

RENTENMÄRKTE

Stühlerücken der Notenbanker

Bei zwei bedeutenden Notenbanken stehen 2018 personelle Veränderungen an bzw. werfen ihre Schatten voraus. Jerome Powell wird neuer Präsident der US-Notenbank Fed und übernimmt im Februar das Zepter von Janet Yellen. Powell ist bereits seit 2012 Mitglied im Gouverneursrat der Fed. Er ist also seit Jahren in das Vorgehen der bedeutendsten Zentralbank der Welt involviert. Es wird daher nicht davon ausgegangen, dass sich das Vorgehen der Federal Reserve unter Powell gravierend ändern wird. Die Fed wird die Normalisierung ihrer Geldpolitik somit fortsetzen. Neben der sukzessiven Reduzierung der Bilanzsumme ist mit weiteren 3 Leitzinserhöhungen im Jahr 2018 zu rechnen. Dies kann zu steigenden Renditen am kurzen Ende der US-Kurve führen. Allerdings ist unklar, inwiefern sich eine solche Bewegung auf die gesamte Zinskurve auswirken wird. Bereits in 2017 ist die Renditedifferenz zwischen den zwei- und den zehnjährigen US-Staatsanleihen massiv gesunken, wobei die zehnjährigen Anleihen im Jahresverlauf nahezu unverändert blieben. Die Fed kommentierte diese Kurvenverflachung, die häufig als Frühindikator für eine Rezession gesehen wird, und erklärte, dass dies allein an der Geldpolitik läge. In diesem Zusammenhang sei sogar eine inverse Zinskurve – d.h. 2-jährige Anleihen rentieren über den 10-jährigen Anleihen – für 2018 nicht auszuschließen.

Die EZB steht dagegen geldpolitisch weiter auf dem Gaspedal. Das Anleiheankaufprogramm wird bis mindestens September 2018 fortgesetzt (netto 30 Mrd. EUR monatlich) und voraussichtlich erst im Laufe des vierten Quartals komplett zurückgefahren. Leitzinserhöhungen durch die EZB sind unwahrscheinlich.

Entscheidend für die Entwicklung der europäischen Rentenmärkte in 2018 wird vielmehr sein, welche Erwartungen die Marktteilnehmer an das weitere Vorgehen der EZB knüpfen. Dies wird u.a. auch davon abhängen, welcher Kandidat sich als Nachfolger von Mario Draghi abzeichnen wird, der in sein letztes Jahr als oberster Währungshüter der EZB geht. Wir gehen davon aus, dass die europäischen Rentenmärkte ein restriktiveres Vorgehen der EZB einpreisen werden, zumal sich die europäischen Rentenmärkte historisch gesehen nicht vollends von den Entwicklungen am US-Rentenmarkt abkoppeln konnten. Im Effekt rechnen wir in der Eurozone mit leicht steigenden Renditen.

Geht die Rallye der Kreditanlageklassen weiter?

Unternehmensanleihen sollten durch das Ankaufprogramm der EZB zunächst gut unterstützt bleiben. Grundsätzlich ist es aber nur schwer vorstellbar, dass die Wertentwicklung der vergangenen Jahre wiederholt werden kann. Sowohl Renditen wie auch Risikoaufschläge müssten weiter fallen, hierfür wären allerdings weitere Impulse hinsichtlich einer noch deutlich expansiveren Geldpolitik notwendig, was allerdings in Anbetracht der aktuellen Situation und der Prognosen unwahrscheinlich erscheint.

Mit fortschreitendem Wegfall der künstlichen Nachfrage durch die EZB, durch Beendigung des Anleiheankaufprogramms, sollten sich die Segmente vergleichsweise positiv entwickeln, die die Zeit der niedrigen Renditen am besten für strukturelle Reformen genutzt haben. Dies trifft unseres Erachtens auf einzelne Länder wie beispielsweise Spanien zu, aber auch auf Pfandbriefe, die seit der Finanz- und Euro-Staatenkrise unter besonderem regulatorischen Schutz stehen.

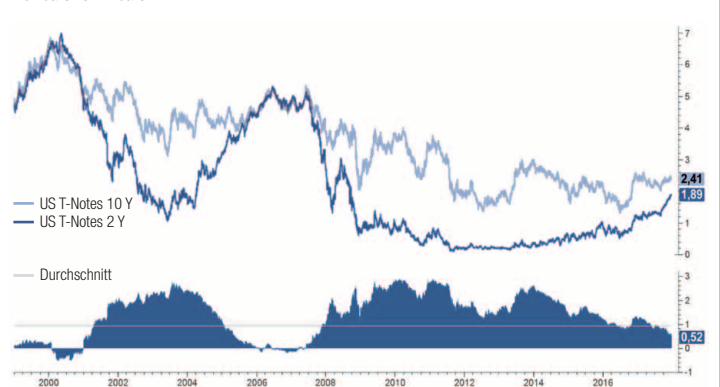
EINKAUFSMANAGERINDIZES – VERARBEITENDES GEWERBE



Quelle: Thomson Reuters Datastream, ISM, Markit, Bloomberg Stand 12.2017

KURVENSTEILHEIT US T-NOTES

10 Years vs. 2 Years



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Stand 12.2017

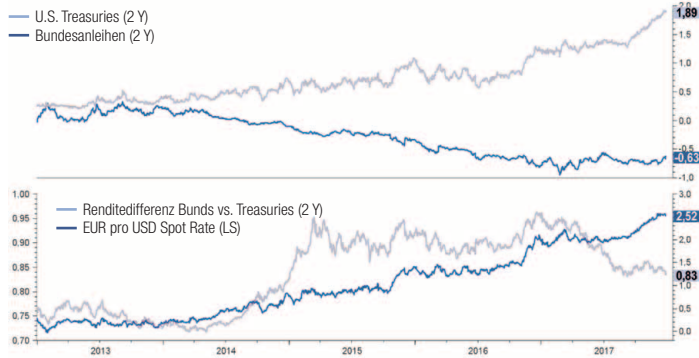
AKTIENMÄRKTE

Niedriges Zinsniveau hält Attraktivität der Aktie aufrecht

Der positive Trend, den Aktien nunmehr bereits seit einigen Jahren aufweisen, wird sich 2018 wahrscheinlich fortsetzen. Dafür spricht in erster Linie, dass die relative Attraktivität ggü. zinstragenden Anlageformen unverändert aufrechterhalten bleibt. Auch zeigte sich 2017 in den USA nochmals eindrucksvoll, dass ein schrittweiser und gut kommunizierter Abschied von der expansiven Geldpolitik, kein Hindernis für steigende Aktienkurse ist. Im Einklang mit der florierenden Weltwirtschaft wird sektorenübergreifend erneut mit einer Steigerung der Unternehmensgewinne gerechnet, weshalb

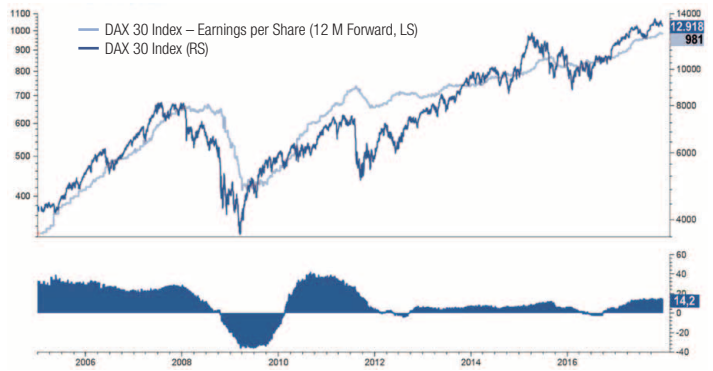
Aktien auch fundamental gut unterstützt bleiben sollten. Sollte sich diese Prognose bewahrheiten, halten wir ein positives Jahresergebnis für Aktien im ein- bis unteren zweistelligen Prozentbereich für möglich. Ein stetiges Wachstum bei ähnlich geringer Volatilität wie in 2017 sollte aber nicht angenommen werden. Vielmehr ist insbesondere aufgrund (geld-)politischer Themen mit erhöhten Kursschwankungen zu rechnen. Die erreichten Kurs- und Bewertungsniveaus lassen in diesem Zusammenhang eine erhöhte Sensibilität des Marktes erahnen. Korrekturen, die zu einer Ermäßigung der Bewertungsniveaus führen, interpretieren wir in diesem Zusammenhang als Chance für flexibel agierende Anleger. Von einer regionalen Disparität der Ergebnisbeiträge ist auszugehen.

2 YEAR BUNDS VS. 2 YEAR TREASURIES



Quelle: Thomson Reuters Datastream Stand 12.2017

VERÄNDERUNG DER GEWINNERWARTUNGEN (%)



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Deutsche Börse Stand 12.2017

Die vorliegenden Unterlagen wurden von der WAVE Management AG auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft, aber nicht unabhängig geprüft wurden, erstellt. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit unangekündigt ändern. Die WAVE Management AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen. Die WAVE Management AG übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokuments oder der darin enthaltenen Angaben oder sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Diese Publikation dient lediglich der Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernimmt die WAVE Management AG keine Haftung.



KAPITALMARKTAUSBLICK 2018

RÜCKBLICK 2017

VOLKSWIRTSCHAFT

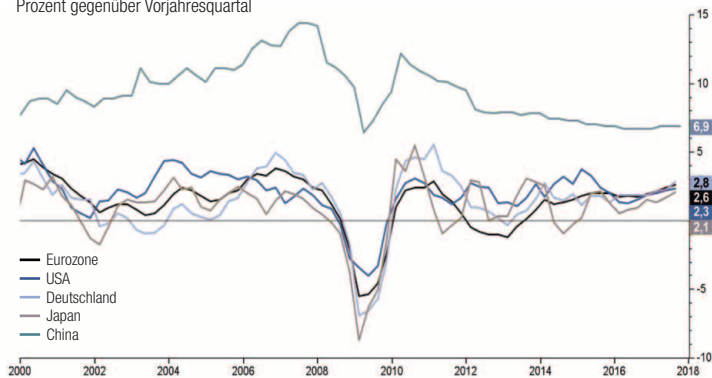
Weltweiter konjunktureller Aufschwung

Das Jahr 2017 konnte aus volkswirtschaftlicher Sicht durchaus überzeugen. Das globale Wachstum hat sich nicht nur verstetigt, es verlief auch synchron in Industrie- und Schwellenländern. Die USA verzeichneten in 2017 ein BIP-Wachstum in Höhe von 2,2%. Auf Augenhöhe entwickelte sich die wirtschaftliche Entwicklung der Eurozone, die mit 2,2% einen

identischen Wachstumsbeitrag vermeldete. Die chinesische Volkswirtschaft wuchs um 6,8%, während das BIP in Japan um 1,6% zulegen konnte. Rund um den Globus wurde somit ein moderates aber sehr solides Wirtschaftswachstum verzeichnet, welches in der Breite gut verankert war. Maßgeblicher Treiber der Entwicklung war in 2017 erneut der private Konsum, der durch eine weitere Arbeitsmarktbelegung, anhaltend geringe Kapitalkosten und eine überschaubare Teuerung anstieg. Positiv in diesem Zusammenhang ist die parallele Erhöhung der Investitionen zu werten, die Hoffnung auf eine nachhaltige Entwicklung macht.

VERÄNDERUNG DES BIP

Prozent gegenüber Vorjahresquartal



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, OECD, National Bureau of Statistics of China, Bureau of Economic Analysis Stand 12.2017

CITIBANK ECONOMIC SURPRISE INDEX



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Citigroup Stand 12.2017

WAVE KAPITALMARKTAUSBLICK 2018

Comeback der Eurozone

Überraschend positiv fiel die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum aus. Sorgen über die politische Stabilität wurden im Jahresverlauf abgeschüttelt, bei den Parlaments- bzw. Präsidentschaftswahlen in den Niederlanden und in Frankreich siegten pro-europäische Politiker. Das Unabhängigkeitsreferendum Kataloniens und die schleppende Regierungsbildung nach der Bundestagswahl in Deutschland hinterließen bisher keine nachhaltigen Bremsspurten. Auch die bisher weitgehend ergebnislos verlaufenen Brexit-Verhandlungen vermochten nicht für Störfeuer zu sorgen, zumal sich abzeichnet, dass die negativen Auswirkungen auf die Eurozone vernachlässigbar erscheinen.

Die Bitcoin-Rallye

Der Euro wertete im Jahresverlauf ggü. dem US-Dollar kontinuierlich auf 1,2005 USD zum Jahresultimo auf (Jahresbeginn: 1,0520 USD). Im Währungsuniversum war es aber zweifellos die Kryptowährung Bitcoin, die Dollar, Euro & Co die Show stahl. Obwohl wir die Klassifizierung als Währung hier als nicht gerechtfertigt erachten, ist die Kursentwicklung erwähnenswert und vor allem beeindruckend: Von einem Tiefstand in Höhe von 752 USD schossen die Notierungen förmlich nach oben und verzeichneten dadurch zwischenzeitlich Steigerungen von mehr als 1.900%. Ein Bitcoin wurde am Jahresende für 14.310 USD gehandelt.

Ausbleibender Inflationsdruck

Obleich die Abwärtsspirale der Vorjahre hinsichtlich der Entwicklung der Inflation überwunden scheint, wurden die Inflationsziele der Notenbanken auch in 2017 nicht erreicht, signifikanter Teuerungsdruck blieb aus. Die Eurozone wies für 2017 eine Inflationsrate in Höhe von 1,5% aus. Die US-Inflationsrate betrug 2,0%. Ursächlich für die Steigerungen ggü. dem Vorjahr waren vorrangig die gestiegenen Energiekosten (der Ölpreis stieg im Jahresverlauf, zum Jahresultimo wurden für ein Barrel der Sorte WTI 60,42 USD bezahlt).

RENTENMÄRKTE

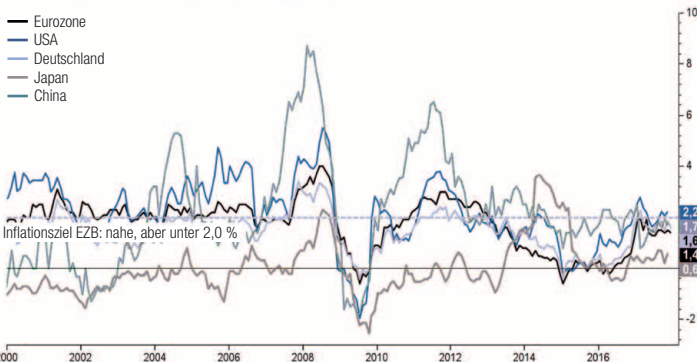
Die Rentenmärkte waren auch im Jahr 2017 wieder von den diversen geo- und geldpolitischen, sowie von konjunkturellen Themen geprägt. Auf der politischen Ebene standen im Frühjahr die französischen Präsidentschaftswahlen im Fokus der Märkte. Spekulationen über einen möglichen Wahlerfolg des rechtspopulistischen „Front National“ führten zunächst zu einem spürbaren Renditeanstieg von französischen Staatsanleihen. Letztendlich konnte sich jedoch Emmanuel Macron von der Partei „En Marche“ recht deutlich durchsetzen, wodurch sich die Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen im Anschluss wieder deutlich verringerten. Auf der weltpolitischen Bühne spitzte sich im Spätsommer der Konflikt zwischen den USA und Nordkorea zu. Nachdem Nordkorea zum wiederholten Male Interkontinentalraketen testete, warnte US-Präsident Trump, dieser Bedrohung durch „fire and fury“ zu begegnen, was zu erhöhter Nervosität und damit fallenden Bundrenditen führte.

Divergierende Geldpolitik

Auf der geldpolitischen Ebene verfestigte sich im Jahresverlauf die Erkenntnis, dass sich EZB und Fed in unterschiedlichen Phasen des geldpolitischen Zyklus befinden. Während die Fed im Jahresverlauf den Leitzins in drei Zinsschritten um insgesamt 75 Basispunkte auf 1,50% erhöhte, behielt die EZB den Leitzins erwartungsgemäß bei 0% bzw. den Einlagensatz bei -0,4%. Die Reduzierung des monatlichen Volumens der EZB-Anleihekäufe ab April 2017 führte an den europäischen Rentenmärkten zu keinerlei Verwerfungen. Vor dem Hintergrund der recht positiven konjunkturellen Rahmendaten in der Eurozone, kam im Herbst die Ankündigung der EZB, das Anleihekaufprogramm bis mindestens September 2018 (allerdings mit wiederum verringerten Volumina) fortzusetzen, etwas überraschend. Die Fed hingegen hat im vierten Quartal die Bilanzreduktion und damit die Normalisierung ihrer Geldpolitik eingeleitet.

VERÄNDERUNG DER VERBRAUCHERPREISE

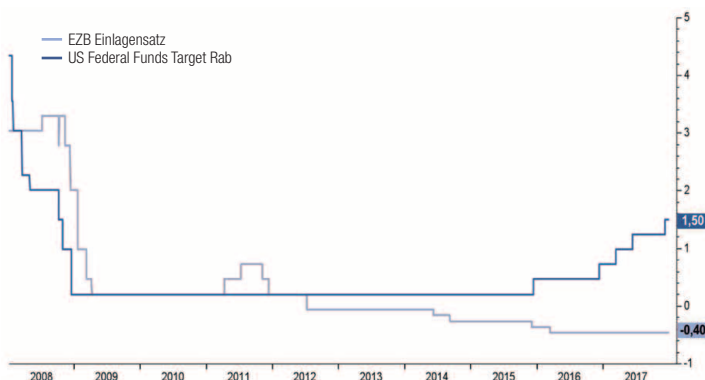
Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Bundesbank, Statistics Bureau of Japan, National Bureau of Statistics of China Stand 12.2017

NOTENBANKEN – ZINSSÄTZE

EZB Einlagensatz
US Federal Funds Target Rab



Quelle: Thomson Reuters Datastream, EZB, Federal Reserve Stand 12.2017

Zinswende lässt sich warten

Trotz der vielen potenziell marktbeeinflussenden Themen bewegten sich Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen per Saldo nur geringfügig. Bundrenditen erhöhten sich um 0,21 %, während die Renditen der US-Pendants (Treasuries) auf der Stelle traten. Renditen 2-jähriger Treasuries hingegen stiegen seit Jahresbeginn um 0,69 % auf 1,88 %, was zu einer deutlichen Verflachung der US- Zinsstrukturkurve führte. In der europäischen Peripherie wiesen portugiesische und griechische Staatsanleihen eine überdurchschnittlich gute Entwicklung auf; die 10-jährigen Renditen sanken hier im Jahresverlauf um 1,86 % bzw. 2,9 %.

Unternehmensanleihen mit Rückenwind

Unter den Rentensegmenten verzeichneten die Anlageklassen mit Bonitätsrisiken erneut eine Überrendite gegenüber Staatsanleihen wie z.B. deutschen Bundesanleihen. Risikoaufschläge sanken erneut, getrieben durch gute konjunkturelle Rahmenbedingungen und forciert durch die Anleihekäufe der EZB. Allen voran konnten innerhalb dieses Universums die Segmente am meisten profitieren, die nicht direkt von der EZB gekauft wurden. Hier sind vor allem nachrangige Anleihen und High Yield Anleihen zu nennen, die eine deutlich bessere Entwicklung im Vergleich zum Gesamtmarkt verzeichnen konnten.

AKTIENMÄRKTE

Aktieninvestoren hatten 2017 erneut Grund zur Freude. Mit überwiegend zweistelligen Zuwachsraten beendete die Mehrheit der globalen Aktienbörsen das Jahr überdurchschnittlich.

Europa freundlich, USA besser

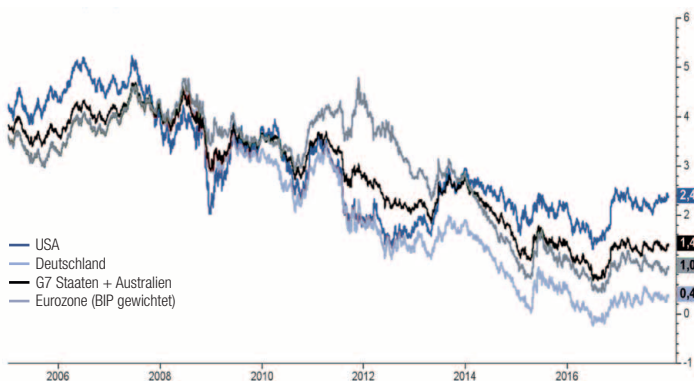
Die Stärke des Aktienmarktes kann exemplarisch am Deutschen Aktienindex (DAX) abgelesen werden: Neue Allzeithochstände, Ausschüt-

tungen auf Rekordniveau, der sechste Jahresgewinn in Folge sowie eine Jahresperformance, die zu keinem Zeitpunkt negativ war, lassen Anleger frohlocken. Der DAX schloss das Jahr mit einem Plus von 12 % ab, während der EuroStoxx50 mit einem Gewinn von 6 % endete. Noch stärker als die europäischen Aktienmärkte präsentierten sich 2017 die US-Leitindizes. Sie eilten in den vergangenen 12 Monaten von einem Rekordhoch zum nächsten. Das Jahr beendeten Dow Jones und S&P500 mit Gewinnen in Höhe von 25 % bzw. 19 %. Erfolgreich präsentierten sich 2017 auch die asiatischen Aktienmärkte. Der japanische Nikkei gewann 19 % während der chinesische Hang Seng um 35 % zulegen konnte. Rückblickend hatten wohl nicht einmal die größten Optimisten einen derart steilen Kursanstieg auf dem Zettel.

Volatilität weiter rückläufig

Das erfreuliche Ergebnis der globalen Aktienbörsen geht dabei mit einer weiter abnehmenden Volatilität – Risikomaß für die Schwankungsbreite – einher. Betrachtet man beispielhaft den US-Leitindex S&P500 wurde in 2017 kein einziger Tag mit einem Minus von 2 % oder mehr beendet. An nicht einmal acht Tagen fiel der Index um 1 % (oder geringfügig mehr). Rücksetzer in der Größenordnung von 5 % oder mehr, in den Vorjahren noch regelmäßig festzustellen, waren nicht zu beobachten. Dennoch, politische Themen wie die Wahlen in den Niederlanden und Frankreich oder Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Ausrichtung der Notenbankpolitik stellten Anleger in 2017 wiederholt vor knifflige Entscheidungen und erschwerten es risikobewussten Anlegern die starken Aufwärtstrends mit hohen Aktienquoten zu begleiten. Zum Jahresresultimo notierten die Volatilitätsindizes in der Nähe ihrer historischen Tiefststände.

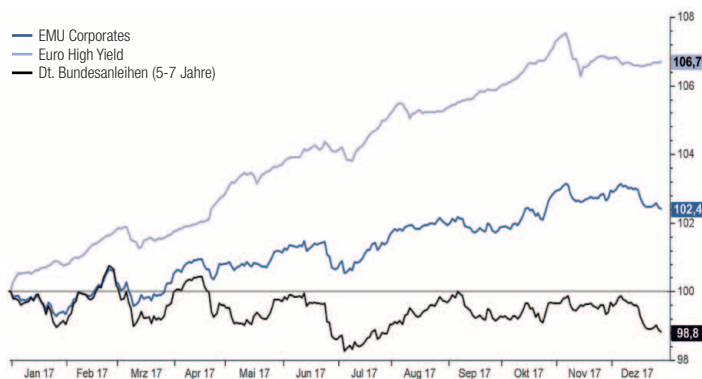
RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN



Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Berechnungen Stand 12.2017

GESAMTPERFORMANCE VERSCHIEDENER RENTENINDIZES

31.12.2016 = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BofA-Merrill Lynch Stand 12.2017

AUSBLICK 2018

VOLKSWIRTSCHAFT

Die konjunkturellen Weichen sind in Richtung Wachstum gestellt

Zum Start des neuen Jahres stehen die Konjunkturampeln weiter auf „grün“. Frühindikatoren wie z.B. die Einkaufsmanagerindizes notieren komfortabel über der Expansionsschwelle. Der ifo-Geschäftsklimaindex, das Konjunkturbarometer der deutschen Wirtschaft, eilt von Rekord zu Rekord. Diese Entwicklung sollte sich daher nachlaufend auch in den harten realwirtschaftlichen Daten niederschlagen, weshalb Ökonomen reihenweise ihre Prognosen anheben.

Für die Eurozone wird im Konsens für 2018 ein Wirtschaftswachstum in Höhe von 2,1 % erwartet. Insgesamt scheint die Eurozone auf einem guten Weg, zumal sich die positive Tendenz inzwischen auch auf die Euro-Peripherieländer erstreckt. Die USA werden vermutlich mit ca. 2,3 % wachsen. Hier sollten sich die Auswirkungen der US-Steuerreform entsprechend positiv niederschlagen. Für China und Japan werden mehrheitlich Wachstumsbeiträge in Höhe von 6,5 % bzw. 1,2 % erwartet.

Störfeuer von politischer Seite?

Grundsätzlich schließen wir uns den vorgenannten Prognosen an. Als schwer zu kalkulierenden Einflussfaktor sehen wir hingegen (geo-)politische Themen. Der anhaltend schwelende Atomstreit zwischen Nordkorea und den USA oder virulente Konflikte im Nahen Osten (bspw. im Iran) haben das Potenzial, zumindest kurzfristig für Irritationen zu Sorgen.

Für Europa stehen die Themen Regierungsbildung in Deutschland, Wahlen in Italien und Konkretisierung des EU-Austritts Großbritanniens bereits jetzt auf der Agenda. Sollte es in diesem Zuge zu einer stärkeren politischen und wirtschaftlichen Integration kommen, würde diese Entwicklung die positiven Erwartungen bestätigen. Denkbar wären jedoch auch gegenteilige Entwicklungen, da auf diversen Themenfeldern weiterhin Uneinigkeit zwischen den Eurostaaten herrscht. So etwa zwischen nord- und südeuropäischen Staaten in Fragen der Notenbankpolitik oder zwischen ost- und westeuropäischen Staaten hinsichtlich des Themas Zuwanderung. Zum Jahresende folgen schließlich die Halbzeitwahlen in den USA, die jeweils zur Mitte der vierjährigen Amtszeit des Präsidenten stattfinden. Aus dem Ergebnis werden Rückschlüsse auf die politischen Kräfteverhältnisse der größten Volkswirtschaft der Welt gezogen, woraus wiederum Erfolgswahrscheinlichkeiten für die geplanten Projekte von Präsident Trump abgeleitet werden.

Steigende Inflationsraten

Die Inflationsraten dürften durch steigende Rohstoffpreise und erhöhten Lohndruck tendenziell zulegen. Im Jahresverlauf rechnen wir mit Teuerungsraten, die temporär über dem Inflationsziel der EZB in Höhe von ca. 2 % liegen können.

Globale Aktienmärkte

31.12.2016 = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream Stand 12.2017

Volatilitätsindizes



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Deutsche Börse, CBOE Stand 12.2017