



JAHRESAUSBlick 2019

Dezember 2018



Konsolidierung am Kapitalmarkt – Chancen für 2019



Liebe Anlegerinnen und Anleger,

das Jahr 2018 hat an den Kapitalmärkten nur wenig Freude gemacht: rückläufige Aktienkurse in Europa, magere Renditen bei Anleihen. Die Ursache waren insbesondere die Bestrebungen der Notenbanken, die Zinsen wieder etwas nach oben zu bringen. In den USA ist die Notenbank damit schon weit vorangeschritten, aber auch hierzulande macht sich die

Europäische Zentralbank daran, eine ganz behutsame Zinswende einzuleiten. Aktien und Anleihen reagierten darauf mit Vorsicht, denn steigende Zinsen könnten weltweit die Konjunktur abbremsen. Und wie sieht es aus mit dem Einfluss der großen Politik? Es mag überraschen, dass die neue Zollpolitik der USA das globale Wachstum noch wenig beeinträchtigt. Das liegt vor allem daran, dass bislang nur ein geringer Teil der Weltwirtschaft von den protektionistischen Maßnahmen betroffen ist.

Die ungemütliche Umgebung aus geldpolitischer und konjunktureller Unsicherheit wird auch 2019 noch eine Weile lang anhalten. In dieser Zeit kann es zu weiteren Rücksetzern an den Aktienmärkten kommen. Solche Episoden stellen jedoch gute Einstiegsmöglichkeiten in die Märkte dar. Denn grundsätzlich wird sich an dem Bild extrem niedriger Zinsen bei einer soliden Wirtschaftsentwicklung erst einmal nichts ändern. Damit wird das Jahr 2019 eine gute Phase für den kontinuierlichen Aufbau eines langfristig orientierten Wertpapierportfolios.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Aus dem Makro Research der Deka-Gruppe

Weltwirtschaft	2
Protektionismus	4
Europa	5
Italien: Crash mit Ansage	7
Geldpolitik und Kapitalmärkte	8
Geldanlage 2019	11

Jahresausblick 2019

Das Jahr des Wurms

Im Kapitalmarktjahr 2018 war der Wurm drin. In keiner der klassischen Anlagenklassen konnten nennenswerte positive Renditen erzielt werden. Rohstoffe wie Gold oder Rohöl lagen im Jahresvergleich im Minus und sogar der als hoch rentierliche Anlagealternative bejubelte Bitcoin verzeichnete dramatische Einbrüche. Eine solche Konstellation hat es schon lange nicht mehr gegeben.

2018 war für alle Anlageklassen ein schwaches Jahr

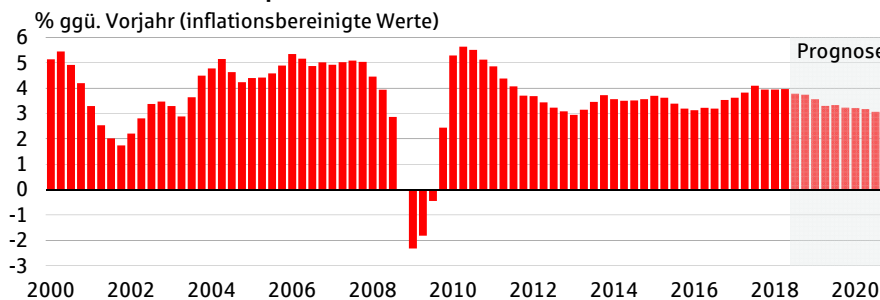
Hierfür sind weniger die politischen Themen des Jahres – Handelspolitik, Brexit, Italien – verantwortlich, sondern vielmehr eine ungewöhnliche makroökonomische Konstellation. Fast zehn Jahre lang, also seit der Finanzkrise, haben die Notenbanken mit historisch nie dagewesenen Maßnahmen Wirtschaft und Finanzmärkte gestützt. Mit zunehmender Normalisierung des Wirtschaftsgeschehens ist diese extreme Geldpolitik nicht mehr notwendig. Nachdem die US-Notenbank Fed bereits vor drei Jahren die Schubumkehr eingeleitet hatte, hat auch die Europäische Zentralbank (EZB) 2018 die Reduzierung ihrer Nettoanleihekäufe vorangetrieben. Diese geldpolitische Wende ist es, die Irritationen und einen Trendwechsel an den Kapitalmärkten hervorgerufen hat. Auch die Konjunktur muss erst beweisen, dass sie nach vielen Jahren des Aufschwungs ohne geldpolitisches Doping leistungsfähig bleibt. Das alles hat zu einer erhöhten Schwankungsbreite an den Aktien- und Anleihemärkten geführt. Die enttäuschenden Ergebnisse des Anlagejahrs 2018 müssen jedoch im Zusammenhang mit den ausgezeichneten Ergebnissen in den Vorjahren gesehen werden. Die Märkte legen eine Ertragspause ein. Diese Ertragspause reicht noch über den Jahreswechsel 2018/2019 hinaus. Da wir allerdings mit einem weiterhin stabilen weltweiten wirtschaftlichen Fundament für die Kapitalmärkte rechnen, erwarten wir für die Aktien- und Anleihemärkte im Jahr 2019 und danach wieder gute Aussichten auf positive Renditen.

Weltwirtschaft: Planmäßige Abkühlung

Zum Jahresende 2018 häufen sich die Sorgen um die Standhaftigkeit des Aufschwungs. Die Aktienmärkte haben spürbar korrigiert, die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts gehen zurück, die Zinsen steigen, die fiskalischen Impulse laufen aus und der Aufbau neuer Handelsschranken streut Sand ins Getriebe der Weltwirtschaft. Auch wir erwarten eine Verlangsamung des weltweiten Wachstums. Nach einem Plus von 3,7 % im Jahr 2018 rechnen wir für 2019 mit einem moderaten globalen Wachstum von 3,4 % und für 2020 von 3,3 %. Das ist weiterhin ordentlich. Bei aller Vorsicht sprechen derzeit die meisten Argumente dafür, dass der Aufschwung in eine sanfte Landung mündet. Eine harte Landung, also eine globale Rezession, erwarten wir für 2019 nicht.

Vermehrte Sorgen um den weltweiten Aufschwung

Globales Bruttoinlandsprodukt: Wachstum wird schwächer



Quellen: Nationale Statistikämter, Prognose DekaBank.

Jahresausblick 2019

Erst 2020 steigt die Rezessionswahrscheinlichkeit für die großen Volkswirtschaften stärker an, bleibt aber laut unserer Prognose unter der 50 %-Schwelle. Der Aufschwung verläuft weiterhin synchron: Nachdem im Jahr 2018 die US-Konjunktur der europäischen aufgrund der fiskalischen Impulse entlaufen ist, kehren die großen westlichen Volkswirtschaften zu einem ähnlichen Wachstumstempo zurück.

2020 steigt die Rezessionswahrscheinlichkeit an, bleibt aber unter 50 %

Wie oft in der Spätphase eines Aufschwungs wird 2019 eine Debatte über „weiche Landung“ – also eine bloße Abschwächung der Wachstumsraten – versus „harte Landung“ – eine Rezession – entbrennen. Die Voraussetzungen für eine solche „weiche Landung“ sind so gut wie lange nicht. So probt die Geldpolitik nur einen ganz sanften Ausstieg: Sowohl die US-Notenbank Fed als auch die EZB haben Märkte und Wirtschaft sehr lange und sehr sorgfältig auf eine moderate Normalisierung ihrer Geldpolitik vorbereitet. Die Notenbanken werden nicht von inflationären Entwicklungen vor sich hergetrieben. Dies ermöglicht es der Geldpolitik zum ersten Mal, den Straffungskurs jederzeit auszusetzen, wenn die konjunkturellen Gefahren allzu groß werden. Die Gefahr des Politikfehlers, also eine zu starke Straffung, die die Wirtschaften in die Rezession treibt, ist gering. Eine „harte Landung“ hingegen wäre insbesondere dann vorstellbar, wenn in einer konjunkturellen Schwächephase die Preise von Vermögenswerten wie Aktien, Anleihen oder Immobilien so stark nach unten gedrückt würden, dass erneut die Finanzstabilität in Gefahr geriete. Wir denken jedoch, dass in diesem Fall die Notenbanken gegensteuern würden und über wiederbelebte Anleihen-Kaufprogramme auch die Möglichkeit dazu hätten.

„Weiche“ oder „harte“ Landung?

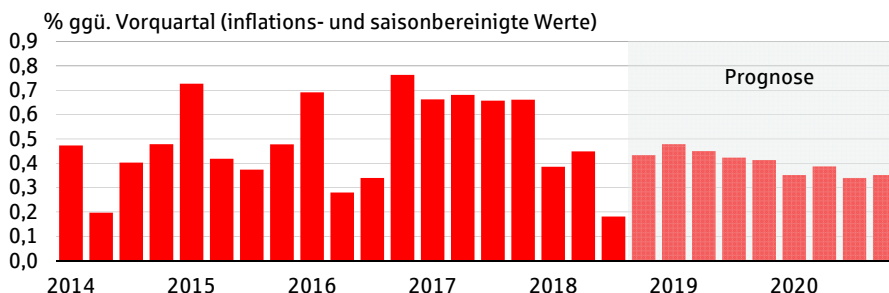
In den USA laufen die fiskalischen Impulse durch die Steuerreform der Regierung Trump aus. Auch die monetären Bedingungen verschlechtern sich: Wie in anderen Aufschwüngen erhöht die Fed die Leitzinsen. Die Grenze zwischen einer Normalisierung der Geldpolitik und einem Abwürgen des Konjunkturzyklus durch zu hohe Leitzinsen ist fließend und nicht einfach zu bestimmen. Zudem hat die Wirtschaft wegen ihrer hohen Auslastung weniger Luft zur Expansion. Alles in allem rechnen wir für 2019 mit einer Wachstumsrate von 2,3 % und für 2020 von nur noch 1,7 %.

US-Wirtschaft verliert an Dynamik

Die Konjunktur in Euroland baut auf einem stabilen privaten Konsum auf. In Ländern, in denen der Arbeitsmarkt beginnt, an Grenzen zu stoßen, wie etwa in Deutschland, stützt ein lebhafteres Lohnwachstum den Konsum. In anderen Ländern schiebt die zunehmende Beschäftigung den Konsum an. Das Wachstum der Anlageinvestitionen hält an, hat sich aber gegenüber der unmittelbaren Nachkrisenzeit verlangsamt. Vom Außenbeitrag kommen dagegen bremsende Effekte, weil nun wieder die Importe stärker zulegen als die Exporte. Insgesamt rechnen wir für 2019 und für 2020 mit einem gesamtwirtschaftlichen Wachstum von jeweils 1,6 %. Aufgrund der schwelenden Konflikte mit den USA (Handelsstreit) und mit Italien (Haushaltsstreit) sowie dem unklaren Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU bestehen allerdings erhebliche Risiken für den konjunkturellen Ausblick.

Konsum stützt die Konjunktur in Euroland

Bruttoinlandsprodukt in Euroland: Höhepunkt überschritten



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank.

Jahresausblick 2019

China dürfte noch für einige Jahre der Motor der Weltwirtschaft bleiben, doch es gibt verschiedene Faktoren, die eine Wachstumsabkühlung unausweichlich erscheinen lassen: Hier ist vor allem der schärfer werdende Handelskonflikt mit den USA zu nennen. Er dürfte 2019 das chinesische Exportwachstum spürbar belasten. China wird damit als Standort für das Exportgeschäft weniger attraktiv, was sich langfristig negativ auf die Investitionstätigkeit auswirken wird. Ebenso bedeutsam ist, dass China aus Sorge um die Stabilität des Finanzsystems ein geringeres Schuldenwachstum und eine Schrumpfung des Schattenbankenmarktes anstrebt. Dies hat schon zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung bei den Infrastrukturinvestitionen geführt. Mittelfristig kommt die Verschlechterung der Leistungsbilanz als weitere Restriktion für das chinesische Wirtschaftswachstum hinzu. Der Leistungsbilanzüberschuss ist in den vergangenen Jahren massiv geschrumpft, nachdem die chinesische Wirtschaft immer stärker von der Binnennachfrage getrieben wurde.

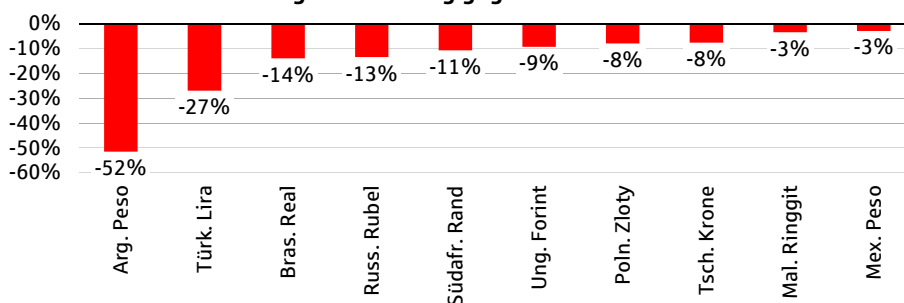
China bleibt globaler Wachstumsmotor, kühlt aber ebenfalls ab

Trotz dieser Probleme erwarten wir nicht, dass sich das chinesische Wirtschaftswachstum schon in naher Zukunft deutlich verlangsamen wird. Dienstleistungen, Wohnungsbau und Ausrüstungsinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe wachsen kurzfristig weiterhin kräftig. Die Urbanisierung bleibt noch auf viele Jahre ein Wachstumstreiber. Die Regierung hat zudem bereits Steuerentlastungen angekündigt, was zeigt, dass sie zu Stützungsmaßnahmen bereit ist. Die oben genannten Faktoren sprechen dennoch für einen niedrigeren mittelfristigen Wachstumspfad, als dies noch vor ein oder zwei Jahren zu erwarten gewesen war.

Das robuste Wirtschaftswachstum Asiens und Mitteleuropas sorgte dafür, dass das Jahr aus makroökonomischer Sicht für die Schwellenländer insgesamt zufriedenstellend verlief. Einiger Länder in Lateinamerika und Afrika sowie die Türkei hatten allerdings mit teils schweren Problemen zu kämpfen. Die meisten Schwellenländerwährungen entwickelten sich schwach; die Türkei und Argentinien stürzten gar in Währungskrisen. Abwertungen und Zinserhöhungen waren vielerorts notwendig, um die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu reduzieren. Doch die Leistungsbilanzdefizite konnten in den meisten Fällen nicht beseitigt werden, sodass die Währungen anfällig bleiben. Die Schwellenländer litten schon 2018 unter der Liquiditätsverknappung an den internationalen Kapitalmärkten, und die Finanzmarktteilnehmer dürften so lange in abwartender Haltung bleiben, bis sich in der US-Geldpolitik eine Entspannung andeutet.

Währungsabwertungen in vielen Schwellenländern

Schwellenländer: Währungsentwicklung gegenüber dem US-Dollar in 2018



Quellen: Bloomberg, DekaBank. Wertentwicklung vom 01.01.2018 bis 22.11.2018

Protektionismus: Auswirkungen

Seit September 2018 wird rund die Hälfte aller US-Importe aus China mit Zöllen belegt. Wir erwarten, dass dieser Zollsatz wie angedroht ab Januar 2019 von 10 % auf 25 % steigen wird. Ferner liegt unseren Prognosen eine Ausdehnung der Zölle auf die andere Hälfte der Importe aus China zugrunde. Die Regierung Trump wie auch die meisten Abgeordneten wollen China mittels der Handelspolitik zu einem

Jahresausblick 2019

kooperativeren internationalen Verhalten und zur Einführung eines stärker marktwirtschaftlich ausgerichteten Wirtschaftssystems drängen.

Die Auswirkungen des neuen Protektionismus-Kurses in der Weltwirtschaft sind vielschichtig. Konjunkturell spielen sie jedoch im Prognosezeitraum bis 2020 keine große Rolle. Dieses überraschende Ergebnis hat zwei Ursachen. Zum einen sind die Zollvolumina im Vergleich zu der Größe der beteiligten Volkswirtschaften China und USA (noch) zu gering, um gravierende gesamtwirtschaftliche Auswirkungen zu haben. Die zu erwartenden Zölle in Höhe von 125 Mrd. US-Dollar im Handel zwischen den USA und China relativieren sich vor dem Hintergrund der kombinierten Wirtschaftsleistung der beiden Länder von etwa 40 Billionen US-Dollar. Zum anderen gibt es durch Kapitalverkehr und Direktinvestitionen ausreichend Umgehungsmöglichkeiten. So hat die Abwertung der chinesischen Währung einen Teil der Zollwirkungen für US-Importeure ausgeglichen. Internationale Konzerne passen ihre Produktionsketten an und weichen in andere Länder als Produktionsstandorte aus. Auch ist die Verunsicherung bei den Unternehmen noch nicht hoch genug, um Investitionen in weltweite Aktivitäten zu verhindern.

Folgen von Protektionismus für die Konjunktur überschaubar

Protektionismus: Ausmaß begrenzt, daher überschaubare Folgen für Konjunktur



Quellen: Nationale Statistiken, DekaBank.

Kostenlos ist der Protektionismus allerdings dennoch nicht. Auf Unternehmens- und Konsumentenebene sind vielerorts Auswirkungen zu spüren: Neue Produktionsketten kosten Zeit und Geld. Margen sinken, sofern Zölle nicht in höhere Preise überwälzt werden können. Und dort, wo dies möglich ist, steigen die Preise für die Verbraucher. Etwa 0,2 Prozentpunkte mehr Inflation kosten die Zollprogramme die US-Konsumenten im Jahr 2019. Wenngleich die Konjunktur bislang wenig beeinträchtigt wurde, vermindert der Protektionismus doch wegen der Belastung der Unternehmensgewinne das Kurspotenzial an den Aktienmärkten.

Höhere Inflation als Folge von protektionistischen Maßnahmen

Exportorientierte Volkswirtschaften wie China oder Deutschland wären von zusätzlichen handelsbeschränkenden Maßnahmen am meisten betroffen. Würde die Europäische Union in die Zollmaßnahmen der USA verwickelt werden, wären eindeutig Deutschland, die Niederlande und Belgien am verwundbarsten. Frankreich, Spanien und Italien dagegen haben unterdurchschnittliche Handelsverflechtungen mit den USA und China. Insgesamt liegen die absehbaren Belastungen der Weltwirtschaft durch Zölle jedoch unterhalb der Schwelle, ab der ein Abschwung ausgelöst werden würde. Dagegen werden die neuen Protektionismus-Instrumente auf der Ebene einzelner Unternehmen durchaus stärker negativ sichtbar.

Europa: Bilanz eines Aufschwungs

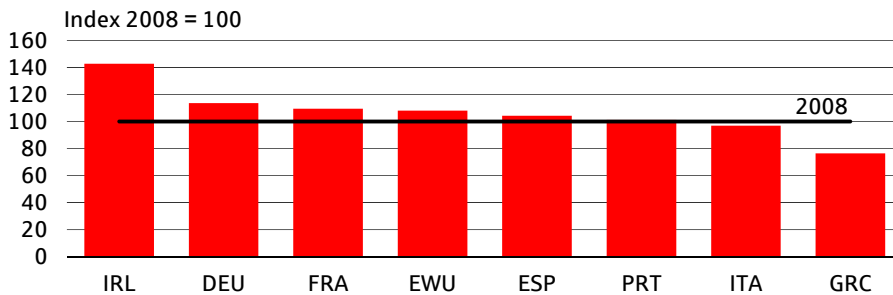
Wie in den USA hat auch in Euroland durch die energische Reaktion der Geld- und der Finanzpolitik auf die Finanzkrise bereits im Jahr 2010 ein Aufschwung eingesetzt. Anders als in den USA wurde dieser in Europa allerdings unterbrochen durch die Euro-Schuldenkrise von 2011/12, als Ängste vor einem Euro-Austritt einzelner

Längster Aufschwung in Euroland seit Bestehen des Euro

Jahresausblick 2019

Länder eine weitere Rezession auslösten. Der danach folgende Aufschwung der Europäischen Währungsunion ist seit 2013 in Gang und damit der längste Aufschwung seit Bestehen des Euro. Dieser Aufschwung hat in den Euro-Mitgliedsländern positive Effekte gehabt, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Das Produktionsniveau von vor der Finanzkrise ist mittlerweile in allen Ländern, mit Ausnahme von Griechenland und Italien, wieder erreicht bzw. übertroffen worden.

Euroland: Bruttoinlandprodukt 2018* im Vergleich zum Vorkrisenniveau



Quellen: Nationale Statistikämter, Eurostat, DekaBank. *Prognose der EU-Kommission.

Nach der Finanzkrise, also seit 2009, war Deutschland unter den großen Volkswirtschaften Eurolands mit einem durchschnittlichen Wachstum von 2,1 % pro Jahr am erfolgreichsten. In Deutschland liegt die Wirtschaftsleistung heute um 14 % über dem Stand von unmittelbar vor der Finanzkrise. Frankreich und Spanien folgen mit einem durchschnittlichen Wachstum von 1,3 % bzw. 0,9 %. In Italien dagegen fiel der Aufholprozess mit 0,2 % Jahr bescheiden aus und verdeutlicht damit das Grundproblem der italienischen Volkswirtschaft. Schlusslicht in der Aufhol-Liga ist allerdings Griechenland: Hier liegt das Bruttoinlandsprodukt immer noch um fast ein Viertel unterhalb des Vor-Krisenstandes.

Vor-Finanzkrisenniveau bei der Wirtschaftsleistung wieder erreicht

Im gesamten Euroraum sind während des Aufschwungs fast 7 Millionen Arbeitsplätze geschaffen worden, darunter allein 3,9 Millionen in Deutschland. In den meisten Ländern konnte sich während des Aufschwungs wieder eine positive Lohndynamik durchsetzen. Am stärksten stiegen die Löhne in Deutschland mit durchschnittlich 2,6 % pro Jahr. In Spanien konnte sogar durch die zwar positive, aber zugleich recht moderate Lohnentwicklung ein Teil der in den Krisenjahren verlorenen Wettbewerbsfähigkeit der spanischen Volkswirtschaft wieder wettgemacht werden.

Bei der Verschuldung der Volkswirtschaften hat der Aufschwung den steigenden Trend von vor der Finanzkrise gerade einmal abbremsen, aber nicht umkehren können. Die aggregierte Verschuldung (Staat, Haushalte und Unternehmen zusammengefasst) ist in allen großen Ländern der Währungsunion zunächst noch weiter angestiegen. Erst seit 2014 nehmen in Deutschland, Spanien und Italien die Schuldenquoten wieder leicht ab. In Frankreich ist selbst dies nicht der Fall, das Land weist mit über 300 Prozent die höchste der aggregierten Schuldenquoten auf.

Verschuldung nach wie vor ein Problem

Insgesamt hat sich mit dem Aufschwung im Euroraum das Wirtschaftsleben wieder etwas normalisiert, allerdings leiden insbesondere die südeuropäischen Volkswirtschaften immer noch unter den Spätfolgen der Krise. Vornehmlich in Griechenland und in Italien sind noch heute nachhaltige Verluste bei den Einkommen und beim Beschäftigungsstand festzustellen. Wenig Normalisierung ist in den Finanzsektoren der Euro-Länder festzustellen. Die hohen Schuldenstände im öffentlichen Sektor bilden heute das sichtbarste Relikt der Krise. Dies deutet auf eine fragile Aufstellung gegenüber einer neuerlichen Konjunkturertrübung hin. Selbst nach fünf Jahren Aufschwung kann der Euroraum sich eine neue Rezession noch nicht wieder leisten.

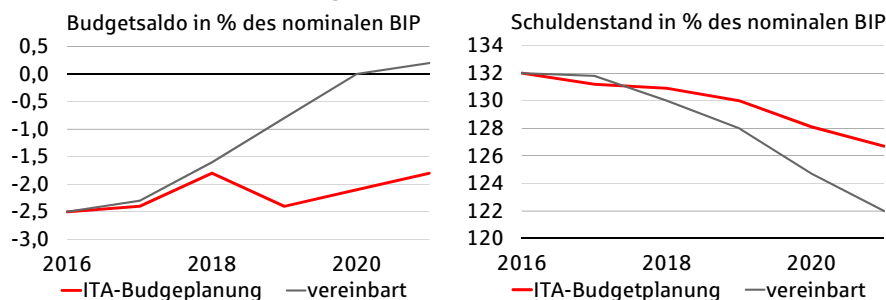
Jahresausblick 2019

Italien: Crash mit Ansage

Auch wenn es nicht unser Hauptszenario ist, aber die Finanzpolitik der italienischen Regierung hat durchaus das Zeug, eine Eurokrise 2.0 auszulösen. Der Haushaltsplan für 2019 bricht mit dem bisherigen Prinzip der italienischen Finanzpolitik, angesichts der hohen Verschuldung die Stabilität an erste Stelle zu setzen. Vor nicht allzu langer Zeit war mit der Kommission vereinbart worden, in fünf Jahren die italienische Staatsschuldenquote von 131 % auf etwa 120 % zu verringern. Mit diesem Ziel bricht die neue Regierung aus Lega und Fünf-Sterne-Bewegung. Die aktuellen Haushaltspläne umfassen aufgrund neuer Sozialleistungen wie dem Grundeinkommen höhere Ausgaben und dadurch eine höhere Verschuldung. Das gesamtstaatliche Defizit soll nicht mehr wie bisher geplant über die kommenden Jahre abgebaut werden, sondern in der Größenordnung von 1,8 % bis 2,4 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt seitwärts laufen. Nur aufgrund sehr optimistischer Annahmen über Wachstum, Inflation und Zinsen soll damit laut der italienischen Regierung die Schuldenquote in den kommenden Jahren um vier Prozentpunkte sinken.

Italien bietet das Potenzial für eine Eurokrise 2.0

Italien bleibt finanzielles Sorgenkind



Quellen: EU-Kommission, Italienische Regierung, DekaBank. Anmerkung: BIP = Bruttoinlandsprodukt

Diese Erwartungen erscheinen uns unrealistisch. Wachstumserwartungen von rund 1,5 % in den kommenden Jahren sind zu hoch angesetzt. Besonders beunruhigend ist aus unserer Sicht, dass bereits die Ankündigung der Haushaltspläne einen Rückgang der Unternehmensstimmung ausgelöst hat. Eine solche Reaktion auf ein eigentlich expansives Fiskalprogramm ist besorgniserregend. Diese negative Reaktion ist auch auf das Fehlen jeglicher Reformmaßnahmen zurückzuführen, die den italienischen Unternehmen das Wirtschaften erleichtern könnten. Das zu erwartende Defizitverfahren der Europäischen Union kann nur politischen Druck auf die Regierung in Rom ausüben, der diese aber anscheinend unbeeindruckt lässt. Ein weiteres Mal wird die Grundproblematik der fehlenden Fiskalunion, das heißt der mangelnden Durchgriffsmöglichkeit auf die nationale Finanzpolitik, deutlich. Eine stärkere disziplinierende Wirkung auf die italienische Finanzpolitik könnte dagegen der Druck der Finanzmärkte in Form von steigenden Anleiherenditen entfalten.

Ein schwächeres Wachstum als das angenommene bedeutet mit Blick auf die Ausgabenpläne der Regierung ein stetiges Ansteigen der italienischen Schuldenquote in den kommenden Jahren und damit eine weitere Verschlechterung der Bonität. Obwohl dieser Prozess keine Dramatik aufweist, verlieren immer mehr Marktteilnehmer das Vertrauen in das italienische Finanzsystem. Dies wird durch Rating-Abstufungen und durch einen Anstieg der Risikoprämien im Zins dokumentiert.

Italien droht Rating-Abstufung

Dieses Risiko ist schwer kalkulierbar. Bleibt das konjunkturelle Umfeld intakt, kann es 2019 gutgehen für Italien. Die Fähigkeit, schlechte Nachrichten aus Konjunktur oder Bankenwesen zu absorbieren, ist jedoch aufgebraucht. Die im internationalen Vergleich niedrigeren Bewertungen der europäischen Aktienmärkte deuten ebenso wie die jüngste Zurückhaltung internationaler Investoren bei Käufen in Europa darauf hin, dass der europäische Finanzmarkt eine politische Risikoprämie aufweist.

Jahresausblick 2019

Geldpolitik und Kapitalmärkte

Die mageren Anlageergebnisse 2018 müssen vor dem Hintergrund der guten Entwicklungen der Vorjahre gesehen werden. In den vergangenen zehn Jahren haben deutsche Aktien (DAX) einschließlich Dividenden eine durchschnittliche jährliche Rendite von 8,7 % geliefert. Mit deutschen Staatsanleihen konnte im gleichen Zeitraum eine Rendite von durchschnittlich immerhin 3,9 % verdient werden. Die hervorragende Wertentwicklung im Aktien- und im Anleihebereich ist dabei auf zwei Faktoren zurückzuführen.

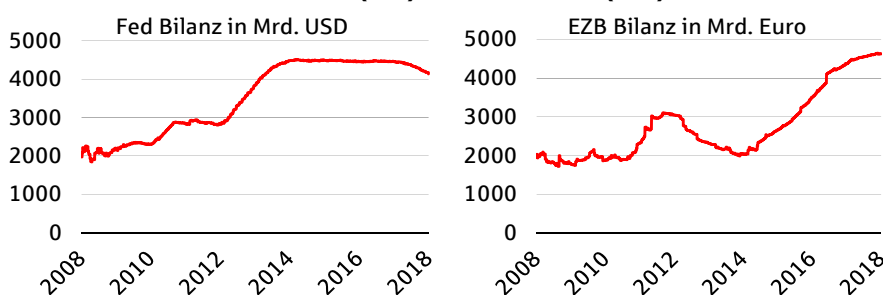
Die fetten Jahre sind fürs Erste vorbei

1. Das wirtschaftliche Umfeld hat sich positiv auf die Unternehmensergebnisse ausgewirkt. Diese sind in den vergangenen Jahren ebenfalls sehr deutlich angestiegen und haben damit die gute Kursentwicklung fundamental unterfüttert. Gleichzeitig haben die guten Unternehmenszahlen auch die Anlageklasse der Unternehmensanleihen gestützt.
2. Die hervorragende Wertentwicklung ist ganz wesentlich durch die Geldpolitik induziert worden. Sie sorgte mit ihrem beispiellos expansiven Kurs für ein sinkendes Zinsniveau. Dieses begünstigte die Kurse von Staats- und Unternehmensanleihen und durchaus auch die Konjunktur und die Aktienkurse.

Seit 2015 hat die US-Notenbank Fed begonnen, ihre lockere Geldpolitik zurückzuführen, zunächst mit einer Drosselung der Anleihekäufe, dann mit Zinserhöhungen. Seit diesem Jahr hat sich die Europäische Zentralbank diesem Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik angeschlossen, indem sie ihre Nettoanleihekäufe zuerst reduziert hat und ab Januar 2019 gänzlich einstellen wird. Für die Kapitalmärkte, die durch das unkonventionelle Agieren der Notenbanken eine außerordentliche Unterstützung erfahren haben, verliert damit ein zentraler Unterstützungsfaktor an Kraft. Dies wird am Kapitalmarkt nicht ohne Folgen bleiben und auch im Jahr 2019 das bestimmende Thema für die Kapitalmärkte sein.

Schubwirkung der Geldpolitik lässt nach

Notenbankbilanzen in den USA (Fed) und in Euroland (EZB)



Quellen: Bloomberg, DekaBank.

Vor dem Hintergrund des anhaltend niedrigen Inflationsdrucks haben die Notenbanken großen Gestaltungsspielraum bei ihrem geldpolitischen Ausstieg. Sie werden ihn dazu nutzen, die Konjunktur möglichst wenig zu bremsen. Das bedeutet für die US-Notenbank nach dem Zinsschritt im Dezember 2018 drei weitere Zinserhöhungen 2019 und zwei weitere 2020. Sollte das US-Wachstum zwischenzeitlich unerwartet deutlich nachlassen, wird die Fed ihre Zinserhöhungen aussetzen.

Fed mit weiteren Zinserhöhungen in 2019 und 2020

Die EZB bleibt bei ihrem langsamen Wendekurs: Ab 2019 werden die Anleihekäufe eingestellt. Die erste Erhöhung des Einlagensatzes erwarten wir im September 2019, die erste Erhöhung des Hauptrefinanzierungssatzes im März 2020. Selbst ein etwas schwächeres Wirtschaftswachstum würde einem moderaten Zinserhöhungskurs der EZB nicht im Weg stehen, eine ausgewachsene Rezession hingegen schon.

EZB mit erster Erhöhung des Hauptrefinanzierungssatzes im Jahr 2020

Europäische Zentralbank: Unser Szenario für den Exit



Quellen: Prognose DekaBank

Die Auswirkungen der Schubumkehr der Geldpolitik werden an den Anleihe- wie an den Aktienmärkten gleichermaßen zu spüren sein. Denn im Unternehmenssektor führen steigende Zinsen zu steigenden Finanzierungskosten. Dies gilt sowohl für Finanzierungen im kurzlaufenden als auch im langlaufenden Bereich. Somit verteuern sich für die Unternehmen die klassischen Bankkredite ebenso wie die Schuldzinsen für am Kapitalmarkt aufgenommene Gelder.

Was aber bedeutet das durch die Kehrtwende der Geldpolitik geprägte Kapitalmarktumfeld konkret für die einzelnen Anlageklassen im Jahr 2019?

Staatsanleihen

In den USA wird die US-Notenbank den Kurs der graduellen Leitzinserhöhungen fortsetzen. Allerdings sind sowohl die höheren Leitzinsen als auch die steigende Staatsverschuldung an den Rentenmärkten bereits weitgehend eingepreist. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Renditen langlaufender US-Treasuries in 2019 kaum noch steigen, während die Renditen in den kürzeren Laufzeitbereichen noch ein wenig Spielraum nach oben haben. In der Eurozone ist die geldpolitische Normalisierung weitaus weniger fortgeschritten als in den USA. Es muss sowohl am kurzen als auch am langen Ende mit moderat steigenden Zinsen gerechnet werden. Die größte Gefahr für europäische Anleihen geht von Italien aus. Anleger haben bereits den Appetit auf italienische Staatsanleihen verloren und werden diesen so schnell nicht zurückgewinnen. Die Probleme im italienischen Bankensektor könnten drückender werden, und im Falle einer Zuspitzung ist nicht auszuschließen, dass auch die Finanzinstitute in anderen Mitgliedsländern mit einem risikoscheueren Verhalten reagieren. Die Entwicklung in Italien dürfte daher den zu erwartenden Anstieg der Renditen langlaufender Bundesanleihen bis auf weiteres bremsen, aber nicht gänzlich unterbinden. Somit werden Anleger mit Bundesanleihen und US-Staatsanleihen in Euro gerechnet kein Geld verdienen können.

Sichere Anlagen bleiben teuer

Unternehmensanleihen

Im Euro-Investment Grade-Segment haben sich die Risikoaufschläge (Spreads) in 2018 bereits ausgeweitet. Die Kreditdaten der bonitätsstarken Unternehmen sind weiterhin solide, und der Ratingtrend zeigt eher nach oben. Leicht steigende Renditen sollten das robuste Emissionsbild in Europa kurzfristig nicht wesentlich ändern. Die bisherige Spreadausweitung bietet einen guten Puffer, um Risiken im Laufe des Jahres abzufedern. Die Unterstützung des Marktsegments durch die EZB fällt angesichts der Reinvestitionen fälliger Anleihen nur allmählich weg.

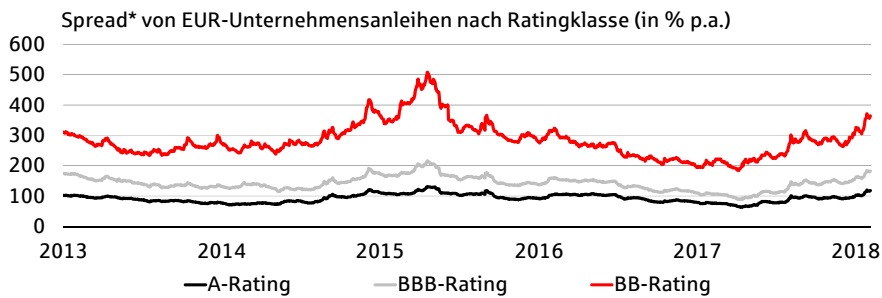
Gestiegene Risikoaufschläge bieten Chancen

Unternehmensanleihen aus dem hochverzinslichen Bereich (High Yield) haben bislang ebenfalls stark von der Unterstützung der EZB profitiert. Allerdings ist bereits 2018 ein Großteil dieser positiven Wirkung aus dem Markt ausgepreist worden, und die Renditeabstände zu Staatsanleihen haben sich deutlich ausgeweitet. Erschwerend kam hinzu, dass Nachrichten auf Einzeltitelebene teilweise zu heftigen Kursre-

Jahresausblick 2019

aktionen geführt haben. In Europa zeigen Unternehmen aus dem High Yield-Segment nach wie vor solide Verschuldungsgrade. Einer steigenden Ausfallwahrscheinlichkeit in schwächeren Konjunkturphasen begegnen Anleger am besten durch breit diversifizierte Portfolios. Auf der für 2019 zu erwartenden erhöhten Spread-Basis bieten sich Investoren wieder interessante Kaufmöglichkeiten.

Unternehmensanleihen: Spreads bieten Chancen



* Spread über deutsche Staatsanleihen. Quellen: BofA Merrill Lynch, Bloomberg, DekaBank.

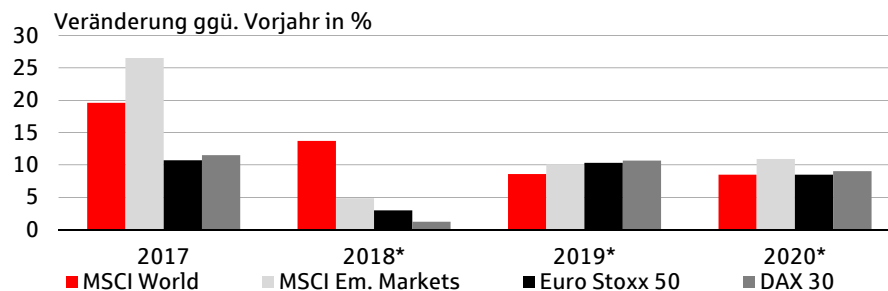
Chancen werden sich im Laufe des Jahres 2019 also insbesondere in den riskanteren Bereichen des Rentenmarktes ergeben. Rentenfonds aus den Bereichen Unternehmensanleihen mit Investment Grade und High Yield sowie Produkte mit einem Fokus auf Schwellenländeranleihen sollten in den kommenden Jahren von einem höheren Renditeniveau und damit hohen Kuponzahlungen profitieren.

Aktien

Abgesehen von den geldpolitischen Veränderungen bleibt das Umfeld für die Unternehmen trotz zahlreicher Störfaktoren recht gut. Die Basis für einen Zuwachs der operativen Erträge ist gelegt, und in allen großen Regionen dürften die Unternehmensgewinne 2019 im hohen einstelligen Prozentbereich gegenüber 2018 zulegen. Neben dem erwarteten soliden Zuwachs der Unternehmensgewinne werden die Aktienmärkte auch durch ihre mittlerweile moderaten Bewertungen unterstützt. Dies ist zwar keine Versicherung gegen weitere zwischenzeitliche Kursrücksetzer, sorgt aber bei Marktkorrekturen für eine wirksame Begrenzung der Fallhöhe.

Solides Gewinnwachstum bleibt Stütze für Aktienmärkte

Unternehmensgewinne mit soliden Anstiegen



Quellen: Factset, Bloomberg, DekaBank.

* Schätzungen auf Basis des von Factset Market Aggregates erhobenen Analysten Konsensus

Beim regionalen Blick über die Märkte ist die Situation in den USA etwas angespannter. Dort liegen die Bewertungen, anders als in Europa und auch den Schwellenländern, oberhalb der langjährigen Durchschnittswerte. Aufkommende Sorgen vor einem nur noch durchwachsenden fundamentalen Ausblick könnten gerade die höher bewerteten US-Aktienmarktgebiete belasten, die zuletzt den Gesamtmarkt mit nach oben getrieben hatten. Somit wird es 2019 nicht nur zu höheren Schwankungen am Gesamtmarkt, sondern auch zu deutlichen Rotationen innerhalb der Sektoren und Stilrichtungen kommen.

Bewertung bei US-Aktien höher

Jahresausblick 2019

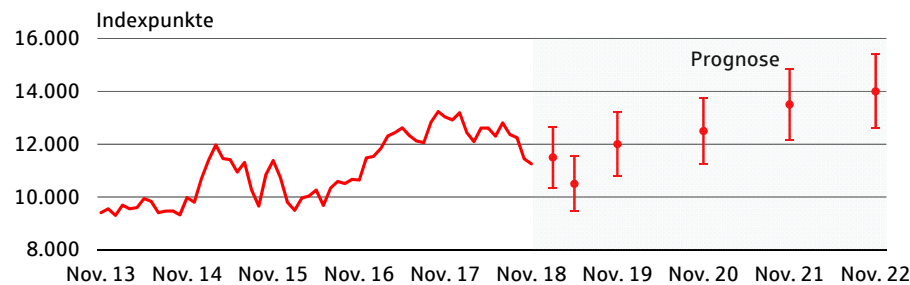
Chancen sollten vor allem in gut kapitalisierten, schwergewichtigen Blue Chip Aktien gesucht werden mit einem regionalen Fokus auf Europa, aber auch auf die Schwellenländer. Regelmäßiges Investieren ist gerade in einem schwankungsreichen und von Kursrücksetzern geprägten Markt extrem wichtig. In einem stabilen konjunkturellen und unternehmerischen Umfeld sichern sich Anleger so gute Einstiegskurse, für die sie längerfristig entlohnt werden.

Geldanlage 2019: Chancen für den langfristigen Portfolioaufbau

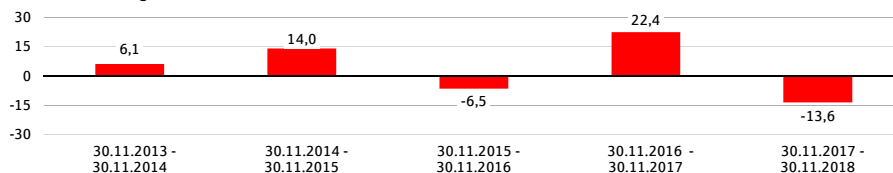
Die Kehrtwende in der Geldpolitik ist es, die an den Kapitalmärkten eine Renditepause verursacht. Bei den Kapitalmarktrenditen erwarten wir bis Ende 2019 gemessen an den 10-jährigen Bundrenditen einen leichten Anstieg von knapp 50 Basispunkten. Unternehmensanleihen sollten diesen Anstieg mitmachen. Zusätzlich rechnen wir weiter mit leicht steigenden Risikoprämien. Alles zusammen wird den Gesamtertrag von Anleihen in Euro im Jahr 2019 und darüber hinaus belasten.

Renditenotstand bei Anleihen

DAX-Punktprognosen mit möglichen Schwankungsbreiten



Wertentwicklung DAX Performance Index: 30.11.2013 – 30.11.2018 (in %)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank. Berichtszeitraum: 30.11.2013 – 30.11.2018.

Bei den Aktien steht die Frage im Vordergrund, wie stark die geldpolitische Wende die weltweite Konjunktorentwicklung 2019 beeinträchtigen wird. Insbesondere in der ersten Jahreshälfte werden die Kapitalmarktteilnehmer hierüber ihre Meinung finden. Die im Jahr 2018 durchlebten Risiken – wie die US-Handelspolitik oder die italienische Haushaltspolitik – bleiben auch 2019 bestehen. Anleger müssen sich daher auf unterjährige Schwankungen vorbereiten, die den deutschen Leitindex DAX zwischenzeitlich auch unter die Marke von 11.000 Punkten drücken können. Mit einer Klärung der Konjunkturperspektiven im Jahresverlauf sollte dann jedoch eine Erholung einsetzen, die den Deutschen Aktienindex Ende 2019 wieder über 12.000 Punkte steigen lässt. Gerade solche schwächeren Phasen an den Aktienmärkten eignen sich jedoch zum Aufbau von langfristigen Positionen. Obwohl dies durchaus Mut und Durchhaltevermögen erfordert, dürfte ein schrittweiser Einstieg bei Aktien im Jahr 2019 in den Folgejahren belohnt werden.

Chancen am Aktienmarkt

Disclaimer:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Redaktionsschluss: 03.12.2018

Herausgeber:

Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater:
Tel. (0 69) 71 47 - 23 81
E-Mail: ulrich.kater@deka.de

Impressum:

<https://deka.de/deka-gruppe/impressum>



DekaBank
Deutsche Girozentrale
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 0
Telefax: (0 69) 71 47 - 19
www.deka.de

