



Das ist ein Auszug aus [Outlook Update: Credit Looks Cheap But Macro Risks Keep Building](#), veröffentlicht am 4. September 2018.

## Nach der Sommerpause

### US- und europäische Unternehmensanleihen

---

5. September 2018

#### Autoren

Jim Reid  
+44(20)754-72943  
[jim.reid@db.com](mailto:jim.reid@db.com)

Craig Nicol  
+44(20)754-57601  
[craig.nicol@db.com](mailto:craig.nicol@db.com)

Nick Burns  
+44(20)754-71970  
[nick.burns@db.com](mailto:nick.burns@db.com)

Michal Jezek  
+44(20)754-55012  
[michal.jezek@db.com](mailto:michal.jezek@db.com)

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

Bei Unternehmensanleihen spielen nach wie vor Makrofaktoren die Hauptrolle; fundamentale Daten sind von untergeordneter Bedeutung. Allerdings ist das Makroumfeld in diesem Jahr zunehmend komplizierter geworden. Anfang 2018, als die Märkte noch außerordentlich tiefenentspannt waren, vertraten wir die Auffassung, dass die Volatilität zurückkehren werde und sich die Credit Spreads entsprechend ausweiten würden. Tatsächlich verlief die Entwicklung anders als von uns prognostiziert, auch wenn sich die Spreads jetzt etwa dort befinden, wo wir sie zu diesem Zeitpunkt erwartet hätten.



**Dass mit mehr Makroschocks zu rechnen sei, war relativ klar:** Schließlich waren die Zentralbanken nach einer sehr langen Phase der erstaunlich lockeren Geldpolitik auf einen Straffungskurs eingeschwenkt. Die Schocks (z.B. die Volatilitätsspitze Anfang Februar, die Handelskonflikte, die politische Krise in Italien und jüngst die Krise in der Türkei) hatten jedoch keine dauerhaften Auswirkungen auf die Volatilitätskennzahlen, die in der Regel die Credit Spreads treiben. Allerdings kam es wiederholt zu Rentenmarktrallies, weil die Anleger nach sicheren Häfen suchten. Unsere Prognose, dass es zu stärkeren Volatilitätsauschlägen kommen werde, beeinflusste also unsere Renditeprognose. Nun stellen wir uns die Frage, wie derzeit die Koexistenz von Volatilität und Renditen aussieht: Können die Renditen ansteigen, wenn die Zahl der Schockereignisse zunimmt?

**Am Aktienmarkt ist die Volatilität nur geringfügig höher als Anfang 2018, und am Rentenmarkt hat sich die Volatilität** vor allem in Europa kaum von ihrem Allzeittiefstand zu Beginn des Jahres entfernt. Selbst in den USA, wo die Renditen zu Jahresbeginn deutlich anstiegen, bewegt sich die Volatilität am Rentenmarkt wieder in Richtung der Allzeittiefstände vom Dezember 2017.

**Nun stehen wir vor folgendem Dilemma: Wir haben die Entwicklung der Spreads in diesem Jahr zutreffend eingeschätzt und rechnen mit weiteren Volatilitätsspitzen. Dennoch sind die Spreads derzeit niedrig,** jedenfalls im Vergleich zum fairen Wert, der sich aus unseren Volatilitätsmodellen ergibt (abgesehen vom US-High-Yield-Segment). Wenn wir uns gegen den Konsens stellen wollen, müssten wir wohl eine taktische Übergewichtung empfehlen.

**Dies können wir jedoch nicht, weil wir nach wie vor der Auffassung sind, dass** bis zum Jahresende 2018 **noch zahlreiche Makro-Stolperfallen bestehen**, aufgrund derer sich die Volatilität wieder erhöhen könnte. Im weiteren Jahresverlauf 2018 dürften einander widersprechende Einflussfaktoren das Geschehen an den Märkten bestimmen: Einerseits ist das US-Wachstum kräftig und die Unternehmensgewinne sind hoch, andererseits bestehen beträchtliche Makrorisiken. Aus der Türkei dürften weitere schlechte Nachrichten kommen. Wenn die Verhandlungen über den italienischen Haushalt im weiteren Monatsverlauf die kritische Phase erreichen, sollten die Spannungen zunehmen. Der Handelskonflikt schwelt weiter, und in den USA stehen die Zwischenwahlen an. Und bis zum Jahresende wird die Fed ihren Leitzins bis zum Jahresende wohl noch zweimal anheben und die EZB ihre QE-Käufe beenden. Außerdem wird zum Jahresende hin mehr Klarheit über den Brexit herrschen, und selbst wenn dieser „sanfter“ verläuft als noch vor einigen Monaten befürchtet, könnten sich die Verhandlungen zunächst schwierig gestalten. Je näher der Austrittstermin rückt, desto klarer könnte das Risiko eines „No-Deal-Szenarios“ in bestimmten Risikomärkten eingepreist werden. **Kurz, da einige dieser Faktoren bereits in den Spreads berücksichtigt sind, rechnen wir zum Jahresende hin lediglich mit einer leichten weiteren Spreadausweitung,** selbst wenn sich unser Makroszenario bewahrheitet.

Es überrascht nicht, dass High-Yield-Anleihen mit kürzeren Laufzeiten, deren Cashflows stärker vom weiterhin kräftigen Wachstum abhängen, besser abgeschnitten haben als Investment-Grade-Anleihen mit längeren Laufzeiten, die stärker vom Welthandel beeinflusst werden. Der Mechanismus ist zwar klar, die Entwicklung erscheint jedoch – vor allem in USD – übertrieben. Daher **ziehen wir IG-Anleihen sowohl in EUR als auch in USD gegenüber HY-Anleihen**



**vor.** Relativ gesehen halten wir **EUR-IG-Anleihen für attraktiver als ihre USD-Pendants**. In Europa sollten die monetären Bedingungen noch einige Zeit lang akkommodierend bleiben; bei negativen Zinsen am kurzen Ende bleibt die Nachfrage nach qualitativ hochwertigen IG-Anleihen hoch. In den USA dagegen hebt die Fed ihren Leitzins weiter an, die Unternehmen kaufen weiterhin im großen Stil Aktien zurück und es finden umfangreiche Fusionen und Übernahmen statt. Insofern ist das Umfeld für IG-Anleihen gegebenenfalls ungünstiger. EUR-IG-Anleihen haben in diesem Jahr aufgrund binnenwirtschaftlicher Risiken unterdurchschnittlich abgeschnitten. Diese Risiken könnten jedoch zum Jahresende hin abklingen, was für unser Szenario spricht – ungeachtet kurzfristiger, politisch bedingter Mark-to-Market-Risiken. Auch Wechselkursüberlegungen sprechen für EUR-Papiere.

**Sowohl in Europa als auch in den USA setzen wir weiter auf Kredite**, insbesondere nach der Spread-Rallye bei HY-Anleihen im Laufe des Sommers und angesichts der Tatsache, dass wir im weiteren Jahresverlauf eine Spreadausweitung erwarten. Insgesamt ist das Verhältnis zwischen Krediten und Anleihen unverändert, zumal Anleihen bei allgemein sinkenden Spreads im Juli überdurchschnittlich abschnitten. Über weitere Strecken des ersten Halbjahres hinweg haben sich Kredite – vor allem in Europa – im Zuge der Spread-Ausweitung überdurchschnittlich geschlagen. Damit rechnen wir auch weiterhin, da sich die Credit Spreads moderat weiter ausweiten sollten und die Volatilität im weiteren Jahresverlauf zunehmen sollte. Gleichzeitig dürften die Makro-Fundamentaldaten relativ robust bleiben. Das Umfeld für Kredite ist also nach wie vor sehr günstig.

Unsere Prognose „nach der Sommerpause“ gliedert sich wie folgt:

- Jüngste Prognosen für USD-, EUR- und GBP-Credit Spreads
- Makro-Überblick
- IG- und HY-Bewertungen
- Rücknahme der QE-/CSPP-Käufe der EZB

Außerdem fassen wir wichtige Ereignisse und Risiken für Unternehmensanleihen zum Jahresende hin zusammen: Zu nennen wären der Brexit, der Handelskonflikt, Italien, die Zwischenwahlen in den USA und die Schwellenländer.

Wichtige rechtliche Hinweise finden Sie unter:

<https://research.db.com/Research/Disclosures/Disclaimer>



## Nach der Sommerpause

---

© Copyright 2018. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.