

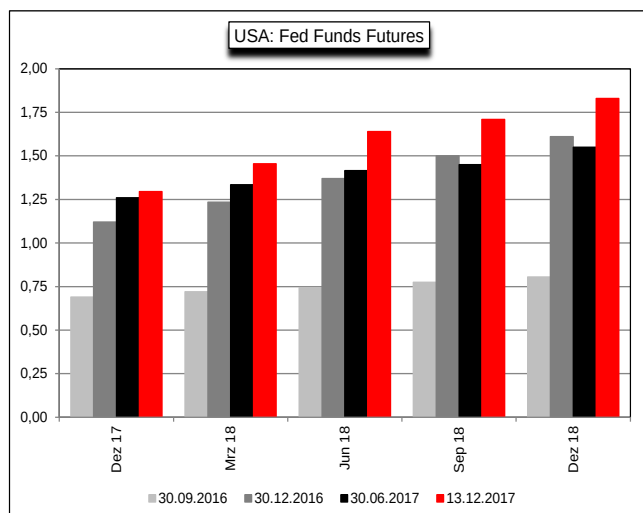
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Ausblick 2018 (V): Die Zinswende wird erneut vertagt

Im fünften und letzten Teil unserer Serie „Ausblick 2018“ beschäftigen wir uns mit der Frage, ob die Zinsen im nächsten Jahr steigen werden, welche Segmente des Rentenmarktes für Anleger interessant sind und wie es mit dem EUR/USD-Wechselkurs weitergehen wird.

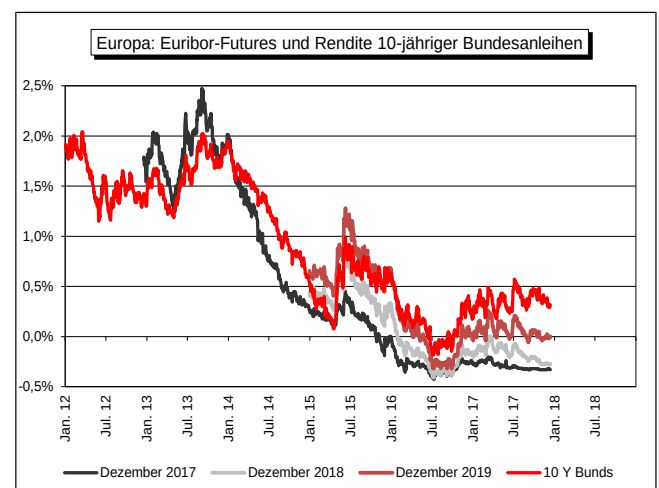
Das Warten auf die Zinswende ging auch in diesem Jahr weiter. Fast schon traditionell lagen die meisten Zinsprognosen für dieses Jahr zu hoch. Seit der Finanzkrise werden die Anleihemärkte maßgeblich von der sehr expansiven Geldpolitik der beiden wichtigsten Notenbanken der Welt, der Federal Reserve aus den USA und der Europäischen Zentralbank (EZB), beeinflusst. Daran ändert sich auch im kommenden Jahr nur wenig. Allerdings sind Unterschiede zwischen der geldpolitischen Ausrichtung in den USA und in Europa spürbar. Während die Federal Reserve die Leitzinsen weiter behutsam erhöht und die Anleihebestände langsam abbaut, ist aus Sicht der EZB noch lange nicht an Zinserhöhungen zu denken.

Zudem werden von der EZB im Jahr 2018 noch in großem Umfang Anleihen erworben und sämtliche Fälligkeiten wieder angelegt. Diese Divergenz in der Notenbankpolitik führt dazu, dass zum einen die Zinsdifferenz zwischen den Staatsanleihen in den USA und in Deutschland neue Höchststände erklimmt und zum anderen die Zinsstrukturkurve in den USA deutlich flacher bleibt als in Europa. Wir erwarten, dass die Federal Reserve aufgrund der guten konjunkturellen Entwicklung und der ausgezeichneten Situation am Arbeitsmarkt die Leitzinsen nach der gestern beschlossenen Erhöhung im kommenden Jahr noch drei Mal um jeweils 25 Basispunkte anheben wird. Damit läge der US-Leitzins, die Fed Funds Rate, Ende nächsten Jahres in einer Spanne zwischen 2,00 und 2,25 Prozent. Wie die Fed Funds Futures zeigen, erwarten die meisten Marktteilnehmer dagegen nur zwei Zinserhöhungen. Wir glauben, dass dies ein Irrtum ist.



Im Gegensatz dazu bleibt der Leitzins in Europa auch im nächsten Jahr unverändert bei null Prozent. Das liegt vor

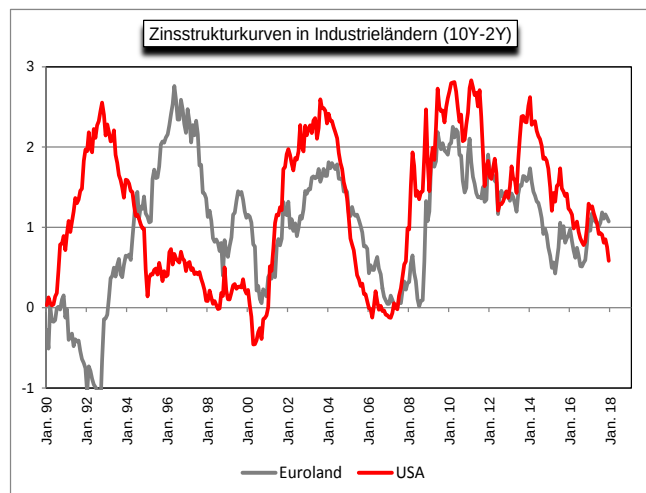
allem daran, dass die Inflationsrate deutlich unter der Zielmarke der EZB von knapp zwei Prozent liegen wird. Die Anleihekäufe werden ab Januar von bislang 60 Mrd. Euro bis September 2018 auf monatlich 30 Mrd. Euro reduziert, und auch danach wird es kein abruptes Ende der Käufe geben. Wir gehen davon aus, dass das Kaufprogramm nicht vor dem Jahr 2019 beendet sein wird. Und auch danach wird die EZB durch die Wiederanlage der Fälligkeiten den Anleihemarkt weiter stützen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass das Zinsniveau im kommenden Jahr sehr niedrig bleiben wird. Erst wenn die gute konjunkturelle Entwicklung sich in steigenden Verbraucherpreisen bemerkbar macht, wird der Zeitpunkt für die EZB gekommen sein, die Leitzinsen zu erhöhen. Dies dürfte nicht vor Sommer 2019 der Fall sein. Wir erwarten, dass die Kapitalmarktrenditen im kommenden Jahr nur sehr moderat und in der Eurozone ausschließlich bedingt durch die sehr gute konjunkturelle Lage steigen werden. Unsere Jahresendprognose für die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen liegt bei 0,70 Prozent und für zehnjährige US-Staatsanleihen bei 2,80 Prozent. Eine Zinswende, die diesen Namen auch verdient, sieht anders aus.



Anleger müssen deshalb davon ausgehen, auch im nächsten Jahr mit gut gerateten Staatsanleihen keine positive Wertentwicklung zu erzielen. Aufgrund der niedrigen Ausgangsrendite reicht beispielsweise bei 10-jährigen Bundesanleihen ein Renditeanstieg von gut 10 Basispunkten aus, damit die Kursverluste den Kupon übertreffen. In den USA ist der Puffer bei den 10-jährigen US-Treasuries dagegen etwas größer, hier würde erst ein Renditeanstieg von rund 40 Basispunkten (wie wir ihn erwarten) dazu führen, dass Anleger ungefähr eine „schwarze null“ erzielen.

Während die Zinsstrukturkurve in der Eurozone etwas steiler werden dürfte, ist in den USA mit einer weiteren Verflachung zu rechnen. Von einer inversen Zinsstruktur (Rendite 2-jähriger Anleihen höher als die Rendite 10-jähriger), die oftmals als Vorbote einer Rezession angesehen wird, gehen wir aber nicht aus. Ohnehin halten wir die Aufregung um die US-Zinsstrukturkurve im Moment für übertrieben. Das letzte Mal war im Mai 2005 eine ähnlich flache Kurve zu beobachten, bekanntermaßen hat es dann

noch gut zwei Jahre gedauert bis das konjunkturelle Unheil seinen Lauf nahm. Geht man noch etwas weiter in die Vergangenheit zurück, stellt man fest, dass die Zinsstrukturkurve von Anfang 1995 bis Anfang 2000 durchgehend sehr flach war, ohne dass dies negative Auswirkungen auf die Kapitalmärkte gehabt hat oder ein wirtschaftlicher Abschwung die Folge war.



Im Bereich der Staatsanleihen setzen wir bei der Anlage auf europäische Länder, die neben der Notenbankpolitik auch durch andere Faktoren gestützt werden. Bei Spanien, Portugal und Zypern gehen wir davon aus, dass die Ratingagenturen ihren Trend zu Heraufstufungen beibehalten werden. Spanien könnte bei einer Deeskalation der Katalonien-Krise heraufgestuft werden. Bei Portugal erwarten wir zeitnah Investmentgrade-Ratings von Moody's und Fitch, was eine nochmals verstärkte Nachfrage von Index-Investoren zur Folge hätte. Für Zypern vergeben alle drei großen Ratingagenturen derzeit positive Ausblicke, so dass bei einer Fortsetzung der kräftigen wirtschaftlichen Entwicklung auch hier mit einer weiteren Verbesserung des Ratings zu rechnen ist.

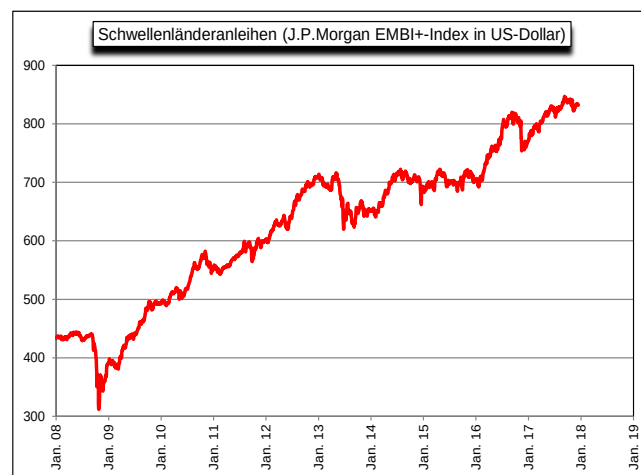
Darüber hinaus sind mit Polen, Rumänien, Bulgarien, Mazedonien, Kroatien und Ungarn Nationen aus Osteuropa attraktiv. Vielen Volkswirtschaften aus dieser Region ist es in den letzten Jahren gelungen, beeindruckende Wachstumsraten zu erzielen. Und im Vergleich zu den Ländern aus der Eurozone ist die Staatsverschuldung in vielen dieser Länder deutlich geringer und liegt teilweise unter der in Maastricht vereinbarten Grenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Osteuropäische Staatsanleihen sollten im kommenden Jahr davon profitieren, dass sie deutlich attraktivere Renditen aufweisen als die meisten Anleihen aus der Eurozone und eine perspektivische Beendigung oder weitere Reduzierung des Anleihekaufprogramms der EZB keine Nachfragerückgänge induziert.

Wie im Jahr 2017 setzen wir den Schwerpunkt unserer Empfehlungen im Bereich der Unternehmensanleihen. Dies hat vor allem zwei Gründe: Erstens erwarten wir, dass der Großteil der Reduzierung der Anleihekäufe der EZB den Staatsanleihen-Sektor betrifft, da hier die Knappheit des Angebots am deutlichsten spürbar ist. Dagegen werden Unternehmensanleihen weiterhin in einem signifikanten Umfang von der Notenbank gekauft. Zweitens sorgt neben

der EZB die gute wirtschaftliche Situation in Europa und in den USA dafür, dass die Ausfallraten außerordentlich gering sind und deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt liegen.

Wir halten neben einer relativen Übergewichtung von Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Rating gegenüber Staatsanleihen insbesondere Nachranganleihen sowohl von Industrie- als auch von Finanzunternehmen für besonders interessant. Denn Nachranganleihen beinhalten nur beim Ausfall des Emittenten ein höheres Risiko als erstrangige Unternehmensanleihen. Aktuell weisen Nachranganleihen ein deutlich attraktiveres Risiko- und Ertragsverhältnis auf als erstrangige Unternehmensanleihen, da die Emittenten aufgrund der Nachrangigkeit und der Möglichkeit der Anrechnung dieser Anleihen auf das Eigenkapital bei der Emission deutlich höhere Risikoaufschläge bezahlen.

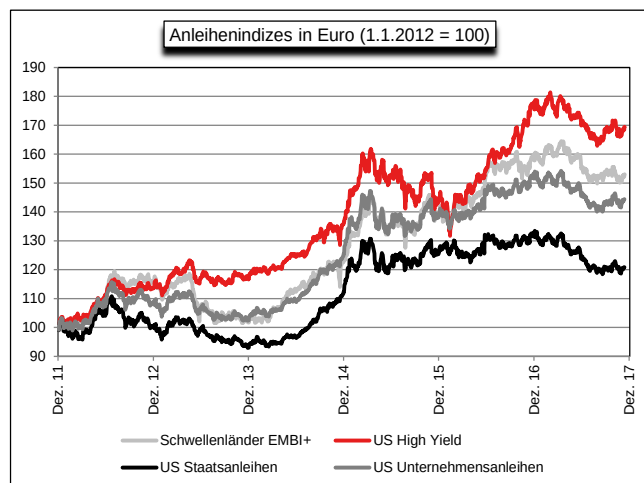
Zudem möchten wir das Segment der Schwellenländeranleihen hervorheben. Neben den guten fundamentalen Rahmendaten stimmt uns hier sehr zuversichtlich, dass aufgrund der immer noch sehr attraktiven Renditen und der deutlichen Entspannung in Bezug auf die Außen- und Handelspolitik von US-Präsident Trump der Zufluss an Geldern in dieses Segment anhält. Dabei fokussieren wir uns neben Staatsanleihen auch auf Unternehmensanleihen aus dieser Region. Wir investieren hier aber ausschließlich in den Währungen Euro und US-Dollar. Denn die Währungen der Schwellenländer weisen zum Teil derart hohe Wertschwankungen auf, dass ein Investment in Lokalwährung, also z.B. in Brasilianischen Real oder Mexikanischen Peso, eher einem Währungsinvestment gleicht. Dieses Risiko wollen wir aber bei der Anlage in den Schwellenländern nicht eingehen.



Fazit: Das Hauptaugenmerk bei der Anlage im Anleihebereich sollte auf dem Eingehen von Kreditrisiken liegen. Vor dem Hintergrund der niedrigen Ausfallraten und der sehr guten fundamentalen Rahmendaten raten wir zu einer Übergewichtung von Assetklassen wie Staatsanleihen aus Osteuropa und den Schwellenländern sowie nachrangigen Unternehmensanleihen.

Ungesicherte Anlagen in US-Dollar-Anleihen haben in diesem Jahr aufgrund der US-Dollar-Schwäche zu Verlusten geführt. Dies sollte sich 2018 nicht fortsetzen. Der US-Dollar wird zum Jahreswechsel maßgeblich von der Zins-

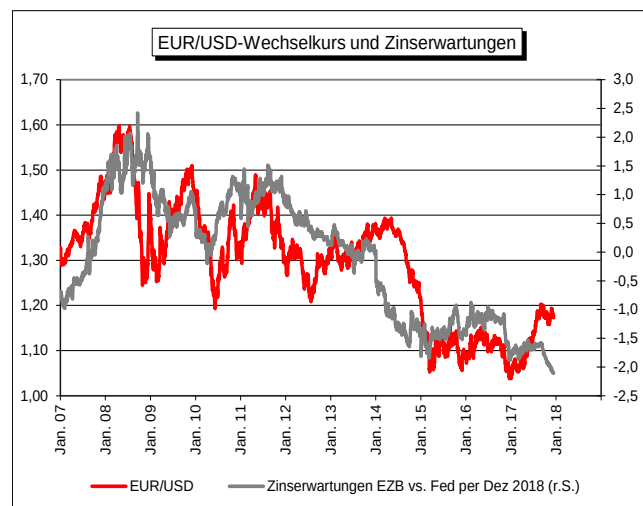
entwicklung und von spekulativen Kapitalflüssen beeinflusst. Die außergewöhnlich hohe Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone hat seit dem Sommer 2014 dazu geführt, dass sich die US-amerikanische Währung weit von ihrer Kaufkraftparität bei 1,32 EUR/USD entfernt hat. In den vergangenen Monaten haben jedoch Spekulanten die günstige Lage ausgenutzt, dass sich in den meisten Anlegerportfolien nach der fast dreijährigen US-Dollar-Hausse außergewöhnlich hohe US-Dollar-Positionen befanden. Mit dem Rückenwind der von US-Präsident Donald Trump ausgelösten Unsicherheit über die politische Entwicklung in den Vereinigten Staaten erwiesen sich die Spekulationen auf eine Schwäche des Greenbacks als erfolgreich, da viele Anleger aus Risikoaspekten keine weiteren Investitionen in die US-amerikanische Leitwährung eingehen konnten oder wollten. Die überraschend dynamische Entwicklung der europäischen Konjunkturdaten und die zumindest temporäre Entspannung der politischen Lage in der EU machte den Euro weltweit zum attraktivsten Ziel der Kapitalzuflüsse.



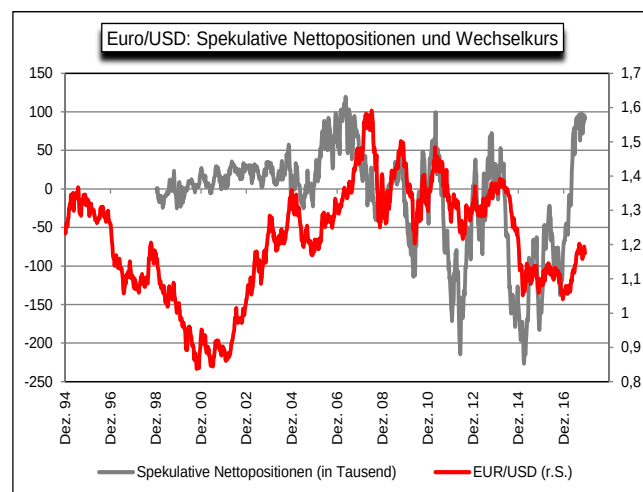
Gibt es daher nach gut drei Jahren starker Abweichung eine Rückkehr des US-Dollar zur Kaufkraftparität? Vieles spricht eher dafür, dass die jüngste Schwäche des Greenback nur eine kurze Gegenbewegung und keine grundlegende Trendumkehr darstellt. So sind die Erwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung Europas bereits sehr hoch und lassen kaum noch positives Überraschungspotenzial offen. Eher könnte die US-Wirtschaft gemäß den jüngsten Frühindikatoren auch ohne politische Reformen eine höhere Gangart als erwartet einschlagen. Zudem weitet sich die Zinsdifferenz mit drei zu erwartenden Leitzinserhöhungen der US-Notenbank im Jahr 2018 nochmals aus. Schließlich ist die Positionierung der Spekulanten schon so exponiert, dass ihnen langsam die Luft für weitere Angriffe auf den US-Dollar ausgehen könnte. Mit der näher rückenden Italien-Wahl im Frühjahr 2018, die Unsicherheit über die Entwicklung in der Eurozone mit sich bringen dürfte, könnte der US-Dollar daher wieder an Wert gewinnen.

Trotz dieser veränderten Rahmenbedingungen ist auch kein erneuter Anlauf auf die Parität zwischen den beiden Währungen zu erwarten. Denn noch immer ist der Anteil der US-Investments in den Portfolien auf einem historisch hohen Niveau, sodass die Kapitalflüsse in Richtung USA im Jahr 2018 wohl nicht mehr das Niveau der Jahre 2015

und 2016 erreichen werden. Darüber hinaus ist die Europäische Zentralbank zwar noch weit von Zinsanhebungen entfernt, liefert aber durch das abnehmende Ankaufvolumen bei den Anleihen weniger zusätzlichen Nährboden für Kapitalexporte in andere Währungsräume. Denn ein zwar nicht offiziell genanntes, aber wohl doch wesentliches Ziel der EZB-Geldpolitik war es, durch Anleihekäufe und Strafzinsen den Euro zu schwächen.



Gegen Jahresende 2018 dürfte sich das Auslaufen der EZB-Anleihekäufe abzeichnen, wovon der Euro-Wechselkurs dann wieder profitieren dürfte. Wir erwarten für Ende 2018 einen Wechselkurs von 1,13 EUR/USD. Unterjährig kann jedoch die Marke von 1,10 EUR/USD unterschritten werden.

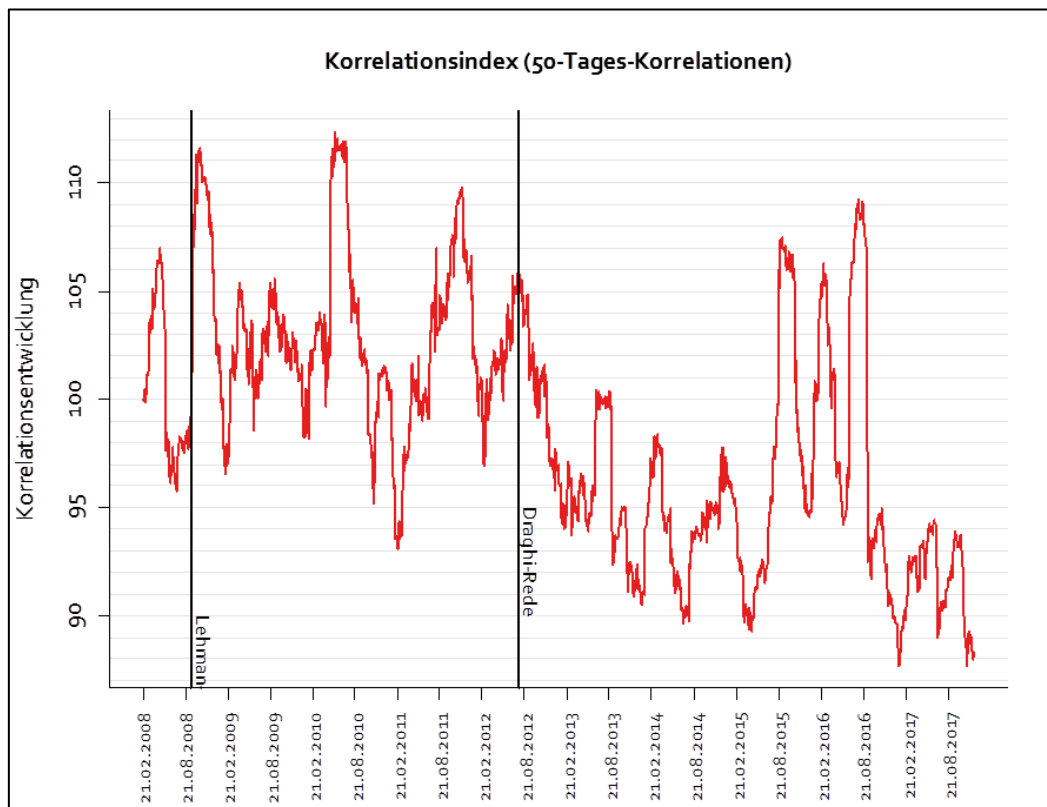


Wochenausblick für die Zeit vom 18. Dezember bis 22. Dezember 2017

	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	116	115,3	116,8	117,5	117,1		19. Dezember
D: Ifo-Geschäftserwartungen	107,8	107,4	109,2	111,0	110,5		19. Dezember
D: Ifo-Lageeinschätzung	124,8	123,7	124,8	124,4	124,2		19. Dezember
D: Produzentenpreise, m/m	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%			20. Dezember
D: Produzentenpreise, y/y	2,6%	3,1%	2,7%	2,7%			20. Dezember
D: GfK Konsumklima	86,7	87,9	87	88,8	89,3	88,9	22. Dezember
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,5%	1,5%	1,4%	1,7%			18. Dezember
E-19: Kerninflation, y/y - final	1,2%	1,1%	0,9%	1,3%			18. Dezember
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-1,5	-1,2	-1,1	0,1	-0,2		21. Dezember

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Entspannung wie selten zuvor



Es gibt viele Möglichkeiten, die „Anspannung“ von Märkten zu messen. Eine oft genutzte Methode besteht darin, die Korrelationen zwischen verschiedenen Märkten und Assetklassen zu berechnen. Dabei geht es darum zu bestimmen, wie gleichläufig sich Märkte zueinander bewegen. Je stärker Märkte miteinander gekoppelt sind, desto geringer ist ihr „Eigenleben“. Eine hohe Kopplung ist i.d.R. ein untrügliches Zeichen für erhöhte Anspannung, denn der stärkere Gleichlauf zeugt davon, dass Investoren wenig differenzieren, eher unreflektiert reagieren, zu pauschalen Urteilen gelangen und dementsprechend investieren. Im Moment liegt aber exakt das Gegenteil einer solchen Situation vor. Die Korrelationen der Märkte zueinander sind ausgesprochen schwach ausgeprägt; es hat fast den Anschein, dass sich die Märkte in einer Art adventlichem Wellness-Urlaub befinden. Das jedenfalls legt

der Chart der Woche nahe. Dort messen wir seit vielen Jahren den Mittelwert der Beträge aller Korrelationen diverser Märkte zueinander. Ein Wert von 100 entspricht dabei einem langjährigen Durchschnitt dieses Mittelwertes. Inzwischen liegt der Indexwert nur noch bei 89 und befindet sich damit so tief wie (fast) noch nie in den letzten zehn Jahren. Nur Anfang des Jahres war schon mal eine ähnlich niedrige Korrelation zu beobachten. Allerdings ist die Entspannung nicht nur auf eine vorweihnachtliche Stimmung zurückzuführen, sondern basiert auf harten Fakten: Die konjunkturellen Daten sind einfach dermaßen gut, dass die Märkte ein Eigenleben führen können, ohne von negativen Nachrichten dominiert und überschattet zu werden. So spricht viel dafür, dass die weihnachtliche Entspannung noch ein wenig anhalten kann.

	Stand	Veränderung zum			
	14.12.2017 14:32	07.12.2017 -1 Woche	13.11.2017 -1 Monat	13.09.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	24585	1,5%	4,9%	11,0%	24,4%
S&P 500	2663	1,0%	3,0%	6,6%	18,9%
Nasdaq	6876	0,9%	1,7%	6,4%	27,7%
DAX	13041	0,0%	-0,3%	3,9%	13,6%
MDAX	26065	-0,3%	-0,8%	3,3%	17,5%
TecDAX	2536	1,9%	2,7%	7,5%	40,0%
EuroStoxx 50	3565	-0,2%	-0,3%	1,2%	8,3%
Stoxx 50	3188	1,0%	0,8%	2,6%	5,9%
SMI (Swiss Market Index)	9392	1,3%	2,5%	3,7%	14,3%
FTSE 100	7478	2,1%	0,8%	1,3%	4,7%
Nikkei 225	22694	0,9%	1,4%	14,2%	18,7%
Brasilien BOVESPA	72173	-0,4%	-0,4%	-3,5%	19,8%
Russland RTS	1148	2,5%	-0,1%	2,6%	-0,4%
Indien BSE 30	33247	0,9%	0,6%	3,3%	24,9%
China Shanghai Composite	3294	0,7%	-4,5%	-2,7%	6,1%
MSCI Welt (in €)	2084	0,6%	0,8%	6,2%	6,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1119	1,2%	-1,9%	3,0%	15,5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	-53	106	142	-101
Bobl-Future	132,36	32	72	91	-127
Schatz-Future	112,14	-19	-13	-5	-16
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,33	-1	0	0	0
3 Monats \$ Libor	1,59	5	17	27	59
Fed Funds Future, Dez 2017	1,29	0	1	8	0
10-jährige US Treasuries	2,37	0	-4	18	-7
10-jährige Bunds	0,32	3	-10	-9	11
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	1	0	4	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,16	1	-7	-6	5
US Treas 10Y Performance	583,65	0,3%	0,7%	-0,9%	2,5%
Bund 10Y Performance	616,60	-0,2%	1,0%	1,0%	1,2%
REX Performance Index	483,81	-0,2%	0,0%	0,0%	-0,3%
IBOXX AA, €	0,55	2	-14	-18	-13
IBOXX BBB, €	1,12	2	-5	-18	-38
ML US High Yield	6,17	-2	-5	10	-29
JPM EMBI+, Index	834	0,1%	1,2%	-1,2%	8,0%
Wandelanleihen Exane 25	7375	0,0%	0,3%	2,4%	6,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	429,00	-0,1%	-0,6%	-0,2%	1,4%
MG Base Metal Index	334,96	1,5%	-2,4%	0,7%	19,7%
Rohöl Brent	62,31	0,5%	-1,9%	13,2%	9,9%
Gold	1255,22	0,1%	-1,9%	-5,1%	8,4%
Silber	15,74	-0,1%	-7,5%	-11,2%	-1,9%
Aluminium	1988,75	-0,2%	-4,8%	-4,3%	16,7%
Kupfer	6691,75	2,5%	-2,5%	2,8%	21,2%
Eisenerz	69,34	2,9%	11,9%	-7,5%	-13,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1730	3,0%	19,7%	29,4%	80,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1838	0,4%	1,6%	-1,2%	12,3%
EUR/ GBP	0,8816	0,3%	-0,9%	-2,1%	3,3%
EUR/ JPY	133,37	0,4%	1,0%	1,2%	8,1%
EUR/ CHF	1,1685	-0,1%	0,8%	1,6%	8,8%
USD/ CNY	6,6074	-0,2%	-0,5%	1,0%	-5,0%
USD/ JPY	112,55	-0,5%	-1,0%	1,9%	-3,7%
USD/ GBP	0,7448	-0,1%	-2,4%	-1,5%	-8,0%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@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.