



Income Insights: Vorerst auf Anleihen setzen

November 2017



- ▶ Die makroökonomischen Daten sind nach wie vor bedrohlich robust. Sie reichen jedoch nicht aus, um die Inflation anzuheizen.
- ▶ Da die Zentralbanken für Liquidität sorgen, sind die Bewertungen weiterhin hoch.
- ▶ Die Blase auf dem Anleihemarkt dürfte jedoch noch nicht platzen.
- ▶ Anleger müssen immer weniger angemessene Risiken eingehen, um Erträge oder Renditen zu erzielen.



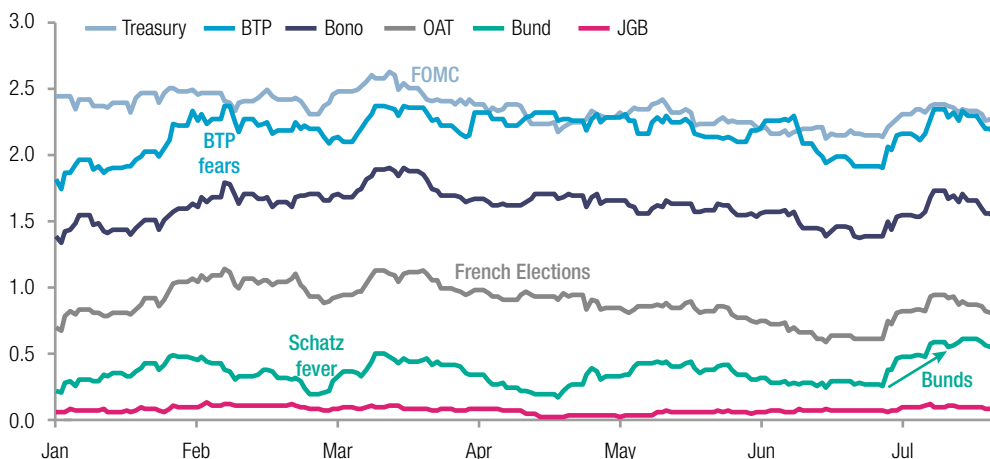
Jeanne Asseraf-Biton

Head of Lyxor
Cross Asset
Research

Ein Rätsel

Zu Jahresbeginn gestaltete sich unser Ausblick für Anleihen eher pessimistisch. Die Vielzahl und Kombination der Faktoren, die 2017 zusammenkamen, schürten die Vermutung, dass es dieses Jahr letztendlich zum Platzen der Blase auf dem Anleihemarkt kommen würde. Nicht zum ersten Mal haben sich diese Erwartungen nicht erfüllt. Einige Monate später scheint die Lage schon weniger besorgniserregend. Die meisten Anleihen bewegen sich in einer engen Spanne. Derzeit ist es unwahrscheinlich, dass sie aus dieser Spanne ausbrechen werden.

Renditen 10-jähriger Anleihen: Nur Bundesanleihen nähern sich Jahreshöchstständen



Quelle: SG Cross Asset Research, Rates Strategy, August 2017

Die makroökonomischen Daten sind nach wie vor robust, die Inflation verharrt jedoch hartnäckig auf ihrem niedrigen Niveau. Eine echte Reflation ist ein Rätsel, dessen Lösung noch aussteht. Präsident Trump hatte in den ersten Monaten seiner Amtszeit schwer zu kämpfen. Es ist fraglich, ob er jemals in der Lage sein wird, die Kernthemen seiner Finanzpolitik so umzusetzen wie ursprünglich geplant. Dagegen hat das politische Risiko in Europa aufgrund des schwindenden Populismus nachgelassen, wovon Inhaber von Unternehmensanleihen profitieren. Die Spreads von Anleihen aus der Peripherie der Eurozone sind gesunken, die Kredit-Spreads haben sich verengt und die Schwellenmärkte haben eine überdurchschnittliche Wertentwicklung durchlaufen.

Damit die Bären auf den Anleihemärkten am Ende doch noch Recht bekommen, braucht es mehr als gute Daten. Wir benötigen eine deutliche Veränderung bei der Positionierung, positive Inflationssignale (insbesondere bezüglich der lohnbezogenen Inflation) und weniger Vorsicht vonseiten der Zentralbanken. All dies ist immer noch möglich. Zudem sind die Märkte fragiler als es vielleicht den Anschein hat. Was steht also als Nächstes an?

Staatsanleihen

Absichten der Zentralbanken nach wie vor unklar

Alle Augen ruhen auf den Zentralbanken, die in den nächsten Monaten wahrscheinlich eine entscheidende Rolle spielen werden. Das Treffen in Jackson Hole war nicht wirklich aufschlussreich. Die Falken schlugen einen gemäßigeren Ton an, wodurch ihre kurzfristigen Absichten schwieriger zu deuten sind. Die Protokolle der jüngsten EZB-Sitzungen gaben nur wenig Aufschluss über ihre Straffungspläne und machten deutlich, dass die Stärke des Euro für Unruhe sorgt. Dagegen ist die US-Notenbank in zwei Lager gespalten: Die einen möchten in den nächsten Wochen die Bilanz schrumpfen, während die anderen mehr Belege für einen starken Aufschwung der US-Konjunktur benötigen.

Pessimistischer Zinsausblick

Wir empfehlen Anlegern, weiterhin auf der Hut zu sein, wenn es um Zinsen geht. Wir vertreten nach wie vor einen pessimistischen Standpunkt, von dem wir bis zum Jahresende wohl auch nicht abrücken werden. Seit letztem September halten wir an unserer kurzen Duration fest. Ausschlaggebend hierfür waren das bessere globale Wachstums- und Inflationsumfeld, der wirtschaftspolitische Wechsel und die überzogenen Bewertungen. Diese Kräfte sind nach wie vor am Werk, wenn auch weniger ausgeprägt.

Neutral bei Staatsanleihen aus der Eurozone

Die EZB geht äußerst vorsichtig vor, um die konjunkturelle Erholung nicht abzuwürgen. Deshalb ist das Risiko von Zinssteigerungen eher in den USA gegeben. Die schwache Inflation und das erfreuliche Wirtschaftswachstum fördern mittelfristig engere Spreads von Staatsanleihen aus der Eurozone. Trotzdem behalten wir unsere neutrale Einschätzung bei, denn wir befürchten, dass Ankündigungen der EZB die Volatilität weiter anheizen könnten. Eine weitere Gefahr für die Renditen – insbesondere für die von Bundesanleihen – ist die jüngste Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Die geldpolitischen Entscheidungsträger versuchen bereits, den Euro kleinzureden, indem sie mit einem Kurswechsel drohen, sollten die Währungsmärkte überreagieren. Die viel beschworene geldpolitische Straffung betrachten wir als äußerst langwierigen Prozess, der unseres Erachtens nicht vor Januar einsetzen dürfte.

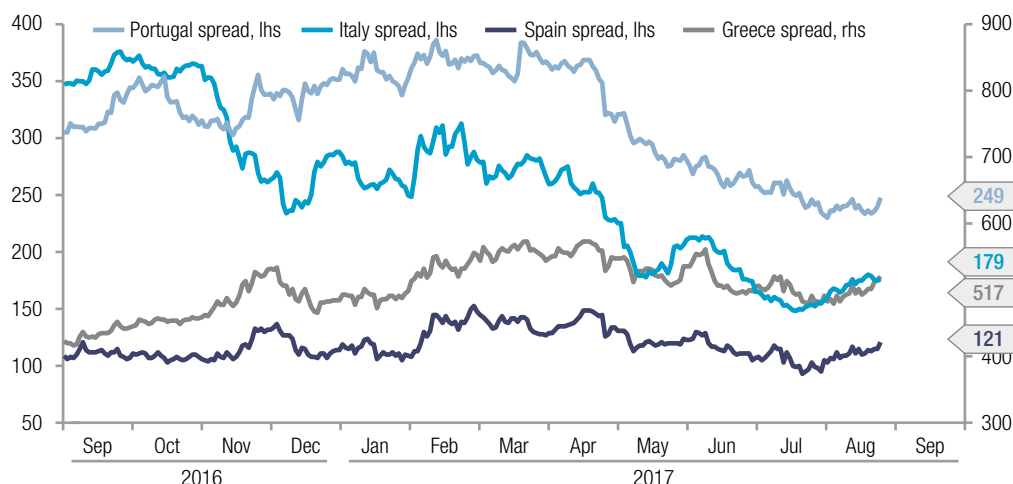
Anlagen in der Peripherie

Die Spreads der Peripherieländer waren in der jüngsten Vergangenheit bemerkenswert robust. Wir setzen bevorzugt auf spanische Anleihen, doch auch italienische Staatsanleihen dürften etwas Carry bieten und könnten sich kurzfristig sogar verengen. Vorerst nehmen wir die langfristige Unsicherheit weiterhin in Kauf und bevorzugen Engagements in Risikoanlagen aus der Peripherie.

Die Politik hat uns schon immer bedenklich gestimmt, aber die Lage ist weitaus ruhiger als noch vor einigen Monaten. In Italien dürften im Mai des kommenden Jahres Wahlen stattfinden, während Katalonien sein für den 1. Oktober anberaumtes Referendum möglicherweise verschiebt. In Deutschland ist die Wiederwahl von Angela Merkel eine zunehmend sichere Sache.

Robuste Spreads

Yields spreads with Germany



Quelle: SG Cross Asset Research, Rates Strategy, August 2017

Übergewichtung britischer Staatsanleihen

In Großbritannien dürfte die Bank of England an ihrem gemäßigten Kurs festhalten, da sich die Wirtschaftsdaten nach dem Brexit-Referendum sukzessive verschlechtert haben und seit den Wahlen im Juni politische Unsicherheit herrscht. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren halten wir an unserer Übergewichtung britischer Staatsanleihen fest.

Vorsicht, Kopf einziehen!

Die US-Regierung dürfte Anfang Oktober an ihre Schuldengrenze stoßen. Dies könnte zu einem ähnlichen Stillstand wie im Oktober 2013 führen. Die Märkte für Staatsanleihen durchlaufen normalerweise dann eine Rally, wenn die Anleger nach sicheren Häfen Ausschau halten. Während des Stillstands im Jahr 2013 brachen Aktien tatsächlich ein und die Kredit-Spreads weiteten sich aus, während US-Staatsanleihen und Gold kräftig zulegten. Man sollte US-Staatsanleihen noch nicht zu stark untergewichten. Sie gehören zu den raren Anlagen, die sowohl die Eigenschaften eines sicheren Hafens als auch einen angemessenen Carry bieten.

Die Zinsen werden langfristig steigen

Die Vertreter der US-Notenbank scheinen immer noch entschlossen zu sein, gegen Ende des Jahres ihre geplante Bilanzkürzung anzukündigen. Es ist nach wie vor wahrscheinlich, dass im Dezember eine Zinssteigerung ansteht. Langfristig können die realen Renditen (die immer noch nahe Null liegen) nur nach oben gehen. Dies dürfte im Verlauf des nächsten Jahres dafür sorgen, dass die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen um etwa 40 bis 60 Basispunkte ansteigen.

Unternehmensanleihen

Auf kurze Sicht dürften sich Unternehmensanleihen positiv entwickeln...

Unseres Erachtens deutet kaum etwas darauf hin, dass die Kreditmärkte kurzfristig aus der Bahn geworfen werden könnten. Auch wenn die **Bewertungen** in vielen Segmenten oberflächlich betrachtet zu hoch sind, sind die Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen nach wie vor gut. Einige Anleger befürchten, dass die europäischen Märkte anfälliger werden könnten, wenn die EZB allmählich ihr Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) drosselt. Wir sind jedoch anderer Ansicht. Ein Großteil dieser Reduzierung ist bereits eingepreist – und Unternehmensanleihen stehen dabei keinesfalls an erster Stelle.

...bleiben Sie trotzdem auf der Hut

Vorerst ist das Kreditrisiko tragbar. Anleger sollten jedoch darauf vorbereitet sein, ihre Positionen im späteren Jahresverlauf zu überdenken. Mittelfristig sind wir der Ansicht, dass auf den Kreditmärkten eine letzte Verengung stattfinden wird. Davor könnten die Spreads jedoch erneut ansteigen. Überkaufte Märkte, eine steigende Zinsvolatilität und ein höherer VIX: Es gibt gute Gründe, wachsam zu sein. Der Ölpreis könnte, insbesondere in den USA, ebenfalls ins Gewicht

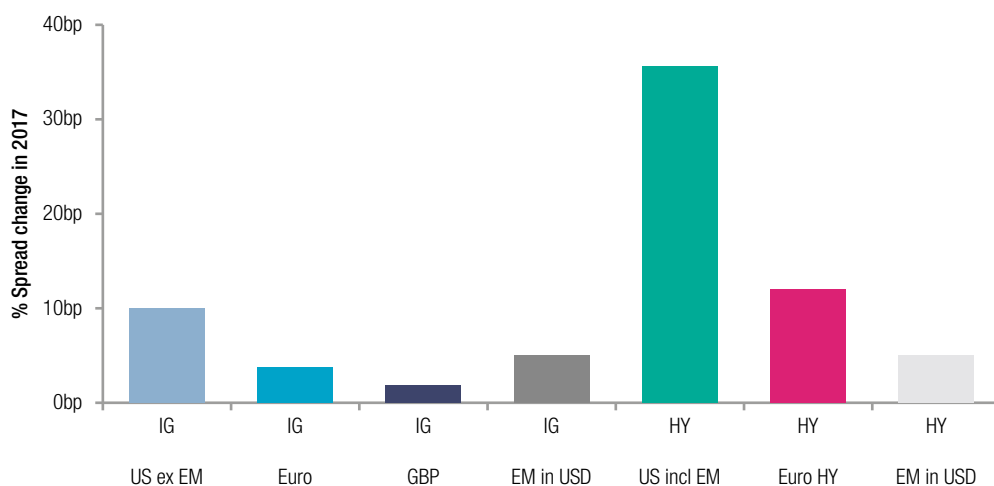
fallen, wenn sich sein jüngster Aufschwung umkehrt. Darüber hinaus könnte die Politik jederzeit wieder in den Mittelpunkt rücken. Überraschenderweise war diese für die Kreditmärkte im bisherigen Jahresverlauf mehr oder weniger irrelevant.

Vorsicht auf den Märkten für Hochzinsanleihen

Für Optimisten könnten europäische Hochzinsanleihen nach wie vor attraktiv sein. Wenn die Renditen von Staatsanleihen jedoch deutlich anziehen, könnte dies die Nachfrage nach riskanteren Anleihen abwürgen. Bei einem solchen Szenario könnten sich die Spreads, die bereits höher sind als zuvor, erheblich ausweiten.

Schwellenländer

Die Kredit-Spreads haben sich seit Ende Juli ausgeweitet



Quelle: SG Cross Asset Research, Credit Strategy, August 2017

Anleihen aus Schwellenländern setzen ihren Aufschwung fort

Anleihen aus Schwellenländern haben im bisherigen Jahresverlauf sehr gut abgeschnitten, und wir gehen davon aus, dass auch in den nächsten Monaten positive Renditen erzielt werden, auch wenn diese vielleicht nicht ganz so beeindruckend ausfallen werden wie bisher. Für einen gewissen Zeitraum dürften die entgegenkommenden Maßnahmen der Zentralbank noch Unterstützung bieten. Die Entwicklung hin zu einer strafferen Geldpolitik in den Industrienationen dürfte die Zuflüsse in höher verzinsliche Anlagen ankurbeln.

Die Renditen werden nach wie vor hauptsächlich von Währungen angetrieben...

Drei Viertel der Renditen, die mit lokalen Anleihen im bisherigen Jahresverlauf erzielt wurden, sind auf die Aufwertung von Schwellenländerwährungen zurückzuführen. Wir gehen davon aus, dass diese Währungen in den nächsten Monaten weiter steigen werden. Deshalb dürften Lokalanleihen auch weiterhin attraktive Renditen bieten. Vieles spricht für eine weitere Währungsaufwertung: So haben sich die Fundamentaldaten verbessert und es mehren sich die Anzeichen dafür, dass der US-Dollar gegenüber den G10-Währungen seinen Höchststand erreicht hat. Zudem setzt in den Industrienationen eine langsame Normalisierung der Geldpolitik ein, die Anleger werden vom Renditehunger angetrieben und untergewichtete Allokationen werden verringert.

...Unternehmensanleihen erscheinen jedoch überbewertet

Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern könnten jedoch in Mitleidenschaft gezogen werden: Steigende Zinserwartungen auf beiden Seiten des Atlantiks setzen die Märkte für Schwellenländeranleihen in Hartwährung unter Druck. Das bedeutet, dass sich die Kredit-Spreads ausweiten könnten. Zudem sind Unternehmensanleihen teuer, wenn man diese mit Staatsanleihen in Hartwährung vergleicht. Nach ihrer drastischen Outperformance im Jahr 2016 liegen die Spreads von Unternehmensanleihen nun mehr oder weniger gleichauf mit den Spreads von Staatsanleihen. Unseres Erachtens gefährdet dies den Markt für Unternehmensanleihen. Deshalb könnte sich die Verengung der Spread-Differenz, die im Jahr 2016 verzeichnet wurde, umkehren. Insbesondere dann, wenn die Ölpreise unter 40 USD pro Barrel fallen.



Den Optimalpunkt finden

Möglicherweise lohnt es sich eher, die höchsten risikobereinigten Renditen anzuvisieren – und nicht auf alle Anleihen zu setzen. Unsere Ansichten:

- ▶ Wir halten diese drei europäischen Länder für besonders interessant:
 - **Spanien:** Hier dürften Anleihen von einem anhaltenden dynamischen Aufschwung profitieren, während der Lohndruck und die politischen Risiken gering sind. Der Carry ist beachtlich, und das Risiko einer Marktstörung ist selbst bei einer Straffung vonseiten der EZB gering.
 - **Frankreich:** Hier dürften OATs von einer Verbesserung des Rating-Ausblicks profitieren. Der Carry ist zwar niedriger, aber diese Option ist besser als Bundesanleihen, wenn man auf Nummer sicher gehen möchte.
 - **Großbritannien:** Trotz einiger Risiken im Zusammenhang mit dem Brexit dürften die Wachstums- und Inflationsdaten die BoE in der Warteschleife halten und dafür sorgen, dass die Renditen auf einem komfortablen Niveau verharren.
- ▶ Schwarzmalerei (oder jene, die davon überzeugt sind, dass die Trump-Regierung kurz vor dem Kollaps steht) finden außerhalb Europas nur in US-Staatsanleihen Zuflucht. Mit einer Rendite von über 2 % versprechen diese eine gute Entlohnung.
- ▶ Optimisten können unseres Erachtens zwei Optionen nutzen, die den höchsten Carry bieten: Schwellenländer und europäische Hochzinsanleihen. Wir vertreten die Ansicht, dass die EZB ihr Ankaufprogramm verlängern wird, und werden insbesondere das letzte von ihr anvisierte Segment im Auge behalten (Unternehmensanleihen). Hochverzinsliche Unternehmensanleihen dürften aufgrund starker wirtschaftlicher Fundamentaldaten, einer geringen Verschuldung und eines Großabnehmers also auch weiterhin einen sicheren Hafen bieten. Die Entwicklung in den Schwellenländern (Hart- und Lokalwährung) basiert auf der inländischen Kreditwürdigkeit, die sich enorm verbessert hat. Die Mittelflüsse waren jedoch massiv und die Abhängigkeit von der US-Notenbank ist nach wie vor kritisch. Deshalb sind wir inzwischen nicht mehr ganz so überzeugt.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS:

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung.

Interessierte Anleger können den Prospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen, das Verwaltungsreglement bzw. die Satzung, den jeweils neuesten Jahresbericht und, sofern veröffentlicht, auch den neuesten Halbjahresbericht des jeweiligen Fonds bei der deutschen Informationsstelle, der Société Générale S.A., Zweigniederlassung Frankfurt am Main, Neue Mainzer Straße 46-50, 60311 Frankfurt am Main, kostenlos in Papierform erhalten. Die wesentlichen Anlegerinformationen können zudem auf www.lyxorETF.de heruntergeladen werden. Die vorgenannten Dokumente sind in englischer Sprache erhältlich, mit Ausnahme der wesentlichen Anlegerinformationen, die in deutscher Sprache erhältlich sind. Der Fonds bildet einen anerkannten Wertpapierindex nach.

Hinweis für Anleger in Österreich

Dieses Dokument ist eine Marketingmitteilung und wurde von der Société Générale erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen haben einen rein indikativen und informativen Charakter. Diese Informationen stellen in keiner Weise eine Verpflichtung oder ein Angebot seitens SG und

Lyxor AM dar. SG und Lyxor AM übernehmen keinerlei Treuepflichten in Bezug auf oder Haftung für finanzielle oder anderweitige Konsequenzen, die sich durch die Zeichnung oder den Erwerb eines in diesem Dokument beschriebenen Anlageinstrumentes ergeben. Der Anleger sollte sich einen eigenen Eindruck über die Risiken bilden und für zusätzliche Auskünfte in Bezug auf eine Zeichnung oder einen Erwerb einen professionellen Berater konsultieren. Vor allem sollte sich der Anleger bei Zeichnung und Kauf von Fondsanteilen bewusst sein, dass dieses Produkt ein gewisses Risiko beinhaltet und die Rückzahlung unter Umständen unter dem Wert des eingesetzten Kapitals liegen kann, im schlimmsten Fall kann es zu einem Totalverlust kommen. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Die vollständigen und vereinfachten Prospekte der zum öffentlichen Vertrieb in Österreich zugelassenen und in diesem Dokument genannten Fonds von Lyxor AM sowie die Informationen im Sinne der §§ 34, 35 und 38 InvFG können bei der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien, Telefon 0043 (0)5010012139 bezogen werden. Zweigniederlassung der Société Générale: Neue Mainzer Straße 46-50, 60311 Frankfurt am Main www.LyxorETF.de, info@LyxorETF.de, 069-717 4444