



Globaler Marktausblick 2018

AUF DER
RICHTIGEN
SEITE DES
WANDELS

2

Weltwirtschaft

Breiter Aufschwung
begleitet Ausstieg aus
lockerer Geldpolitik

5

Globale Aktien

Immer mehr Branchen
erleben disruptive
Veränderungen
durch Innovation

9

Globale Anleihen

Für Anleihen beginnt
eine neue Ära

12

Globale Asset-Allokation

Hohe Bewertungen
mahnern zu Vorsicht

16

Schwellenländer

Trotz der höheren
Bewertungen lassen
sich noch interessante
Möglichkeiten finden

20

Europa

Die Erholung geht
weiter, doch es drohen
auch Risiken

Die Anleger sind mit vielfältigen Veränderungen konfrontiert. Disruptive Innovationen und Ungewissheit über die Geldpolitik könnten an einigen Märkten für Überraschungen sorgen. Das richtige Verhalten bei Volatilität und das Aufspüren von Gelegenheiten erfordern bei der Geldanlage einen aktiven Ansatz. Der globale Marktausblick 2018 von T. Rowe Price vermittelt strategische Einsichten, die Anlegern helfen können, auf Veränderungen und disruptive Entwicklungen geschickt zu reagieren.

Breiter Aufschwung begleitet Ausstieg aus lockerer Geldpolitik

Eine Belebung der Investitionstätigkeit hat der Weltwirtschaft neuen Schwung verliehen und sollte auch 2018 weiter für Impulse sorgen.

Globales Wachstum gewinnt an Solidität

Nikolaj Schmidt

Das globale Wachstum ist 2017 solider geworden. Zum ersten Mal seit fast einem Jahrzehnt nahm die Konjunktur in allen großen Wirtschaftsregionen gleichzeitig Fahrt auf. Am imposantesten war die Beschleunigung des Wachstums in rohstoffexportierenden Ländern wie Brasilien, Mexiko und Russland. Doch auch Japan und mehrere wichtige Volkswirtschaften in Europa zeigten sich in guter Verfassung – besonders gemessen an den Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit. Das Wachstum wird sich 2018 zwar nach unserer Einschätzung verlangsamen, doch einen großen Teil ihrer derzeitigen Dynamik dürfte die Weltwirtschaft ins neue Jahr mitnehmen.

“Besonders ermutigend ist das Wachstum in Europa, das inzwischen nachhaltiger und weniger anfällig für Ungleichgewichte ist.”

– NIKOLAJ SCHMIDT, CHIEF INTERNATIONAL ECONOMIST



Nikolaj Schmidt
Chief International Economist



Alan Levenson
Chief U.S. Economist

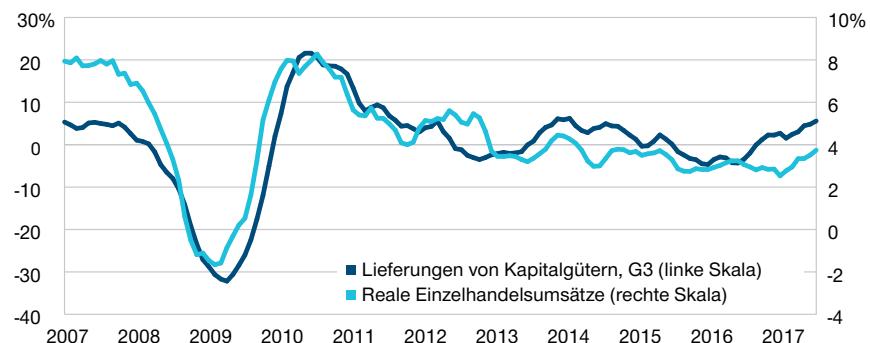
Maßgeblichen Anteil an der positiven Entwicklung hatte am Jahresanfang zunächst die robuste chinesische Wirtschaft. In den letzten Monaten waren die guten Zahlen der Weltwirtschaft jedoch großenteils auf eine Erholung der Investitionstätigkeit zurückzuführen (Abbildung 1, Seite 2). Besonders die Investitionen im Energie- und Metallbereich haben für wichtige Impulse gesorgt und nicht nur exportorientierten Schwellenländern, sondern auch Deutschland, den USA und anderen wichtigen Industriestaaten Rückenwind verschafft. Parallel zur Investitionstätigkeit hat auch der Welthandel an Schwung gewonnen, was davon zeugt, dass der Aufschwung eine breite Basis hat.

Abbau von Ungleichgewichten schafft Grundlage für nachhaltiges Wachstum

Besonders ermutigend ist das Wachstum in Europa, das inzwischen nachhaltiger und weniger anfällig für Ungleichgewichte ist. Vor dem Hintergrund niedrigerer Arbeitslosenzahlen und steigender Einkommen beginnen die kontinentaleuropäischen Verbraucher, ihren Nachholbedarf zu decken, nachdem sie Konsumwünsche mehrere Jahre lang zurückgestellt hatten. Insofern befindet sich die Region eindeutig im ersten Stadium einer konjunkturellen Erholung. Die europäischen Konsumenten haben in der Vergangenheit relativ

ABBILDUNG 1: Investitionstätigkeit als Treiber des globalen Aufschwungs

Endnachfrage: Umsätze und Investitionsaufwand, Stand 31.8.2017.



Quelle: Haver Analytics; Analyse von T. Rowe Price.

empfindlich auf Ölpreissteigerungen reagiert. Allerdings ist die Situation im Energiebereich weiterhin deutlich günstiger als im ersten Teil der Dekade.

In Japan lässt die Wirtschaftspolitik des Regierungschefs („Abenomics“) weitere Fortschritte erkennen. Am japanischen Arbeitsmarkt zeigen sich bereits Knappheitserscheinungen. So ist die Arbeitslosenquote in dem Land auf den niedrigsten Stand seit 23 Jahren gesunken, und das Verhältnis der Zahl offener Stellen zur Zahl der Bewerber ist so günstig (aus Bewerbersicht) wie zuletzt 1974. Allgemeine Lohnerhöhungen fallen zwar immer noch bescheiden aus, doch häufig wechseln Beschäftigte in besser bezahlte Positionen, besonders im Teilzeitbereich.

In China erwarten wir für 2018 eine Abschwächung der Konjunktur. Wir sind jedoch zuversichtlich, dass Peking das Wachstum auf einem Niveau halten kann, das die Handelspartner nicht in Bedrängnis bringt. Die politische Führung des Landes, in der Präsident Xi Jinping nun eine außergewöhnlich starke Machtposition hat, legt den Schwerpunkt seit kurzem statt auf hohe Wachstumsraten auf eine bessere Lebensqualität der Bürger. Wichtigster Aspekt ist dabei die Verringerung der Umweltverschmutzung. Während

die Verantwortlichen diesen neuen „chinesischen Traum“ zu verwirklichen suchen, dürften sie jedoch bei Bedarf auch künftig zu expansiven Maßnahmen greifen, um auch ihr anderes Versprechen zu erfüllen: die Verdoppelung der Einkommen bis zum Ende des Jahrzehnts. Dies würde ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 6,3% bis 2020 erfordern.

Bisher haben es die Verantwortlichen in China erfolgreich verstanden, die Regulierung im Finanzsektor zu verschärfen, ohne das Kreditwachstum in der Realwirtschaft abzuwürgen. Die Möglichkeit eines zu aggressiven Vorgehens stellt dennoch eines der großen Risiken in unserem Ausblick dar. Da Präsident Xi wahrscheinlich noch weit über den bisher üblichen Zeitraum von zwei Amtsperioden hinaus an der Spitze von Staat und Partei stehen wird, liegt es in seinem eigenen Interesse, dem Finanzsystem ein solides und dauerhaftes Fundament zu verschaffen.

Die Abkehr der Notenbanken von der expansiven Geldpolitik wird eine Herausforderung sein, die aber beherrschbar ist

Das Umschwenken der internationalen Notenbanken auf einen weniger expansiven geldpolitischen Kurs wird 2018 möglicherweise zum größten Test für die Finanzmärkte. Bisher haben zwar erst die amerikanische Federal Reserve, die Bank of England und die Bank of Canada mit Zinserhöhungen begonnen, doch einige weitere bedeutende Notenbanken werden zumindest erste Schritte zum Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik unternehmen.

Zurzeit gehen wir davon aus, dass die Europäische Zentralbank ihre Anleihekäufe bis Ende 2018 reduzieren und dann wahrscheinlich 2019 die Zinsen anheben wird. Wann die Bank of Japan (BoJ) die Abkehr von ihrer expansiven Politik vollziehen wird, bleibt weiter ungewiss, doch wir erwarten für das nächste Jahr eine Abnahme der Intensität, mit der Geld in die japanische Wirtschaft gepumpt wird. Die BoJ dürfte schon relativ bald das Ende der Deflation verkünden und anschließend vermutlich auch das Volumen ihrer Käufe börsengehandelter Fonds verringern. Überdies wird sie wahrscheinlich Änderungen an ihrer Politik der Einflussnahme auf die Renditekurve bekannt geben. So dürfte die BoJ den Zielwert für die 10-jährige Rendite auf über 0% anheben und möglicherweise auch Ziele für andere Punkte der Kurve festlegen.

Die Verringerung der aufgeblähten Bilanzen der Notenbanken sollte für das globale Wachstum nicht zwangsläufig ein größeres Problem darstellen. Weltweit wird die Geldmengenlockerung – nicht die Straffung der Geldpolitik – wohl auch 2018 weitergehen, allerdings in reduziertem Tempo: statt von rund 2 Billionen USD im Jahr 2017 dürfte es um etwa 500 Milliarden USD im Jahr 2018 gehen. Diese Entwicklung wird sich zudem vor dem Hintergrund einer sehr viel ausgewogenen Weltwirtschaft abspielen. Die haushaltspolitischen Bedingungen in den Peripheriestaaten der Eurozone haben sich ebenso verbessert wie die Leistungsbilanzen der Schwellenländer. Des Weiteren ist das Kreditwachstum deutlich moderater.

„Für Anfang 2018 erwarten wir ein annualisiertes Wachstum von etwa 2-2,25%, gestützt auf einen leichten Anstieg der Nominallöhne und die jüngste Zunahme der Investitionen.“

– ALAN LEVENSON,
CHIEF U.S. ECONOMIST

Vollbeschäftigung in den USA erreicht

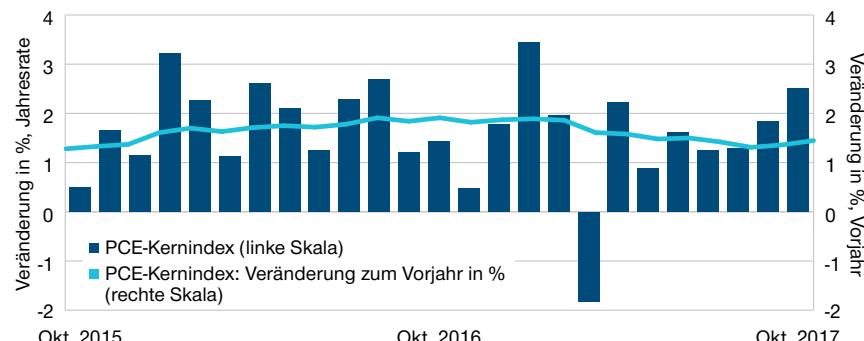
Alan Levenson

Nach kleineren Schwankungen in der ersten Jahreshälfte 2017 scheint die US-Wirtschaft zu einem moderaten Wachstum zurückzukehren, wie wir es aus den letzten Jahren kennen. Für Anfang 2018 erwarten wir ein annualisiertes Wachstum von etwa 2-2,25%, gestützt auf einen leichten Anstieg der Nominallöhne und die jüngste Zunahme der Investitionen. Zugleich scheint die Inflationsrate bei rund 2% zu verharren, sodass die Federal Reserve an ihrem Kurs einer schrittweisen Anhebung der Zinsen festhalten dürfte.

In den Wachstumsdaten für das dritte Quartal 2017 spiegelten sich offenbar nur geringe Auswirkungen der Hurrikane vom August und September wider. Das annualisierte BIP-Wachstum lag mit 3,0% fast auf dem Niveau des zweiten Quartals. Durch die Aufstockung der Lagervorräte und höhere Nettoexporte wurde der negative Effekt der Hurrikane auf die Fertigungsbranche und die Verbraucherausgaben in den betroffenen Regionen teilweise wettgemacht. Erwähnenswert ist auch, dass bei den Lageraufstockungen insgesamt ein Anstieg zu verzeichnen war, ungeachtet der gegenteiligen Entwicklung im Autohandel – die Verkaufszahlen bei Leichtfahrzeugen erreichten nämlich im September einen zyklischen Höchststand, da viele Verbraucher Ersatzkäufe tätigten, nachdem sie ihre Fahrzeuge durch Überschwemmungen, verursacht durch Hurrikan Harvey, verloren hatten. Unerfreulicher war, dass für diese Neuwagenkäufe auf Ersparnisse zurückgegriffen werden musste, sodass die Sparquote auf einen zyklischen Tiefstand fiel.

ABBILDUNG 2: Die Kerninflation verharrt bei rund 1.5%

PCE-Kernindex, Oktober 2015 bis Oktober 2017



Quelle: Bureau of Economic Analysis.

Noch tiefer dürfte die Quote in den nächsten Monaten allerdings nicht sinken, und die Auszahlung von Versicherungsleistungen für Hurrikanschäden sollte den Verbraucherausgaben einige zusätzliche Impulse verleihen.

Warum die US-Notenbank (Fed) die Zinsen trotz niedriger Inflation weiter anheben dürfte

Die Kommunikation mit den Märkten wird für die Geldpolitiker sicher nicht einfacher, falls die Inflationszahlen weiter enttäuschen sollten. Wir glauben allerdings nicht, dass die Fed in diesem Fall die Zinserhöhungen stoppen würde. Ein Grund dafür ist, dass wir wissen, wie wichtig für die Fed ihr Eintreten für moderate langfristige Zinsen ist – das wenig diskutierte dritte Ziel neben Preisstabilität und größtmöglicher Beschäftigung. Bei der Fed ist man sich darüber im Klaren, dass außergewöhnlich

niedrige langfristige Zinsen überhöhte Vermögenspreise fördern und die finanzielle Stabilität gefährden, falls sie dauerhaft auf diesem Niveau bleiben. Insofern wird die Fed wahrscheinlich eine Inflationsrate von unter 2% in Kauf nehmen, während sie die Zinsen langsam anhebt – zumindest bis sich die Arbeitslosenquote stabilisiert.

Die Nominierung von Jerome Powell als neuer Notenbankchef signalisiert, dass sich in der Zinspolitik wenig ändern dürfte. Wir werden jedoch genau darauf achten, ob die Fed unter Powells Führung beim Thema Bankenregulierung eine etwas andere Haltung einnimmt. Möglicherweise wird der neue Fed-Vorsitzende die Vorschriften für kleinere Banken lockern – allerdings möchten wir davor warnen, Powell als Befürworter einer umfassenden Deregulierung anzusehen.

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Die Weltwirtschaft dürfte ihren jüngsten Schwung weitgehend ins Jahr 2018 mitnehmen. Allerdings wird das Wachstum wohl insgesamt schwächer sein als Mitte 2017.
- Die Investitionstätigkeit ist zum wichtigsten Wachstumstreiber geworden.
- Eine ausgewogene Weltwirtschaft schafft gute Voraussetzungen für einen schrittweisen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik.
- Die angespannte Lage auf den Arbeitsmärkten der USA und anderer Industriestaaten dürfte das Lohnwachstum stärken und einem allmäßlichen Anstieg der Inflation förderlich sein.

Immer mehr Branchen erleben disruptive Veränderungen durch Innovation

Von rasanter Innovation und neuen Geschäftsmodellen profitiert nur eine kleine Zahl von Mega-Unternehmen im Technologiesektor. Das dürfte vorerst so bleiben.

Für Anfang 2018 erwarten wir eine weitere Zunahme disruptiver Tendenzen, die an den internationalen Aktienmärkten in Form einer machtvollen Kombination von technologischer Innovation, sich wandelnden Präferenzen der Verbraucher und neuen Geschäftsmodellen sichtbar werden. Diese Kräfte heben in bestehenden Branchen das Wettbewerbsgleichgewicht aus den Angeln und sorgen zugleich bei neuen Produkten und Dienstleistungen für ein rapides Wachstum.

Von den rasanten Veränderungsprozessen dürften weiterhin nur eine kleine Zahl von "Mega-Cap"-Unternehmen profitieren, die marktbeherrschende technologische Plattformen in Bereichen wie E-Commerce, soziale Medien, mobile Geräte und Internet-Suchmaschinen geschaffen haben. Entscheidende Vorteile wie hohe Nutzerzahlen, enorme Rechenleistung, gut qualifizierte Mitarbeiter und üppige Finanzressourcen haben es diesen Unternehmen ermöglicht, erhebliche Skalenvorteile und hohe Wachstumsraten zu erzielen, die

angesichts ihrer derzeitigen Größe fast beispiellos sind.

Unseres Erachtens rechtfertigt das Wachstumspotenzial dieser Unternehmen die hohen Kurs-Gewinn-Verhältnisse, mit denen einige aktuell an den Börsen gehandelt werden. Allerdings sehen wir auch die Notwendigkeit zur Differenzierung zwischen Unternehmen mit hohem Cashflow und hohen Gewinnen und solchen, die den größten Teil ihrer Erlöse ins eigene Geschäft reinvestieren. Zwei wesentliche Trends werden wir 2018 genau beobachten:

- Von Disruption werden immer mehr Bereiche erfasst. Bisher waren Einzelhandel, Werbung und Verbraucherelektronik am sichtbarsten betroffen. Aber es gibt noch andere Gebiete, auf denen sich viel tut. So führen Fortschritte bei der Entschlüsselung des menschlichen Erbguts zur Entwicklung neuer Medikamente, und die Horizontalbohrtechnik hat die Ölpreise weltweit stark unter Druck gesetzt. Technologien wie Elektrofahrzeuge und autonomes Fahren lassen vermuten, dass dem



Rob Sharps
Group Chief
Investment Officer



Justin Thomson
Chief Investment
Officer, Equity

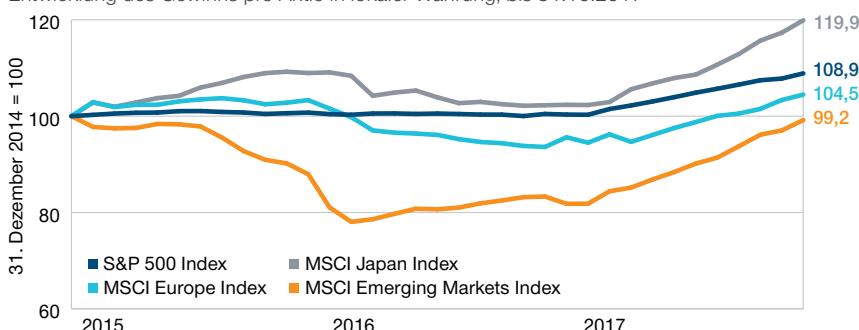
Transport- und Verkehrswesen als nächstes eine rapide Transformation bevorstehen könnte.

- Politische Einstellungen ändern sich: Bis vor kurzem genossen die Technologieriesen wegen der Vorteile, die sie Verbrauchern in Form von verbesserter Auswahl, mehr Komfort und niedrigen Preisen bescheren, allgemeine Anerkennung oder sogar Bewunderung.

Für Anfang 2018 erwarten wir eine weitere Zunahme disruptiver Tendenzen, die an den internationalen Aktienmärkten in Form einer machtvollen Kombination von technologischer Innovation, sich wandelnden Präferenzen der Verbraucher und neuen Geschäftsmodellen sichtbar werden.

ABBILDUNG 1: Synchroner weltweiter Aufschwung befähigt die Erholung der Unternehmensgewinne

Entwicklung des Gewinns pro Aktie in lokaler Währung, bis 31.10.2017



Quellen: FactSet, Standard & Poor's, MSCI; Datenanalyse von T. Rowe Price.

MSCI gibt keine ausdrücklichen oder konkludenten Gewährleistungen oder Zusicherungen und ist in keinerlei Weise haftbar in Bezug auf hierin angeführte MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen nicht weiterverbreitet oder als Grundlage für andere Indizes oder bestimmte Wertpapiere oder Finanzprodukte verwendet werden. Der vorliegende Bericht wurde von MSCI weder genehmigt noch geprüft oder erstellt.

Inzwischen sind jedoch Themen wie Datenschutz, Sicherheitsprobleme und Kontroversen um die Rolle der sozialen Medien bei den jüngsten Wahlen in den Fokus gerückt und haben Fragen danach aufgeworfen, wie diese Unternehmen ihre wirtschaftliche Macht nutzen und wie es um ihre Corporate Governance bestellt ist. Das könnte die Aufsichtsbehörden auf den Plan rufen und zu strengen Reaktionen veranlassen.

Wir glauben, diesen „Gewinnern“ werden sich auch künftig noch reichlich Gelegenheiten zu profitablem Wachstum – organisch und durch Akquisitionen –

Zu einem beträchtlichen Teil hing der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten im Jahr 2017 mit der breiten Erholung von der weltweiten Gewinnrezession zusammen, die in der ersten Jahreshälfte 2014 begonnen hat.

bieten, unter anderem durch die Ausdehnung ihrer Marken- und Vertriebsmacht auf weitere Märkte und Regionen. Man sollte allerdings beobachten, wie sich das politische Klima für diese Unternehmen 2018 entwickeln wird.

Wirtschaftlicher Ausblick

Zum ersten Mal seit der Finanzkrise von 2008–2009 findet seit einiger Zeit anscheinend ein weltweit synchroner Aufschwung statt. Ein kräftiges Wachstum, reichlich Liquidität und niedrige Inflationsraten haben zu einer längeren Periode außergewöhnlich niedriger Volatilität geführt – nicht nur an den internationalen Aktienmärkten, sondern auch an den Kredit- und Devisenmärkten. Es bleibt abzuwarten, ob es 2018 so ruhig weitergehen wird.

Allerdings würden wir darin nicht zwangsläufig einen Vorboten einer Korrektur sehen. Nach unserer Erfahrung und unseren Analysen können Phasen geringer Marktvolatilität sowohl in eine Auf- als auch in eine Abwärtsbewegung münden.

Der Umstand, dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den meisten

Industrieländern zurzeit über dem langfristigen Durchschnitt liegen, muss nicht unbedingt bedeuten, dass Aktien weltweit überbewertet sind. Angesichts der niedrigen Zinsen und Inflationsraten sind die Risikoprämien auf Aktien an vielen Märkten aus unserer Sicht noch angemessen.

Eine entscheidende Frage wird in nächster Zeit sein, ob durch hohes Wirtschaftswachstum und eine zunehmend angespannte Lage auf den Arbeitsmärkten der typische spätzyklische Druck entsteht, der die wichtigsten Notenbanken zu einer energischeren Abkehr von der lockeren Geldpolitik zwingen könnte. Momentan gehen die Märkte davon aus, dass die US-Notenbank (Fed) die Zinszügel behutsam anziehen und die Europäische Zentralbank (EZB) 2018 mit einer moderaten Reduzierung ihrer Anleihekäufe beginnen wird. Die Bank of Japan (BoJ) scheint immer noch unabirrt an ihrer ganz eigenen Variante der quantitativen Lockerung festzuhalten. Aus unserer Sicht wäre all dies positiv für Aktien. In Anbetracht der Möglichkeit einer weiteren Wachstumsbelebung und einer noch angespannteren Lage an den Arbeitsmärkten werden wir jedoch das Risiko stets im Blick behalten, dass die Inflation überraschend deutlich steigen könnte.

Aussichten für die Unternehmensgewinne

Zu einem beträchtlichen Teil hing der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten im Jahr 2017 mit der breiten Erholung von der weltweiten Gewinnrezession zusammen, die in der ersten Jahreshälfte 2014 begonnen hatte (Abbildung 1). In Europa waren die Gewinnrevisionen zum ersten Mal seit 2012 positiv. Auch in den USA schien sich das Ertragsmomentum

wieder zu verstärken. Unterdessen veröffentlichten die meisten japanischen Unternehmen trotz des stabilen bis festeren Yen gute Zahlen.

Das überraschend kräftige Wachstum in China – trotz der restriktiveren Geld- und Kreditpolitik, mit der Peking versucht, das Problem der faulen Kredite in den Griff zu bekommen – war in vieler Hinsicht die wirtschaftliche Überraschung des Jahres 2017. Da China in Asien die Rolle der Konjunkturlokomotive spielt, beschleunigte sich die Gewinnerholung in den Schwellenländern ebenfalls.

Sofern unvorhersehbare politische oder wirtschaftliche Schocks ausbleiben, dürfte die weltweite Erholung der Unternehmensgewinne 2018 weitergehen – allerdings wird es für die Firmen sicher schwieriger, im Vorjahresvergleich mit glänzenden Zahlen zu beeindrucken. Die Märkte werden eine schwächere Gewinndynamik wohl verkraften, solange die Anleger die allgemeinen Wachstumstrends als positiv beurteilen und glauben, dass sie im weiteren Verlauf des nicht mehr ganz jungen Konjunkturzyklus erhalten bleiben können.

Steuerreform in den USA

Nachdem die Steuerreform Ende 2017 zügig den amerikanischen Kongress passierte, schienen sich viele multinationale Unternehmen mit der Frage zu beschäftigen, welche Auswirkungen die Änderung der Unternehmensbesteuerung wohl für sie konkret haben könnte. Außer zu höheren Nachsteuergewinnen kann eine deutliche Senkung der Steuersätze unseres Erachtens zu mehr Investitionen und der Schaffung neuer Arbeitsplätze führen. Dadurch könnte das Ertragswachstum neue Impulse erhalten.

ABBILDUNG 2: Schwellenländeraktien gehen 2017 in Führung und die USA hinken den anderen Industriestaaten hinterher

Kumulative Performance, 31.12.2016 bis 31.10.2017, in USD



Quelle: MSCI.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Erträge.

Was Marktkapitalisierungssegmente, Anlagestile und die künftige Entwicklung in den einzelnen Branchen betrifft, hängt vieles davon ab, ob eine expansive US-Haushaltspolitik der Weltwirtschaft 2018 zusätzliche Impulse geben kann. Falls ja, wäre möglicherweise eine Wiederbelebung des „Reflation Trade“ die Folge, bei dem Anleger konjunkturabhängige „Value“-Titel favorisieren. Zinssensitive Bereiche wie Real Estate Investment Trusts (REITs), Versorger und Basiskonsumwerte könnten dann allerdings unter Druck geraten. Sollte die Konjunktur dagegen an Schwung verlieren, könnten Titel der Kategorie „langfristiges Wachstum“ in der Gunst der Anleger wieder steigen.

Die großen Anlageregionen im Überblick

Die Aktienmärkte der Schwellenländer lieferten in den ersten zehn Monaten des Jahres 2017 überdurchschnittliche Ergebnisse, während die Industriestaaten (ohne USA), gemessen am Europe, Australasia, Far East (EAFE) Index von Morgan Stanley Capital International, den US-Aktienmarkt auf Dollarbasis überflügelten (Abbildung 2). Lesen Sie im

Folgenden unsere Einschätzungen zu den verschiedenen Anlageregionen.

■ USA: Aktien aus zyklischen Branchen zeigten sich in der zweiten Jahreshälfte in etwas besserer Verfassung, nachdem sie seit Jahresbeginn die meiste Zeit schlechter abgeschnitten hatten als Titel der Kategorie „langfristiges Wachstum“. Vielleicht spiegelten sich darin wachsende Hoffnungen auf haushaltspolitische Stimuli, verabreicht von der US-Regierung, wider. Eine Senkung der Unternehmenssteuern in den USA käme vor allem den Aktien kleinerer US-Unternehmen zugute, da diese stärker auf die Binnenwirtschaft ausgerichtet sind und im Durchschnitt eine höhere Steuerlast tragen als Großunternehmen.

■ Kontinentaleuropa: Finanz-, Energie- und Roh-/Werkstoffwerte sind in den großen europäischen Aktienindizes stark gewichtet. Höhere Zinsen, eine steilere Renditekurve und/oder eine nachhaltigere Erholung der Rohstoffpreise wären positiv für die Gewinne dieser Unternehmen. Die Krise um die katalanischen Unabhängigkeitsbestrebungen ist zwar negativ für spanische Aktien, doch wir

sehen keinen Ansteckungseffekt, der dem Vertrauen in Europa als Ganzem schaden könnte.

■ **Großbritannien:** Die Ausnahme von dem allgemein positiven Bild, das Europa derzeit bietet, ist Großbritannien. Dort nehmen die Stresssignale an den Finanzmärkten zu – der Londoner Immobilienmarkt ist nur ein Beispiel. Je länger die Brexit-Verhandlungen ohne nennenswerte Fortschritte andauern, desto mehr Entscheidungen über Neueinstellungen oder geplante Investitionen werden von Unternehmen aufgeschoben. Dadurch erhöht sich die Gefahr eines Konjunkturteinbruchs.

■ **Japan:** Der japanische Aktienmarkt hat in der Vergangenheit sehr empfindlich auf den globalen Konjunkturzyklus reagiert. Während die BoJ bemüht ist, das lange Ende der

Renditekurve im gewünschten Sinne zu beeinflussen, könnte eine Kombination von hoher Exportnachfrage und schwächerem Yen sehr vorteilhaft für japanische Aktien sein. Anhaltende Reformen im Unternehmenssektor und ein Wandel hin zu einer stärkeren Berücksichtigung der Aktionärsinteressen sind weitere Faktoren, die sich positiv auswirken sollten.

■ **China:** Wir legen den Schwerpunkt in China weiter auf die örtlichen Technologie-Titanen, auf die sich die Aktienperformance in letzter Zeit noch stärker konzentriert hat als an der US-Börse. Durch Strukturreformen bei den chinesischen Staatsbetrieben könnten sich in Zukunft jedoch auch interessante Möglichkeiten in Grundindustrien wie Kohle und Stahl eröffnen.

■ **Andere Schwellenländer:** Wirtschaftlich schwächelnde Staaten wie Brasilien und Russland haben sich stabilisiert, und die Vermögenspreise zeigen eine feste Tendenz. Die einzige größere negative Überraschung war 2017 Indien, wo die „Demonetisation“ (Ungültigerklärung großer Geldscheine) vorübergehende Schocks auslöste – hinzu kamen Probleme mit notleidenden Krediten. Maßnahmen, die kürzlich gegen die Schuldensituation ergriffen wurden, dürften Wirkung zeigen. Wir sehen in bestimmten Bereichen potenzielle Schwierigkeiten für den Fall, dass der US-Dollar 2018 steigen sollte – insbesondere denken wir dabei an die Türkei und einige Länder in Mittel- und Osteuropa. Diese Probleme sind jedoch aus unserer Sicht nicht bedeutend genug, um systemische Risiken von breiter Relevanz hervorzurufen.

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Nach wie vor profitiert nur eine relativ kleine Zahl von „Mega-Cap“-Unternehmen von Innovation und disruptivem Wandel. Die Bewertungen dieser Titel erscheinen trotz der jüngsten Kurssteigerungen immer noch angemessen.
- Zum ersten Mal seit der globalen Finanzkrise erlebt die Weltwirtschaft einen synchronen Aufschwung, und in den meisten Ländern verzeichnen die Unternehmen ein stetiges Ertragswachstum.
- Sofern unvorhersehbare politische oder wirtschaftliche Schocks ausbleiben, dürfte die weltweite Erholung der Unternehmensgewinne 2018 andauern. Es wird für die Firmen allerdings schwieriger werden, im Vorjahresvergleich mit glänzenden Zahlen zu beeindrucken.
- Ob die geringe Volatilität der letzten Zeit 2018 ebenfalls andauern wird, bleibt abzuwarten. Wir glauben jedoch nicht, dass eine niedrige Volatilität an sich schon signalisiert, dass eine größere Korrektur unmittelbar bevorsteht.

Für Anleihen beginnt eine neue Ära

Die Ungewissheit darüber, in welchem Tempo die Notenbanken die Zinsen anheben und den Märkten Liquidität entziehen werden, verdeutlicht, wie wichtig ein globaler Ansatz bei festverzinslichen Anlagen ist.



Mark Vaselkiv
Chief Investment
Officer, Fixed Income

Wir glauben, dass 2018 für Rentenanleger der Beginn einer neuen Ära wird. Die Notenbanken werden den langwierigen Ausstieg aus der Politik der quantitativen Lockerung einleiten, die kurz nach der globalen Finanzkrise begonnen hatte. Einige Geldpolitiker sind auch fest entschlossen, die Zinsen anzuheben. Diese Maßnahmen fallen in eine Zeit, in der die Renditen von Staatsanleihen in den Industrieländern sehr niedrig und die Spreads von Unternehmensanleihen schmal sind. Unterdessen ist die Weltwirtschaft mit Ungewissheit über die künftigen Handelsbeziehungen, einem möglichen Comeback der Inflation und diversen geopolitischen Risiken konfrontiert. Wir gehen jedoch davon aus, dass die wirtschaftliche Entwicklung in vielen Teilen der Welt weiter solide verlaufen wird und sich dadurch interessante Chancen in ausgewählten Bereichen der Kreditmärkte eröffnen werden.

Rentenanleger werden ihre Netze in dieser Situation weiter auswerfen müssen. Eine gute Diversifikation ist die Voraussetzung dafür, dass die angestrebten Risiko-Rendite-Ziele

erreicht werden können. Von großer Bedeutung sind detaillierte Analysen, eine aktive Wertpapierauswahl und gezielte Umschichtungen zwischen einzelnen Branchen.

Notenbanken als Hauptakteure

Das Jahr 2017 begann mit hohen Erwartungen: Die von dem neu gewählten US-Präsidenten Donald Trump angekündigten Infrastrukturausgaben, Steuersenkungen und aufsichtsrechtlichen Reformen sollten in den USA zu mehr Wachstum und Inflation führen. Es dauerte nicht lange, bis diese Hoffnungen verflogen. Als sich zeigte, dass die Vorhaben von Präsident Trump wesentlich schwerer umzusetzen sein würden als angenommen, fielen die Renditen wieder auf das Niveau, auf dem sie vor den Wahlen gelegen hatten, die Zinsen gaben nach und der US-Dollar verlor gegenüber dem Euro deutlich an Wert. Seitdem ist in die Inflationsrate etwas Bewegung gekommen, und der Dollar hat leicht zugelegt, doch es bleibt ungewiss, wie viel Präsident Trump von dem, was er im Wahlkampf versprochen hatte, am Ende umsetzen kann.

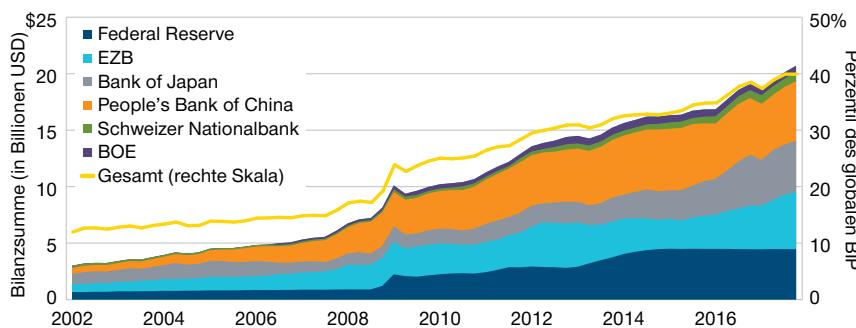
Größeren Einfluss auf die Märkte als die politische Fortüne von Präsident Trump

wird 2018 jedoch haben, in welchem Ausmaß und Tempo die Notenbanken ihre Geldpolitik straffen. Nach fast einem Jahrzehnt einer beispiellosen geldpolitischen Lockerung beließen sich die Vermögenswerte in den Bilanzen der Notenbanken Ende September auf rund 40% der weltweiten Wirtschaftsleistung – unmittelbar vor der Finanzkrise von 2008 waren es noch rund 20% (Abbildung 1). Diese Zahl wird wieder sinken, wenn die Notenbanken mit dem langen Prozess des Abschmelzens ihrer Bilanzen beginnen, doch noch ist unklar, wie schnell dies geschehen und wie der kumulative Effekt auf die Märkte sein wird.

Wir erwarten auch, dass einige Notenbanken 2018 die Zinsen anheben werden – möglicherweise energischer als aktuell von den Märkten eingepreist. Die US-Notenbank (Fed) hat signalisiert, dass sie ihren Leitzins im nächsten Jahr dreimal erhöhen will. Der Tagesgeldsatz würde dann auf 2,25% steigen, und die Renditekurve von US-Staatsanleihen würde – stabile langfristige Zinsen vorausgesetzt – flacher werden. Sollte die Fed die Zinsen noch deutlicher anheben oder ihre Bilanzsumme noch schneller reduzieren als erwartet,

ABBILDUNG 1: Notenbanken planen Abkehr von expansiver Geldpolitik

Bilanzsummen der Notenbanken in % der globalen Wirtschaftsleistung, Stand 30.9.2017



Quellen: Haver Analytics und T. Rowe Price. Basierend auf der gleitenden Summe für die BIP-Daten der letzten vier Quartale.

könnte die Renditekurve sogar eine inverse Gestalt annehmen. Der US-Wirtschaft würde dies wohl nichts Gutes verheißen, wie die Erfahrung lehrt. Werfen Wertpapiere mit längerer Laufzeit geringere Erträge ab als solche mit kürzerer Laufzeit, geht der Anreiz verloren, neue Kredite zu vergeben, und der Wirtschaft wird eine wichtige Finanzierungsquelle entzogen. Falls die Fed behutsamer vorgeht, sollte jedoch ein passables Wirtschaftswachstum erreichbar sein.

Kontinentaleuropa befindet sich immer noch in einer früheren Phase des Kreditzyklus als die USA und hat für 2018 recht günstige Wachstumsperspektiven. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Absicht signalisiert, im nächsten Jahr mit der schrittweisen Reduzierung ihres Anleihekaufprogramms zu beginnen. Eine erste Zinserhöhung wird aber wohl nicht vor 2019 erfolgen. Auch in der Eurozone dürfte die Renditekurve flacher werden – eine inverse Struktur ist jedoch unwahrscheinlich. Anders ist das Bild in Großbritannien, wo zunehmend davon ausgegangen wird, dass die Bank of England (BOE) ihren Leitzins schneller als noch vor kurzem angenommen heraufsetzen wird, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Auch in Kanada sieht es so aus, als

würde die Bank of Canada die Zinsen schon bald energisch anheben.

Eine Straffung der Geldpolitik durch eine einzelne Notenbank wäre wahrscheinlich kein Grund zu großer Sorge, doch wenn mehrere Banken gleichzeitig diesen Kurs einschlagen, ist die Situation eine völlig andere. In den Industrieländern bewegen sich die Renditen weiter in der Nähe von Rekordtiefständen, und die Spreads von Unternehmensanleihen sind nach Jahren einer expansiven Geldpolitik und angesichts des freundlichen wirtschaftlichen Umfelds relativ schmal. Eine synchrone Beendigung der quantitativen Lockerung könnte vor diesem Hintergrund disruptive Folgen haben. Da die Banken eher behutsam vorgehen dürften, wird Liquidität jedoch mit großer Wahrscheinlichkeit noch längere Zeit im Überfluss vorhanden sein. Die entscheidende Frage lautet deshalb: Welcher Faktor ist wichtiger – die negative Liquiditätswirkung, die der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik sicher haben wird, oder die noch verbliebene Liquidität an den Märkten (die immer noch beträchtliche Dimensionen haben sollte)? Wie die Börsen diese Frage beantworten, wird aus unserer Sicht maßgeblich darüber entscheiden, ob wir 2018 eine Rückkehr der Volatilität oder ein Anhalten der Stabilität erleben werden.

Unklarheit über Handelsbeziehungen und geopolitische Risiken stellt Weltwirtschaft vor Probleme

Die unsichere Zukunft des globalen Handels und der ungewisse Konjunkturverlauf in China sind ebenfalls Herausforderungen. Sollten die Brexit-Verhandlungen zwischen Großbritannien und der EU scheitern oder sollte US-Präsident Trump seine Drohung wahr machen, das nordamerikanische Freihandelsabkommen NAFTA

aufzukündigen, könnten die daraus sicher resultierenden Handelsbeschränkungen die Weltwirtschaft belasten. Nach dem 19. Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas im Oktober werden noch intensivere Bemühungen Pekings erwartet, die Staatsbetriebe des Landes zu reformieren und die Unternehmensschulden abzubauen. Das könnte 2018 einen Bremseffekt auf die chinesische Wirtschaft haben. Dennoch wird weiterhin erwartet, dass China ein Wachstum von über 6% erzielen kann. Unangenehme Überraschungen könnten wegen der Bedeutung des Landes als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt erhebliche negative Auswirkungen haben.

Auch geopolitische Risiken spielen nach wie vor eine Rolle. Nichts deutet darauf hin, dass die Spannungen zwischen den USA und Nordkorea abnehmen. Ein offener Krieg ist zwar unwahrscheinlich, da die Kosten für beide Seiten so enorm hoch wären, doch die möglichen Auswirkungen der verfahrenen diplomatischen Situation auf das Verhältnis zwischen den USA und China sind beunruhigend. In Europa ist die Gefahr für die europäische Einheit etwas in den Hintergrund getreten, nachdem populistische, einwanderungsfeindliche Parteien bei den Wahlen in den

Niederlanden, Frankreich und Deutschland nicht so gut abgeschnitten haben wie befürchtet. Die katalanische Unabhängigkeitsbewegung und die andauernden Brexit-Verhandlungen bergen jedoch das Potenzial für weitere Volatilität. Das Gleiche gilt für die demnächst anstehenden Wahlen in Italien.

Daneben wird 2018 möglicherweise die Inflation ein Comeback erleben, nachdem sie einige Jahre unter Kontrolle war. Das allgemeine wirtschaftliche Umfeld entwickelt sich weiter positiv, und es ist nicht auszuschließen, dass die Notenbanken die Inflationssignale falsch interpretieren.

Warum es wichtig ist, unkorreliert zu sein

Im zurückliegenden Jahr ging es an den Märkten auffallend ruhig zu – schlechte Nachrichten kamen und gingen, ohne wirklich großen Schaden anzurichten. Maßnahmen zur Absicherung von Anlageportfolios gegen Risiken zahlten sich meist nicht aus, sondern schmälerten nur die Erträge der vorsichtigen Akteure. Ob die Stimmung an den Märkten 2018 weiter so gelöst sein wird, hängt wie gesagt großenteils davon ab, wie die Anleger auf den Beginn der Abkehr von der lockeren Geldpolitik reagieren werden. Wir halten es für sehr gut möglich, dass ein bestimmtes Risikoereignis oder eine Kombination solcher Ereignisse beträchtliche Volatilität hervorrufen könnte. Für Anleger wäre es deshalb klug, ihr Risiko durch untergewichtete Positionen oder ein Engagement in risikolosen Vermögenswerten wie US-Staatsanleihen zu steuern.

Eine entscheidende Rolle spielt auch die Diversifikation. Während die Renditen von Staatsanleihen in den Industrieländern niedrig sind, befinden sich eine Reihe von

ABBILDUNG 2: Illustrativer Zinszyklus



Quellen: CRB Rates und T. Rowe Price.

Schwellenländern in unterschiedlichen Phasen ihres Zinszyklus und offerieren höhere Renditen auf Staatsanleihen. Hochzinsanleihen und Bankkredite bieten, wie es aussieht, ein besseres Renditepotenzial und eine geringere Duration als Staatsanleihen aus Industrieländern. Sie erscheinen im derzeitigen Umfeld allerdings nicht billig und korrelieren überdies stark mit Aktien – was sie im Fall einer Marktkorrektur unter Druck bringen könnte.

Eine zweigleisige Strategie, die Positionen in Kreditinstrumenten auf der einen Seite undforderungsbesicherten Wertpapieren oder Staatsanleihen (die in der Vergangenheit weniger stark mit Aktien korreliert haben) auf der

anderen kombiniert, könnte sich 2018 unseres Erachtens als zweckmäßig erweisen. Ein weiterer möglicherweise vielversprechender Ansatz bestünde darin, in Staaten anzulegen, in denen sich tiefgreifende positive Veränderungen vollziehen. Wir glauben, dass Argentinien, Indien und Indonesien in diese Kategorie fallen; die Aussichten für die Türkei und Südafrika schätzen wir dagegen weniger günstig ein.

In Anbetracht des potenziell volatilen Charakters der Märkte könnte die Bereitschaft zu einer aktiven Wertpapierauswahl und, falls erforderlich, zur gezielten Umschichtung zwischen einzelnen Branchen für Rentenanleger 2018 der richtige Weg sein.

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Alles deutet darauf hin, dass die Notenbanken der Industrieländer 2018 ernsthaft beginnen werden, die geldpolitischen Zügel anzuziehen. Damit endet eine Phase der expansiven Geldpolitik, die fast ein Jahrzehnt lang angedauert hat.
- Die Straffung der Geldpolitik erfolgt vor dem Hintergrund niedriger Renditen, schmaler Spreads, der Aussicht auf steigende Inflationsraten und verschiedener geopolitischer Risiken.
- Wir gehen jedoch davon aus, dass die wirtschaftliche Entwicklung in vielen Teilen der Welt weiter solide verlaufen wird und sich dadurch interessante Chancen in ausgewählten Bereichen der Kreditmärkte eröffnen werden.
- In diesem Umfeld könnte es lohnend sein, zweigleisig zu fahren und einerseits in höher rentierliche Papiere, andererseits in Vermögenswerte mit geringerer Korrelation mit Aktien zu investieren..

Hohe Bewertungen mahnen zu Vorsicht

Ein synchrones globales Wachstum schafft günstige Bedingungen für risikoträchtige Anlagen. Die Märkte sind wegen der hohen Bewertungen jedoch anfälliger für geopolitische Schocks, eine schneller als erwartete Straffung der Geldpolitik und andere mögliche Überraschungen.

Die immer breitere Erholung der Weltwirtschaft sollte risikoträchtigen Wertpapieren 2018 weiter Auftrieb geben. Allerdings bieten die relativ hohen Aktienbewertungen und die schmalen Spreads von Unternehmensanleihen an vielen wichtigen Märkten aus unserer Sicht nur relativ wenig Unterstützung im Falle unerwarteter Marktereignisse. Vor diesem Hintergrund können Anleihen in einem Portfolio als Ausgleichsfaktor wirken, wenn es an den Aktienmärkten zu Phasen erhöhter Schwankungen kommt.

Angesichts der vergleichsweise hohen Bewertungen dürften die Aktienrenditen im kommenden Jahr vor allem davon bestimmt werden, wie sich die Unternehmensgewinne entwickeln. Sollte das weltweite Wirtschafts- und Gewinnwachstum die momentanen Erwartungen übertreffen, können Anleger in den Industrie- wie auch in den Schwellenländern sicher mit positiven Ergebnissen rechnen. Für Unterstützung könnte sorgen, dass weitreichende Steuersenkungen in den USA den Unternehmen zusätzliche



Sébastien Page
Head of Global Multi-Asset



David Giroux
Chief Investment Officer, Equity and Multi-Asset



Charles Shriver
Portfolio Manager,
Global Allocation,
Balanced, and
Target Allocation

Gewinnsteigerungen bescheren dürften. Ein anderer positiver Faktor ist die Möglichkeit, dass das Wachstum in Europa und Japan künftig stärker auf einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung als auf einer stimulativen Geldpolitik basiert. Risiken liegen in einer möglichen Zunahme von geopolitischen Spannungen oder Handelsproblemen, aber auch in Fehlentscheidungen von Notenbanken – Zinsen und Inflation sind anscheinend im Begriff, ihr momentan niedriges Niveau zu verlassen.

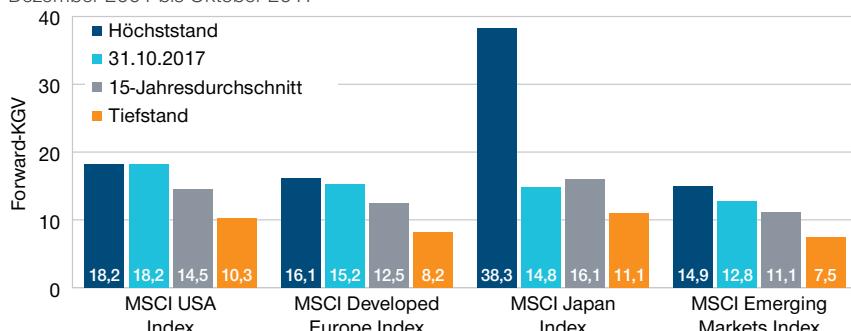
Unsere relative Präferenz für Anleihen bedeutet nicht, dass wir die Aussichten für die internationalen Anleihemärkte rosig einschätzen. Wir gehen davon aus, dass niedrige Renditen, schmale Spreads und eine weniger expansive Geldpolitik der Federal Reserve und der Europäischen Zentralbank (EZB) keiner der verschiedenen Anleihekategorien viel Luft nach oben lassen. In Anbetracht der derzeitigen Aktienbewertungen konzentrieren wir uns jedoch auf die Rolle, die Anleihen in der Vergangenheit als volatilitätsdämpfender Faktor in Portfolios gespielt haben.

Unsere Multi-Asset-Portfolios sind so konzipiert dass sie von einer breiten Diversifikation über Anlageklassen und Sub-Anlageklassen hinweg profitieren können. Normalerweise werden bestimmte Segmente des Markts, die wir auf Sicht von 6-18 Monaten für vergleichsweise attraktiv oder unattraktiv halten, überbeziehungsweise untergewichtet. Dabei berücksichtigen wir verschiedene Faktoren wie die Bewertungen, wirtschaftliche Entwicklungen und Trends bei den Unternehmensgewinnen.

Angesichts der vergleichsweise hohen Bewertungen dürften die Aktienrenditen im kommenden Jahr vor allem davon bestimmt werden, wie sich die Unternehmensgewinne entwickeln.

ABBILDUNG 1: Die Aktienbewertungen liegen an den meisten wichtigen Märkten über dem langfristigen Durchschnitt

Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate, Dezember 2001 bis Oktober 2017



Quellen: FactSet und T. Rowe Price.

Die Abbildung dient nur zu Illustrationszwecken und gibt nicht die Performance eines bestimmten Wertpapiers wieder. MSCI gibt keine ausdrücklichen oder konkludenten Gewährleistungen oder Zusicherungen und ist in keinerlei Weise haftbar in Bezug auf hierin angeführte MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen nicht weiterverbreitet oder als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte verwendet werden. Der vorliegende Bericht wurde von MSCI weder genehmigt noch geprüft oder erstellt.

Aktien weltweit

Unter den Aktienmärkten der Industrieländer sind Europa und Japan aus unserer Sicht attraktiver als die USA. Zu dieser Einschätzung veranlassen uns vorteilhafte wirtschaftliche Rahmenbedingungen, gesunkene politische Risiken und die Aussicht auf steigende Unternehmensgewinne. Auch die Bewertungen sind in Europa etwas günstiger als in den USA (Abbildung 1).

- Der jüngste Aufwärtstrend bei den Unternehmensgewinnen in Europa scheint nachhaltig zu sein. In der Regel profitieren europäische Unternehmen vom globalen Handel, mit entsprechend positiven Auswirkungen auf ihre Margen und Gewinne. Für Banken und andere Finanzunternehmen in den Peripheriestaaten der Eurozone wird das Umfeld freundlicher.
- Japan weist unter den großen Industrieländern die attraktivsten Bewertungen auf. Weitere Pluspunkte sind eine expansive Geldpolitik und die wichtige Rolle des Landes im globalen Handel. Obendrein verbessern sich die

Qualität der Unternehmensführung (Corporate Governance) und die Berücksichtigung der Aktionärsinteressen, wenn auch nicht gerade rasant.

■ In den USA weist der Trend bei den Unternehmensgewinnen nach oben, allerdings liegen die Erwartungen auf so hohem Niveau, dass wenig Spielraum für positive Überraschungen bleibt. Die Bewertungen sind höher als im langfristigen Durchschnitt. Ein schwächerer US-Dollar ist für multinationale Unternehmen mit Sitz in den USA von Vorteil, könnte sich jedoch in Zukunft als weniger segensreich erweisen.

Unsere Einschätzung zu Schwellenländeraktien hat sich leicht verändert. Das Ertragswachstum entwickelt sich in diesen Staaten positiv, und die kurzfristige Gefahr einer protektionistischeren Handelspolitik ist gesunken. Die Aktienbewertungen liegen in den Emerging Markets zwar etwas über dem langfristigen Durchschnitt, sind jedoch niedriger als in den Industriestaaten. Ein Risiko ist

indessen die Möglichkeit eines erneuten Preisrückgangs bei Energie- und anderen Rohstoffen.

Wachstum und „Value“

An der US-Börse haben die Bewertungen von Wachstumsaktien nach der guten Performance von 2017 an Attraktivität verloren. Sie entsprechen jetzt eher dem historischen Durchschnitt relativ zu Value-Titeln. Die Aussicht auf Steuersenkungen und Deregulierung könnte positiv für konjunkturabhängige Value-Sektoren und insbesondere Finanzwerte sein. Wir gehen davon aus, dass große Technologie- und Nicht-Basiskonsumwerte, die den Markt 2017 angeführt haben, weiter von guten langfristigen Wachstumschancen profitieren werden. Unsere Allokation in Wachstumsaktien haben wir aber dennoch verringert – Grund dafür ist das Konzentrationsrisiko in diesem Segment mit seinem engen Spaltenfeld.

Außerhalb der USA haben wir die Übergewichtung von Value gegenüber Wachstumswerten verstärkt. Dazu veranlasst sahen wir uns insbesondere wegen der Bewertungen, der Aussicht auf nachhaltiges Wachstum und der Möglichkeit, dass höhere Zinsen bestimmten zyklischen Sektoren wie etwa den europäischen Banken zugutekommen werden. In vielen Wachstumsbranchen außerhalb der USA, unter anderem im Basiskonsumssektor, liegen die Bewertungen über dem langfristigen Durchschnitt.

Standard- und Nebenwerte

Nach einer Phase der Underperformance der Nebenwerte im Jahr 2017 nähern sich die Bewertungen verglichen mit US-

Standardwerten inzwischen wieder dem langfristigen Durchschnitt, wenngleich sie absolut gesehen immer noch relativ hoch sind. Eine Senkung der Unternehmenssteuern und ein kräftigeres Wachstum der US-Wirtschaft sind potenzielle Katalysatoren, von denen die kleineren Unternehmen wegen ihrer höheren Steuerlast und der stärkeren Ausrichtung auf die Inlandsnachfrage überproportional profitieren könnten. Ein möglicher Dollaranstieg wäre vor allem für große multinationale US-Konzerne ein Problem. Denkbar ist eine Underperformance der Nebenwerte allerdings, falls die zurzeit sehr geringe Volatilität zunimmt.

In Kontinentaleuropa und Japan erscheinen Nebenwerte attraktiver als in den USA. Sie sind dort stärker auf die Binnenwirtschaft ausgerichtet, die sich in beiden Regionen noch in einem früheren Stadium der Erholung befindet. Ein weiterer Vorteil ist die weiterhin expansive Geldpolitik der Notenbanken.

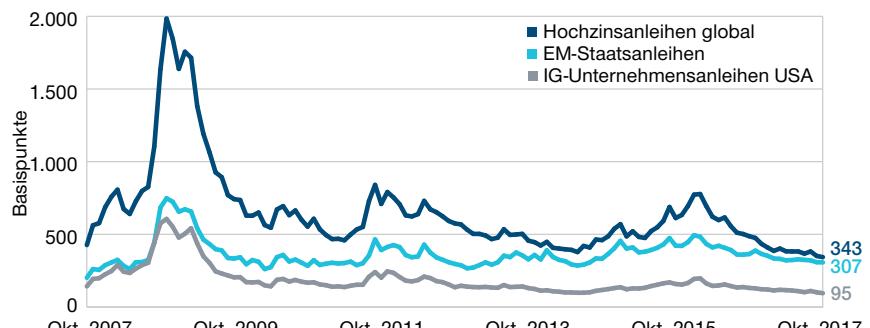
Immobilienaktien

Immobilienaktien sind in der Vergangenheit meist besser gelaufen als der breite Markt, wenn die Inflation hoch war oder gerade stieg (besonders, wenn der Anstieg unerwartet kam). Infolgedessen dient der Sektor in unseren Portfolios zur Absicherung gegen die Inflation. Wir bleiben in Immobilienaktien untergewichtet, da ein Anstieg der Inflation vom aktuell niedrigen Niveau aus zwar möglich erscheint, wir jedoch für 2018 nicht von einer deutlich beschleunigten Teuerung ausgehen.

Im Rohstoffsektor üben wir weiter Zurückhaltung, da die Energiepreise weltweit nach wie vor unter Druck stehen – Gründe dafür

ABBILDUNG 2: Die Spreads haben sich verengt und sind mittlerweile so schmal wie zuletzt vor der globalen Finanzkrise

Option-Adjusted Spreads gegenüber US-Treasuries, bis 31. Oktober 2017



Quellen: Bloomberg Barclays, BofA Merrill Lynch und JP Morgan.

IG-Unternehmensanleihen USA = Bloomberg Barclays U.S. Investment Grade Index; Hochzinsanleihen global = BofA Merrill Lynch Global High Yield Index; EM-IG-Staatsanleihen = JP Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI) Global Investment Grade Bond Index (EMBI) Global Investment Grade.

sind die anhaltende Steigerung der Fördermengen und sinkende Kosten der amerikanischen Schieferölproduzenten. Ähnlich erwarten wir eine eher schwache Nachfrageentwicklung bei Industriemetallen. Hier liegt der Grund im Umbau der chinesischen Wirtschaft. Statt auf die Produktion von einfachen Industrieerzeugnissen konzentrieren sich Wachstum und Investitionen in China zunehmend auf konsumorientierte Bereiche und Dienstleistungsbranchen.

Theoretisch können Immobilienaktien 2018 von einem wirtschaftlichen Aufschwung profitieren, doch der US-Immobiliensektor scheint sich bereits in einer späten Konjunkturphase zu befinden – die Fundamentaldaten verschlechtern sich, und die Aussicht auf steigende Zinsen ist auch nicht hilfreich.

Anleihen

Die Renditen von Staatsanleihen sind in den Industrieländern extrem niedrig. Hintergrund ist die anhaltende Politik der quantitativen Lockerung von EZB, Bank of Japan und (bis vor kurzem) Bank

of England. Schwellenländer- und Hochzinsanleihen bieten potenziell attraktivere Renditen und eine geringere Duration. Dagegen sind die Spreads von Unternehmensanleihen im langfristigen Vergleich schmal (Abbildung 2).

In den Industrieländern bevorzugen wir zurzeit Investment-Grade-Anleihen aus den USA gegenüber solchen aus anderen Regionen. Für amerikanische IG-Papiere sprechen attraktivere Bewertungen, eine kürzere Duration und dass der US-Dollar nach der relativen Schwäche des Jahres 2017 wieder steigen könnte, was die Renditen von Anleihen in anderen Währungen schmälern würde.

- Die Renditen von US-Treasuries sind attraktiver als die von Staatsanleihen aus anderen Industrieländern, und wir gehen davon aus, dass die US-Notenbank (Fed) die Zinsen in moderatem Tempo anheben wird.

- In der Eurozone könnten die Anleihekurse 2018 unter Druck geraten, wenn die EZB ihr Anleihekauflprogramm schrittweise zurückföhrt. Der Euro wird möglicherweise kurzfristig Gegenwind

verspüren, da der Zinsanstieg in den USA den Dollar stärkt, doch auf mittlere Sicht sprechen die Fundamentaldaten unseres Erachtens für die europäische Währung.

- In Japan drücken ein schwaches Lohnwachstum, eine geringe Inflation und demografische Probleme auf die Renditen von Anleihen mit langen Laufzeiten. Da die Renditekurve von der Bank of Japan stabilisiert wird, dürften Kursbewegungen des Yen vom Verhalten anderer wichtiger internationaler Notenbanken sowie von den Auswirkungen einer möglichen „Flucht in Sicherheit“ beeinflusst werden.

Hochzinsanleihen und Bankkredite

High-Yield-Unternehmensanleihen erscheinen weniger attraktiv als US-Anleihen mit Investment-Grade-Status. Die Bewertungen sind im langfristigen Vergleich hoch, nachdem der Sektor eine sehr gute Performance gezeigt hat. Trotz des freundlichen

wirtschaftlichen Umfelds und der niedrigen Ausfallquoten sehen wir beim derzeitigen Niveau der Renditen nur geringe Chancen auf weitere Zuwächse.

Ein erneuter Rückgang der Energiepreise stellt ein potenzielles Risiko für Hochzinsanleihen dar, weil der Energiesektor im High-Yield-Universum stärker vertreten ist als im IG-Segment. Hinzu kommt, dass die Anleihe-Covenants (vom Emittenten gegebene Versprechen), die Anleger schützen sollen, bei Neuemissionen neuerdings meist schwächer formuliert sind. Die aktuellen Renditen bieten nur einen begrenzten „Puffer“ gegen Kapitalverluste, sollte sich das Umfeld an den Kreditmärkten eintrüben.

Schwellenländeranleihen

In der Frage der Attraktivität von Schwellenländeranleihen im Vergleich zu US-Anleihen

mit Investmentqualität sind wir neutral, da die Bewertungen in vielen Emerging Markets nach der guten Performance des Jahres 2017 inzwischen weniger verlockend sind.

Besonders niedrig erscheinen die Renditen von Staatsanleihen aus Schwellenländern, die in US-Dollar denomiiniert sind. Diese Papiere könnten zudem unter Druck geraten, wenn wichtige internationale Notenbanken einen weniger expansiven geldpolitischen Kurs einschlagen. Auch die Renditen von Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern sind seit der Rally von 2017 weniger interessant. Aus unserer Sicht bieten sich für aktive Fonds jedoch Möglichkeiten, eine Mehrrendite zu erzielen und Alpha zu generieren, da manche Währungen immer noch billig sind und einige EM-Notenbanken in einem von geringer Inflation geprägten Umfeld die Zinsen weiter senken.

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Das an Breite gewinnende globale Wachstum sollte sich 2018 positiv auf die Unternehmensgewinne auswirken. Wir haben unser Aktienengagement allerdings wegen der hohen Bewertungen zurückgefahren.
- Auch Anleihen wirken nicht billig. Sie können jedoch eine wichtige Rolle als Diversifikatoren spielen, falls geopolitische Ereignisse für Gegenwind sorgen oder Konjunkturdaten enttäuschen.
- In den Industrieländern werfen Staatsanleihen nur geringe Renditen ab. US-Anleihen mit Investment-Grade-Status (IG) erscheinen ebenso wie Hochzinsanleihen von US-Unternehmen im langfristigen Vergleich teuer.
- Die meisten Schwellenländer haben heute solidere Staatsfinanzen als vor dem „Taper Tantrum“ von 2013 (damals sprach der ehemalige US-Notenbankchef Ben Bernanke erstmals über die Möglichkeit eines Auslaufens der quantitativen Lockerung). Allerdings sind Schwellenländeranleihen mittlerweile nicht mehr so attraktiv bewertet.

Trotz der höheren Bewertungen lassen sich noch interessante Möglichkeiten finden

In vielen Schwellenländern sind die relativen Bewertungen attraktiv, die Konjunktur zieht an und die Gewinne der Unternehmen steigen. Restriktive Handelsmaßnahmen, fallende Energiepreise und geopolitische Risiken könnten den Fortschritt allerdings bremsen.

Aus unserer Sicht bieten die Schwellenländer auch nach der guten Performance von 2017 noch interessante Möglichkeiten. Viele Emerging Markets befinden sich heute in weitaus besserer Verfassung als vor einigen Jahren. Sie profitieren von Fortschritten, die wichtige Schwellenländer derzeit mit Reformen in Wirtschaft und Politik machen. Bei vielen traditionellen Schwächen dieser Staaten, wie hohen Leistungsbilanzdefiziten und niedrigen inflationsbereinigten Zinsen, sind die Verbesserungen unübersehbar.

Nach der starken Performance des Jahres 2017 sind die Bewertungen sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen nicht mehr so verlockend wie vor einem Jahr. Langfristig gesehen und auch verglichen mit den meisten Industrieländern sind sie aber nach wie vor attraktiv. Ein wichtiger Punkt ist, dass sich der Beitrag der Schwellenländer zur Weltwirtschaft und zum globalen Wachstum in den Bewertungen nicht angemessen widerspiegelt. Wir würden eine Schieflage bei den Kursen, ausgelöst durch

Ereignisse in den Industrieländern, deshalb als Gelegenheit nutzen, um unser Engagement in Schwellenländeranleihen auf ermäßigtem Niveau auszubauen.

Schwellenländer haben beim Wachstum weiter die Nase vorn
Die Emerging Markets haben 2017 insgesamt ein höheres Wirtschaftswachstum erzielt als die Industrieländer. Diese Entwicklung sollte 2018 andauern, da sich auch

die wirtschaftlichen Aussichten von Staaten wie Brasilien, Russland und Indien verbessern. Der Vorsprung der Schwellen- gegenüber den Industrieländern dürfte dadurch noch größer werden.

Dieses günstige wirtschaftliche Umfeld sollte einen weiteren Anstieg der Unternehmensgewinne nach der deutlichen Erholung des Jahres 2017 ermöglichen. Zudem bemühen sich viele Unternehmen um eine bessere



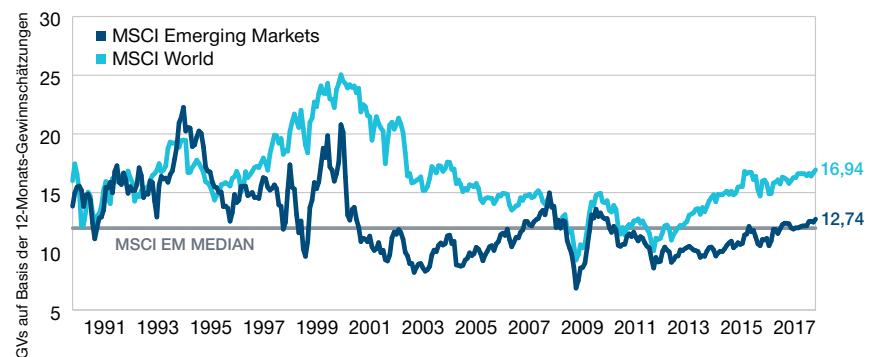
Gonzalo Pángaro
Portfolio Manager,
Emerging Markets
Equity



Samy Muaddi
Portfolio Manager,
Emerging Markets
Corporate Bond

ABBILDUNG 1: Aktienbewertungen in den Schwellenländern weiterhin attraktiv

Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den Emerging Markets verglichen mit den Industrieländern.
Stand 31.10.2017



Quellen: MSCI und FactSet.

MSCI gibt keine ausdrücklichen oder konkluidenten Gewährleistungen oder Zusicherungen und ist in keinerlei Weise haftbar in Bezug auf hierin angeführte MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen nicht weiterverbreitet oder als Grundlage für andere Indizes oder bestimmte Wertpapiere oder Finanzprodukte verwendet werden. Der vorliegende Bericht wurde von MSCI weder genehmigt noch geprüft oder erstellt.

Kostenkontrolle und eine Ausweitung ihrer Gewinnmargen. Bei den Margen besteht durchaus Spielraum für Verbesserungen, denn in den meisten Schwellenländern liegen sie weiterhin unter dem langfristigen Durchschnitt. Überdies trägt mehr Disziplin bei den Investitionen zu einer deutlichen Erholung der Cashflows bei, was Dividendenanhebungen ermöglichen sollte.

Die Aktienbewertungen in den Emerging Markets, gemessen anhand der Kurs-Gewinn-Verhältnisse, sind immer noch günstig, sowohl verglichen mit den Industrieländern als auch im langfristigen Rückblick – selbst wenn sie nicht mehr durchweg so niedrig sind wie vor einem Jahr (Abbildung 1).

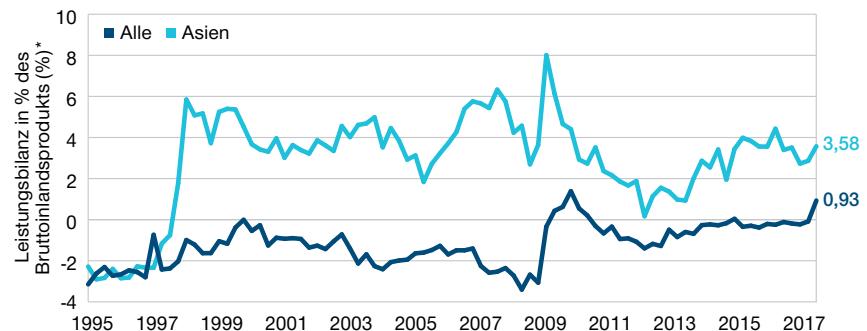
Schwellenländer in Asien gehen bei Reformen voran

Die Schwellenländer in Südostasien sind Spitzenreiter bei der Umsetzung von Reformen und der Behebung fundamentaler Ungleichgewichte, die sie in den Finanzkrisen der Vergangenheit besonders anfällig gemacht hatten. Beachtliche Fortschritte bei der Verwirklichung notwendiger Reformen können vor allem Indien und Indonesien vorweisen. Die Kapitalzuflüsse in

Die Emerging Markets haben 2017 insgesamt ein höheres Wirtschaftswachstum erzielt als die Industrieländer. Diese Entwicklung sollte 2018 andauern, da sich auch die wirtschaftlichen Aussichten von Staaten wie Brasilien, Russland und Indien verbessern.

ABBILDUNG 2: Verbesserte Leistungsbilanzen der Schwellenländer

Durch die Überschüsse asiatischer Schwellenländer haben sich die Leistungsbilanzen der Emerging Markets insgesamt verbessert (Stand 30.6.2017).



Quellen: Nationale Notenbanken und Haver Analytics.

* Rollender Durchschnitt der jeweils letzten vier Quartale.

diese Staaten erreichten 2017 ein unerwartet hohes Niveau, während die Inflation eingedämmt blieb. Dies wirkte sich positiv auf die Leistungsbilanzen aus und hob auch den Durchschnittswert für die Gruppe der Schwellenländer, was diesen zu einem nachhaltigeren Wachstum verhelfen sollte (Abbildung 2).

Die Spannungen mit Nordkorea stellen weiterhin ein Risiko dar, doch das stabile Wachstum in China wirkt als entscheidender Faktor, der auch den übrigen Schwellenländern zugutekommt. Dies gilt besonders für die asiatischen Volkswirtschaften, die fest in die chinesischen Lieferketten eingebunden sind. Während China das Problem der Überkapazitäten in mehreren Industriezweigen anpackt, echte Reformen seiner Staatsbetriebe in Angriff nimmt, das Thema Lebensqualität in den Fokus rückt und sich um den Abbau der hohen Schulden bemüht, könnte das Wachstum seiner Wirtschaft zwar an Schwung verlieren, doch ein scharfer Einbruch droht nicht. Auch die Ängste vor potenzieller Instabilität im chinesischen

Finanzsektor, bedingt durch wachsende Schuldenstände, sind in den Hintergrund getreten.

Politischer Wandel in Lateinamerika

Auf kurze bis mittlere Sicht dürfte die Volatilität in einigen lateinamerikanischen Ländern andauern, doch wir sehen in der Region auch nach den Zuwächsen des vergangenen Jahres noch interessante langfristige Chancen für Aktienanleger. Viele dieser Staaten profitieren vom Trend zur Abkehr von populistischen Politikern, die in den vergangenen Jahren eine beherrschende Rolle in der Region gespielt haben und nun von Verfechtern einer wirtschafts- und anlegerfreundlicheren Politik abgelöst werden. Ein Beispiel ist Argentiniens Präsident Mauricio Macri, der 2015 ins Amt gewählt wurde und seitdem bedeutende Fortschritte bei wichtigen Reformen erzielt hat. Seine Chancen, 2019 wiedergewählt zu werden, stehen anscheinend gut.

Zurückhaltend beurteilen wir dagegen weiterhin Mexiko, wo wir zwei Hauptrisiken sehen: die mögliche Neuaushandlung

des nordamerikanischen Freihandelsabkommens NAFTA auf Druck der USA und einen möglichen Wahlsieg des linksgerichteten Kandidaten Andrés Manuel López Obrador bei den Präsidentschaftswahlen im Juli 2018. In Brasilien haben anhaltende Korruptionsskandale den Reformen den Wind aus den Segeln genommen. Die Hoffnung, die Regierung von Michel Temer werde am Ende doch noch wichtige Strukturreformen zustande bringen, hat indessen zu einer imposanten Rally beigebracht. Wie es scheint, beginnt sich die brasilianische Wirtschaft von der schwersten Rezession seit hundert Jahren zu erholen.

Mangelnder Reformwille in europäischen Schwellenländern

Die europäischen Schwellenländer hinken den anderen Regionen in ihrer Bereitschaft und Fähigkeit hinterher, wichtige Reformen umzusetzen. Weit abgeschlagen sind insbesondere Russland und die Türkei. Russland verzeichnete 2017 allerdings ein beeindruckendes, von der Inlandsnachfrage getragenes Wachstum. Die russische Notenbank hat angesichts einer moderaten Inflation noch Spielraum für Zinssenkungen, mit denen sie die Konjunktur stützen könnte. Das käme auch den Anleihe- und Aktienmärkten zugute.

Die größten Risiken drohen den Schwellenländern von außen

Anders als früher, als meist interne politische oder wirtschaftliche Probleme die Auslöser waren, die in den Emerging Markets die Kurse

ins Rutschen brachten, sind die Hauptrisiken für diese Länder heute überwiegend externer Natur. Eine unerwartet drastische Straffung der Geldpolitik in den Industriestaaten würde wahrscheinlich zu einiger Volatilität führen. Unseres Erachtens haben die Schwellenländer jedoch recht gute Voraussetzungen – hauptsächlich in Form soliderer Leistungsbilanzen und geordneter Staatsfinanzen –, um in einem Umfeld schrittweise steigender Zinsen ihre Stabilität zu behaupten. Zudem sind die inflationsbereinigten Zinsen in einigen dieser Staaten immer noch hoch, sodass die Notenbanken Spielräume haben, um die Zinsen nötigenfalls zu senken.

Ein erneuter Einbruch der Rohstoffpreise könnte einen gewissen Verkaufsdruck erzeugen, wobei innerhalb der Gruppe der Schwellenländer heute ein ausgewogeneres Verhältnis zwischen Rohstoffimporteuren und -exporteuren besteht als in der Vergangenheit. Die Ängste vor einem scharfen Abschwung in China haben sich gelegt. Wir beobachten den Umbau der chinesischen Wirtschaft zu einem auf den Inlandskonsum gestützten Modell dennoch sehr genau – unser besonderes Augenmerk gilt dabei der Verfassung des Finanzsystems.

Auf rigorose Fundamentalanalysen kommt es an

Nach unserer Einschätzung werden sich die Aktienmärkte der Schwellenländer künftig weniger homogen entwickeln als in einer Phase, in der die

Rohstoffpreise stiegen, die weltweiten Handelsströme anschwollen und Chinas Wirtschaft Jahr für Jahr Wachstumsraten von über 10% verzeichnete. Daraus folgt, dass die gründliche Analyse der Fundamentaldaten von Unternehmen 2018 bedeutsamer sein wird als je zuvor. Proaktives Handeln wird gefragt sein, um die attraktivsten Chancen an diesen äußerst vielfältigen Märkten aufzuspüren und zu nutzen.

Eine Korrektur, ausgelöst durch externe Faktoren, könnte eine Kaufgelegenheit sein

Wir würden eine Korrektur bei Schwellenländeranleihen auf Grund externer Ereignisse – wie einer weiteren Eskalation der Spannungen mit Nordkorea, politischer Instabilität in den Industrieländern oder einer protektionistischen Handelspolitik der USA – als mögliche Gelegenheit nutzen, um unsere bevorzugten Positionen auszubauen. Favorisiert

Nach unserer Einschätzung werden sich die Aktienmärkte der Schwellenländer künftig weniger homogen entwickeln als in einer Phase, in der die Rohstoffpreise stiegen, die weltweiten Handelsströme anschwollen und Chinas Wirtschaft Jahr für Jahr Wachstumsraten von über 10% verzeichnete.

Hauptrisiken

Die folgenden Risiken sind für die Strategien, um die es hierin geht, von erheblicher Relevanz. Transaktionen mit Wertpapieren, die in Fremdwährungen denominiert sind, unterliegen Wechselkursschwankungen, die den Wert einer Anlage beeinflussen können. Die Erträge können volatiler sein als die an anderen, etablierteren Märkten, bedingt durch Veränderungen des Marktumfelds oder der politischen und wirtschaftlichen Bedingungen. Bei Schuldtiteln könnte sich die finanzielle Situation (des Emittenten) durch eine Rating-Herabstufung oder einen Zahlungsausfall verschlechtern, was den Wert einer Anlage beeinflussen könnte.

werden von uns (Stand Ende 2017) Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern gegenüber in US-Dollar denominierten Anleihen, da einige wichtige Schwellenländer-Währungen offenbar im Begriff sind, gegenüber dem Dollar aufzuwerten.

Aktive Suche nach Chancen in „Frontier Markets“

Interessante Gelegenheiten sehen wir auch bei Anleihen aus so genannten „Frontier Markets“. An diesen Märkten haben länderspezifische Faktoren oft mehr Gewicht als in etablierteren Schwellenländern. So bieten etwa Lokalwährungsanleihen aus Sri Lanka gegenwärtig inflationsbereinigte Renditen, die zu den höchsten der

Welt zählen. Dies und die verbesserte haushaltspolitische Lage in dem Land sowie eine Finanzierungsvereinbarung mit dem Internationalen Währungsfonds machen die Papiere für uns interessant.

Argentinien erscheint uns weiterhin attraktiv, und wir haben die Übergewichtung argentinischer Aktien und Anleihen verstärkt, nachdem die Reformagenda von Präsident Macri bei den jüngsten Zwischenwahlen solide Unterstützung erhalten hat. Die Möglichkeit, in Ländern wie den „Frontier Markets“ zu investieren, die in den Standardindizes für Schwellenländer nicht enthalten

sind, ist aus unserer Sicht ein wichtiger Vorteil des aktiven Portfoliomanagements.

Daneben erlaubt ein aktives Management von Schwellenländeranleihen auch die Übergewichtung von Ländern wie Brasilien, die ihre Geldpolitik lockern, und den Aufbau von Allokationen auf der Basis fundamentaler Gegebenheiten statt der Höhe der ausstehenden Schulden eines Emittenten. Bei Aktien setzen wir gezielt auf gut geführte Unternehmen, die das Potenzial haben, Chancen zu nutzen, um passive Benchmarks zu übertreffen.

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Die Bewertungen an den Aktienmärkten der Schwellenländer können sich gegenüber denen in den Industrieländern, aber auch im langfristigen Vergleich sehen lassen, selbst wenn sie nicht so niedrig sind wie noch vor einem Jahr.
- Die Renditen von Schwellenländeranleihen sind zwar gesunken, doch die Anlageklasse wartet nach wie vor mit soliden Fundamentaldaten auf, und gemessen an der historischen Volatilität sind die Renditen attraktiv.
- Zu den externen Risiken für die Emerging Markets zählen 2018 außer einem Konjunktureinbruch in China und einem kriegerischen Konflikt auf der koreanischen Halbinsel das Ende der quantitativen Lockerung und ein möglicher Preisverfall bei Rohstoffen.
- Aktives Management bedeutet, dass sich Aktienanleger in den Schwellenländern auf attraktive Wachstumsnischen konzentrieren können. Rentenanleger haben unterdessen die Möglichkeit, in Länder zu gehen, die gar nicht zu ihrer Benchmark gehören.

Die Erholung geht weiter, doch es drohen auch Risiken

Der schrittweise Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik könnte zu Phasen der Instabilität führen. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind in Kontinentaleuropa allerdings nach wie vor günstig und stützen die Aktien- und Anleihemärkte.



Dean Tenerelli
Portfolio Manager,
European Equity



Mike Della Vedova
Portfolio Manager,
European High
Yield Bond

Günstige Fundamentaldaten signalisieren, dass der Aufschwung in Kontinentaleuropa 2018 weitergehen und den Aktien- und Anleihemärkten der Region Rückenwind verschaffen kann. Phasen der Volatilität sind vor dem Hintergrund anhaltender politischer Risiken, der Aussicht auf eine straffere Geldpolitik und ausgereizter Bewertungen jedoch nicht auszuschließen. Vorteilhaft für Anleger wäre unseres Erachtens ein hochselektiver Ansatz, dessen Schwerpunkt auf der Suche nach erfolgreichen Unternehmen in Branchen liegt, die vom Konjunkturaufschwung in Europa profitieren, zugleich aber von Phasen der Instabilität an den europäischen Börsen potenziell weniger stark betroffen wären.

Populistische Gefahr vorerst gebannt, aber nicht überwunden

Nach dem Votum der Briten für einen EU-Austritt schien die bestehende Ordnung in Europa 2017 durch populistische Bewegungen in mehreren Ländern bedroht zu sein. Die Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland – sowie das inoffizielle Referendum über eine Abspaltung Kataloniens von Spanien – wurden als

potenzielle Krisenherde empfunden, die die Bemühungen in der EU um ein engeres Zusammenrücken gefährden könnten.

Am Ende siegten die etablierten Parteien in den Niederlanden und Frankreich, doch in Deutschland und bei den vorgezogenen Wahlen in Österreich erzielten einwanderungs- und EU-feindliche Parteien beträchtliche Stimmengewinne. Das Ja-Votum bei dem Referendum in Katalonien vom Oktober war eher Ausdruck einer lange gehegten Unzufriedenheit mit der spanischen Regierung als einwanderungs- oder EU-feindlicher Stimmungen. Dennoch könnte die Frage der katalanischen Unabhängigkeit auch andere separatistische Bestrebungen in Europa maßgeblich beeinflussen.

Trotz dieser Risiken verzeichnete die Eurozone im Jahresverlauf ein solides Wachstum – ähnlich wie Volkswirtschaften in anderen Teilen der Welt, die sich von negativen geopolitischen Ereignissen ebenso wenig beeindrucken ließen. Die große Frage lautet, ob es 2018 bei dieser robusten Verfassung bleiben wird. In fundamentaler Hinsicht

sind die Perspektiven günstig: Die Eurozone befindet sich in einer früheren Phase des Kreditzyklus als die USA, die Unternehmensgewinne sprudeln und der Aufschwung scheint eine genügend breite Basis zu haben, um sich selbst zu tragen.

Es gibt aber nach wie vor auch Risiken. Die Gefahr, die von EU-feindlichen und separatistischen Kräften ausgeht, ist zwar geringer geworden, aber noch nicht überwunden. Die Lage in Katalonien könnte uns noch eine Weile beschäftigen, und bei den Wahlen in Italien im März wird die Fünf-Sterne-Bewegung wohl ebenso wie die Lega Nord ein gutes Ergebnis erzielen. Die Brexit-Verhandlungen könnten unterdessen immer noch scheitern. Auszuschließen ist auch nicht, dass noch weitere Mitgliedsstaaten einen Austritt aus der EU anstreben oder dass populistische Bewegungen mehr Sitze in den nationalen Parlamenten erlangen und Einfluss auf die Politik gewinnen. Jede solcher Entwicklungen würde als Gefahr für die Einheit der Europäischen Union betrachtet werden.

Zentrale Rolle der EZB

Die Aussicht auf eine Straffung der Geldpolitik stellt für 2018 ein weiteres potenzielles Risiko dar. Im Oktober gab die Europäische Zentralbank (EZB) Pläne bekannt, wonach sie ihre Anleihekäufe ab Anfang 2018 von monatlich 60 Milliarden auf 30 Milliarden Euro verringern will. Sie stellte jedoch klar, dass sie die Erlöse weiter „so lange wie nötig“ reinvestieren werde, um die Konjunktur zu stützen, und dass sie die Zinsen nicht erhöhen werde, bevor ihr Anleihekaufprogramm beendet sei.

Wir lesen aus der Mitteilung der EZB heraus, dass die Geldpolitik in der Eurozone mindestens noch die nächsten Jahre sehr expansiv bleiben wird. Für Anleger, die sich um den wirtschaftlichen Aufschwung in Europa Sorgen machen, ist das eine gute Nachricht. Sollte die Konjunktur in der Eurozone stärker in Schwung kommen als erwartet, könnte die EZB allerdings gezwungen sein, ihre Geldpolitik energischer zu straffen. Das hätte möglicherweise einen Anstieg der Spreads von Unternehmensanleihen zur Folge.

Für 2018 wird erwartet, dass die US-Notenbank (Fed) die Zinsen dreimal anheben und bei der Verringerung ihrer Bilanzsumme eher behutsam vorgehen wird – allerdings könnte sich das Tempo je nach Entwicklung der Konjunktur- und Inflationsdaten ändern. Sollte die Fed die Börsen mit einer energischeren Straffung ihrer Geldpolitik überraschen, könnte ein deutlicher Anstieg der Volatilität, der daraus möglicherweise resultieren würde, auch Auswirkungen auf den Aufschwung in Europa haben.

ABBILDUNG 1: Entwicklung der Gewinnerwartungen je Aktie in Europa

Stand 3. Oktober 2017



Quelle: Morgan Stanley.

Aktien wachstumsstarker Unternehmen könnten die Gewinner sein

Aktienanleger profitierten in Europa das ganze Jahr über von steigenden Unternehmensgewinnen, bedingt durch günstige Rahmenbedingungen und sinkende politische Risiken. Für 2018 und 2019 rechnen wir mit einem schwächeren Ertragswachstum (Abbildung 1). Hauptgründe dafür sind ein voraussichtlich festerer Euro und die Probleme, die es manchen Unternehmen bereiten könnte, den Kostendruck durch höhere Rohstoffpreise aufzufangen. Da die Bewertungen in vielen anderen Anlageklassen ausgereizt zu sein scheinen, halten wir weitere Kurssteigerungen an den europäischen Aktienmärkten jedoch für möglich, sofern die Unternehmen an ihr solides Wachstum der letzten Zeit anknüpfen.

Die besten Chancen dürften sich 2018 in Europa bei erstklassigen, wachstumsstarken Unternehmen finden lassen, die gute Voraussetzungen haben, um vom Aufschwung zu profitieren. Die Telekommunikationsbranche ist in dieser Hinsicht besonders interessant, da Wettbewerb und Gewinnmargen in dem Sektor durch Konsolidierung gestärkt werden.

Europäische Banken sind generell unterbewertet und sollten vom schrittweisen Ausstieg der EZB aus der ultralockeren Geldpolitik profitieren. Wir erwarten allerdings nicht, dass die Finanzwerte den Gesamtmarkt 2018 deutlich überflügeln werden, da nicht von einem merklichen Zinsanstieg auszugehen ist.

Potenzielle Gelegenheiten sehen wir auch in der Softwarebranche, wo einige innovative Unternehmen für Umwälzungen sorgen und dabei exzellente Wachstumsraten erzielen. Die Autobauer schätzen wir normalerweise nicht sonderlich (Gründe dafür sind hohe Bewertungen, Probleme mit Aufsichtsbehörden und komplizierte Finanzierungsstrukturen), doch unter den Zulieferern lassen sich interessante Titel finden. Das gilt besonders für Erstausrüster, die mit innovativen Technologien unersetzbliche Bauteile entwickeln.

Bedingt durch unseren Schwerpunkt auf Wachstum haben uns defensive Branchen wie Basiskonsumgüter, die in der Gunst der meisten Marktteilnehmer gefallen sind, weniger interessiert. Allerdings sind diese Sektoren in letzter Zeit billiger geworden, und falls die Bewertungen weiter zurückgehen,

könnten sich hier Gelegenheiten eröffnen. Einige dieser Unternehmen haben ein recht ordentliches Ertragswachstum, hohe Renditen und solide Dividenden vorzuweisen.

Angesichts niedriger Renditen sind „gute Storys“ umso wichtiger

Dank der guten Fundamentaldaten der Unternehmen lieferten auch die europäischen Kreditmärkte 2017 eine erfreuliche Performance.

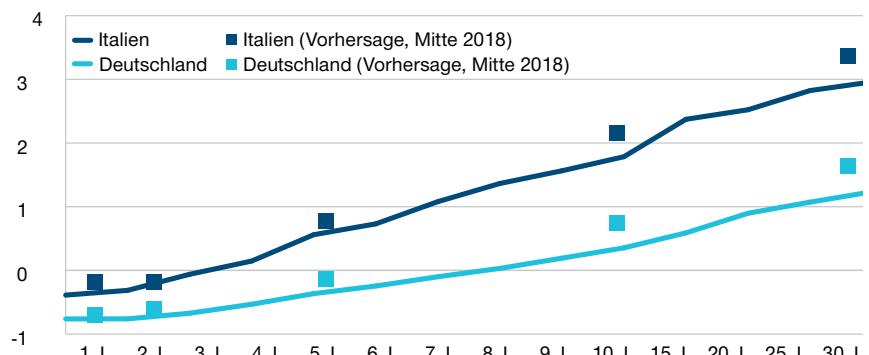
Das gigantische monetäre Konjunkturprogramm der EZB spielte bei der Rally eine bedeutende Rolle. Es hatte den Effekt, dass sich Unternehmen billiger denn je Geld leihen konnten und das Zahlungsausfallrisiko auf ein Rekordtief sank, was die Investitionstätigkeit förderte.

Die gesunkenen Risiken haben jedoch auch die Renditen fallen lassen, wobei an den europäischen Kreditmärkten zurzeit noch lohnendere Erträge offeriert werden als an vielen anderen Märkten. Unter der Annahme, dass die EZB ihr Versprechen hält und die Abkehr von der lockeren Geldpolitik in behutsamen Schritten vollzieht, werden die europäischen Märkte für Unternehmensanleihen wohl eher schrumpfen als bersten, und die Renditekurven dürften im kommenden Jahr auch nur langsam nach oben streben (Abbildung 2).

Die Gefahr, die angesichts politischer Risiken und der angestrebten Abkehr der Notenbanken von der ultralockeren Geldpolitik mit dem Halten niedrig rentierender Wertpapiere verbunden ist, lässt es für Anleger vernünftig erscheinen nach Emittenten zu fahnden, die eine positive Entwicklung unabhängig von der Richtung der Kreditindizes erwarten lassen. Eine solche Strategie

ABBILDUNG 2: Renditekurven italienischer und deutscher Staatsanleihen, aktuell und vorhergesagt

Stand 10. November 2017



Quellen: Prognosen von Bloomberg Finance LP und T. Rowe Price European Fixed Income Team. Die Prognosen basieren auf aktuellen Daten (Stand siehe angegebenes Datum) und Vorhersagen über die wirtschaftlichen/politischen Bedingungen. Die Informationen hierin sind hypothetischer Natur und dienen ausschließlich zu Informations- und Illustrationszwecken. Sie sind nicht als Anlageberatung beziehungsweise Empfehlung für Anleger zu einem bestimmten Handeln zu verstehen. Es sollen keine Ereignisse in der Zukunft vorhergesagt werden und es wird auch keine Garantie für zukünftige Ergebnisse übernommen. Änderungen sind jederzeit ohne vorherige Mitteilung möglich.

kann zur Underperformance in Phasen allgemein steigender Kurse führen, doch auf längere Sicht könnte sie in Zeiten einer strafferen Geldpolitik und volatiler Märkte der erfolgreichere Weg sein.

Attraktive europäische Emittenten von Hochzinsanleihen sind momentan Medien-, Kabel-, Telekommunikations- und Verpackungsunternehmen, die alle sowohl zyklisch als auch langfristig gesehen gut positioniert sein sollten. Im Investment-Grade-Segment sind aus unserer

Sicht die vielversprechendsten Gelegenheiten im Wesentlichen in den gleichen Bereichen, aber auch im Finanzsektor zu finden, der im Investment-Grade-Universum viel stärker gewichtet ist. Die neuen Kapitalanforderungen, die nach der Finanzkrise von 2008-2009 festgelegt wurden, erleben gerade ihren Test, scheinen den Erwartungen aber bislang gerecht zu werden. Wenn dies so bleibt, könnten europäische Finanzanleihen 2018 nach unserer Einschätzung erneut eine gute Performance liefern.

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Wir erwarten für 2018 eine Fortdauer des Aufschwungs in Kontinentaleuropa. Davon sollten auch die Anleihe- und Aktienmärkte profitieren.
- Anhaltende politische Risiken, die Aussicht auf eine straffere Geldpolitik der EZB und überzogene Bewertungen an den Kreditmärkten lassen Phasen der Volatilität jedoch möglich erscheinen.
- Am Aktienmarkt sehen wir potenzielle Gelegenheiten in Form erstklassiger, wachstumsstarker Unternehmen, die gut aufgestellt sind, um von Europas wirtschaftlicher Erholung zu profitieren.
- Bei der aktiven Anleihenselektion besteht der effektivste Ansatz möglicherweise im Aufspüren von Emittenten, die eine positive Entwicklung unabhängig davon erwarten lassen, in welche Richtung die Kreditindizes tendieren.

T. Rowe Price setzt alles daran, als Anlageverwalter erstklassige Leistungen zu bieten, auf die sich Kunden heute und langfristig verlassen können.

Erfahren Sie mehr auf
troweprice.com

WICHTIGE INFORMATIONEN

Das vorliegende Dokument einschließlich aller darin enthaltenen Aussagen, Informationen, Daten und Inhalte sowie aller Materialien, Informationen, Abbildungen, Links, Tonaufnahmen, Grafiken oder Videos im Zusammenhang mit diesem Dokument (im Folgenden zusammen als „Dokument“ bezeichnet) werden von T. Rowe Price ausschließlich zu allgemeinen Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Das Dokument ist nicht zum Gebrauch durch Personen in Ländern oder Hoheitsgebieten bestimmt, in denen seine Verbreitung untersagt ist oder Beschränkungen unterliegt, und in bestimmten Ländern wird das Dokument nur auf spezielle Anforderung zur Verfügung gestellt. Das Dokument ist nicht für Privatanleger bestimmt, unabhängig davon, in welchem Land oder Hoheitsgebiet diese ihren Wohnsitz haben. Unter keinen Umständen dürfen das vorliegende Dokument oder Teile davon ohne Zustimmung von T. Rowe Price vervielfältigt, weiterverbreitet oder anderen Personen gezeigt werden. Das vorliegende Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren in irgendeinem Land oder Hoheitsgebiet dar. Das Dokument wurde in keinem Land oder Hoheitsgebiet von einer Aufsichtsbehörde geprüft. Es ist nicht als Anlageberatung zu verstehen, und niemand sollte sich bei Entscheidungen auf seinen Inhalt stützen. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung unabhängigen rechtlichen und finanziellen Rat einholen, auch hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen.

Die hierin vertretenen Ansichten stammen vom Januar 2018 und können sich seitdem geändert haben.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge.

EEA – Herausgegeben im Europäischen Wirtschaftsraum von T. Rowe Price International Ltd, 60 Queen Victoria Street, London EC4N 4TZ. T. Rowe Price International ist von der britischen Finanzaufsicht FCA (Financial Conduct Authority) zugelassen und wird von dieser beaufsichtigt. Nur für professionelle Kunden.

Schweiz – In der Schweiz herausgegeben von T. Rowe Price (Switzerland) GmbH („TRPSWISS“), Talstrasse 65, 6. Stock, 8001 Zürich, Schweiz. Nur für qualifizierte Anleger.

T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE und das Dickhornschaf-Logo sind – zusammen und/oder einzeln – Markenzeichen bzw. eingetragene Handelsmarken von T. Rowe Price Group, Inc. Alle Rechte vorbehalten.

2018

INVEST WITH CONFIDENCE