

*Witold Bahrke, Senior-Makrostratege bei Nordea Asset Management:*

## **Ausblick 2018: Drei Grafiken, die Investoren kennen sollten**

*2017 war für alle wichtigen Anlageklassen ein herausragendes Jahr. Die zyklische Erholung nach den Wachstumsängsten der Jahre 2015/16 nahm an Fahrt auf, während die Inflation niedrig blieb. Jetzt wird die Geldpolitik zwangsläufig schrittweise restriktiver und beendet damit die Ära des billigen Geldes. Welche Konsequenzen hat das für 2018? Bislang ist die Straffung der Geldpolitik noch nicht weit genug fortgeschritten, um das globale Wachstum entscheidend zu dämpfen und die Rallye bei Risikoanlagen zu beenden. Im weiteren Verlauf des kommenden Jahres allerdings bleiben wohl weder die Märkte noch die Wirtschaft gänzlich verschont. Das monetäre Umfeld wird schwieriger, je stärker die US-Notenbank Fed nach dem größten Experiment der jüngsten geldpolitischen Geschichte wieder zur Normalität zurückkehrt. Das führt zu höherer Volatilität und niedrigeren Erträgen als in 2017. In der zweiten Jahreshälfte 2018 könnten zudem die Aktienmärkte ihren Zenit erreichen. In der Regel ist hierfür zweierlei erforderlich: eine Inversion der Zinskurve und ein Spread-Tiefpunkt der Unternehmensanleihen.*

### **Was kann uns die Kurve über das kommende Jahr, die Rezessionsrisiken und den Marktzenit sagen?**

Die US-Zinskurve ist 2017 deutlich flacher geworden. Dies erregte einige Aufmerksamkeit, weil die Renditekurve zu den beliebtesten Rezessionsindikatoren des Marktes gehört. Eine invertierte Kurve ist normalerweise Vorbote einer US-Rezession. Und bekanntlich sterben Aktienrallyes keines natürlichen Todes, sondern aufgrund einer US-Rezessionen. Bislang trennen uns immer noch etwa 50 Basispunkte von der Inversion (vgl. Abbildung 1). Bei Redaktionsschluss sind die Risiken gering, aber tendenziell steigend, wie der Blick auf die Kurve zeigt.

Wozu also die Sorgen, wenn die Renditekurve keine Rezession vorhersagt? Abbildung 1 liefert die Antwort. Die Verflachung der Kurve ist Spiegelbild der restriktiveren Geldpolitik. Die kurzfristigen Zinsen (und damit die Finanzierungskosten) sind gestiegen, während sich die langfristigen Zinsen (und damit die potentiellen Erträge) weiterhin in engen Grenzen bewegen. Die Renditekurve signalisiert also einen Trendwechsel im Kreditzyklus mit künftig sinkender Kreditnachfrage. Sofern die von Trump angekündigten Steuersenkungen diesen Trend nicht umkehren können, verspricht der Kreditzyklus für 2018 und 2019 niedrigeres Wachstum. Nebenbei bemerkt ist die Abflachung der Kurve durchaus real und nicht lediglich einer Datenpanne geschuldet – sie entspricht in jeder Hinsicht dem breiten zyklischen Umfeld.

Abbildung 1



Abschließend noch ein Wort zu den Rezessionsrisiken und damit der Gefahr, dass die Aktienmärkte ihren Zenit erreichen: Wie bereits erwähnt, prognostiziert eine invertierte Renditekurve für die nicht allzu ferne Zukunft eine Rezession in den USA. Das Signal wird sogar noch stärker, wenn die Spreads der Unternehmensanleihen ebenfalls auf der zyklischen Talsohle angekommen sind. Aktuell spricht einiges dafür, dass die Spreads im Hochzinsmarkt ihren Höhepunkt erreicht haben. Die Frage ist jedoch, wann die Renditekurve invertieren könnte. Da die Inflation und das potentielle Wachstum mittelfristig vermutlich niedrig bleiben, dürften die langfristigen US-Zinsen nur sehr begrenzt steigen. Entsprechend bleiben wir bei unserer bisherigen Einschätzung, dass sich die Kurve weiter verflacht. Ob die Renditekurve invertiert, hängt in diesem Falle davon ab, wie stark die US-Notenbank die Geldpolitik strafft und damit die kurzfristigen Zinsen nach oben treibt.

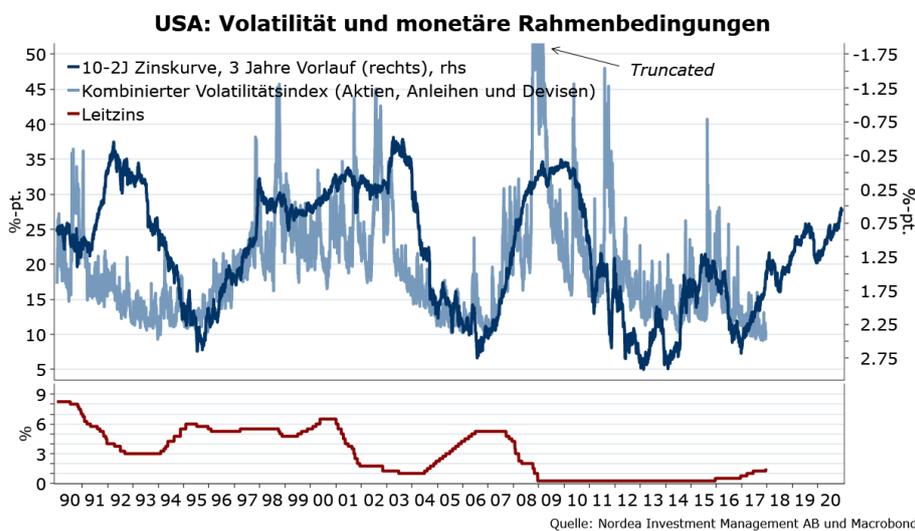
Zwar halten wir die von der Fed angekündigten drei Zinsschritte im Jahr 2018 für unwahrscheinlich, aber womöglich genügen bereits zwei Zinserhöhungen, um die Kurve in der zweiten Jahreshälfte 2018 zu invertieren. Sofern sich die Geschichte wiederholt, stünden dann Anfang 2019 eine Rezession und im dritten oder vierten Quartal des kommenden Jahres eine Trendwende an den Aktienmärkten bevor. In diesem Zusammenhang wird auch deutlich, warum massive Steuersenkungen in den USA kurzfristig Vorteile bringen, langfristig aber zum Problem werden könnten. Im Falle groß angelegter Konjunkturmaßnahmen sähe sich die Fed sehr wahrscheinlich sogar zu mehr als den angekündigten drei Zinserhöhungen gezwungen, was die Inversion der Zinskurve und eine US-Rezession noch beschleunigen dürfte. Diese Gefahr besteht durchaus. Andererseits könnte die Hausse aber auch neue Kraft gewinnen, wenn die Fed auf die Inversion wieder mit Lockerungsmaßnahmen reagieren würde. Dadurch könnte sich die Kurve erneut versteilen und Rezessionsrisiken wären abgewendet.

Vorsicht ist aber geboten: Der zeitliche Abstand zwischen der Inversion der Renditekurve, den Spread-Tiefs und der Rezession ist beträchtlich. Daher ist es bekanntermaßen schwierig, den exakten Wendepunkt am Aktienmarkt vorherzusagen. Inversion oder nicht – aus Anlegersicht ist jetzt die Zeit gekommen, die Engagements in jenen Märkten zurückzufahren, die besonders anfällig auf eine restriktivere Geldpolitik, eine Trendwende im Kreditzyklus und eine flachere Renditekurve reagieren. Hochzinsanleihen könnten in diesem Szenario als erste unter Druck geraten. Aktien werfen vermutlich weiterhin akzeptable Gewinne ab, bis die Straffungsmaßnahmen die Realwirtschaft erreichen, was in der zweiten Jahreshälfte der Fall sein könnte. Entsprechend setzen wir aktuell verstärkt auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen und weniger auf bonitätsschwächere Segmente.

## Rechnen Sie mit höherer Volatilität

Wie oben erwähnt, ist die flachere Renditekurve in erster Linie Ausdruck einer strafferen Geldpolitik, die früher oder später eine Trendwende im Kreditzyklus einläutet. Die seit der großen Finanzkrise außergewöhnlich lockere Geldpolitik hat beste Voraussetzungen für niedrige Volatilität an den Märkten und in der Wirtschaft geschaffen. Mit der beginnenden geldpolitischen Wende dürfte das Volatilitätspendel im Jahr 2018 nun aber stärker ausschlagen. Auch hier hilft die Zinskurve zum Verständnis: Eine Verflachung der Kurve, also ein restriktiveres geldpolitisches Umfeld, könnte die Volatilität in allen Anlageklassen erhöhen (vgl. Abbildung 2).

**Abbildung 2**



Vereinfacht gesagt, sind die Verflachung der Renditekurve und steigende Volatilität Ausdruck des späten Konjunkturzyklus. Das wiederum bedeutet, dass bestehende Makro-Trends zunehmend infrage gestellt werden. Entsprechend sind jetzt alternative Anlagestrategien gefragt, die flexibel vorgehen und die Auswirkungen einer potentiellen Trendumkehr abfedern oder sogar von einer solchen profitieren können. Hier kommen liquide Alternativen ins Spiel. Ihre niedrige Korrelation mit dem Gesamtmarkt sorgt für Diversifizierung, und in Kombination mit einem auf Risikoprämien konzentrierten Anlageansatz können sie sogar neue Ertragsquellen erschließen – und zwar in Zeiten, in denen hohe Bewertungen in allen traditionellen Anlageklassen niedrige Erträge erwarten lassen.

## Ein gutes Gefühl? Die Bedeutung eines hohen Wirtschaftsvertrauens für künftige Erträge

Die zyklische Erholung, die 2016 einsetzte und seitdem nicht an Kraft verloren hat, führte weltweit zu einem extrem ausgeprägten Konjunkturoptimismus. Abzulesen ist dieser unter anderem am Stimmungsbarometer der Wirtschaft für den Euroraum (vgl. Abbildung 3). Das hohe Konfidenzniveau bestätigt die Stärke des Zyklus, ist aber gleichzeitig auch ein typisch spätyyklisches Phänomen, das normalerweise einige Quartale vor der Trendwende im Konjunkturzyklus auftritt. Grund hierfür ist nicht zuletzt einer der Kernpunkte unserer Prognose für 2018: Die starke Erholung zwingt die Zentralbanken, frühere Stimuli zurückzunehmen und die Geldpolitik irgendwann zu straffen. Die US-Notenbank gibt in diesem Prozess deutlich die Richtung vor.

Ihre Entscheidungen könnten in diesem Zyklus sogar eine noch größere Rolle spielen als in früheren Zeiten, weil die geldpolitischen Stützungsmaßnahmen seit der Finanzkrise zweifellos einer der wichtigsten Motoren sowohl für die Märkte als auch für die Realwirtschaft waren. Ein Wegfall bzw. gar eine Umkehr dieser Stimuli ist, gelinde gesagt, einschneidend. Der große Optimismus ist in den nächsten Monaten oder sogar Quartalen kein Hinderungsgrund für weitere Kurssteigerungen von Risikopapieren. Er signalisiert aber doch, dass die Abwärtsrisiken mittelfristig zunehmen. Insofern ist jetzt womöglich ein guter Zeitpunkt, um in den Marktsegmenten, die 2017 außergewöhnlich gut gelaufen sind, Gewinne mitzunehmen.

Solange der Optimismus weiter zunimmt, kann den Anlegern nicht viel passieren. Sobald sich aber ein Abwärtstrend abzeichnet, ist Vorsicht geboten. Paradebeispiel: Der Ertragszyklus für Vermögenswerte, der die Wertentwicklung von Risikoanlagen gegenüber sichereren Anlagetypen misst, erreicht den Wendepunkt meist genau dann, wenn nach landläufiger Meinung rein gar nichts schiefgehen kann (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3



**Bitte beachten Sie: Diese Makro-Einschätzungen stammen von Nordea Asset Management und entsprechen nicht notwendigerweise der offiziellen Einschätzung von Nordea.**

#### Über Nordea Asset Management:

Nordea Asset Management (NAM) gehört mit einem verwalteten Vermögen von EUR 221,5 Mrd.\* zur Nordea-Gruppe, dem größten Finanzdienstleister Nordeuropas (verwaltetes Vermögen EUR 330,9 Mrd.\*). NAM bietet europäischen sowie globalen Investoren eine breite Palette von Investmentfonds an. Wir betreuen eine große Anzahl an Kunden und Vertriebspartnern wie Banken, Vermögensverwalter, unabhängige Finanzberater und Versicherungsunternehmen.

Nordea Asset Management unterhält Standorte in Köln, Kopenhagen, Frankfurt, Helsinki, London, Luxemburg, Madrid, Mailand, New York, Oslo, Paris, Sao Paulo, Singapur, Stockholm, Wien und Zürich. Nordeas Präsenz vor Ort geht Hand in Hand mit dem Ziel, ansprechbar zu sein und unseren Kunden den besten Service zu bieten.

Der Erfolg von Nordea basiert auf einem nachhaltigen und einzigartigem Multi-Boutique-Ansatz, welcher die Expertise spezialisierter interner Boutiquen mit exklusiven externen Kompetenzen verbindet. Dies erlaubt uns, zum Wohle unserer Kunden ein stabiles Alpha zu generieren. Die Lösungen von NAM erstrecken sich über alle Anlageklassen, von festverzinslichen Anlagen und Aktien bis hin zu Multi-Asset-Lösungen, und über alle Regionen hinweg, sowohl lokal, in Europa als auch in den USA, global und in den Schwellenländern.

\*Quelle: Nordea. 30.09.2017

**Ansprechpartner für weitere Informationen:**

Dirk Greiling, Edelman.ergo GmbH, + 49 69 - 401 254 803, [TeamNordea@edelmanergo.com](mailto:TeamNordea@edelmanergo.com)

---

Nordea Asset Management ist der funktionelle Name des Vermögensverwaltungsgeschäftes, welches von den rechtlichen Einheiten Nordea Investment Funds S.A., Nordea Funds Ltd und Nordea Investment Management AB ("rechtliche Einheiten") sowie ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundenen Unternehmen ausgeübt wird. Dieses Dokument bietet dem Leser Informationen zu den spezifischen Expertise-Feldern von Nordea. **Dieses Dokument (bzw. jede in diesem Dokument dargestellte Ansicht oder Meinung) kommt keiner Anlageberatung gleich** und stellt keine Empfehlung dar, in ein Finanzprodukt, eine Anlagestruktur oder ein Anlageinstrument zu investieren, eine Transaktion einzugehen oder aufzulösen oder an einer bestimmten Handelsstrategie teilzunehmen. Dieses Dokument ist weder ein Angebot für den Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots für den Kauf von Wertpapieren oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie. Ein solches Angebot kann nur durch einen Verkaufsprospekt oder eine ähnliche vertragliche Vereinbarung abgegeben werden. Daher werden die in diesem Dokument enthaltenen Informationen vollständig durch einen solchen Verkaufsprospekt oder eine solche vertragliche Vereinbarung in seiner/ihrer endgültigen Form ersetzt. Jede Anlageentscheidung sollte deshalb ausschließlich auf den endgültigen gesetzlich vorgeschriebenen Dokumenten beruhen, darunter sofern zutreffend der Verkaufsprospekt, die vertragliche Vereinbarung, jeder sonstige maßgebliche Prospekt und das aktuelle Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger (sofern anwendbar), ohne darauf beschränkt zu sein. Die Angemessenheit einer Anlagestrategie steht in Abhängigkeit der jeweiligen Umstände des Anlegers sowie dessen Anlagezielen. Nordea Investment Management empfiehlt daher seinen Anlegern spezielle Investments und Strategien entweder unabhängig zu beurteilen oder, sofern der jeweilige Anleger dies als notwendig erachtet, einen unabhängigen Finanzberater zu konsultieren. Produkte, Wertpapiere, Anlageinstrumente oder Strategien die in diesem Dokument behandelt werden eignen sich gegebenenfalls nicht für alle Anleger. Dieses Dokument enthält Informationen, die aus einer Reihe verschiedener Quellen stammen. Auch wenn die hierin enthaltenen Informationen für richtig gehalten werden, kann keine Zusicherung oder Gewährleistung im Hinblick auf ihre letztendliche Richtigkeit oder Vollständigkeit abgegeben werden, und die Anleger können weitere Quellen verwenden, um eine sachkundige Anlageentscheidung zu treffen. Potenzielle Anleger oder Kontrahenten sollten sich in Bezug auf die potenziellen Auswirkungen, die eine Anlage, die sie in Betracht ziehen, haben kann, einschließlich der möglichen Risiken und Vorteile dieser Anlage, bei ihrem Steuer-, Rechts-, Buchhaltungs- oder sonstigem/sonstigen Berater(n) erkundigen. Potenzielle Anleger oder Kontrahenten sollten außerdem die potenzielle Anlage vollständig verstehen und sich vergewissern, dass sie eine unabhängige Beurteilung der Eignung dieser potenziellen Anlage vorgenommen haben, die ausschließlich auf ihren eigenen Absichten und Ambitionen beruht. Investments in Derivate und in ausländischen Währungen denominierte Transaktionen können erheblichen Wertschwankungen unterliegen, die den Wert eines Investments beeinflussen können. **Engagements in Schwellenländer gehen mit einem vergleichsweise höheren Risiko einher. Der Wert eines solchen Investments kann stark schwanken und wird nicht garantiert.** Veröffentlicht und erstellt von den rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management. Die rechtlichen Einheiten sind ordnungsgemäß von den jeweiligen Finanzaufsichtsbehörden in Schweden, Finnland und Luxemburg zugelassen und reguliert. Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundene Unternehmen der rechtlichen Einheiten sind durch ihre lokalen Finanzaufsichtsbehörden in ihren jeweiligen Domizilierungsändern ebenso ordnungsgemäß zugelassen und reguliert. Quelle (soweit nicht anders angegeben): Nordea Investment Fund, S.A. Sofern nicht anderweitig genannt, entsprechen alle geäußerten Meinungen, die der rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management und die all ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundenen Unternehmen. Dieses Dokument darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch veröffentlicht werden. Die Bezugnahme auf einzelne Unternehmen oder Investments innerhalb dieses Dokuments darf nicht als Empfehlung gegenüber dem Anleger aufgefasst werden, die entsprechenden Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sondern dient ausschließlich illustrativen Zwecken. Die steuerlichen Vor- und Nachteile eines Investments hängen von den persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. © Der rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management und jeder ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder verbundenen Unternehmen.