalen Rahmenbedingungen, wie ein stabiles Wachstum und eine im Vergleich zu vielen Industrienationen niedrige Verschuldung, grundsätzlich für eine Allokation sprechen, so stimmen uns politische Risiken und ein negatives Sentiment sowie zunächst noch steigende Zinsen in den USA nachdenklich. Daher raten wir dazu, bei diesem Segment zu Beginn des Jahres 2019 an der Seitenlinie zu verharren. Sollte sich das Sentiment wieder verbessern, z.B. durch eine Verlangsamung der US-Konjunktur in Verbindung mit einem Auslaufen der Zinsanhebungen und einem schwächeren US-Dollar, werden Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern allerdings wieder interessant.

Wochenausblick für die Zeit vom 10. Dezember bis 14. Dezember 2018

	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Veröffentlichung
D: Exporte, m/m	-0,6%	0,1%	-0,7%	0,5%			10. Dezember
D: Exporte, y/y	4,6%	2,4%	2,0%	2,7%			10. Dezember
D: Importe, m/m	3,3%	-2,4%	-0,1%	0,4%			10. Dezember
D: Importe, y/y	10,2%	6,7%	7,7%	6,3%			10. Dezember
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-24,7	-13,7	-10,6	-24,7	-24,1	-24,4	11. Dezember
D: ZEW Lageeinschätzung	72,4	72,6	76	70,1	58,2	57,5	11. Dezember
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,3%	0,1%	0,4%	0,2%	0,1%		13. Dezember
D: Konsumentenpreise, y/y- final	2,0%	2,0%	2,3%	2,5%	2,3%		13. Dezember
D: Kerninflationsrate, y/y - final	1,4%	1,3%	1,5%	1,7%	1,6%		13. Dezember
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	56,9	55,9	53,7	52,2	51,8	51,5	14. Dezember
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	54,1	55,0	55,9	54,7	53,3	53,1	14. Dezember
E-19: Sentix	12,1	14,7	12,0	11,4	8,8	8,1	10. Dezember
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,8%	1,0%	-0,3%	-0,1%			12. Dezember
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,3%	0,9%	0,9%	0,4%			12. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	55,1	54,6	53,2	52,0	51,8	51,5	14. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	54,2	54,4	54,7	53,7	53,4	53,2	14. Dezember

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ein schwieriges Jahr für Asset Manager



Quelle: Bloomberg, Deutsche Bank AG

Auch wenn das Jahr 2018 noch nicht ganz vorüber ist, so lässt sich bereits jetzt feststellen: Egal wie man investiert war, in diesem Jahr war es ausgesprochen schwierig überhaupt eine positive Rendite zu erzielen. Mitte November lag die Zahl der Assets mit einer negativen Rendite in lokaler Währung bei 66 Prozent. In anderen Worten: von 70 untersuchten Märkten haben 46 eine negative Performance erzielt. Dies ist der drittschlechteste Wert seit 1901. Die Assetklasse mit der besten Performance war dabei der US-Dollar mit einer Rendite von etwa 5%. Verglichen mit den Top-Performern der vorangegangenen Jahre ist dies einer der

schlechtesten Werte überhaupt. Auch ein Blick auf die Spannweite der Renditen bringt einen interessanten Punkt ans Tageslicht. Der Renditeunterschied zwischen der besten und schlechtesten Anlageklassen in diesem Jahr ist der geringste seit der Finanzkrise. Einfach ausgedrückt, es ging so gut wie alles gemeinsam nach unten.

Nachdem 2017 noch ein wahres Paradies für Anleger und Asset Manager war, zeigen diese Daten wie undankbar und schwierig der Markt in 2018 war. Die gute Nachricht dabei: Es folgten noch nie zwei so schwierige Jahre aufeinander.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	06.12.2018 15:49	29.11.2018 -1 Woche	05.11.2018 -1 Monat	05.09.2018 -3 Monate	05.12.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	24593	-2,9%	-3,4%	-5,3%	1,7%	-0,5%
S&P 500	2649	-3,3%	-3,3%	-8,3%	0,7%	-0,9%
Nasdaq	7158	-1,6%	-2,3%	-10,5%	5,9%	3,7%
DAX	10869	-3,8%	-5,4%	-9,7%	-16,7%	-15,9%
MDAX	22516	-4,7%	-7,2%	-14,2%	-16,5%	-14,1%
TecDAX	2509	-3,7%	-5,2%	-13,9%	0,7%	-0,8%
EuroStoxx 50	3063	-3,5%	-4,8%	-7,6%	-14,2%	-12,6%
Stoxx 50	2821	-3,7%	-4,6%	-5,7%	-10,6%	-11,2%
SMI (Swiss Market Index)	8717	-3,3%	-3,2%	-1,7%	-6,2%	-7,1%
FTSE 100	6731	-4,4%	-5,3%	-8,8%	-8,1%	-12,4%
Nikkei 225	21502	-3,4%	-1,8%	-4,8%	-5,0%	-5,5%
Brasilien BOVESPA	87329	-2,7%	-2,5%	16,3%	20,4%	14,3%
Russland RTS	1133	-0,7%	-0,2%	6,0%	-0,1%	-1,9%
Indien BSE 30	35312	-2,4%	1,0%	7,1%	7,7%	3,7%
China Shanghai Composite	2605	1,5%	-2,3%	-3,7%	-21,1%	-21,2%
MSCI Welt (in €)	2009	-1,3%	-1,7%	-5,1%	1,3%	0,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1002	0,4%	0,8%	-0,3%	-6,7%	-8,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	162,85	144	311	41	-63	117
Bobl-Future	132,50	57	119	59	65	89
Schatz-Future	111,95	-6	0	3	-35	-2
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	0	0	-2	-5	0
3 Monats \$ Libor	2,77	3	18	45	125	107
Fed Funds Future, Dez 2018	2,27	-1	-1	4	44	0
10-jährige US Treasuries	2,85	-18	-35	-5	50	44
10-jährige Bunds	0,24	-9	-19	-14	-9	-19
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	-3	-7	-6	1	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,15	-6	-15	-7	1	-2
US Treas 10Y Performance	565,75	0,9%	2,4%	0,4%	-3,1%	-2,7%
Bund 10Y Performance	625,40	0,5%	1,5%	1,1%	2,1%	3,0%
REX Performance Index	487,58	0,3%	0,8%	0,6%	0,7%	1,4%
IBOXX AA, €	0,90	0	4	10	34	22
IBOXX BBB, €	2,10	10	27	37	98	86
ML US High Yield	7,32	4	34	75	117	117
JPM EMBI+, Index	781	0,4%	-0,5%	1,2%	-6,4%	-6,6%
Wandelanleihen Exane 25	7018	0,0%	-2,7%	-4,7%	-4,7%	-5,1%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	417,02	0,6%	-0,3%	1,7%	-2,8%	-3,6%
MG Base Metal Index	306,10	1,0%	-0,2%	0,6%	-8,9%	-14,7%
Rohöl Brent	60,41	1,3%	-17,8%	-22,0%	-3,8%	-9,3%
Gold	1243,55	1,3%	1,1%	3,8%	-1,6%	-4,6%
Silber	14,50	1,0%	-1,0%	2,0%	-9,7%	-14,8%
Aluminium	1970,25	1,7%	0,7%	-3,2%	-3,2%	-12,7%
Kupfer	6175,00	-1,2%	-0,5%	5,5%	-5,2%	-14,3%
Eisenerz	67,55	-7,0%	-8,6%	0,5%	-3,3%	-5,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1296	1,2%	-9,2%	-12,3%	-22,2%	-5,1%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1388	0,0%	0,2%	-1,7%	-3,9%	-5,0%
EUR/ GBP	0,8909	0,0%	1,7%	-0,7%	1,3%	0,4%
EUR/ JPY	127,93	-0,8%	-0,7%	-1,0%	-4,1%	-5,2%
EUR/ CHF	1,1292	-0,3%	-1,3%	0,0%	-3,3%	-3,5%
USD/ CNY	6,8801	-0,9%	-0,7%	0,7%	3,9%	5,8%
USD/ JPY	113,20	-0,3%	0,0%	1,5%	0,5%	0,5%
USD/ GBP	0,7825	0,0%	1,9%	1,4%	5,3%	5,8%

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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.