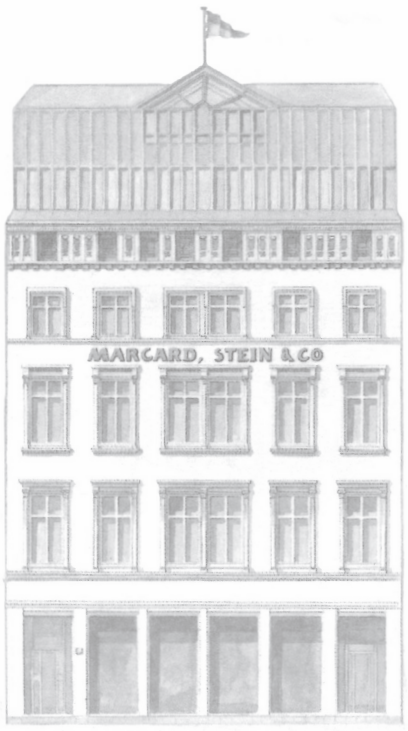
MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresrückblick 2014 und Ausblick 2015

Anlagestrategien im Spannungsfeld von Deflationsgefahren und Niedrigzinsen

VORWORT

Ein passables Weltwirtschaftswachstum kombiniert mit fallenden Zinsen hat den Investor in 2014 beglückt. Dabei boten die Vereinigten Staaten ein überzeugendes Kontrastprogramm zum Euroraum. Während der Euroraum unter einer schwachen konjunkturellen Entwicklung litt, verbesserten sich die Konjunkturdaten der USA merklich. Zunächst waren die europäischen Aktien bei den Investoren die Favoriten, doch im Sommer kehrte sich die Stimmung bei europäischen Aktien um. Im Ergebnis war es für den DAX – trotz zwischenzeitlichem Allzeithoch – und den EuroStoxx 50 ein mageres Jahr. Viel besser sah es am US-amerikanischen Markt aus, wo der S&P 500 Index 13 % zulegen konnte. Der US-Dollar erstarkte gegenüber dem Euro auf Grund der besseren Konjunktur und dem Ende des Quantitative Easing um immerhin 12 %. Spektakulär war der Absturz des Ölpreises um 47 %, was der Konjunktur in vielen Ländern im nächsten Jahr helfen sollte.

Während die Performance der europäischen Aktien sehr mager war, haben sich Anleihen glänzend präsentiert. Allerdings hatten wir Vermögensverwalter vor einem Jahr ein anderes Bild gezeichnet. In Erwartung steigender Leitzinsen in den USA und damit anziehender Bondrenditen wurde auch für Bundesanleihen kein positiver Performancebeitrag prognostiziert. Doch es kam anders, 2014 wurde eines der besten Anleihejahre überhaupt. Lag die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen Anfang des Jahres noch bei knapp 2 %, wurden zum Jahresende 0,55 % gemessen, so dass der Bondinvestor Kursgewinne erzielte. Bei Bundesanleihen mit kurzen Laufzeiten sackten die Renditen sogar in den negativen Bereich ab. Ausgelöst wurde diese Entwicklung in der ersten Jahreshälfte von geopolitischen Krisen mit einhergehender Flucht in die Sicherheit. Hierzu gehörten die kriegerischen Auseinandersetzungen im Russland-Ukraine-Konflikt, aber auch die Krisenherde im Nahen Osten. Nach dem Sommer war es einmal mehr die Europäische Zentralbank, die mit der Ankündigung eines Kaufprogramms für mit Hypotheken oder Forderungen besicherte Anleihen den Druck auf die Anleiherenditen nochmals verstärkte.

Die wirtschaftlichen Aussichten für 2015 zeigen Licht und Schatten. Sieben Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise ist die USA wieder zum Sicherheitsanker der Weltwirtschaft geworden. Der angelsächsische Raum wächst stärker, und die Notenbanken beginnen ihre Bilanzsummen wieder zurückzuführen, während der Euroraum und auch Japan quasi von mäßigem Wachstum und stark expansiver Geldpolitik gekennzeichnet sind. Als größtes Risiko für die Kapitalmärkte wird die Deflationsgefahr im Euroraum gesehen, nicht die von vielen in den vergangenen Jahren heraufbeschworene Inflation. Zusätzlich verteilt der abstürzende Ölpreis die ökonomischen Gewichte auf dem Globus neu. Als geopolitische Risiken sind die Verschärfung des Russland-Ukraine-Konflikts und die Eskalation des Konflikts mit der Terrorgruppe Islamischer Staat zu nennen. Vor diesem Hintergrund sollte man sich in der Anlagepolitik darauf konzentrieren, reale Vermögensverluste zu vermeiden.

Allerdings halten wir eine positive Überraschung im Euroraum für möglich, angeschoben durch geringe Ölpreise und einen schwachen Euro.

Wir möchten mit dem vorliegenden Jahresausblick eine Orientierung für die taktische Allokation von Familienvermögen geben. Hierfür haben wir konkrete Thesen entwickelt und daraus Maßnahmen für Ihr Vermögen abgeleitet. Als Family Office Bank legen wir dabei neben den liquiden Vermögensklassen auch besonderen Wert auf Immobilien und Beteiligungen als wichtige Portfoliobausteine.

Wir nehmen den Jahreswechsel dabei nicht nur als Anlass für einen Ausblick ins neue Jahr, sondern auch als Gelegenheit für einen kritischen Rückblick. Aus diesem Grund betrachten wir unsere Prognosen von Januar 2014 und vergleichen diese mit den tatsächlichen Werten und Ereignissen.

Sollte die Lektüre Ihr Interesse gefunden haben oder sollten sich weiterführende Fragen ergeben, stehen wir Ihnen gerne für ein persönliches Gespräch zur Verfügung.

Ihr

Thomas R. Fischer
Sprecher des Vorstandes

Hamburg, Januar 2015

Vorwort 1

Zusammenfassung 3

Jahresausblick 2015: Volkswirtschaft, Geldpolitik und Währungen 7
- Konjunkturausblick: Welt 7
- Konjunkturausblick: USA 10
- Konjunkturausblick: China 13
- Konjunkturausblick: Europa 14
- Konjunkturausblick: Deutschland 18
- Devisenmarkt: Ausblick und Maßnahmen 19

Schwerpunktthema: Deflationsgefahren im Euroraum 23

Jahresausblick 2015: Liquide Vermögensklassen 35
- Geldmarkt: Ausblick und Maßnahmen 35
- Rentenmarkt: Ausblick und Maßnahmen 36
- Aktienmarkt: Ausblick und Maßnahmen 46
- Rohstoffmarkt: Ausblick und Maßnahmen 53
- Hedgefondsmarkt: Ausblick und Maßnahmen 58

Jahresausblick 2015: Vermögensklasse Immobilien 62
- Immobilienmarkt: Ausblick und Maßnahmen 62

Jahresausblick 2015: Vermögensklasse Beteiligungen 72
- Private Equity Markt: Ausblick und Maßnahmen 72
- Schiffsmarkt: Ausblick und Maßnahmen 76

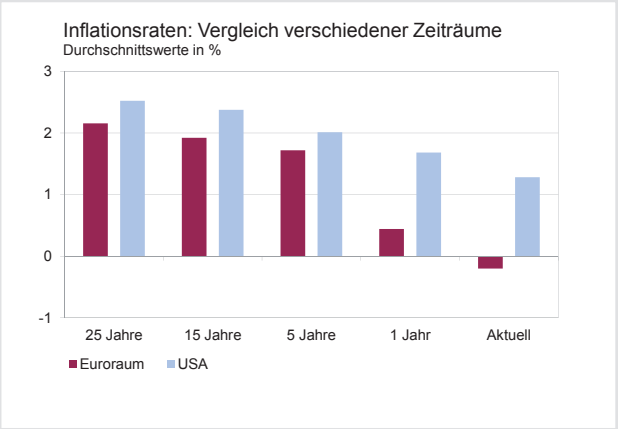
Jahresrückblick 2014 80
- Konjunktur und Geldpolitik 80
- Devisenmarkt 84
- Geldmarkt 85
- Rentenmarkt 85
- Aktienmarkt 88
- Rohstoffmarkt 89
- Hedgefondsmarkt 90
- Immobilienmarkt 91
- Private Equity Markt 94
- Schiffsmarkt 96

Impressum 100

ZUSAMMENFASSUNG

Vorsichtiger Optimismus über die Entwicklung der Weltwirtschaft kennzeichnet bei vielen Volkswirten und Marktteilnehmern den Start in das Jahr 2015. Zuversicht verbreitet insbesondere die stabile konjunkturelle Lage der Vereinigten Staaten, die als wirtschaftliches Schwergewicht die gesamte Weltwirtschaft mitziehen. Zudem sorgen die historisch niedrigen Zinsen und der tiefe Rohölpreis für eine gute Stimmung bei vielen Verbrauchern und Unternehmen.

Allerdings trüben auch einige geopolitische Krisen, wie der Russland-Ukraine-Konflikt, terroristische Anschläge durch Al-Kaida oder den „Islamischen Staat" sowie die Sorgen um einen eventuellen Austritts Griechenlands aus dem Euro, die Laune. Die größte Sorge aus Investorensicht – das ergab eine Umfrage unter Fondsmanagern – ist jedoch die wachsende Deflationsgefahr im Euroraum. Über einen längeren Zeitraum sind die Inflationsraten in vielen Teilen der Welt zurückgegangen. Im Euroraum stellt sich diese Entwicklung aktuell nicht nur wegen der inzwischen negativen Inflationsrate von -0,2 % besonders beunruhigend dar, sondern auch weil sich hier gleichzeitig zyklische und strukturelle Faktoren preisdämpfend auswirken.



Vor diesem Hintergrund haben wir in diesem Jahresausblick das Schwerpunktthema Deflationsgefahren im Euroraum gewidmet. Dabei wird aufgezeigt, dass eine echte Deflation schwerwiegende Folgen für den Investor hat. Allerdings sind wir davon noch ein gutes Stück entfernt, da die Preise derzeit noch nicht auf breiter Front, sondern nur in einzelnen Produktgruppen wie bei Energie und Nahrungsmitteln zurückgehen. Beachtenswert ist allerdings der rasche Rückgang der Inflationserwartungen, die sich aus ihrer jahrelangen Verankerung von rund 2 % spürbar nach unten entfernt haben. Auf Sicht von zehn Jahren sind sie mit 1 % jedoch noch deutlich positiv, so dass auch hier von Deflation noch nicht gesprochen werden kann.

Wir erwarten im Gesamtjahresdurchschnitt eine Inflationsrate von 0 % im Euroraum. Aus den zyklischen, strukturellen und monetären Ursachen der aktuell negativen Inflation im Euroraum werden Empfehlungen für politische und wirtschaftliche Gegenmaßnahmen abgeleitet, deren mögliche Umsetzung dem Investor mehr Vertrauen in eine Vermeidung der Deflation geben kann. Eingegangen wird in dem Zusammenhang auch auf die Berechnungsweise der Inflationsrate, über die es immer wieder zu Diskussionen hinsichtlich ihrer Relevanz für den Verbraucher kommt.

Im aktuellen Umfeld stellt die Deflation für den Investor eine besonders große Gefahr dar, weil Nominalwerte wie Anleihen bei langfristigen Zinsen nahe 0 % kaum noch Gewinnpotenzial haben. Denn in den negativen Bereich können die Zinsen nicht unbegrenzt fallen, da somit die Bargeldhaltung stark zunehmen würde. Damit können Anleihen die Wertverluste bei Sachwerten, wie sie in einer Deflation auftreten, nicht kompensieren und somit das Gesamtvermögen nur begrenzt schützen.

Wir empfehlen dem Anleger, seine Renditeerwartungen auf das Umfeld niedriger Inflationsraten und Zinsen anzupassen. Hatte er früher ein nominales Renditeziel von 4 %, um nach Steuern (-1 %) und Inflation (-2 %) eine reale Rendite von 1 % zu erreichen, so genügen heute 2 % als Renditeziel, um nach Steuern (-0,5 %) und Inflation (0 %) mit einem Plus von 1,5 %, in realer Rechnung sogar noch etwas besser, dazustehen. Würde er stattdessen seine nominalen Renditeerwartungen in der gleichen Höhe beibehalten, müsste er erhöhte Risiken eingehen, die gerade bei bestehenden Deflationsrisiken nicht empfehlenswert sind.

Trotz der schwierig einzuschätzenden mittelfristigen Deflationsgefahren sind wir, was das konjunkturelle Umfeld für das Jahr 2015 anbelangt, durchaus positiv gestimmt. Nicht nur erwarten wir eine Fortsetzung des Aufschwungs in den USA, sondern auch einen spürbaren Wachstumsimpuls des Ölpreisrückgangs auf die Weltwirtschaft.

Unseren Berechnungen zufolge werden Europa, Japan sowie einige Schwellenländer wie Indien oder Südkorea einen nennenswert stimulierenden Effekt in Höhe von bis zu einem Prozentpunkt zusätzlichem Wachstum daraus erzielen, dass weniger Geld für den Import von Energieerzeugnissen aufgewendet werden muss. Zwar gibt es mit Russland, den arabischen Staaten und anderen auch Verlierer des Ölpreisrutsches, doch dürfte der Nettoeffekt für die Weltkonjunktur gemäß Berechnungen des Internationalen Währungsfonds spürbar positiv ausfallen.

Selbst die Vereinigten Staaten profitieren netto noch von dieser Entwicklung, obwohl es in der US-Ölindustrie einige Verlierer gibt. Die direkten und indirekten Effekte des gesunkenen Ölpreises können zudem dazu führen, dass die US-Notenbank Zinserhöhungen langsamer angeht, als derzeit angedeutet. Deutschland und dem Rest des Euroraums hilft zusätzlich die merkliche Abwertung des Euro, die der Wirtschaft den nötigen Anschub für eine zyklische Erholung geben könnte. Das zuletzt wieder gestiegene Unternehmens- und Verbrauchervertrauen bestätigt dies.

Konjunkturprognose Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2014	2015
Welt	3,3 %	3,4 %
USA	2,3 %	3,0 %
China	7,4 %	6,5 %
Euroraum	0,8 %	1,2 %

Wir sehen daher bei chancenorientierten Anlageklassen wie Aktien im Jahr 2015 spürbares Kurspotenzial. US-amerikanische Aktien verfügen dank steigender Unternehmensgewinne noch über Kurschancen, wobei diese angesichts relativ hoher Bewertungen jedoch überschaubar ausfallen sollten. Positives Überraschungspotenzial bieten vor dem Hintergrund sich verbessernder Konjunkturdaten und des beginnenden Anleihekaufprogramms der EZB insbesondere europäische Aktien, zumal die Deflationsgefahren im Euroraum schon weitgehend eingepreist und die Bewertungen entsprechend moderat sind.

Im Anleihesegment bevorzugen wir eine sogenannte Hantelstrategie, bei der kurze und ganz lange Laufzeiten stärker gewichtet werden als mittlere, die durchschnittliche Laufzeit aber unverändert bleibt. Beim kurzen Segment können Anleihen mit einer geringeren Bonität, wie z. B. hochverzinsliche Rentenpapiere oder Nachranganleihen aus Europa und den USA, einen Mehrertrag für den Anleger liefern. Zur Absicherung des Portfolios vor einer Verschärfung der Deflationstendenzen oder vor geopolitischen Risiken gehören zudem länger laufende Anleihen von Emittenten mit guter bis sehr guter Qualität in jedes Portfolio. Durch ausgewählte Staatsanleihen aus europäischen Peripherieländern wie Spanien oder Irland kann das Anleihesegment zusätzlich etwas besser gegen eventuelle Zinsanstiege geschützt werden.

Darüber hinaus könnten Investments in US-Dollar- oder Britische Pfund-Anleihen zumindest in der ersten Jahreshälfte eine vielversprechende Beimischung sein, da die Divergenz in der Geldpolitik – mögliche Zinserhöhungen in den USA und im Vereinigten Königreich stehen Staatsanleihekäufe im Euroraum gegenüber – den Euro noch weiter schwächen könnte.

Rohstoffinvestments empfehlen wir unterzugewichten, da ihre Funktion als Absicherung gegen Inflationsrisiken im Jahr 2015 weniger relevant ist. Der Goldpreis leidet zudem unter einer immer noch steigenden Minenproduktion und der aufgrund sinkender Systemrisiken geringeren Nachfrage. Bei Rohöl hat die Ausweitung der Förderungstechnik Fracking in Nordamerika das Verhältnis von Angebot und Nachfrage ebenfalls ins Ungleichgewicht gebracht. Wann die Nachfrage dank des niedrigen Ölpreises anzieht und das Gleichgewicht wieder hergestellt ist, ist aktuell noch nicht abzusehen, so dass wir bei Investments zu Jahresbeginn noch abwartend vorsichtig sind.

Bei Immobilien sind die Herausforderungen an den Investor, attraktive Zielobjekte zu finden, größer geworden. Erfolgversprechend erscheinen uns einige Nischen des Wohnimmobilienmarkts, wie studentisches oder altersgerechtes Wohnen, sowie eine Investition in Immobilien in Top-Lagen, die Optimierungspotenziale aufweisen. Die gute Marktphase kann aber auch dazu genutzt werden, das eigene Immobilienportfolio um leistungsgestörte Immobilien zu bereinigen.

Bei Private Equity beobachten wir, dass angesichts des positiven Kapitalmarktumfelds vermehrt Realisierungen stattfinden, umsichtige Fondsmanager wegen der erhöhten

Bewertungsmultiplikatoren jedoch nur geringe Kapitalabrufe vornehmen. Bei Neuinvestments halten wir das Auflagejahr 2015 dennoch für interessant, da sich die Investitionen über die kommenden Jahre erstrecken werden. Neben den klassischen Buy-out Transaktionen kommen vermehrt Spezialstrategien, wie beispielsweise Investitionen in schnell wachsende Start-up Unternehmen, die kurz vor dem Börsengang stehen, („Later Stage Venture Capital") in Frage.

Der Markt für Schiffsbeteiligungen wird durch den Bau und die Inbetriebnahme von riesigen, effizienten Containerschiffen belastet. Die Verdrängung alter ineffizienter Schiffe führt zu weiteren Kapitalverlusten bei Bestandsschiffen im Portfolio des Investors.

Diese Zusammenfassung unserer Anlageempfehlungen entspricht unserer Einschätzung zum Jahresbeginn. Es ist jedoch gut möglich, dass im Jahresverlauf eine Umschichtung nötig wird. Auf der einen Seite könnte eine dynamischere Erholung des Euroraums eine weitere Aufstockung risikoreicherer Anlageklassen wie Aktien sinnvoll erscheinen lassen. Auf der anderen Seite könnte eine spürbare Wachstumsverlangsamung in China, ein drohender Euro-Austritt Griechenlands oder eben doch eine Verschärfung der Deflation, falls der Euroraum die konjunkturelle Belebung nicht erreichen sollte, eine höhere Gewichtung von sicheren Staatsanleihen oder Gold erfordern. Um eine rasche Reaktion auf Veränderungen des Umfelds gewährleisten zu können, empfehlen wir eine möglichst flexible und fungible Aufstellung des Vermögens.

Liquide Vermögensklassen: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
DAX	10.750 Punkte	Der schwache Euro, der niedrige Ölpreis und eine leichte konjunkturelle Belebung lassen die Unternehmensgewinne in Europa steigen. Der DAX ist zudem relativ zu anderen Märkten unterbewertet.
Bundesanleihen (10 Jahre)	0,8 %	Im deflationären Umfeld bleiben Bundesanleihen gefragt. Im Jahresverlauf sollte die Rendite ausgehend von Rekordtiefs wegen der Konjunkturbelebung wieder steigen.
US-Dollar	1,15 EUR/USD	Zunächst sollte der US-Dollar wegen der Anleihekäufe der EZB noch aufwerten. Im Jahresverlauf erwarten wir allerdings eine Gegenbewegung, da die US-Notenbank ihre Zinserhöhung langsamer vornimmt als erwartet.
Gold	1.080 USD	Gold ist inzwischen in einem langfristigen Bärenmarkt, da eine starke Angebotsausweitung den Goldpreis belastet.

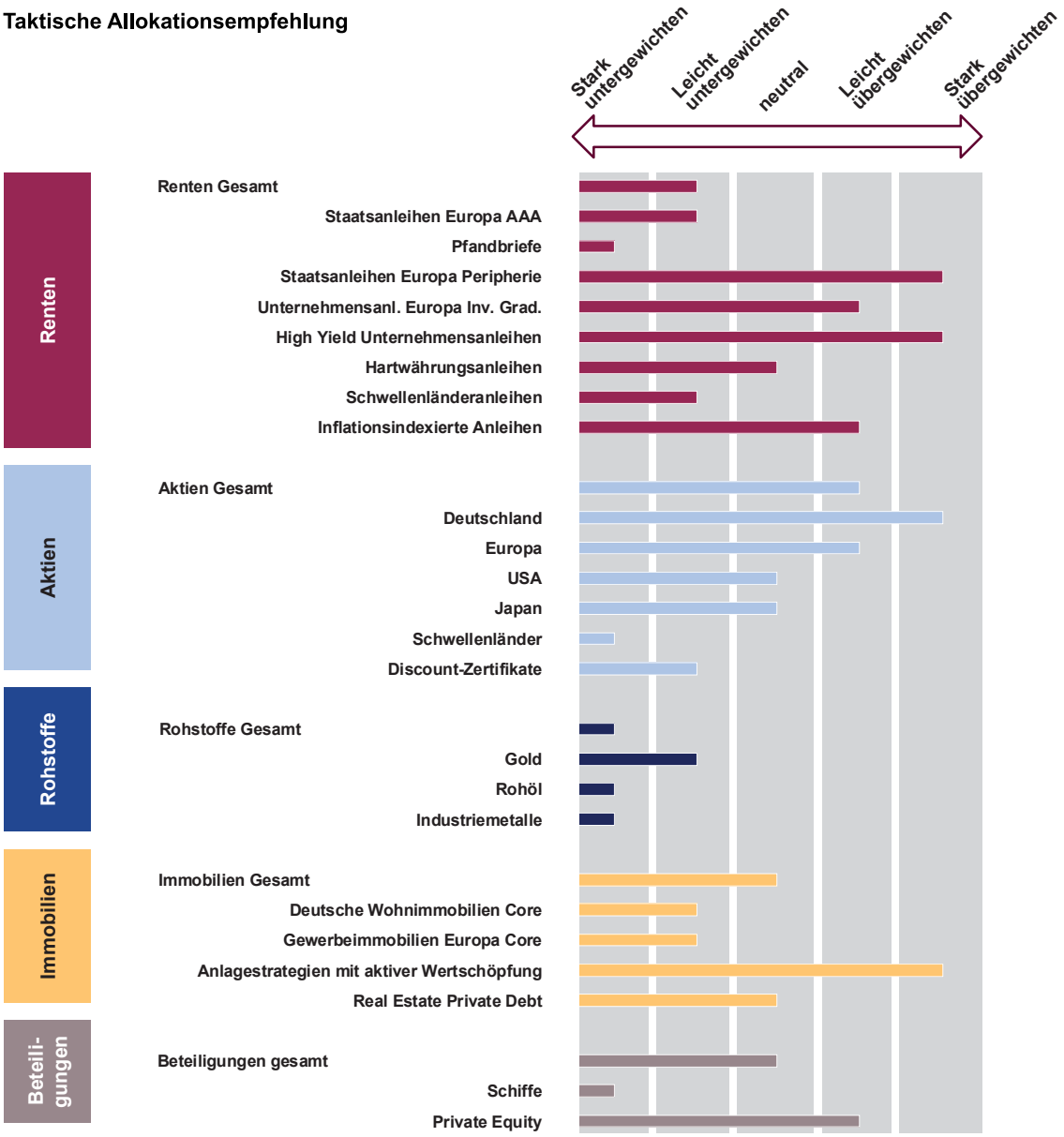
Vermögensklasse Immobilien: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
Deutsche Immobilien (Wohnen, Gewerbe) in Top-Lage und Top-Qualität	Mögliche Rendite: 2 – 3 %	Die Ausschüttungsziele müssen weiter reduziert werden. Es sind nicht mehr als 3 % laufende Rendite zu erwarten.
Europäische Gewerbeimmobilien	Mögliche Rendite: 3 – 5 %	Aufgrund der jüngsten Preiserholung sind auch in den Peripheriemärkten die Möglichkeiten für Überrenditen stark zurückgegangen.
Immobilien in Top-Lage mit Aufgaben	Mögliche Rendite: 4 – 9 %	Objekte mit Vermietungs- oder baulichen Aufgaben bieten Preisvorteile im Einkauf. Die Immobilienwerte können durch Umsetzung von Maßnahmen aktiv gesteigert werden.
Vergabe von Fremdkapital	Mögliche Rendite: 6 – 12 %	Insbesondere im Beleihungsauslauf über 60 % und bei Risikokapital bestehen für Investoren weiter interessante Beteiligungsmöglichkeiten.

Vermögensklasse Beteiligungen: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
Private Equity	Diversifizierte Neufonds: 10 – 13 % p. a. IRR netto über die Gesamtlaufzeit	Das Verkaufsumfeld ist positiv, was Realisierungen und Ausschüttungen für Bestandsfonds ermöglicht. Performancebeiträge 2015 von ca. 10 % p. a. sind bei reifen Fonds zu erwarten.
Schiffe	Unverändert Wertberichtigungsbedarf bei Bestandsinvestments	Charterraten werden wegen des nach wie vor hohen Überhangs an Schiffskapazitäten nur moderat steigen.

Taktische Allokationsempfehlung

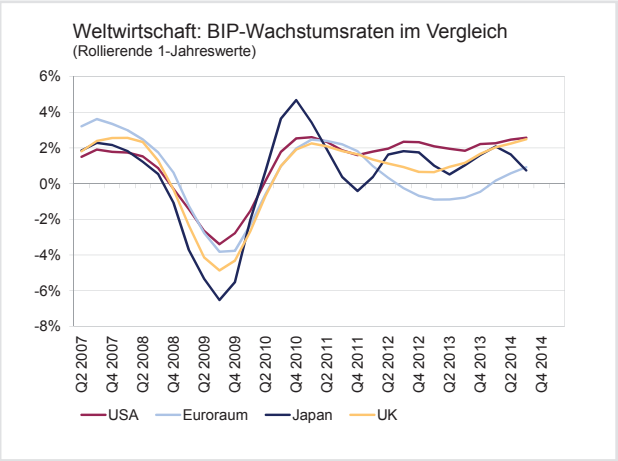


JAHRESAUSBLICK 2015: VOLKSWIRTSCHAFT, GELDPOLITIK UND WÄHRUNGEN

Konjunkturausblick: Welt

These 1: Bei den Industrienationen bleibt der Vorsprung der angelsächsischen Volkswirtschaften USA und Vereinigtes Königreich gegenüber dem Euroraum und Japan im Jahr 2015 weitgehend bestehen.

Zuletzt hat sich eine Spreizung in der Wachstumsgeschwindigkeit zwischen den englischsprachigen Volkswirtschaften USA und Großbritannien auf der einen Seite und Japan und dem Euroraum auf der anderen Seite ergeben. Während die rollierende Wachstumsrate über die letzten vier Quartale der beiden ersten Staaten bei gut 2,5 % liegt, erreichen Japan und der Euroraum aktuell weniger als 1 %.



Ebenfalls erkennbar sind die Unterschiede in den Inflationsraten. Dabei machen sich im Euroraum verstärkt Deflationssorgen bemerkbar.

Als wesentlicher Grund für die Differenzen wird oft das beherzte Handeln der US-Notenbank und der Bank of England genannt. Beide haben massiv und frühzeitig in der Krise Staatsanleihen aufgekauft und damit ihre Zentralbankbilanzen ausgeweitet. Dagegen beginnt die Europäische Zentralbank erst jetzt damit, ein Staatsanleihekaufprogramm durchzuführen, nachdem sich ihre Bilanz zuletzt sogar wieder verkürzt hat. Allerdings hat auch Japan bereits umfangreiche Anleihekäufe getätigt, deren Erfolg sich noch nicht eingestellt hat.

Darüber hinaus gibt es aber noch andere Gründe, die für eine raschere Erholung der angelsächsischen Volkswirtschaften sprechen. So ist der Arbeitsmarkt in diesen beiden Ländern deutlich flexibler als im Euroraum. Hohe Entlassungskosten führen dazu, dass z. B. in Italien und Frankreich weniger Neuanstellungen von Mitarbeitern vorgenommen werden. In Japan verfügen festangestellte Mitarbeiter ebenfalls über einen hohen Kündigungsschutz. Dadurch werden temporäre Anstellungen Festanstellungen vermehrt vorgezogen. Sowohl in Japan als auch in vielen Staaten des Euroraums erweisen sich Reformvorhaben als äußerst schwierig umsetzbar. Die insgesamt flexibleren Strukturen helfen den USA und dem Vereinigten Königreich. Darüber hinaus funktioniert der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik über den Bankensektor in den Vereinigten Staaten besser als im Euroraum, was zum einen an der frühzeitigen Rekapitalisierung der Banken und zum anderen an den weniger restriktiven regulatorischen Vorgaben liegt.

Zusätzlich spricht die demografische Entwicklung in den USA für ein durchschnittlich höheres Wachstum. Das Vereinigte Königreich profitiert von der Zuwanderung hochqualifizierter Arbeitskräfte nach London.

Diese volkswirtschaftlichen Divergenzen machen sich bei den Erwartungen der Marktteilnehmer bemerkbar. In den Vereinigten Staaten und in Großbritannien werden für das Jahr 2015 schon die ersten Zinserhöhungen erwartet. Die Realzinsen sind daher bei längeren Laufzeiten schon wieder positiv.

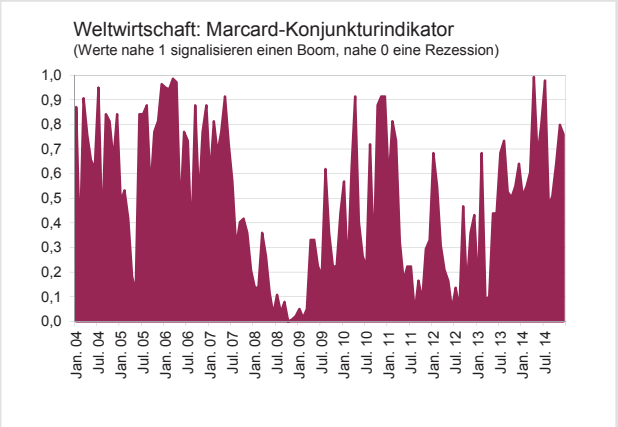
Wir erwarten, dass die Wachstumsdifferenzen auch im Jahr 2015 noch erhalten bleiben. Das EZB-Anleihekaufprogramm wird frühestens gegen Ende des Jahres 2015 Wirkung zeigen, und in Japan wird der monetäre Stimulus nicht von Strukturreformen begleitet. Das unterschiedliche Wachstumstempo bedingt auch eine divergierende Zinspolitik der Notenbanken, deren Folge eine weitere Spreizung der Realzinsen sein kann. Daraus resultiert zudem eine Verschiebung der Wechselkurse.

Wenngleich die Differenzen im Jahr 2015 noch erhalten bleiben, ist dabei aber zu beachten, dass der Euroraum traditionell den Vereinigten Staaten wirtschaftlich nachläuft. Angesichts der aktuellen wirtschaftlichen

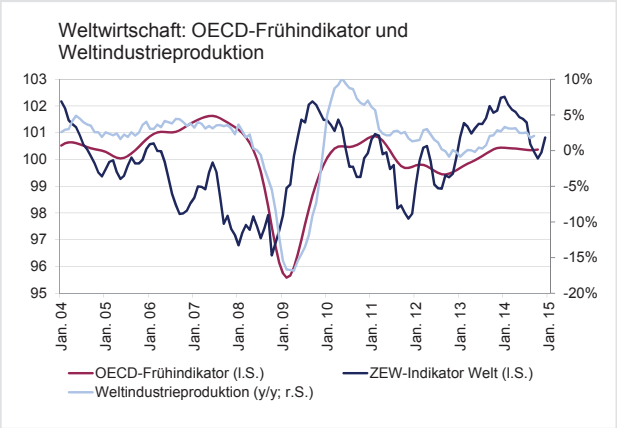
Dynamik der USA ist dies kein schlechtes Omen für die Zukunft.

> These 2: Das Weltwirtschaftswachstum wird in 2015 etwa genauso hoch ausfallen wie im Vorjahr. Dabei werden die Industrieländer etwas dynamischer und die Schwellenländer etwas weniger kräftig wachsen.

Die Aussichten für die Weltwirtschaft sind zu Jahresbeginn positiv einzuschätzen. Unser Marcard-Konjunkturindikator, der eine breite Palette von insgesamt 69 Frühindikatoren aus der ganzen Welt auswertet, zeigt eine vergleichsweise hohe konjunkturelle Dynamik an. Das kleine Tal zur Mitte des Jahres 2014 scheint nachhaltig überwunden zu sein.



Auch andere wichtige Weltwirtschaftsindikatoren wie der OECD-Frühindikator oder der ZEW-Weltindex versprechen einen positiven Start in das Jahr 2015. Der OECD-Frühindikator bewegt sich dabei auf einem Niveau, das eine spürbare Ausweitung der Weltindustrieproduktion um 2 % bis 3 % im Jahr 2015 erwarten lässt. Der volatilere, aber dafür frühzeitigere ZEW-Weltindex zeigt an, dass die temporäre Delle zur Mitte des Jahres 2014 durchschritten ist.



Einen wesentlichen Einfluss auf die Weltwirtschaft wird der jüngste Ölpreisrutsch ausüben. Dabei werden die Effekte des niedrigen Rohölpreisniveaus – sofern es nicht zu einer kurzfristigen und überraschenden Gegenbewegung beim Ölpreis kommt – unserer Meinung nach von vielen Analysten noch unterschätzt. Vor allem der Nutzen für die Profiteure des tiefen Rohölpreises dürfte beträchtlich sein. Unseren Berechnungen zufolge liegt der isolierte Wachstumsimpuls allein wegen des um 50 US-Dollar niedrigeren Preises bei den großen Ölimporteuren der Welt zwischen 0,8 % und 2,0 % des Bruttoinlandsprodukts. Zwar dürfte der Nettoeffekt dadurch geschmälert werden, dass die Exporte in die Rohölförderländer deutlich zurückgehen werden, doch bleibt insgesamt ein spürbarer Wachstumsschub bestehen. Neben dem Euroraum profitiert bei den Industrieländern insbesondere Japan hiervon, aber auch in den USA dürfte der Nettoimpuls positiv ausfallen, da der private Konsum einen großen Anteil am Bruttoinlandsprodukt ausmacht. Bei den Schwellenländern fallen die positiven Effekte teilweise noch größer aus. Vor allem Indien und die asiatischen Tigerstaaten sowie China und die mittel- und osteuropäischen Staaten mit Ausnahme von Russland werden gewinnen.

Stärker beachtet werden dagegen schon die Verlierer der Ölpreisentwicklung. Alle wichtigen Rohölförderländer werden wohl eine mehr oder weniger scharfe Rezession erleben. Während die Wirtschaft in Kanada, Norwegen und Mexiko wohl diversifiziert genug aufgestellt ist, um die negativen Auswirkungen weitgehend abzufedern, werden Russland und die OPEC-Staaten stark leiden. Bei Venezuela und eventuell Nigeria droht die Gefahr einer Staatsinsolvenz.

Weltwirtschaft – Ölpreiseffekt bei einem durchschnittlichen Preis von 60 US-Dollar in 2015

Region	Brutto		Netto	
	in Mrd. USD	in % des BIP	in Mrd. USD	in % des BIP
Welt				0,3
USA	250,0	1,5	120,0	0,7
Japan	61,0	1,3	61,0	1,3
Deutschland	29,3	0,8	29,3	0,8
Frankreich	20,7	0,8	20,7	0,8
Italien	15,9	0,8	15,9	0,8
Spanien	14,6	1,1	14,6	1,1
Portugal	2,8	1,3	2,8	1,3
Griechenland	3,5	1,6	3,5	1,6
China	147,0	1,5	91,0	0,9
Indien	38,0	2,0	38,0	2,0
Brasilien	40,0	1,8	12,0	0,5
Russland	40,0	1,8	-103,0	-5,1
Norwegen	3,2	0,6	-21,0	-4,2
Saudi-Arabien	41,0	5,4	-112,0	-14,8

Für die gesamte Weltwirtschaft wird der Nettoeffekt des Ölpreisrückgangs jedoch spürbar positiv sein. Wir schätzen, dass das Wachstum aus diesem Grund um mindestens 0,3 Prozentpunkte höher ausfallen wird. Aktuelle Schätzungen des Internationalen Währungsfonds ergeben sogar ein Plus von 0,3 bis 0,7 Prozentpunkten.

Das Bruttoinlandsprodukt dürfte in den meisten großen Volkswirtschaften etwas stärker zulegen als im Vorjahr. In den Vereinigten Staaten entwickelt sich insbesondere der Arbeitsmarkt weiterhin sehr erfreulich, so dass sich die USA inzwischen in einem selbsttragenden Aufschwung befinden. Der Euroraum profitiert nicht nur vom niedrigeren Ölpreis, sondern auch vom schwächeren Euro und von wieder größerer Zuversicht bei den Unternehmen. Dagegen geht das Wachstumstempo in China zurück, da die Kreditvergabe restriktiver ausfällt. Die hohe Nachfrage aus den Industrieländern sowie eine mögliche Lockerung in der Geldpolitik werden aber eine stärkere Verlangsamung des Wachstums verhindern. Russlands Wirtschaft wird angesichts der Kapitalflucht und der Schockstarre infolge des Ölpreisverfalls spürbar schrumpfen.

Weltwirtschaft – Wachstumsprognosen in %

Region	2013	2014	2015				
			IWF	OECD	SVR (Sachverständigenrat)	Konsens	Marcard, Stein & Co
Welt (Kaufkraftparität)	**3,3**	**3,3**	**3,8**		**3,7**		**3,4**
USA	2,2	2,3	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0
Euroraum	-0,4	0,8	1,3	1,1	1,0	1,1	1,2
Japan	1,5	0,3	0,8	0,8	0,9	1,2	1,2
Großbritannien	1,7	3,0	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5
Russland	1,3	1,5	3,0	2,3	0,5	-2,5	-4,0
China	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	7,0	6,5
Indien	5,0	6,1	6,4	6,4	6,3	6,4	7,0
Brasilien	2,5	0,3	1,4	1,5	1,5	1,5	0,8

Konjunkturausblick: USA

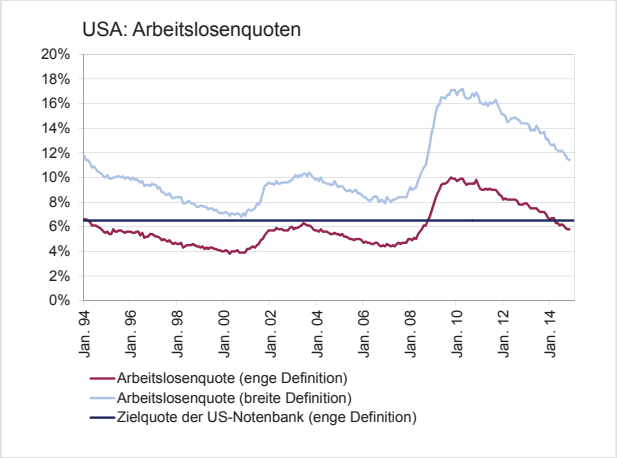
Die Vereinigten Staaten haben die bemerkenswerte Leistung vollbracht, innerhalb von sechs Jahren von der Krisennation Nummer eins der Welt zur Konjunkturlokomotive zu werden. Aktuell strotzt die US-Wirtschaft vor wiedererlangter Kraft. Kaum ein Analyst befürchtet ein kurzfristiges Ende des Booms, zu stabil scheint die Lage inzwischen zu sein.

Erst in der mittleren Frist könnten sich größere Risiken abzeichnen, falls die US-Notenbank durch zu harte geldpolitische Bremsschritte die Konjunktur abwürgt. Im Fokus des wirtschaftlichen Ausblicks stehen daher die wesentlichen Einflussvariablen der Notenbankpolitik, d. h. der Arbeitsmarkt sowie die Lohn- und Inflationsentwicklung.

> These 3: Die US-Arbeitslosenquote wird weiter kontinuierlich sinken und zum Jahresende die Marke von 5,0 % erreichen. Auf dem US-Arbeitsmarkt machen sich erste Fachkräftemängel bemerkbar. Die Lohnzuwächse steigen sukzessive an, bleiben aber moderat.

Die Arbeitslosenquote wurde im Jahr 2014 spürbar um einen Prozentpunkt abgebaut. Für dieses Jahr stehen die Zeichen für einen weiteren Rückgang der Arbeitslosenzahl ähnlich gut. Die Einstellungsbereitschaft der Unternehmen ist nach wie vor ausgesprochen hoch. Grund ist die stetig wachsende Nachfrage der Konsumenten. Für die Unternehmen ist eine Ausweitung der Produktion attraktiv, denn es locken angesichts unverändert attraktiver Margen höhere Gewinne durch Umsatzsteigerungen. Das Umfrageergebnis unter US-Unternehmen hinsichtlich ihrer Bereitschaft, zusätzliche Beschäftigung aufzubauen, liegt auf einem unverändert sehr hohen Niveau. Die Arbeitsnachfrage der Unternehmen ist somit stark ausgeprägt.

Gehemmt wird die Entwicklung dadurch, dass Unternehmen Schwierigkeiten haben, qualifizierte Arbeitskräfte zu finden, oder dass die Lohnkosten neuer Mitarbeiter zu hoch sind. In einer Umfrage der Federal Reserve von Philadelphia im November 2014 wurden diese beiden Aspekte an zweiter und dritter Stelle der größten Hindernisse für die Einstellung neuer Mitarbeiter genannt (an erster Stelle lagen zu niedrige Umsätze). Die Knappheit an Fachkräften könnte im Laufe des Jahres 2015 noch mehr in den Vordergrund rücken. Im Bereich der geringer qualifizierten Arbeitskräfte bestehen derzeit allerdings noch keine Restriktionen. Die weite Definition der Arbeitslosenquote, bei der auch Personen berücksichtigt werden, die ungewollt weniger arbeiten oder die sich deshalb temporär vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, weil sie von der Arbeitssuche frustriert sind, liegt noch auf einem hohen Niveau von 11,3 %. Dies sind knapp 2 Prozentpunkte mehr als die durchschnittliche Differenz zur engen Abgrenzung der Arbeitslosigkeit vor der Finanzmarktkrise.



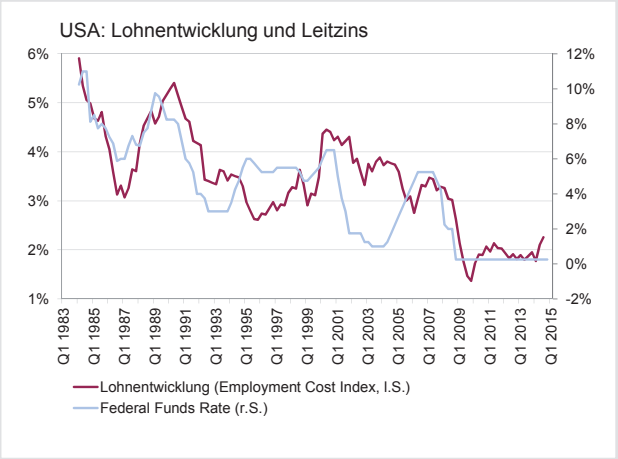
Wir erwarten, dass sich der Beschäftigungsaufbau im Jahr 2015 mit leicht abnehmender Dynamik fortsetzt und dass die Arbeitslosenquote in ihrer engen Definition von heute 5,6 % auf 5,0 % sinkt. Überproportional stark sollte die Arbeitslosenquote in ihrer weiten Abgrenzung fallen.

Für die US-Notenbank stellt die reduzierte Arbeitslosigkeit eine notwendige Bedingung dar, um die Geldpolitik weniger expansiv gestalten zu können. Dabei hat die neue Fed-Präsidentin Janet Yellen klargestellt, dass das Zielniveau bei der Arbeitslosigkeit unter das zunächst genannte Maß von 6,5 % hinausgeht. Die Voraussetzung, dass der Arbeitsmarkt sich ausreichend positiv entwickelt hat, wird aus unserer Sicht im Jahr 2015 erfüllt sein.

Für eine Zinserhöhung hinreichend wäre die Situation jedoch erst dann, wenn sich auf dem Arbeitsmarkt erhöhter Lohndruck bemerkbar macht. Denn mit steigenden Gehältern wächst auch das Risiko für die Notenbank, von

einem Inflationsanstieg überrascht zu werden. Entsprechend findet insbesondere der sogenannte „Employment Cost Index“ (Indikator der Beschäftigungskosten) großes Augenmerk der Zentralbanker.

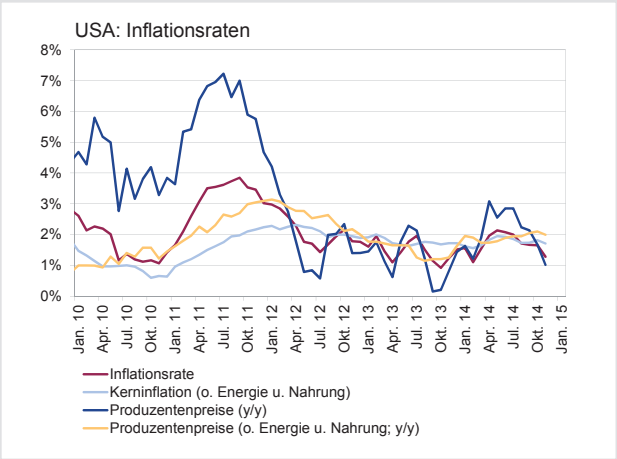
Zuletzt verzeichnete der Employment Cost Index zwei Anstiege in Folge. Im dritten Quartal 2014 wurde mit 2,3 % die höchste Jahreszuwachsrate seit Ende 2008 erreicht. Allerdings schien sich die Entwicklung im vierten Quartal, Daten zu den Stundenlöhnen zufolge, etwas zu verlangsamen. Dennoch spricht viel dafür, dass es angesichts der sinkenden Arbeitslosigkeit und der sehr hohen Anzahl an wöchentlichen Überstunden über kurz oder lang zu steigenden Löhnen kommen wird. Wir gehen daher davon aus, dass dieses Thema im Laufe des Jahres stärker auf die Agenda kommt und sich mittelfristig auf die Inflation und Notenbankpolitik auswirkt.



These 4: Die US-Inflationsrate bleibt deutlich unter der Marke von 2 %.

Die Inflationsrate in den USA ist für die Dauer des Aufschwungs ungewöhnlich niedrig. In den vergangenen Konjunkturzyklen wurden spätestens drei Jahre nach dem Rezessionstal wieder Werte von über 3 % erreicht. Mit einem nunmehr seit fast sechs Jahren währenden Aufschwung der US-Wirtschaft gibt die aktuelle Preissteigerungsrate von 1,3 % der Federal Reserve wenig Anlass, kurzfristig an der Zinsschraube zu drehen.

Der starke Rückgang des Ölpreises seit November 2014 wird diese Position noch bestärken. Zwar betrachtet die US-Notenbank in erster Linie den Konsumdeflator ohne Energie und Nahrung, aber gesunkene Energiekosten wirken sich mit dem Zeitverzug des Produktionsprozesses tendenziell auf fast alle Segmente preisdämpfend aus. Dies dürfte auch dazu führen, dass die Produzentenpreise, die noch zur Mitte des Jahres Steigerungsraten von rund 3 % aufwiesen, zuletzt stark zurückgegangen sind und – darauf deuten auch Umfragen unter Einkaufsmanagern hin – noch weiter fallen werden.



Wir erwarten daher, dass die Inflationsrate für das Jahr 2015 deutlich unter der wichtigen Marke von 2 % bleiben wird, so dass die US-Notenbank allein von den Preisen her nicht zu Zinserhöhungen gezwungen wird. Die Kerninflationsrate wird die aktuelle Prognose der US-Notenbank von 1,3 % ebenfalls eher unterschreiten als überschreiten. Vor allem die kalkulatorischen Hauspreise, die zuletzt mit einem Anstieg von 3,0 % für einen Großteil des Preisanstiegs gesorgt hatten, dürften in den kommenden Monaten etwas weniger kräftig zulegen. Darauf deuten die jüngsten Entwicklungen am US-Immobilienmarkt hin. Der Konsens ging im Dezember von einer Inflationsrate von 1,3 % aus. Der jüngste Ölpreisverfall dürfte diese Prognose inzwischen noch weiter abgesenkt habe.

These 5: Die US-Notenbank erhöht die Zinsen nur sehr vorsichtig auf maximal 0,50 Prozentpunkte. Bei einem dauerhaft niedrigen Ölpreis ist sogar eine Beibehaltung des Nullzinses denkbar.

Die Marktteilnehmer werden derzeit durch sehr fein gesteuerte Formulierungen in den Stellungnahmen der US-

Notenbank auf eine erste Zinserhöhung zur Mitte des Jahres vorbereitet. Darüber hinaus lassen die Projektionen der Fed-Mitglieder mehrere Zinsanstiege bis zu einem Leitzins von 1,00 % bis 1,25 % zum Jahresende erwarten.

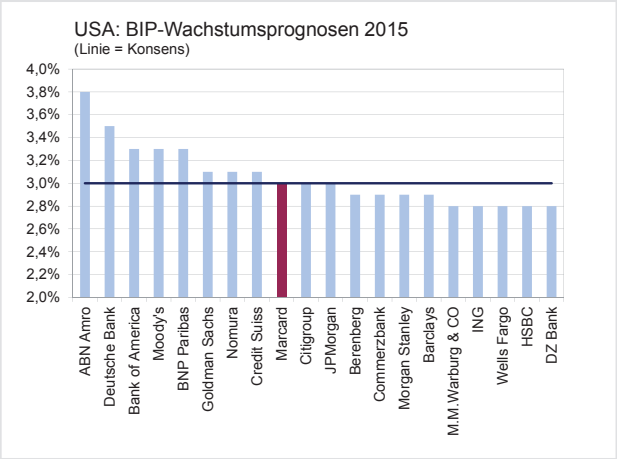
Für Zinsanhebungen spricht in erster Linie die erfreuliche Entwicklung des Arbeitsmarkts. Angesichts der schwindenden Arbeitslosigkeit erscheint eine Normalisierung der Zinspolitik ratsam, um im Fall einer erneuten Rezession die Konjunktur durch Zinssenkungen ankurbeln zu können.

Wir glauben jedoch, dass die Leitzinsen möglicherweise weniger stark angehoben werden. Hauptgrund sind die Auswirkungen des niedrigen Ölpreises, die das Thema Deflation wieder stärker auf die Agenda bringen. Darüber hinaus kann der tiefe Ölpreis zu strukturellen Verschiebungen in der Wirtschaft führen, weg von der zuletzt boomenden Energiewirtschaft hin zum Dienstleistungs- und zum Automobilsektor. Daraus entsteht temporär Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung, die eine eher vorsichtige Vorgehensweise der US-Notenbank ratsam erscheinen lässt.

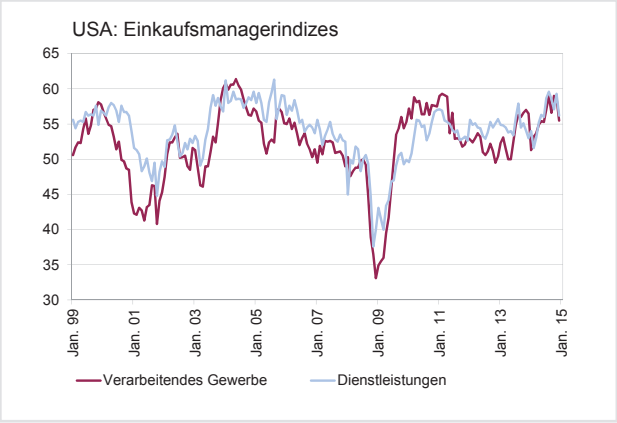
Dank der moderaten Preissteigerungen steht die Federal Reserve nicht unter Druck, die Zinsen zu erhöhen, sondern kann sehr behutsam vorgehen. Dem US-Renteninvestor kommt dabei die aktuelle Zusammensetzung des Notenbankkomitees entgegen. Denn sowohl die US-Notenbankpräsidentin Janet Yellen als auch viele andere Mitglieder sind stark darauf ausgerichtet, die US-Konjunktur nicht auszubremsen.

These 6: Die US-Wirtschaft wird mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3,0 % kräftig wachsen.

Die Prognosen der Banken und Institute für die USA zeigen aktuell ein Wirtschaftswachstum von im Schnitt rund 3,0 % an. Das Spektrum ist dabei mit Schätzungen zwischen 2,5 % und 3,5 % relativ eng.



Wir glauben, dass die US-Wirtschaft mit einer recht hohen Dynamik in das Jahr 2015 geht und – soweit die Witterung mitspielt – kräftig wachsen wird. Darauf deutet die gute Stimmung unter den Einkaufsmanagern sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch bei den Dienstleistern hin.



Allerdings sind wir ab dem Frühjahr 2015 etwas vorsichtiger. Dann dürfte der wirtschaftlich stimulierende Effekt der Anleihekäufe durch die Federal Reserve langsam nachlassen und der Impuls des Beschäftigungsaufbaus schwinden, so dass aus rein zyklischen Gründen eine Wachstumspause ansteht. Der gegenüber allen Währungen sehr feste US-Dollar wird dann ebenfalls spürbar sein, wenngleich die relativ binnenwirtschaftlich geprägte US-Volkswirtschaft davon nicht allzu stark gehemmt werden sollte. Ein kleines Risiko besteht darin, ob es in der Ölförderbranche und bei Energieausrüstern zu einem scharfen Produktionsrückgang und ggf. zu Entlassungen kommt.

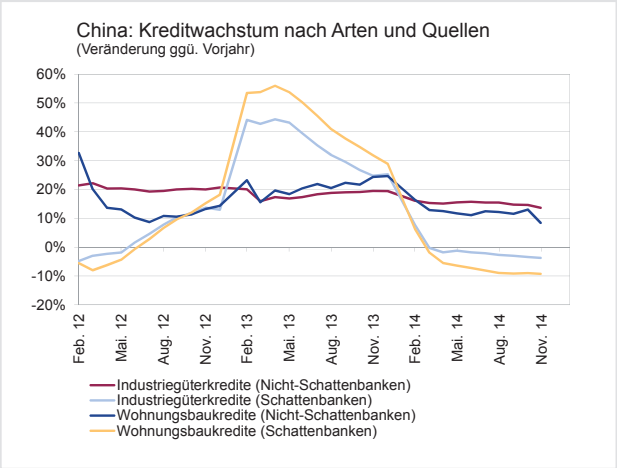
Unsere Wachstumsprognose von 3,0 % fußt in erster Linie auf einer weiterhin starken Expansion des privaten Konsums. Eine steigende Beschäftigung, solide Lohnzuwächse und die spürbare Entlastung der Verbraucher durch den gesunkenen Ölpreis sollten die Konsumausgaben stark erhöhen. Die privaten Investitionen könnten dagegen leicht enttäuschen, da die Energiebranche ihre Expansion stark zurückfahren wird. Der Staat dürfte dank sprudelnder Steuereinnahmen seine Ausgaben wieder ausweiten und so das Wachstum stützen.

Konjunkturausblick: China

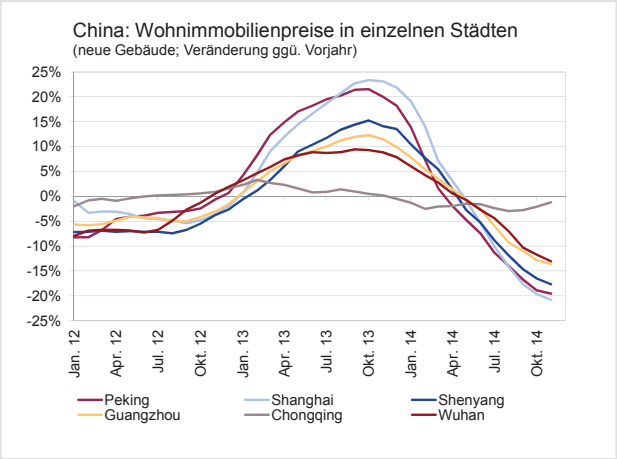
> These 7: In der chinesischen Wirtschaft macht sich die Ausrichtung auf eine nachhaltigere Wirtschaftspolitik in einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Expansion bemerkbar. Das BIP-Wachstum wird nur noch bei 6,5 % liegen.

Die Transformation der chinesischen Wirtschaft weg vom exportorientierten Produktionsgewerbe schreitet voran. Schon seit einiger Zeit sind die Wachstumsraten im Dienstleistungssektor höher als im produzierenden Gewerbe. Entsprechend stieg der Anteil der Bruttowertschöpfung des Dienstleistungssektors in den ersten drei Quartalen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 1,4 Prozentpunkte auf 46,9 % des Bruttoinlandsprodukts.

Auch bei der Kreditvergabe gibt es konkrete Hinweise auf eine nachhaltigere Entwicklung. Ziel ist es, die exzessive Kreditaufnahme der Regionen über Zweckgesellschaften und andere Schattenbanken unter Kontrolle zu bringen. Bei diesen Institutionen handelt es sich oft um regionale Investmentgesellschaften, die Geld bei Anlegern einsammeln und dann an Regionalregierungen oder Unternehmen verleihen. Im Jahr 2014 gingen die Finanzierungen aus alternativen Quellen, d. h. durch das Schattenbankensystem, die im Jahr 2013 noch hohe Zuwachsraten verzeichneten, spürbar zurück. Die Finanzierung aus offiziellen Quellen weitete sich dagegen weiterhin mit einer Zuwachsrate von über 10 % aus.



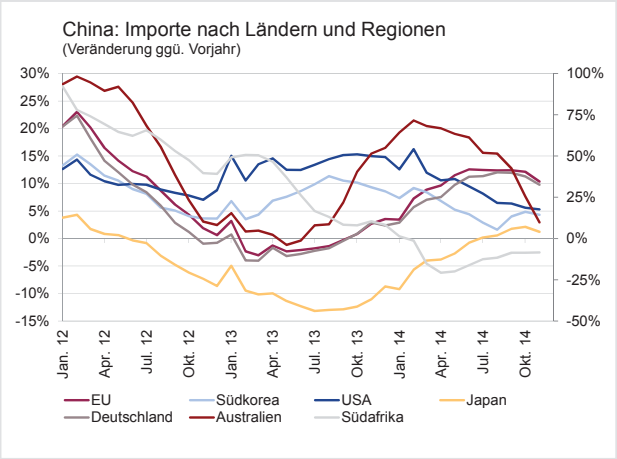
Derzeit gibt es keine Anzeichen dafür, dass dieser Transformationspfad verlassen werden sollte. Damit sind Wachstumseinbußen verbunden, die sich insbesondere am Wohnimmobilienmarkt erkennen lassen. Dort sind die Preise zuletzt merklich gefallen. In einigen Städten erreichten die Wertverluste bis zu 20 %, so dass die Preise sogar unter das Niveau von 2012 zurückgegangen sind.



Wir erwarten daher eine weitere Verlangsamung des Wachstums in China. Allerdings ist auch nicht von einem starken Einbruch auszugehen, denn die Regierung kann durch eine Lockerung der strengen Regularien am Wohnimmobilienmarkt die Nachfrage auch vergleichsweise kurzfristig wieder beflügeln. Auch mit Hilfe von Zinssenkungen der Zentralbank lässt sich – wenn notwendig – stimulierend eingreifen. Die jüngste Abkühlung am Immobilienmarkt ist schließlich auch bewusst herbeigeführt worden.

Für die Exporteure nach China kann die Transformation jedoch zusätzlich nachteilig sein, da Dienstleistungen

verstärkt im Inland erzeugt werden und ein langsameres Kreditwachstum das Wachstum hemmt. Doch sind die Auswirkungen je nach Region unterschiedlich. Während Südafrika und Australien wegen der langsamer wachsenden Rohstoffnachfrage relativ schwächer abschneiden, profitiert insbesondere die Europäische Union mit ihren hochwertigen Konsumgütern, wie z. B. Kraftfahrzeugen aus Deutschland sowie Luxusartikeln aus Frankreich oder Italien. Derzeit liegen die Wachstumsraten der Importe Chinas aus Europa noch bei über 10 %.



Gestützt werden sollte die chinesische Wirtschaft von einer anziehenden Nachfrage in Europa und der stabilen Wirtschaft in den USA sowie von dem Rückgang des Ölpreises. Zwar ist China inzwischen ein bedeutendes Rohölförderland, doch nach wie vor werden rund 60 % des Bedarfs importiert. Damit ist China inzwischen der größte Ölimporteur der Welt vor den USA. Sollte der Ölpreis auf dem aktuell niedrigen Niveau bleiben, wird die Nachfrage nach Konsumgütern, wie z. B. Kraftfahrzeugen, rasch anziehen. Davon profitieren dann auch wieder die Exporteure nach China.

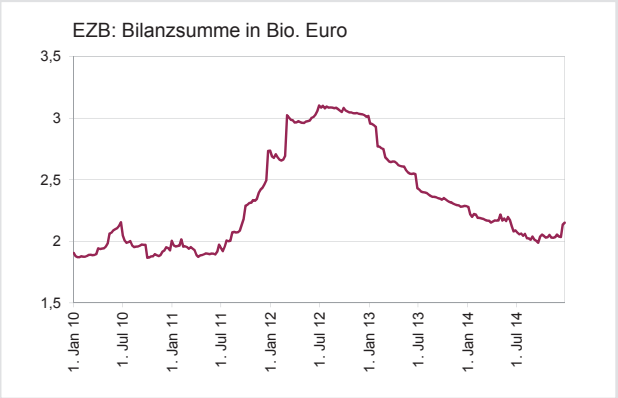
Insgesamt prognostizieren wir für das Jahr 2015 ein im Vergleich zu 2014 erneut niedrigeres Wachstum von 6,5 %.

Konjunkturausblick: Europa

These 8: Die EZB wird ihr Anleihekaufprogramm ausweiten und die Zentralbankbilanz um einen niedrigen bis mittleren dreistelligen Milliardenbetrag ausweiten.

Für das Jahr 2015 ist eine noch expansivere Geldpolitik der EZB als im Jahr 2014 zu erwarten, als sie zweimal die Zinsen herabsetzte, den Zinssatz auf Einlagen in den negativen Bereich senkte, die Banken mit reichlich Liquidität versorgte und Covered Bonds aufkaufte. Trotz dieser expansiven Maßnahmen hat die Zentralbank die deflatorischen Tendenzen im Euroraum nicht beseitigen können. Bedingt durch eine konjunkturelle Abschwächung zur Jahresmitte und die stark gefallenen Energiepreise hat sich das deflatorische Umfeld im Währungsgebiet verfestigt. Zum Jahresende lag die Inflationsrate bei -0,2 %.

Dabei sind die Möglichkeiten der EZB, Einfluss auf die Inflationsentwicklung zu nehmen, mittlerweile stark beschränkt, solange nicht der Ankauf von Staatsanleihen erwogen wird. Der Leitzinssatz liegt bei 0,05 % und kann nur noch minimal weiter abgesenkt werden. Auch die Nachfrage der Banken nach Liquidität, welche im Rahmen zweier Tendergeschäfte durch die EZB bedient wurde, war enttäuschend gering, so dass über diesen Kanal nur ein geringer Effekt auf die Kreditvergabe erzielt wurde. Der Aufkauf von Covered Bonds oder Unternehmensanleihen kann ebenfalls nur einen kleinen Impuls geben, da die Marktbreite und -tiefe dieser beiden Anleihesegmente zu gering sind, um genügend Liquidität in den Markt zu bringen. Um den Expansionsgrad der Geldpolitik nochmals zu erhöhen, bleibt also nur ein auf Staatsanleihen ausgeweitetes Anleiheaufkaufprogramm übrig. Mit dieser Maßnahme könnte die Bilanzsumme der EZB erhöht und das Expansionsziel von bis zu 1.000 Mrd. Euro in den nächsten Jahren erreicht werden. Dass die im Jahr 2014 angewandten Maßnahmen dafür nicht ausgereicht haben, zeigt die Entwicklung der Bilanzsumme der EZB, die im letzten Jahr netto abnahm.



Die Hoffnung der EZB besteht darin, dass durch die Anleiheaufkäufe einerseits die Zinsen für Staatsanleihen im mittel- bis langfristigen Bereich beeinflusst werden und die Kreditvergabe stimulieren, andererseits können die Verkäufer der an die EZB verkauften Anleihen einen Teil der frischen Liquidität nutzen, um weitere Kredite zu vergeben.

Dass die mit den Staatsanleihekäufen verbundene Idee aufgehen kann, haben die USA und Großbritannien gezeigt, deren Volkswirtschaften mittlerweile wieder deutlich stärker wachsen als die europäische. Allerdings sollte nicht vergessen werden, dass die Wirtschaftsräume nicht ohne weiteres miteinander verglichen werden können. Während die britische oder US-amerikanische Notenbank Staatsanleihen des eigenen Landes aufkauft, die außerdem eine sehr hohe Bonität haben, wird die EZB möglicherweise auch Anleihen mit sehr geringer Bonität, wie portugiesische und griechische Anleihen, erwerben. Ein Ausfall eines Staates könnte dann unter Umständen die EZB-Bilanz und damit indirekt auch die Steuerzahler anderer Länder belasten. Zudem könnte die Beeinflussung der längerfristigen Zinsen den Druck in einigen Staaten mindern, Reformen durchzuführen. Mit zunehmendem Bestand an Staatsanleihen der Euroländer auf der Bilanz der EZB verliert sie darüber hinaus ihre politische Neutralität, da sie als Gläubigerin auftritt. Dem Druck notleidender Staaten, weitere Anleihekäufe zu beschließen, könnte sich die Notenbank zu einem späteren Zeitpunkt möglicherweise nicht mehr entziehen, ohne schwere Schäden am Finanzsystem zu riskieren.

Trotz aller ordnungspolitischer Bedenken ist die EZB bereit zu handeln, da die unmittelbare Gefahr einer deflatorischen Spirale höher eingeschätzt wird. Vor allem der stark inflationsdämpfende Effekt aus dem niedrigen Preis für Rohöl wird die EZB zum Handeln drängen. Schließlich verfehlt die Notenbank bereits seit geraumer Zeit ihr wichtigstes Ziel einer Inflationsrate von unter, aber nahe bei 2 %. Es besteht das Risiko, dass Verbraucher ihre Ausgaben in die Zukunft verschieben, da sie zu einem späteren Zeitpunkt mit weiter gesunkenen Preisen rechnen. Dies wiederum könnte die konjunkturelle Erholung im Euroraum nachhaltig gefährden, da die Nachfrage rückläufig wäre. Die EZB hat betont, gegen dieses Risiko vorzugehen. Wir rechnen daher damit, dass die EZB im Jahresverlauf Staatsanleihen der Euroländer aufkauft. Dadurch wird die Bilanzsumme um einen niedrigen bis mittleren dreistelligen Milliardenbetrag ansteigen.

These 9: Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im Jahr 2015 um 1,2 % zulegen.

Zum Jahresanfang 2015 ist die Wirtschaft des Euroraums bereit, einen zweiten Versuch zu starten, sich aus der hartnäckigen Wirtschaftsflaute zu befreien. Der erste Anlauf ist im vergangenen Jahr noch gescheitert. Zu schwach entwickelte sich das Wachstum im zweiten Halbjahr. Als Hauptgrund für die enttäuschende wirtschaftliche Entwicklung wurden dabei wahlweise nach wirtschaftspolitischer Gesinnung die fehlenden Strukturreformen oder die zu wenig expansive Geldpolitik ausgemacht. Aber auch die Russland-Krise und der zunächst noch sehr feste Euro dürften eine gewichtige Rolle gespielt haben.

Für das Jahr 2015 hat sich aus Sicht der Pessimisten nicht viel geändert, da die Strukturreformen insbesondere in Frankreich, aber auch in Italien noch größtenteils auf sich warten lassen. Zudem lasten in einigen Ländern deflatorische Entwicklungen auf den wirtschaftlichen Perspektiven. Dabei tut sich die Geldpolitik schwer, bei dem aktuellen Zinsniveau und angesichts deflatorischer Tendenzen noch zusätzliche Wirkung zu entfalten. Doch gibt es ein ganzes Bündel an stützenden Faktoren, die anders als im vergangenen Jahr die Konjunktur nicht nur anschieben, sondern massiv stützen.

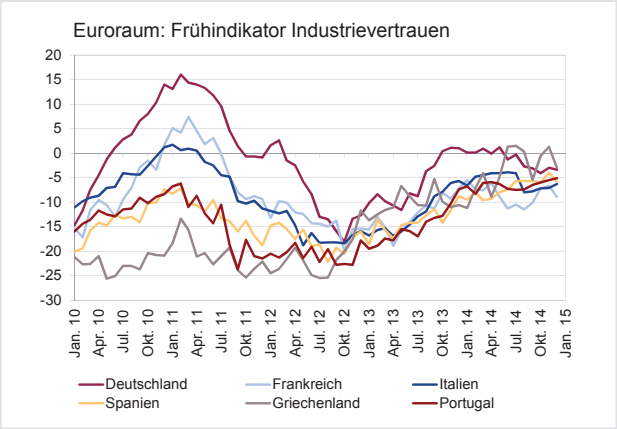
Erstens stellt die Abwertung des Euro ein enormes Konjunkturprogramm dar, da die Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums international zunimmt. Berechnungen ver-

schiedener Institute zufolge erhöht sich das BIP-Wachstum im Euroraum allein durch die rund zehnprozentige Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um etwa 0,5 bis 0,6 Prozentpunkte. Angesichts dieser Dimension sollte es auch nicht überraschen, dass der Wechselkurs von 1,40 EUR/USD vom Frühjahr bremsende Wirkung auf die Konjunktur im Euroraum hatte.

Zweitens sollte der Transmissionskanal der Geldpolitik über die Banken auf die Wirtschaft wieder etwas besser funktionieren. Vor allem der große EZB-Stresstest hatte viele Finanzinstitute davon abgehalten, größere Kreditrisiken einzugehen. Zu wichtig war es, zunächst den Stresstest mit einem guten Ergebnis zu bestehen. Da der Bankkredit im Euroraum immer noch die wichtigste Finanzierungsquelle ist, war dies ein spürbarer Wachstumshemmschuh. Zusätzlich helfen sollte dabei, dass das Zinsniveau insgesamt im Bereich fünfjähriger Anleihen erheblich zurückgegangen ist. In Deutschland ist die Benchmark um 0,8 Prozentpunkte niedriger als zu Beginn des Jahres, in Frankreich um 1,0 und in Italien und Spanien geht der Zinsvorteil sogar in Richtung 2 Prozentpunkte. Das seit einigen Monaten wieder stärker wachsende Geldmengenvolumen lässt daher Hoffnung auf eine Belebung der Wirtschaft aufkommen.

Drittens wirkt auch der Rückgang des Ölpreises, der sich in Euro umgerechnet vom Höchstpreis Ende Juni 2014 bis Anfang Januar 2015 fast halbiert hat, neben der Abwertung des Euro wie ein Konjunkturprogramm. Die Bruttoersparnis, die ein Ölpreis von 60 US-Dollar allein an Kostenersparnis bei den Importen erbringt, liegt in den drei großen Volkswirtschaften des Euroraums bei rund 0,8 % des Bruttoinlandsprodukts, in den weniger entwickelten Volkswirtschaften wie z. B. in Griechenland oder Portugal noch etwas höher. Netto dürfte die Wirkung allerdings geringer ausfallen, da mit dem Ölpreisverfall auch die Nachfrage aus den Ölexportländern nach Waren und Dienstleistungen aus dem Euroraum zurückgeht. Nichtsdestotrotz wird der niedrige Ölpreis dazu führen, dass die Konsumenten statt das Geld für Benzin und Heizöl auszugeben, Kleidung, technische Geräte oder Autos kaufen und somit die heimische Wirtschaft anregen.

Viertens gibt es Anzeichen dafür, dass es rein zyklisch eine Belebung geben wird. In der Verunsicherungsphase im Rahmen der Ukraine-Krise stellten viele Unternehmen ihre Investitionspläne zunächst zurück und leerten stattdessen ihre Lager. Inzwischen sind die Lager geräumt, so dass rein zyklisch neue Aufträge vergeben werden müssen. Die Frühindikatoren zeigen in allen wichtigen Volkswirtschaften des Euroraums einen wieder aufsteigenden Trend. Darüber hinaus sollte das von 2015 bis 2017 laufende Investitionsprogramm der EU-Kommission im Volumen von 315 Mrd. Euro zwar im laufenden Jahr noch keinen gewaltigen, aber doch immerhin einen kleinen zusätzlichen positiven Effekt erzielen. Zwar erscheint das Ziel, das europäische Bruttoinlandsprodukt um 330 bis 440 Mrd. Euro zu steigern, äußerst ambitioniert, aber schon die Hälfte des Zielvolumens würde einen Wachstumseffekt von 1,3 % bis 1,5 % bewirken.



Die wesentlichen Risiken für dieses optimistische Szenario stellen politische Entwicklungen dar, die zu einer erneuten Verunsicherung der Unternehmen und daher zu einer Fortsetzung der Investitionszurückhaltung führen. Dazu könnten eine erneute Verschärfung der Russland-Krise, Neuwahlen in Griechenland oder massive Streiks in Frankreich und Italien gegen geplante Reformen gehören.

Daher stehen aus unserer Sicht die Chancen für einen etwas nachhaltigeren Aufschwung im Jahr 2015 sehr gut. Dabei sind noch nicht einmal Reformerfolge unterstellt. Hier könnte es insbesondere in Italien zu positiven Überraschungen kommen. Eine zu Unrecht wenig beachtete Arbeitsmarktreform, bei der der Kündigungsschutz für Neueinstellungen gelockert wurde, könnte tatsächlich helfen, die sehr hohe (Jugend-)Arbeitslosigkeit in Italien abzubauen. In Spanien hat eine ähnliche Reform schon in kurzer Zeit beachtliche Erfolge auf dem Arbeitsmarkt

gebracht. Im Fall von Frankreich ist davon auszugehen, dass selbst eine Reform frühestens zum zweiten Halbjahr käme und im Jahr 2015 allenfalls noch minimale Impulse setzen könnte.

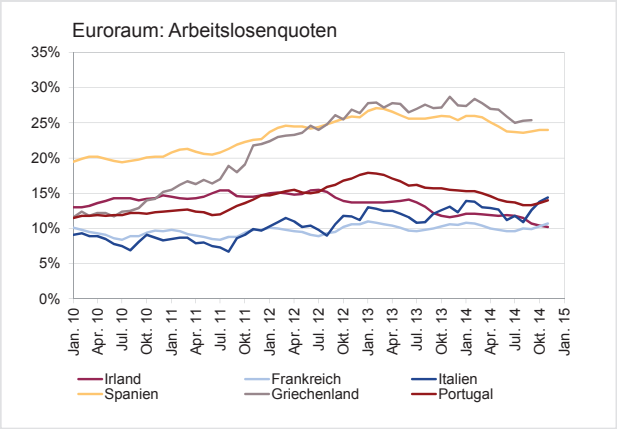
Wir rechnen damit, dass das Bruttoinlandsprodukt um 1,2 % und damit minimal stärker ansteigt als im Durchschnitt von den Analysten erwartet. Der Unterschied beruht dabei fast ausschließlich auf einer höheren Prognose für Deutschland. Italien und Frankreich werden dagegen weiterhin schwächer wachsen. Irland und Spanien bleiben die Musterschüler aus den Peripheriestaaten.

These 10: Die Euro-Krise wird im Jahr 2015 trotz Unsicherheiten um Griechenland nicht wieder akut werden.

Griechenland bleibt ein Unruheherd im Euroraum. Schon am 25. Januar fanden (nach Redaktionsschluss) erneut Parlamentswahlen statt. Der Wahlausgang könnte dabei eine Fortsetzung der relativ europafreundlichen Regierungskoalition unmöglich machen. Selbst ein Bündnis von europakritischen Parteien unter der Führung des Parteichefs von Syriza, Alexis Tsipras, ist nicht auszuschließen. Allerdings klingen dessen Forderungen heute weniger radikal als noch vor einem Jahr. Ein Euro-Austritt scheint kein Parteiziel mehr zu sein. Gefordert wird dagegen ein Schuldenschnitt oder zumindest ein Stopp an Zinszahlungen, was letztlich erneut einen Zahlungsausfall auslösen würde. Fakt ist jedoch, dass ein Regierungswechsel die Verhandlungen mit der Troika über eine weitere wirtschaftliche Unterstützung Griechenlands erheblich erschweren würde. Die Drohungen der deutschen Regierung, keine Angst vor einem Euro-Austritt Griechenlands mehr zu haben, sind zunächst als Verhandlungstaktik einzuordnen. Am Ende ist das Interesse von beiden Seiten für einen Kompromiss groß. Gegenseitige Drohungen könnten in der möglicherweise langwierigen Verhandlungsphase für Unsicherheit am Markt sorgen und auf andere Staaten ausstrahlen.

Doch hat das Beispiel der Finanzgruppe Espírito Santo aus Portugal gezeigt, die im Jahr 2014 in die Insolvenz ging, dass Schwierigkeiten von Eurostaaten mehr und mehr als isolierte Probleme angesehen werden. Die Ansteckungseffekte sind zwar noch vorhanden, fallen aber deutlich schwächer aus. Die impliziten Garantien der EZB, den Euro mit allen zur Verfügung stehenden Mitteln zu verteidigen, der Europäische Stabilitätsmechanismus ESM, das stark gesunkenen Zinsniveau und die inzwischen erzielten Leistungsbilanzüberschüsse in fast allen Volkswirtschaften machen die Euro-Staaten heute weniger verwundbar als noch vor drei Jahren.

Darüber hinaus ernten Irland, Spanien und teilweise auch Portugal und sogar Griechenland die ersten Früchte ihrer Reformen. So haben die Arbeitslosenquoten in diesen vier Volkswirtschaften ihren Höhepunkt bereits überschritten.

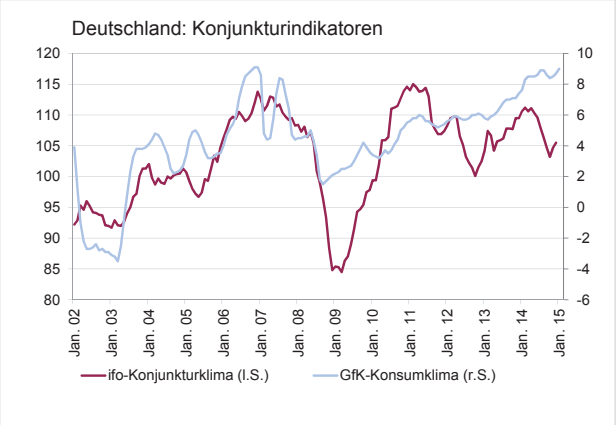


Wir gehen davon aus, dass Griechenland zunehmend als isolierter Problemfall betrachtet wird. Die Gläubigerstaaten haben heute mit dem gesponnenen Sicherheitsnetz stärker die Möglichkeit, ihre Forderungen durchzusetzen als noch vor drei Jahren. Griechenland kann das Risiko eines Euro-Austritts nicht eingehen, weil das Land von Importen in nahezu allen Warengruppen, u. a. auch Nahrungsmittel und Medikamente, abhängig ist. Daher werden die Veränderungen in einer Regierung unter Führung von Syriza weniger dramatisch ausfallen als vielleicht teilweise befürchtet. Griechenland ist und bleibt ein Unruheherd, das System wird von Griechenland nicht zerstört werden.

Konjunkturausblick: Deutschland

These 11: Das Bruttoinlandsprodukt wird um 1,7 % zulegen und dabei maßgeblich vom privaten Konsum gestützt werden.

Zu Beginn des neuen Jahres gibt es starke Signale, dass die deutsche Wirtschaft den Weg aus der temporären konjunkturellen Delle findet. So erholt sich der wichtige Frühindikator ifo-Index seit zwei Monaten von seiner ein halbes Jahr währenden Talfahrt. Dies ist ein Beleg dafür, dass die Verunsicherung der Wirtschaft infolge der Ukraine-Krise schwindet. Die Verbraucher sind unterdessen weiterhin in sehr guter Laune. Das GfK-Konsumklima hat das höchste Niveau seit Ende des Jahres 2006 erreicht, als die damals anstehende Mehrwertsteuererhöhung für einen Kaufrausch gesorgt hatte.



Die hohe Konsumneigung ist Ausdruck einer sehr positiven Entwicklung am Arbeitsmarkt. So liegt die saisonbereinigte Arbeitslosenquote zu Jahresbeginn bei niedrigen 6,6 %. Gleichzeitig haben die Beschäftigten mehr Geld für den Konsum übrig. Denn die Löhne legten im Jahr 2014 um etwa 2,7 % zu, was nach Abzug der Inflationsrate von 0,9 % einem Reallohnanstieg von 1,8 % entspricht.

Für 2015 ist sogar mit einer noch besseren Entwicklung zu rechnen. Neben erneut spürbaren Tariflohnzuwächsen wird vor allem die Einführung des Mindestlohns zu einem starken Lohnplus führen. Wir erwarten, dass die Effektivlöhne mit einer Rate von rund 3,0 % zulegen werden. Zudem führen die Lohnanstiege des Vorjahres zu einem signifikanten Plus bei den Renten und Sozialleistungen ab Juli 2015. Gleichzeitig sorgt der niedrige Ölpreis und der insgesamt schwach ausgeprägte Preisauftrieb dafür, dass der Reallohnanstieg ähnlich hoch wie die Nominallohnerhöhung ausfällt. Schließlich führt das niedrige Zinsniveau dazu, dass die Verbraucher trotz der gestiegenen Löhne ihre Sparquote eher reduzieren, da das Sparen für die privaten Haushalte immer weniger attraktiv wird.

Nachdem die Investitionsbereitschaft der deutschen Unternehmen im Jahr 2014 wegen der Ukraine-Krise nur schwach ausgeprägt war, gehen wir für 2015 von einer spürbaren Erhöhung der Investitionen aus. Die Kapazitätsauslastung liegt leicht oberhalb des langfristigen Durchschnitts. Bei zuletzt wieder anziehenden Auftragseingängen sollte sich dies in einem Anstieg der Anlageinvestitionen bemerkbar machen. Der Staat plant zudem nach Jahren der Investitionszurückhaltung wieder verstärkt zu investieren. Das Investitionsprogramm der EU-Kommission dürfte zusätzlich stützen.

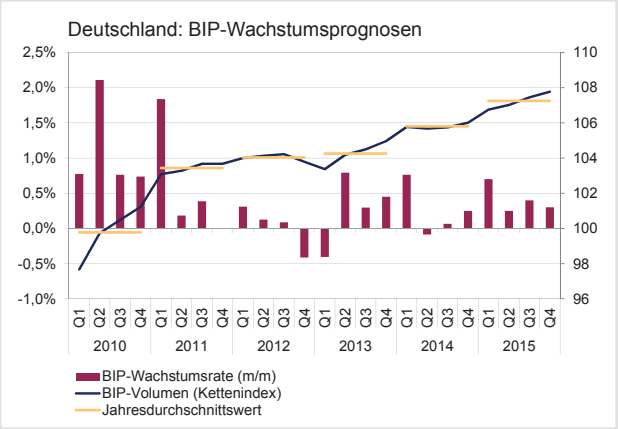
Der Bauboom in Deutschland hat u. a. wegen der Diskussion um die Mietpreisbremse und um höhere Umweltauflagen zuletzt nachgelassen. Die Baugenehmigungen für Wohnungen stagnierten in etwa gegenüber dem Vorjahr. Allerdings dürften die nochmals gesunkenen Zinsen und die Lohnsteigerungen dafür sorgen, dass es im zweiten Halbjahr wieder zu einer etwas verstärkten Wohnungsbautätigkeit kommt.

Die Exporte werden von einer leichten Verbesserung der Wirtschaftsperspektiven in Europa profitieren. Auch die US-Wirtschaft wird eine starke Stütze bleiben. Dort werden deutsche Unternehmen dank der Abwertung des Euro Marktanteile gewinnen. Gegenwind kommt dagegen aus Russland und anderen Ölexportländern. Deutschland hat in der Vergangenheit von der Reinvestition der Erträge aus der Rohölförderung (den sogenannten „Petrodollar“) besonders profitiert. Vor allem die Nachfrage nach Investitionsgütern für diesen Sektor wird spürbar geringer ausfallen. Insgesamt werden die Exporte um 5 % steigen. Da gleichzeitig die Importe noch etwas kräftiger zunehmen, kommt vom Außenbeitrag nur ein kleiner Beitrag zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts.

Die Erwartungen der Experten für Deutschland – Wachstumsprognosen für 2015

Insitut	Bruttoinlands-produkt	Private Kon-sumausgaben	Bau-investitionen	Ausrüstungs-investitionen	Exporte	Importe	Haushalts-saldo	Arbeits-losenqoute
HSBC Trinkaus	1,8	1,0		3,0			0,2	6,5
Marcard, Stein & Co	**1,7**	**2,5**	**1,5**	**3,0**	**5,0**	**6,5**	**0,3**	**6,6**
IfW, Kiel	1,7	2,8	1,4	4,4	6,4	8,5	0,2	6,6
RWI, Essen	1,5	1,6	1,8	3,4	5,1	5,6	0,2	6,8
ifo Institut, München	1,5	1,7	1,7	2,6	5,2	5,8	0,1	6,6
M.M.Warburg & CO	1,6	1,5	1,5	3,1	3,7	1,2	-0,1	6,6
Morgan Stanley	1,1	1,9		1,0			0,1	7,0
Commerzbank	1,1	1,6		1,5			-0,3	6,6
Deutsche Bank	1,0	1,5		0,9			-0,5	6,8

Mit einem prognostizierten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 1,7 % sind wir etwas optimistischer als der Konsens. Wir glauben, dass viele Analysten die Dynamik zum Jahreswechsel 2014/15 und den zumindest im Jahr 2015 stark expansiven Effekt des Mindestlohns unterschätzen (in den Folgejahren dürfte die Wirkung des Mindestlohns dagegen negativ ausfallen, weil dann der Verlust an Arbeitsplätzen stärker wiegen dürfte als der Lohneffekt). Wir sind insbesondere beim privaten Konsum sehr positiv gestimmt. Wir denken aber auch, dass die Exporte und Investitionen dank des schwachen Euro und des niedrigen Ölpreises auch merklich zulegen werden.



Devisenmarkt: Ausblick und Maßnahmen

These 1: Wir erwarten zum Jahresende einen US-Dollar-Kurs von 1,15 US-Dollar je Euro.

Aktuell dominiert die Diskussion um die Zentralbankpolitik die Wechselkursprognosen. Denn die von der US-Notenbank avisierten Zinserhöhungen machen den US-Dollar aus Sicht der Anleger attraktiver. Gleichzeitig schwächt die geplante Ausweitung der EZB-Bilanzsumme um eine Billion Euro die europäische Währung, weil die zusätzliche Euro-Liquidität teilweise ins Ausland transferiert wird.

Die Erfahrungen aus den Anleihekaufprogrammen Japans, der USA und Großbritanniens zeigen, dass damit durchaus merkliche Abwertungen einhergingen. In der Spitze wertete der US-Dollar während der drei verschiedenen Quantitative Easing Programme der Federal Reserve gegenüber dem Euro zwischen 7 % und 20 % ab. Die Bank of England erreichte eine Schwächung des Britischen Pfund um rund 15 %, die Bank of Japan um mehr als 20 % gegenüber dem Euro. Aus diesem Grund rufen einige Großbanken bereits die Parität des US-Dollar zum Euro als mittelfristiges Ziel aus.

Dabei ist jedoch zu bedenken, dass sich die Abwertungen bei den USA und dem Vereinigten Königreich auch bald wieder umkehrten. Zudem zeigt sich, dass von den Devisenhändlern inzwischen ein großer Teil der Entwicklung bereits antizipiert wird, bevor das Programm startet, so dass das Abwertungspotenzial mit dem Start des

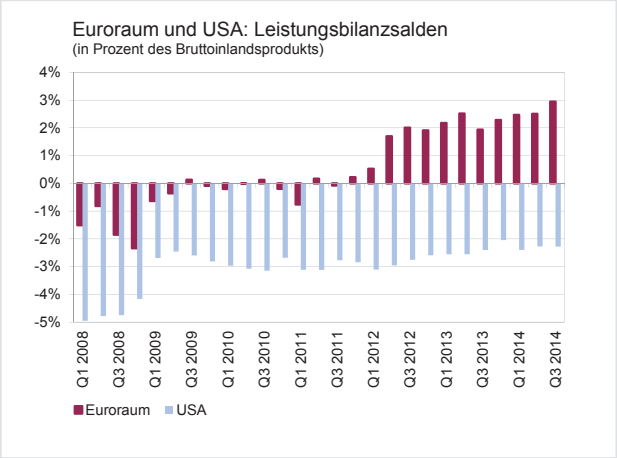
Programms schwindet. Wichtig ist dabei zudem, wie umfangreich die Anleihekäufe ausfallen. Ein weniger umfangreiches Aufkaufprogramm der EZB als erhofft könnte dem Euro zu Gute kommen.

Nichtsdestotrotz spricht neben dem Anleihekaufprogramm der EZB und den erwarteten Zinserhöhungen der US-Notenbank zu Jahresbeginn auch noch die politische Krise in Griechenland gegen den Euro. Die Wahrscheinlichkeit eines Euro-Austritts steigt, wenn die linke Oppositionspartei Syriza die Parlamentswahl in Griechenland gewinnt. Doch dürfte es diesmal wohl nicht zu einer erheblichen Kapitalflucht aus dem Euroraum kommen. Dafür erscheint das von der Europäischen Zentralbank und den europäischen Regierung gesponnene Sicherheitsnetz aus OMT („Outright Monetary Transaction"), ESM („European Stability Mechanism") und Bankgarantien zu engmaschig.

Dennoch sollte die Nachrichtenlage zunächst eindeutig für einen festeren US-Dollar sprechen. Ein Wechselkurs unter 1,10 EUR/USD erscheint möglich.

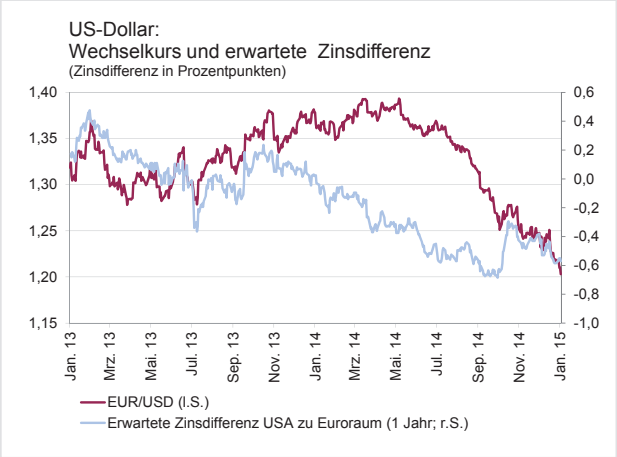
Im weiteren Verlauf des Jahres gibt es jedoch einige Faktoren, die den Euro stützen werden. Vor allem dürften sich die Wachstumsdifferenzen gegenüber dem US-Dollar spürbar verringern. Schon heute zeigt ein eigens entwickeltes Wechselkursmodell auf der Basis von Konjunkturfrühindikatoren an, dass damit in absehbarer Zeit zu rechnen ist. Nicht ganz überraschend wäre zudem, wenn die US-Konjunktur im zweiten Halbjahr das aktuell hohe Wachstumstempo nicht ganz halten kann. Eine konjunkturelle Aufhellung im Euroraum könnte zudem Kapitalflüsse von Aktieninvestoren in den Währungsraum mit sich bringen. Denn die europäischen Aktien sind nicht nur absolut, sondern auch im historischen Vergleich günstiger bewertet als ihre US-Pendants.

Des Weiteren sind die steigenden Leistungsbilanzüberschüsse des Euroraums ein gewichtiges Argument für den Euro. Das stärkt nicht nur das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung, sondern führt auch zu einer Knappheit des Euro, da Güter und Dienstleistungen aus dem Euroraum in dieser Währung bezahlt werden müssen. In den ersten drei Quartalen hat sich der Überschuss in der Leistungsbilanz um 21,5 % gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum erhöht. Gleichzeitig leben die US-Bürger weiterhin über ihre Verhältnisse.



Auch die Inflationsraten sprechen mittel- bis langfristig für den Euro. Denn eine Währung, die im Inland stärker an Kaufkraft verliert, sollte tendenziell abwerten. Von den letzten 18 Jahren waren die Inflationsraten in den USA in 15 Fällen höher als im Euroraum. Im Jahr 2015 wird die Differenz unseren Schätzungen zufolge mit knapp einem Prozent sogar so hoch ausfallen, wie seit dem Jahr 2006 nicht mehr.

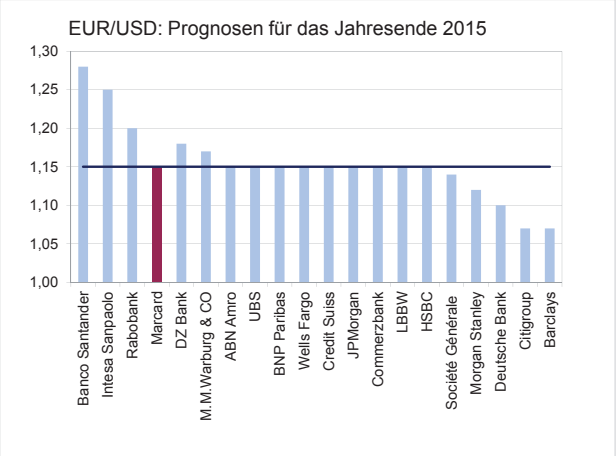
Schließlich ist zu bedenken, dass am Devisenmarkt gewisse Erwartungen bezüglich der Zinspolitik bereits eingepreist sind. Das aktuelle Wechselkursniveau dürfte die erwartete Zinsentwicklung auf Einjahressicht schon recht gut abbilden.



Steigt der US-Zins also entsprechend der aktuellen Marktterwartung, dürfte sich am Wechselkurs nicht so viel ändern.

Sollte die Federal Reserve aufgrund der sehr schwachen Inflationsentwicklung zögerlicher vorgehen, könnte dies sogar zu einer Schwächung des US-Dollar führen.

Nach Abwägung aller Argumente behält der US-Dollar in den ersten Monaten des Jahres 2015 die Oberhand, während wir den Euro in der zweiten Jahreshälfte vorne sehen. Zum Jahresende 2015 könnte der US-Dollar daher bei 1,15 EUR/USD liegen. Mit unserer Prognose liegen wir auf der Konsensprognose von 1,15 EUR/USD.



These 2: Wir erwarten zum Jahresende einen Kurs des Britischen Pfund von 0,75 EUR/GBP.

Die Britische Währung hat dank einer wiedererstarkten Wirtschaft des Vereinigten Königreichs an Attraktivität gewonnen. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts lag mit 3,0 % fast viermal so hoch wie im Euroraum. Auch die Erwartungen an die Zukunft sind besser. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe liegt mit 52,5 Punkten über dem Wert des Euroraums (50,6 Punkte).

Abgesehen vom Wachstum haben sich einige der Faktoren, die das Britische Pfund im Vergleich zur Kaufkraftparität zeitweise erheblich geschwächt hatten, zusätzlich verbessert. Vor allem die Inflationsrate liegt mit unter 1 % wieder in einem soliden Bereich, nachdem sie noch vor drei Jahren auf über 5 % geklettert war. Selbst beim Haushaltssaldo gibt es leichte Fortschritte, wenngleich das Vereinigte Königreich mit einem Defizit von mehr als 5 % auch im Vergleich zum Euroraum (Haushaltsdefizit: 2,6 %) noch alles andere alles solide dasteht.

Für Kapitalzuflüsse nach Großbritannien sorgt zudem das höhere Zinsniveau im Vergleich zum Euroraum. Der Leitzins liegt bei 0,5 % über dem Referenzwert der EZB, und in der Bank of England plädieren immerhin schon zwei von neun Mitgliedern für eine sofortige Anhebung des Leitzinses um 25 Basispunkte. Auch wenn der erste Zinsschritt angesichts des tiefen Ölpreises wohl noch etwas auf sich warten lässt, ist die Geldpolitik auf mittlere Sicht ein positiver Faktor für das Britische Pfund.

Wir erwarten daher, dass das Britische Pfund im Jahresverlauf auf das nach Kaufkraftparitäten angemessene Niveau von 0,75 EUR/GBP aufwertet.

These 3: Der Schweizer Franken wird zum Jahresende bei 1,05 EUR/CHF liegen.

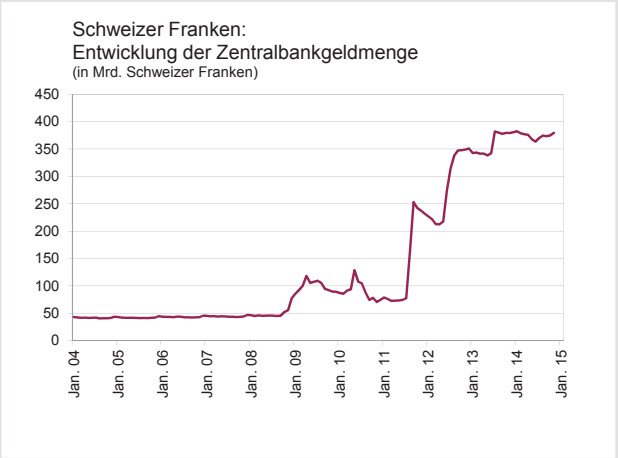
Der Schweizer Franken stand zu Jahresbeginn unter so hohem Aufwertungsdruck, dass sich die Schweizerische Nationalbank gezwungen sah, den Mindestkurs zum Euro von 1,20 EUR/CHF aufzugeben. In der Folge wertete der Schweizer Franken deutlich auf.

Vor allem die Ausweitung der Anleihekäufe durch die EZB und die Sorgen um die Wahl in Griechenland dürften diesen Schritt erzwungen haben, da der Kapitalfluss vom Euroraum in die Schweiz immer weiter anschwoll und die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank zuvor schon stark angeschwollen war. Damit werden in der Zukunft wieder die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den beiden Währungsräumen in den Vordergrund rücken.

Die starke Wettbewerbsfähigkeit und die gute Stimmungslage der Schweizer Unternehmen, die hohen Leistungsbilanzüberschüsse und eine moderate Staatsverschuldung machen den Schweizer Franken aus Sicht der Anleger attraktiv. Allein aus realwirtschaftlichen Aspekten dürfte der faire Wechselkurs ungefähr bei der Parität zum Euro liegen.

Allerdings führen die Negativzinsen von 0,75 % zu erhöhten Kosten einer Geldanlage in Schweizer Franken. Auch die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen dürfte durch der Aufwertung etwas leiden. Darüber hinaus hat die Schweizerische Nationalbank angekündigt, gegebenenfalls am

Devisenmarkt intervenieren zu wollen, um eine zu starke Aufwertung des Schweizer Franken zu verhindern. Wir glauben daher, dass ein Wechselkurs von 1,05 EUR/CHF zum Jahresende am wahrscheinlichsten ist.



Devisenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Zunächst US-Dollar Engagements noch übergewichten, im Jahresverlauf Positionen in US-Dollar bei besonderer US-Dollar-Stärke reduzieren

Aktuell dominiert der Trend zur US-Dollar-Aufwertung, da die Erwartungen an die Geldpolitik zwischen den USA und dem Euroraum stark divergieren und die Sorge um Griechenland den Euro belastet. Im ersten Quartal kann es daher dazu kommen, dass der US-Dollar die Schwelle von 1,10 EUR/USD unterschreitet, wenn z. B. die Unsicherheit um Griechenland zu einer temporären Kapitalflucht aus dem Euroraum führt. Diese Momente sollten genutzt werden, um Positionen in der US-amerikanischen Währung schrittweise abzubauen. Vor allem europäische Aktien bieten bessere Chancen als ihre bereits hoch bewerteten US-Pendants.

Maßnahme 2: In das Britisches Pfund investieren, den Schweizer Franken nur bei Kursen über 1,05 EUR/CHF kaufen

Das Britische Pfund ist wegen der starken konjunkturellen Entwicklung Großbritanniens bei gleichzeitig moderaten Inflationsraten attraktiv. Ein Investment in Schweizer Franken birgt wegen des Negativzinses der Schweizerischen Nationalbank erhöhte Kosten und sollte daher nur bei Kursen über 1,05 EUR/CHF erwogen werden, um ggf. von einer Aufwertung des Schweizer Franken zu profitieren.

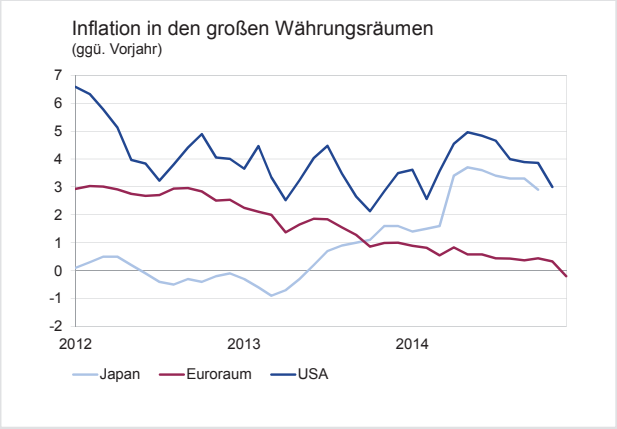
Maßnahme 3: Engagement in asiatische Währungen erwägen

Ein interessantes Investment könnten asiatische Währungen sein. Viele dieser Volkswirtschaften profitieren als Rohölimporteure von einer Verbesserung der Terms of Trade (Realaustauschverhältnis). Der Theorie und Erfahrung nach sollten deren Währungen daher aufwerten. Dazu gehören der Südkoreanische Won, der Taiwan Dollar, der Thailändische Baht, der Singapur Dollar, der Philippinische Peso und die Indische Rupie. Weniger attraktiv erscheinen der malaysische Ringgit, da Malaysia ein bedeutendes Ölförderland ist, und zunächst noch der chinesische Renminbi, da die chinesische Wirtschaft derzeit etwas abgebremst wird.

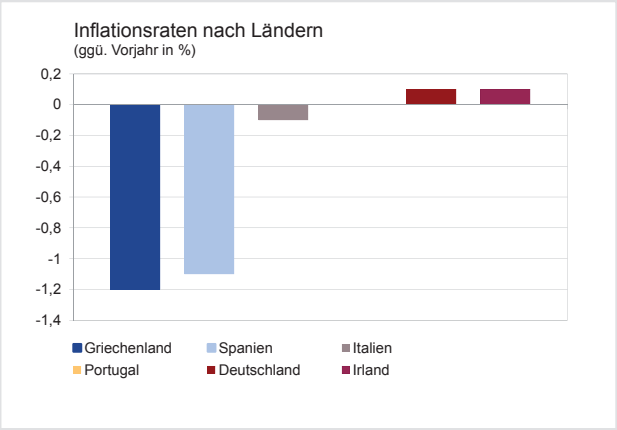
SCHWERPUNKTTHEMA: DEFLATIONSGEFAHREN IM EURORAUM

Warum schauen wir uns das Thema an?

Bei einer weltweiten Umfrage unter Fondsmanagern nach dem größten Risiko für Investoren in 2015 wurde mehrheitlich eine Deflation im Euroraum genannt. Während die USA in den letzten Jahren konstant Inflationsraten über 2 % hatte und in Japan die Preise seit einiger Zeit wieder steigen, lag die Inflation im Euroraum im Dezember 2014 bei nur -0,2 %.



Die Inflationsraten in den einzelnen Ländern des Euroraumes sind dabei heterogen. Während in Deutschland, Portugal und Irland die Inflationsrate aktuell nahe null Prozent liegt, haben Spanien, Griechenland und Italien bereits negative Teuerungsraten.

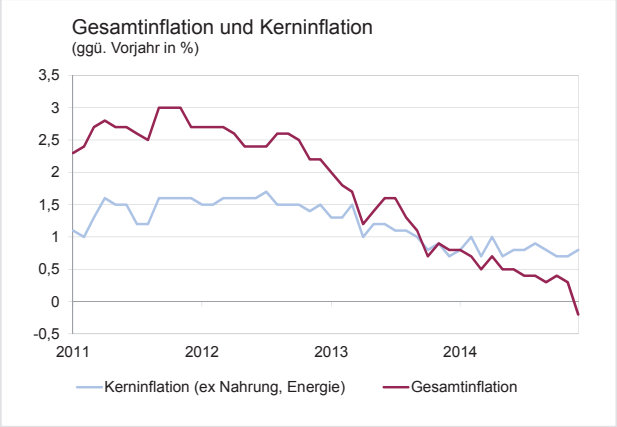


Der EZB bereiten besonders die zuletzt deutlich gesunkenen Inflationserwartungen Sorgen. In den nächsten fünf Jahren wird nur noch eine durchschnittliche Inflationsrate von 0,4 % im Euroraum erwartet. Viele Investoren haben das Vertrauen verloren, dass die EZB ihr Inflationsziel von knapp unter 2 % erreichen kann. Der drastische Ölpreisverfall schürt die Furcht vor Deflation zusätzlich. Droht Europa zum nächsten Japan zu werden?

„Bösartige“ und „gutartige“ Deflation

Negative Inflationsraten für einige Monate sind noch keine ausreichende Voraussetzung für Deflation. Erst bei einem Absinken des allgemeinen Preisniveaus über einen längeren Zeitraum (mehr als zwei Quartale) wird gemeinhin von Deflation gesprochen. Entscheidend für eine „echte“ Deflation ist dabei, dass die Preise nicht nur in einzelnen Sektoren (zum Beispiel Nahrung, Energie) sinken, sondern auf breiter Front.

Die leichte Deflation im Euroraum ist zwar im Wesentlichen auf die sinkenden Energiepreise zurückzuführen. Allerdings ist die Kerninflationsrate ebenfalls seit längerer Zeit rückläufig. Auch die allgemeine Preisentwicklung ist somit schon beunruhigend.



Das Risiko einer sich selbst verstärkenden Deflationsspirale entsteht, wenn die längerfristigen Inflationserwartungen der Konsumenten negativ werden. Dann werden Käufe von Waren in Erwartung weiter fallender Preise zurückgestellt. Unternehmen kürzen die Produktion und bauen Arbeitsplätze ab. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sinkt und macht weitere Preissenkungen der Unternehmen erforderlich. Noch sind die Inflationserwartungen im Euroraum leicht positiv. Das Risiko weiter fallender Inflationserwartungen ist jedoch gegeben. Die hier beschriebene „bösartige“ Deflation als Folge sinkender

Konsumnachfrage ist dadurch gekennzeichnet, dass sie mit einer stagnierenden oder rückläufigen Wirtschaftsentwicklung einhergeht.

Eine andere Form der Deflation – die auch als „gutartige Deflation“ bezeichnet werden kann – wird durch positive Angebotsschocks ausgelöst. Beispiele dafür sind die in den letzten Jahren gesunkenen Preise für Konsumgüter aus China oder der Ölpreisverfall der letzten Monate. Diese Form der Deflation ist jedoch weniger gefährlich, da sie mit steigender Produktivität der Unternehmen und stabilen Gewinnmargen einhergeht. Es kommt zu keinem Arbeitsplatzabbau und die Konsumnachfrage bleibt bei der „gutartigen“ Deflation stabil oder steigt sogar. Eine Deflationsspirale kann vermieden werden, und das Wirtschaftswachstum bleibt positiv.

Risiken für den Investor

Für den Investor ist die zukünftige Preisentwicklung von hoher Relevanz, da die Renditen der einzelnen Vermögensklassen eng mit der allgemeinen Preisentwicklung zusammenhängen. Die einfache Formel „Anleihen profitieren, Aktien leiden“ stimmt in der Deflation jedoch nur eingeschränkt.

Deflation bewirkt eine Vermögensumverteilung vom Schuldner zum Gläubiger mit der fatalen Konsequenz, dass beide Gruppen ihre wirtschaftliche Aktivität reduzieren oder einstellen. Unternehmen (als Schuldner) geraten unter Druck, da durch die sinkenden Preise die Umsätze sinken, während Kosten zunächst meistens stabil bleiben. Gleichzeitig verschlechtert sich die Bilanzqualität der Unternehmen, weil das Realvermögen (die Aktiva) an Wert verliert und die Verbindlichkeiten (die Passiva) an Wert zunehmen. Unternehmen als Schuldner können deshalb vermehrt ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen, und Banken als Gläubiger müssen höhere Abschreibungen vornehmen. Trotz steigendem Realwert des Kreditportfolios verringern Banken deshalb in einer Deflation die Kreditvergabe. Unternehmen sind dabei von der Deflation noch stärker betroffen als private Haushalte, da die Nominallöhne selten gesenkt werden, während die Preise für Waren recht schnell fallen.

Die Folge der beschriebenen Vermögensumverteilung sind tendenziell sinkende Unternehmensbewertungen und Aktienkurse. Durch die Aufwertung von Nominalwerten gewinnen Anleihen mit hoher Bonität an Wert. Anleihen mit niedriger Bonität hingegen verlieren an Wert, wenn die Bonität der emittierenden Unternehmen in einem deflatorischen Umfeld abnimmt.

Ein weiteres Risiko niedriger Inflation ist die steigende Instabilität des Wirtschafts- und Finanzsystems. Konjunkturelle Schwankungen können von den Zentralbanken normalerweise durch Anpassungen des Leitzinses geglättet werden. Nähert sich der Leitzins jedoch der Nulllinie, verringert sich der Handlungsspielraum der Zentralbanken drastisch. Der Leitzins im Euroraum liegt aktuell bei 0,05 % und könnte im Falle einer erneuten Rezession praktisch nicht weiter gesenkt werden. Es bleiben der Zentralbank nur unkonventionelle Maßnahmen (zum Beispiel Quantitative Easing). Deshalb sind niedrige Inflationsraten ein hohes volkswirtschaftliches Risiko.

Nullflation

In den nächsten Jahren könnte uns eine Phase konstant niedriger und zeitweise negativer Inflationsraten erwarten. Diese Entwicklung werden wir nachfolgend als „Nullflation“ beschreiben (im angelsächsischen Raum auch „Lowflation“ oder „Noflation“ genannt). Die Auswirkungen von niedrigen Inflationsraten haben gewisse Parallelen mit einer echten Deflation. Gleichzeitig gibt es jedoch auch gewichtige Unterschiede, die wir in den folgenden Kapiteln untersuchen werden.

Ursachen von Deflation

Im Euroraum sind die Ursachen für die aktuellen deflationären Tendenzen vielfältig und sowohl durch zyklische als auch strukturelle Faktoren ausgelöst. Daneben spielen monetäre Ursachen eine wichtige Rolle.

Ursachen von Deflation

	Zyklisch	Strukturell
Nachfrageschock	- Senkung der Staatsausgaben (Austerität) - Produktionslücke durch schwache Nachfrage - Negatives Konsumklima nach Finanz-/Schuldenkrise	- Rückführung der Leistungsbilanzdefizite der Peripherieländer - Schuldenabbau der Haushalte (Deleveraging)
Angebotsschock	- Ölpreisverfall - Negatives Geschäftsklima	- Rückgang der erwerbstätigen Bevölkerung (Demographie) - Globalisierung („China als Billigproduzent“) - Verkrustete Arbeits- und Dienstleistungsmärkte

Nachfolgend werden die zyklischen, strukturellen und monetären Ursachen für die sinkenden Preise im Euroraum im Detail dargestellt.

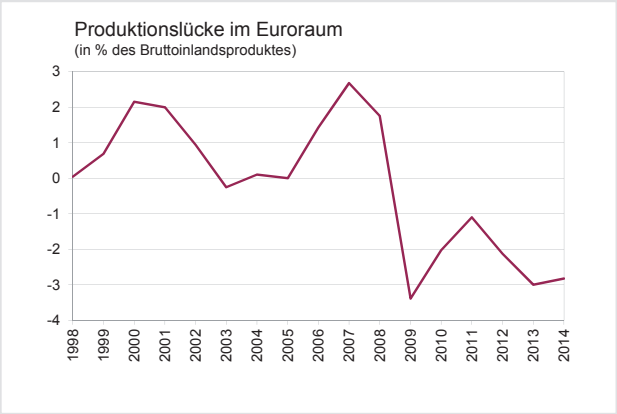
Zyklische Ursachen

> These: Zyklische Ursachen für die deflationären Tendenzen sind die schwache Nachfrage von Konsumenten und dem Staatssektor.

Historisch betrachtet waren Deflationen praktisch immer ein Nebeneffekt eines zyklischen Nachfragekollapses. In der Folge mussten Unternehmen Preise senken, um noch ausreichend Nachfrage für ihre Produkte zu finden. Auch im Euroraum ist die niedrige Inflation hauptsächlich durch die schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage bedingt. Der Nachfrageschock kam in Form der Finanz- und Eurokrise, in deren Folge Staaten, private Haushalte und Unternehmen den Konsum bzw. Investitionen stark reduziert haben:

- Staaten: In den Peripheriestaaten des Euroraumes sind als Folge der Eurokrise die Steuereinnahmen eingebrochen. Die Staatsausgaben mussten deshalb stark gesenkt werden („Austerität“).
- Private Haushalte: Die negative Wirtschaftsentwicklung, geplatzte Immobilienblasen und die hohe Arbeitslosigkeit haben das Konsumklima stark beeinträchtigt. Die Haushalte insbesondere in den Peripheriestaaten haben den Konsum deshalb deutlich gesenkt.
- Unternehmen: Unternehmen haben auf die schwache Wirtschaftsentwicklung mit Investitionszurückhaltung reagiert.

Die Nachfrage im Euroraum ist deshalb aktuell deutlich niedriger als die vorhandene Produktionskapazität der Wirtschaft. Diese Produktionslücke („Output Gap“) beträgt nach Schätzungen der Europäischen Kommission ungefähr 2,8 % des Bruttoinlandsproduktes des Euroraumes (in Deutschland ist die Produktionslücke mit 0,8 % deutlich geringer). Diese ungenutzten Ressourcen führen zu niedrigem Lohnwachstum, hoher Arbeitslosigkeit und Deflation.

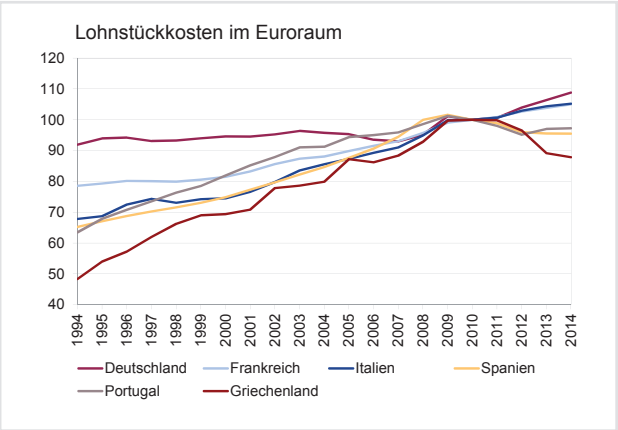


Von der Angebotsseite hat der Ölpreisverfall Ende 2014 zusätzlichen deflatorischen Druck erzeugt. Aus Sicht der Preisstabilität ist der Ölpreisverfall jedoch weniger kritisch, da die Wirkung vorübergehend ist und auch positive Effekte hat. Die Gewinnmargen der Unternehmen mit Öl als Produktionseinsatzfaktor steigen und die Konsumenten können aufgrund der Einsparungen bei den Energie- und Benzinausgaben in anderen Produktsegmenten mehr konsumieren. Insgesamt geht der stärkste Deflationsdruck von der schwachen Nachfrage im Euroraum aus. Der Ölpreisverfall übt kurzfristig jedoch zusätzlichen negativen Preisdruck aus.

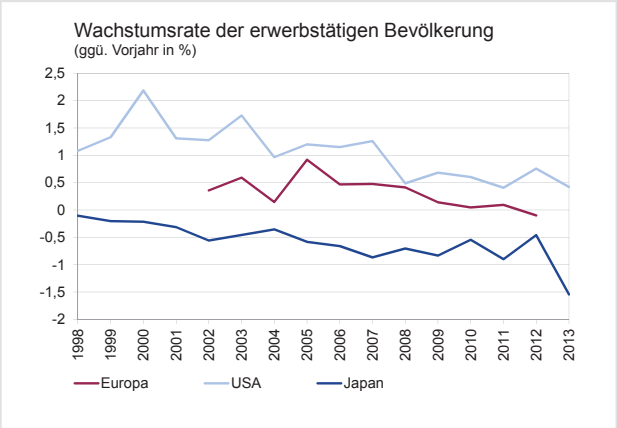
Strukturelle Ursachen

These: Im Euroraum gibt es auch strukturelle Ursachen für die rückläufige Preisentwicklung. Diese sind besonders kritisch, da sie länger wirken und Gegenmaßnahmen schwieriger umzusetzen sind.

Nach der Einführung des Euros sind die Lohnstückkosten in den Peripheriestaaten deutlich stärker gestiegen als in Kerneuropa. In den letzten Jahren mussten deshalb Preise und Löhne gesenkt werden, um die Wettbewerbsfähigkeit wieder zu erlangen („interne Abwertung"). Der dadurch entstehende Deflationsdruck dürfte noch einige Zeit anhalten, da der Anpassungsprozess in einzelnen Ländern noch bevorsteht (zum Beispiel Italien und Frankreich).



Ein weiterer struktureller Grund für die schwache Nachfrage ist die demographische Entwicklung in Europa. Die stagnierende bzw. sinkende Bevölkerung in Europa führt auch zu einem Rückgang der erwerbstätigen Bevölkerung. Dies wiederum verringert die Nachfrage nach Investitionsgütern durch Unternehmen, da weniger Arbeitnehmer und Arbeitsplätze mit Kapitalgütern ausgestattet werden müssen. Dem Diagramm ist zu entnehmen, dass die erwerbstätige Bevölkerung in Europa seit 2012 sinkt. Damit ist Europa heute dort, wo Japan Ende der 1990er Jahre stand.



Deflationsdruck von der Angebotsseite ist in den letzten Jahren durch den Aufstieg Chinas zur Wirtschaftsmacht entstanden. Besonders bei langlebigen Konsumgütern sind die Preise durch günstige Importe aus China deutlich gesunken. Auch europäische Unternehmen konnten durch Verlagerungen in Niedriglohnländer hohe Produktivitätssteigerungen erzielen und Preise senken. Der Deflationsdruck aus China wird jedoch in den nächsten Jahren wohl geringer ausfallen, da auch in China Löhne und Produktionskosten steigen.

Strukturelle Ursachen auf der Nachfrageseite sind auf die Nachwirkungen der Finanz- und Schuldenkrise zurückzuführen. Nach der Einführung des Euros haben hohe Kapitalströme aus Kerneuropa in die Peripherieländer einen Nachfrageboom ausgelöst, der kreditfinanziert und nicht nachhaltig war. Mit Ausbruch der Finanzkrise brach diese Kapitalzufuhr jedoch zusammen und die entstandenen Leistungsbilanzdefizite mussten notgedrungen abgebaut werden. Die Nachfrage aus den Peripherieländern ist dadurch eingebrochen und wird wahrscheinlich längerfristig die früheren Niveaus nicht wieder erreichen.

Auch die gestiegene Ungleichheit wird zunehmend als struktureller Grund für eine Nachfrageschwäche angeführt. Thomas Piketty hat in seinem Buch „Das Kapital im 21. Jahrhundert" die zunehmende Ungleichheit auch in Europa nachgewiesen. Da die unteren Einkommensgruppen einen höheren Anteil des Einkommens für Konsum verwenden, sinkt bei steigender Ungleichheit die Nachfrage.

Die zunehmende Verbreitung des E-Commerce durch Unternehmen wie Amazon und Zalando hat den Konkurrenz-

druck in vielen Produktkategorien enorm erhöht. Die Preistransparenz ist für Konsumenten stark gestiegen und setzt etablierte Anbieter unter Druck. Dadurch kommt es zu einer Erhöhung der Konsumentenrente und einer sinkenden Produzentenrente. Insgesamt hat der Onlinehandel deshalb eine deflationäre Wirkung.

Monetäre Ursachen

These: Die Volkswirtschaft im Euroraum befindet sich in der Keynes'schen „Liquiditätsfalle", und die Geldpolitik im Euroraum ist noch zu restriktiv.

Deflation als monetäres Phänomen kann durch Probleme im monetären Transmissionsmechanismus und eine zu restriktive Geldpolitik ausgelöst werden. Es gibt Hinweise, dass im Euroraum beide Ursachen eine Rolle spielen. Der monetäre Transmissionsmechanismus ist im Euroraum gestört, weil die expansive Geldpolitik nicht zu der gewünschten Stimulierung der Wirtschaft führt. Trotz rekordtiefer Leitzinsen der EZB stagniert die Konjunktur im Euroraum seit Jahren. Der Ökonom John Maynard Keynes hat dieses Phänomen als „Liquiditätsfalle" beschrieben. Wenn die kurzfristigen Zinsen nahe Null liegen, entgehen Banken durch das Halten von Liquidität praktisch keine Zinseinnahmen (Opportunitätskosten). Der Anreiz für die Vergabe von stimulierenden Krediten an die Privatwirtschaft ist deshalb gering. Das „Drucken von Geld" durch die Zentralbank führt nicht zu erhöhter Kreditvergabe, sondern nur zu höheren Liquiditätsreserven der Banken. Die Folge ist eine weitgehend wirkungslose Geldpolitik.

Volkswirtschaftlich betrachtet gibt es in jedem wirtschaftlichen Umfeld einen Gleichgewichtszins, der Angebot und Nachfrage nach Kapital – bei Vollbeschäftigung – in ein Gleichgewicht bringt. Dieser Gleichgewichtszins ist für den Euroraum aktuell negativ. Die EZB kann diesen negativen Gleichgewichtszins mit der klassischen Geldpolitik jedoch nicht erreichen, da Zinsen nicht unter null sinken können. Die Zentralbank könnte zwar Kredite an Geschäftsbanken vergeben und dafür Zinsen zahlen (dies würde einem negativen Zins aus Sicht der Bank entsprechen). Eine Geschäftsbank würde allerdings keine Kredite zu negativen Zinsen an die Privatwirtschaft vergeben, da das Halten von Liquidität aus Sicht der Bank profitabler ist (die Bank spart die Zinszahlung an den Kreditnehmer). Deshalb würden negative Leitzinsen in der Wirtschaft nicht umgesetzt werden.

In einem Bereich kann die Zentralbank jedoch negative Zinsen durchsetzen. Alle Geschäftsbanken müssen überschüssige Liquidität über Nacht auf einem Konto der EZB „parken". Da dies zwingend vorgeschrieben ist, können Banken den negativen Einlagenzins von aktuell -0,2 % nicht umgehen.

Die EZB hat jedoch noch weitere Mittel, um auch in der aktuellen Situation (Liquiditätsfalle, negativer Gleichgewichtszins) die Wirtschaft durch Geldpolitik zu stimulieren. Mit diesen unkonventionellen Maßnahmen können insbesondere die Inflationserwartungen beeinflusst und die Nachfrage dadurch angeregt werden.

Zu den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zählen:

- das Versprechen die Zinsen für einen langen Zeitraum niedrig zu halten („enhanced forward guidance"),
- die Vergabe langfristiger Kredite an Geschäftsbanken („long-term refinancing operations") und
- die Beeinflussung langfristiger Zinssätze durch den Aufkauf von Staatsanleihen oder anderer Vermögenswerte („Quantitative Easing").

Bisher wurden das „Quantitative Easing" nur in begrenztem Umfang umgesetzt. Zur Bekämpfung der niedrigen Inflation sind deshalb voraussichtlich noch weitere unkonventionelle geldpolitische Schritte der EZB erforderlich.

Politikempfehlungen

Politische Maßnahmen haben im aktuellen Umfeld große Auswirkungen auf die Entwicklung der Konjunktur und der Finanzmärkte. Als Investor sollte man deshalb politische Entwicklungen eng verfolgen. Die Maßnahmen zur Bekämpfung einer Deflation können grundsätzlich in drei Bereiche unterteilt werden:

1. Expansive Geldpolitik
2. Flexible Fiskalpolitik
3. Wachstumsorientierte Strukturreformen

Nachfolgend werden die aus unserer Sicht im Euroraum erforderlichen Maßnahmen in diesen drei Bereichen skizziert. Je vollständiger und schneller diese Maßnahmen umgesetzt werden, desto wahrscheinlicher ist eine positive wirtschaftliche Entwicklung Europas.

Geldpolitik

These: Die Geldpolitik sollte im Euroraum in den nächsten Jahren noch expansiver als bisher ausgestaltet werden.

Auch unkonventionelle Maßnahmen wie der Aufkauf von Staatsanleihen sollten für die EZB kein Tabu mehr sein. Die gesamtwirtschaftliche Verlustfunktion der Preisentwicklung ist asymmetrisch, das heißt eine Deflation fügt einer Volkswirtschaft größeren makroökonomischen Schaden zu als eine Inflation gleichen Ausmaßes. Verschiedene Studien haben zudem ergeben, dass in einem Umfeld niedriger Inflationsraten eine Zentralbank präventiv und deutlich aggressiver als sonst reagieren sollte.

Es gibt jedoch auch negative Begleiterscheinungen von Staatsanleihekäufen. Dazu zählen insbesondere Fehlanreize für Peripheriestaaten, die notwendige Strukturreformen aufschieben könnten. Auch ist rechtlich umstritten, ob der Kauf von Staatsanleihen durch die EZB einer Staatsfinanzierung gleichkommt. Zahlungen aus dem ESM-Fonds sollten deshalb mit strengen Sanierungsauflagen für die Staatsfinanzen konditioniert werden, um diesen Risiken zu begegnen. Denn bei einem Zahlungsausfall eines Eurolandes würden die Verluste der EZB letztlich durch den Steuerzahler getragen.

Andererseits birgt eine mögliche Deflation im Euroraum aus Investorensicht hohe Risiken. Das Beispiel Japan zeigt wie negativ eine Deflation wirken kann und wie hartnäckig deflationäre Entwicklungen sind, wenn sie erst begonnen haben. Aktuell erscheint deshalb das Risiko weiterer Maßnahmen der EZB geringer als das Risiko, nichts zu unternehmen. Ermutigend ist zudem, dass Aufkaufprogramme für Staatsanleihen in den USA und Großbritannien bereits erfolgreich durchgeführt wurden. Beide Volkswirtschaften haben sich deutlich besser von der Finanzkrise erholt als der Euroraum.

Fiskalpolitik

These: Die Fiskalpolitik hat eine Schlüsselrolle bei der Deflationsbekämpfung.

Die Ursachen für die Deflationstendenzen im Euroraum liegen vornehmlich in der schwachen Nachfrage. Gleichzeitig ist die Wirkung der Geldpolitik bei Zinssätzen nahe der Nulllinie begrenzt. Deshalb kann die Fiskalpolitik einen Beitrag liefern, um die Inflationsrate anzuheben. Erste Schritte wurden auf EU-Ebene mit dem „Investitionsplan für Europa“ bereits unternommen. Auch in Deutschland ist es volkswirtschaftlich gesehen sinnvoll, weitere Investitionen in den Ausbau der Infrastruktur vorzunehmen. Dazu zählen Investitionen in das Kommunikationsnetz, das Bildungssystem und den Straßen- und Schienenverkehr. Diese Investitionen wären ökonomisch bereits vorteilhaft, wenn die Rendite über den aktuellen Finanzierungskosten des Bundeshaushaltes von 0 % bis 1 % liegen würde. Darüber hinaus könnten Investitionen in Deutschland die kontraktive Haushaltspolitik in den Peripherieländern ausgleichen und damit die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum unterstützen. Die Fiskalpolitik sollte deshalb im Euroraum in allen Ländern flexibel gehandhabt werden.

Strukturreformen

These: Strukturreformen sollten vor allem Investitionshemmnisse für Unternehmen abbauen.

Die Investitionszurückhaltung vieler Unternehmen ist eine der Ursachen für die schleppende Wirtschaftsentwicklung und die rückläufige Preisentwicklung. Durch wachstumsorientierte Strukturreformen (Abbau von Investitionshemmnissen, Flexibilisierung des Arbeitsmarktes, Liberalisierung von Dienstleistungsmärkten etc.) können das Geschäftsklima verbessert und Investitionsanreize für Unternehmen gesetzt werden. Entscheidend ist hierbei, dass es zu mehr Investitionen der Unternehmen kommt und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dadurch steigt. Die Hauptwirkung von Strukturreformen sollte sich dabei durch die positive Wirkung auf das Geschäftsklima und gesteigertes Vertrauen in die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung entfalten.

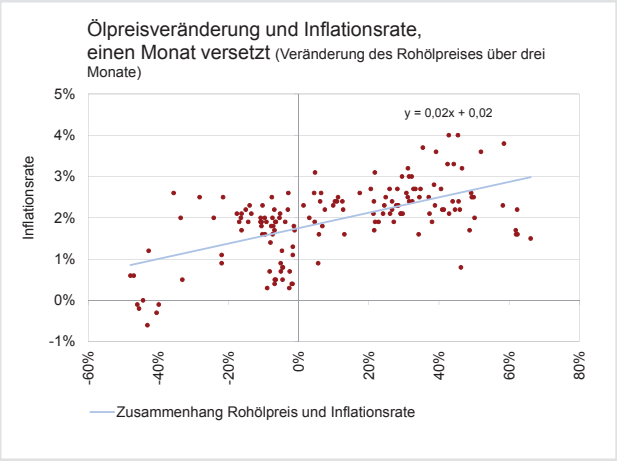
Inflationsprognose Marcard, Stein & Co

These: Die Inflationsrate im Euroraum wird im ersten Halbjahr 2015 im negativen Bereich liegen und auf Jahressicht 0 % betragen. In Deutschland liegt die Inflationsrate etwas höher bei 0,3 %.

In weiten Teilen des Euroraums besteht aufgrund ausbleibender oder nicht ausreichender Reformen nach wie vor eine hohe strukturelle Arbeitslosigkeit. Dies lässt Preissteigerungen nicht zu und verbilligt aufgrund bestehenden Lohndrucks zusätzlich die Produktion, wenngleich es erste Anzeichen dafür gibt, dass die Lohnentwicklung ihren Tiefpunkt durchschritten hat. Der noch in Teilen des Euroraums geringe Auslastungsgrad der Industrieunternehmen lässt zudem keine Spielräume für die Unternehmen erkennen, höhere Preise am Markt durchzusetzen. Ein weiterer Hemmschuh für die Inflationsentwicklung stellt die Kreditvergabe der Banken dar. Vor dem EZB-Stresstest, welcher im Jahr 2014 durchgeführt wurde, haben die europäischen Banken ihre Kreditvergabe eingeschränkt, so dass das Kreditmengenwachstum rückläufig war. Auch wenn die Banken nach dem Stresstest wieder mehr Kredite vergeben sollten, wird der Effekt alleine nicht ausreichen, um die Inflationsentwicklung entscheidend zu beeinflussen. Der Impuls aus einer von uns erwarteten anziehenden Entwicklung der Konjunktur im Euroraum tritt zudem erst mit Zeitverzug auf. Gleiches gilt für den stimulierenden Effekt von Anleihekäufen, welche die Inflationsrate nicht kurzfristig beeinflussen werden.

Während der strukturell begründete, inflationsdämpfende Effekt im neuen Jahr eher nachlassen sollte, kommt der entscheidende Dämpfer für unsere Inflationsprognose von der Preisentwicklung für Energie. So ist der Rohölpreis seit der Jahresmitte 2014 von über 110 US-Dollar je Barrel der Rohölsorte Brent auf etwa 50 US-Dollar gesunken. Wir denken zudem, dass sich der Ölpreis, wenn überhaupt, im neuen Jahr nicht so stark erholen wird. Dies hat Auswirkungen auf die Inflationsrate, da etwa 10 % des aktuellen Warenkorbs direkt für Energie aufgewendet werden (vor allem tanken und heizen). Ein weiterer, negativer Preiseffekt entsteht durch den Einsatz von Energie und fossilen Rohstoffen bei der Herstellung von Konsumgütern. Das Blech für Autos wird zum Beispiel unter hohen Energiekosten hergestellt, während ein Großteil der

Innenausstattung in chemischen Verfahren unter Nutzung von Rohöl als Rohstoff produziert wird. Der Effekt des Preisverfalls beim Rohöl auf die Inflationsrate wird somit deutlich spürbar sein. In der Vergangenheit erhöhte ein Anstieg des Ölpreises um 10 % im Durchschnitt die Preisveränderungsrate um 0,2 Prozentpunkte. Entsprechend hat ein Ölpreisverfall von 40 % bis 50 % einen signifikanten Einfluss auf die Inflationsrate, der isoliert betrachtet bis zu -1 Prozentpunkt betragen kann. Dabei wird der Effekt fast das ganze Jahr lang anhalten, da sich der Ölpreisrückgang erst zum Jahresende 2014 beschleunigte. Neben den Preisen für Energie sind zudem weitere Rohstoffpreise rückläufig, auf deren Märkten sich ein Überangebot aufgebaut hat. Dies betrifft einige Industriemetalle und Agrarrohstoffe.



Wir rechnen damit, dass zu Jahresbeginn zunächst negative Inflationsraten im Euroraum gemessen werden. Mit der allmählichen konjunkturellen Belebung, dem Aufbau von Arbeitsplätzen, einem etwas stärkeren Euro und dem Nachlassen des Basiseffekts aus dem Ölpreisrückgang, sollten dann im Jahresverlauf aber auch wieder Inflationsraten von etwas über 0 % zu messen sein. Auf Jahressicht sollten die Preise aber unverändert bleiben und somit „Nullflation“ herrschen.

In Deutschland sollte die Inflationsrate dagegen etwas höher als im übrigen Euroraum liegen. Die geringe Arbeitslosigkeit hat dazu geführt, dass die Tariflöhne auf breiter Front steigen konnten und aufgrund einer niedrigen Inflationsrate im letzten Jahr hohe Reallohnzuwächse entstanden. Da das Sparen aufgrund der niedrigen Zinsen derzeit wenig attraktiv ist, geben die Menschen mehr Geld für Konsumgüter oder Dienstleistungen aus. Auch die Einführung des Mindestlohns dürfte einen kleinen, aber messbaren Effekt auf die Inflationsrate in Deutschland haben.

Exkurs: Berechnung von Inflationsraten

Die Inflationsrate einer Volkswirtschaft misst, wie sich das Preisniveau von Gütern und Dienstleistungen von einer Periode zu einer anderen Periode verändert hat. Dabei gibt es verschiedene Berechnungsmethoden, die je nach Fragestellung unterschiedlich ausfallen können. In der Praxis hat sich aber die Berechnung über die Veränderung eines Verbraucherpreisindex durchgesetzt.

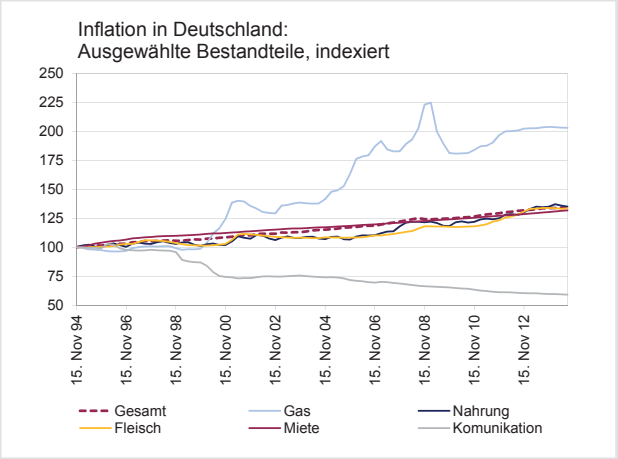
Im Euroraum wird vom europäischen Statistikamt Eurostat der harmonisierte Verbraucherpreisindex länderweise und monatlich veröffentlicht. Der Verbraucherpreisindex misst die durchschnittliche Preisentwicklung aller Waren und Dienstleistungen, die private Haushalte für Konsumzwecke kaufen. Die Berechnungsweise ist für alle Länder des Euroraums identisch (daher das Wort harmonisiert), so dass die Volkswirtschaften im Währungsgebiet verglichen werden können.

Der Warenkorb als Grundlage der Inflationsberechnung

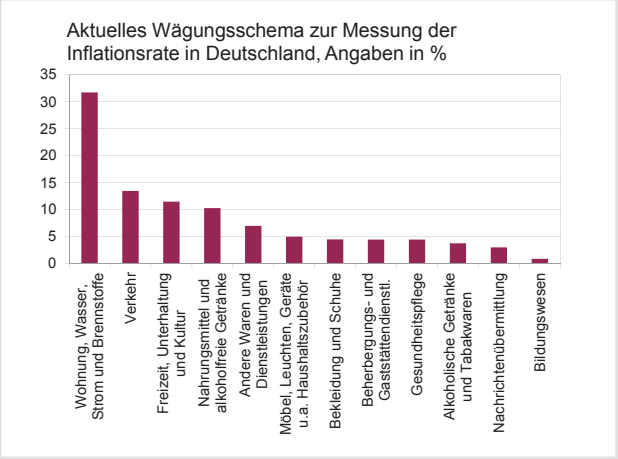
Bei der Berechnung des Verbraucherpreisindexes geht man von einem „Warenkorb“ aus, der sämtliche von privaten Haushalten gekauften Waren und Dienstleistungen repräsentiert. Der Warenkorb wird laufend aktualisiert, damit diejenigen Gütervarianten in die Preisbeobachtung eingehen, welche häufig gekauft werden. Für die Messung der Preisentwicklung der einzelnen Güter des Warenkorbes werden durch „Preiserheber“ regelmäßig die Preise von Produkten notiert. Für viele Güterarten erfolgt außerdem eine zentrale Preiserhebung, beispielsweise im Internet oder in Versandhauskatalogen. Insgesamt werden so monatlich über 300.000 Einzelpreise erfasst. Ein einmal für die Preisbeobachtung ausgewählter Artikel wird dann gegen einen anderen ausgetauscht, wenn er nicht mehr oder nur noch wenig verkauft wird. Auch Mengen- und (soweit möglich) Qualitätsveränderungen werden berücksichtigt.

Zur Berechnung des Verbraucherpreisindex werden die Güter des Warenkorbs zunächst in rund 600 Güterarten

eingeteilt, zum Beispiel Nahrungsmittel oder Ausgaben für Bekleidung. Die durchschnittliche Preisentwicklung gegenüber einem Basisjahr für eine Güterart wird jeweils mit dem entsprechenden Ausgabenanteil gewichtet, den die Haushalte für diese Güterart ausgeben. Das Ergebnis ist ein gewichteter Mittelwert für die Preisentwicklung in Deutschland.



Die Gewichtungsinformationen sind im sogenannten Wägungsschema enthalten. Im Gegensatz zum Warenkorb wird das Wägungsschema für den Verbraucherpreisindex nur alle fünf Jahre an die aktuellen Konsumgewohnheiten angepasst, um innerhalb des Fünfjahreszeitraums die reine Preisentwicklung unbeeinflusst von Änderungen der Ausgabengewichte darstellen zu können. Das Wägungsschema wird aus repräsentativen Umfragen gewonnen.



Um einen fortlaufenden Index aus Warenkorb und Wägungsschema ermitteln zu können, gibt es drei Möglichkeiten. Man kann fragen, was der Warenkorb aus der letzten Periode heute kostet (Laspayres-Index), was der aktuelle Warenkorb in der letzten Periode gekostet hätte (Paasche-Index), oder es wird das geometrische Mittel über beide Indizes gebildet.

Im Euroraum wird der Verbraucherpreisindex in der Laspayres-Form errechnet. Dabei wird der Index als Kettenindex bestimmt. Für jede Periode wird ermittelt, wie viel die in der Vorperiode im Warenkorb befindlichen Waren in der aktuellen Periode kosten. Somit ändert sich der Warenkorb bei jeder Berechnung. Der Nachteil ist, dass dieser Index über längere Perioden nur über eine Verkettung der Jahresergebnisse zu interpretieren ist, da sich die Warenkörbe der jeweiligen Perioden unterscheiden.

Schwächen des Verbraucherpreisindex

Der Verbraucherpreisindex ist ein relativ genaues Maß zur Messung der Inflation, hat aber einige Schwächen und ist daher kein perfektes Maß. Vor allem die Annahme eines für alle Haushalte identischen Warenkorbs und Wägungsschemas ist kritisch zu sehen. Denn beispielsweise haben sehr wohlhabende Personen ein von durchschnittlichen Konsumenten abweichendes Konsummuster. Vor allem Luxusgüter sind im persönlichen Warenkorb überproportional stark vertreten, während die Ausgaben für gewöhnliche Nahrungsmittel im Verhältnis zu den Gesamtausgaben kaum ins Gewicht fallen. Die offizielle Inflation bildet daher die Inflation wohlhabender Personen nur unzureichend ab. Eine Untersuchung für in der Schweiz lebende wohlhabende Personen kommt zu dem Schluss, dass sich die offizielle Inflationsrate und die individuelle Inflationsrate langfristig zwar kaum unterscheiden, aber dafür größere jährliche Schwankungen zu verzeichnen sind. Denn Luxusgüter wie Schmuck, Weine und Luxuswohnungen sind konjunkturreagibler und waren beispielsweise nach der Finanzmarktkrise deutlich preiswerter zu kaufen.

Ein weiteres Problem ist das Auftreten des sogenannten Substitutionseffekts. Steigt beispielweise der Preis von Butter stark an, würden Verbraucher Butter durch Margarine substituieren, um der Inflation auszuweichen. Dies führt aber bei der Inflationsmessung dazu, dass die Inflation tendenziell etwas zu hoch ausgewiesen wird, da der Warenkorb periodenweise statisch ist und nicht den inflationsmindernden Umstieg auf Margarine berücksichtigt.

Der Warenkorb vernachlässigt zudem die veränderte Kaufkraft, welche durch die Einführung neuer Produkte entsteht. Denn neue Produkte erhöhen die Wahlmöglichkeiten eines Konsumenten und machen jeden Euro wertvoller. Konsumenten brauchen weniger Euro, um den gleichen Lebensstandard zu erreichen. Auch Qualitätsverbesserungen können die Inflation überzeichnen, sofern im Mittel Verbesserungen auftreten. Dieses Problem wird mittlerweile aber durch die Anwendung neuer statistischer Methoden größtenteils ausgeglichen.

Hedonische Methoden zur Bestimmung des Inflationseffekts aus Qualitätsverbesserungen.

Der rasante technologische Wandel stellt für die Statistiker eine Herausforderung dar. Wird beispielsweise ein Smartphone von vor fünf Jahren mit einem heutigen Gerät verglichen, das 20 % teurer ist, entsteht bei der Messung der Preissteigerung ein Problem. Denn durch neue Technologien hat das heutige Smartphone einen wesentlich höheren Nutzen, der den Preisanstieg ausgleichen oder überkompensieren kann. Es darf somit nur der aus der Qualitätsänderung verursachte Preiseffekt eine Rolle spielen, um die Inflation korrekt abzubilden. Steigt die Qualität eines Produkts um 10 %, während der Preis um 20 % zunimmt, würde Inflation herrschen, da eine Geldeinheit weniger Nutzen erbringt.

Im Beispiel des Smartphones wird das Produkt gedanklich in Qualitätskomponenten wie Display, Kamera und Prozessorleistung zerlegt, und jedem Qualitätsmerkmal wird mittels einer statistischen Auswertung ein Preiseffekt zugerechnet. Dann können die Qualitätsmerkmale der Smartphones aus beiden Perioden benutzt werden, um den Preiseffekt aus der Qualitätsveränderung zu errechnen.

Als hedonisch bezeichnet man dabei eine Bewertungsmethode, die ein Objekt nach seinen intrinsischen (inneren) und extrinsischen (äußeren) Werten beurteilt. In den USA werden hedonische Methoden zur Inflationsmessung bereits seit längerer Zeit angewandt. Dort erstrecken sich diese Messmethoden zudem auf eine größere Anzahl an Produktgruppen. Dies führt dazu, dass die Inflationsrate im Euroraum im Vergleich zu den USA tendenziell etwas überschätzt wird.

Gefühlte Inflation

> These: Die gefühlte Inflation in Deutschland wird höher liegen als die tatsächliche Inflation.

Die sogenannte gefühlte Inflation ist mit dem Verbraucherpreisindex nicht zu messen. Unter gefühlter Inflation ist zu verstehen, dass die offizielle Inflation nicht mit der wahrgenommenen Inflation übereinstimmt. Gefühlte Inflation tritt häufig dann auf, wenn oft gekaufte, aber im Warenkorb gering gewichtete Konsumgüter teurer werden, während langlebige und selten gekaufte, aber im Warenkorb relativ hoch gewichtete Konsumgüter wie Häuser, Autos oder TV-Geräte unter Berücksichtigung der Qualitätsverbesserung kaum teurer werden. Die offizielle Inflationsstatistik liegt dann unter der von vielen Konsumenten gefühlten Teuerung. Für 2013 lag beispielsweise die gefühlte Inflation nach einer Berechnung der Großbank Unicredit bei 2,2 %, während die offizielle Inflationsrate lediglich 1,5 % betrug.

In 2015 wird in Deutschland die gefühlte Inflation über der tatsächlichen Inflation liegen, da der Effekt der Einführung des Mindestlohns bei vielen häufig konsumierten Produkten und Dienstleistungen zu spüren sein wird, während die Auswirkung auf die tatsächliche Inflationsrate geringer ausfällt. Vor allem häufig in Anspruch genommene Dienstleistungen wie Frisör- und Beförderungsdienstleistungen werden teurer. Auch beim Bäcker werden die gestiegenen Löhne zu höheren Brotpreisen führen.

Folgen für die Anlagepolitik

Niedrige Inflationsraten sind ein schwieriges Feld für jeden Investor. Nachfolgend beschreiben wir eine Anlagepolitik, um auch im aktuellen Umfeld erfolgreich zu investieren.

Geldillusion

Schwankende Inflationsraten erfordern das Denken in realen Größen. Häufig werden von Investoren jedoch nominale Renditeziele formuliert und Investitionsmöglichkeiten auf Basis nominaler Betrachtungen bewertet. Diese

Tendenz, in nominalen statt realen Größen zu denken, wird als Geldillusion („Money Illusion“) bezeichnet. Dabei wird der Nenn-/Nominalwert des Geldes mit der tatsächlichen Kaufkraft verwechselt. Das ist jedoch falsch, weil Geld in modernen Papiergeldsystemen seinen Wert nur aus der Kaufkraft für Waren und Dienstleistungen ableitet und keinen intrinsischen Wert besitzt. Der Wert des Geldes kann deshalb nur sinnvoll durch den Tauschwert für andere Güter ausgedrückt werden (und Inflation ist die Messung der Veränderung dieses Tauschwertes). Ein rationaler Investor sollte deshalb alle nominalen Größen um die Inflation korrigieren bzw. nur in realen Größen denken.

Investmentziele

These: Investoren sollten das nominale Renditeziel für 2015 deutlich reduzieren, da wir für den Euroraum nur eine Inflationsrate von 0 % erwarten.

Wer in der Vergangenheit ein nominales Renditeziel von 4 % angestrebt hat, sollte dies für 2015 auf ungefähr 2 % reduzieren (da die Inflationsrate wahrscheinlich 2 % unter der langjährigen Planungsprämisse von 2 % liegen wird). Vor Steuern wird damit die gleiche reale Rendite erzielt. Nach Steuern wäre die reale Rendite aufgrund des Steuereffektes mit 1,5 % sogar höher (siehe Tabelle).

Realrendite Gesamtvermögen

	Nullflations-Umfeld	Normales Inflationsumfeld
Nominales Renditeziel	2,0 %	4,0 %
abzgl. Abgeltungssteuer von 25 %	0,5 %	1,0 %
abzgl. Inflation	0,0 %	2,0 %
Realrendite nach Steuern	1,5 %	1,0 %

Erfahrungsgemäß reduzieren viele Investoren bei sinkenden Inflationsraten ihre Renditeziele jedoch nicht, sondern halten an den ursprünglichen nominalen Zielen fest. Da risikolose Investments aktuell jedoch negative Realrenditen haben, geht damit zwangsläufig eine Erhöhung des Risikos für das Gesamtvermögen einher (aktuell haben Bundesanleihen bis zu einer Laufzeit von fünf Jahren eine negative nominale Rendite). Somit sollte sich jeder Investor fragen, ob er weiterhin den realen Kapitalerhalt seines Vermögens anstrebt oder höhere Risiken eingehen möchte, um die gleichen Nominalrenditen wie in der Vergangenheit zu erzielen. Unsere Empfehlung ist an dieser Stelle eindeutig: Ein Investor sollte in realen Größen denken, nicht der Geldillusion erliegen und die nominalen Renditeziele reduzieren.

Renditeerwartung und Risiko

These: Die erzielbaren Renditen der einzelnen Vermögensklassen reduzieren sich in der Regel bei sinkender Inflation, da die niedrigeren Inflationsraten vom Kapitalmarkt „eingepreist“ werden.

Die erwartete Rendite setzt sich aus zwei Komponenten zusammen:

Rendite = risikoloser Zins + Risikoprämie

Sinkt der risikolose Zins aufgrund niedriger Inflationsraten, dann reduziert sich bei konstanter Risikoprämie auch die Investorenrendite. Als Referenz für den risikolosen Zins werden häufig kurzlaufende Bundesanleihen herangezogen, die aktuell eine Rendite von null Prozent aufweisen. Die Rendite ist damit um mindestens 2 % niedriger als der historische Durchschnitt. Demzufolge ist auch die nominale Renditeerwartung für Aktien ca. 2 % niedriger als in der Vergangenheit und beträgt nur noch rund 6 % (= 0 % risikoloser Zins + 6 % Aktienrisikoprämie).

Die so abgeleiteten Renditen sind nur dann verlässlich, wenn die Aktienmärkte im Gleichgewicht sind. Für die taktische Allokation sind solche langfristigen Renditeerwartungen eine gute Ausgangsbasis, müssen aber je nach aktueller Marktbewertung angepasst werden. Die Kernaussage dieser Überlegungen bleibt jedoch: Die erwarteten nominalen Renditen für Anleihen und Aktien reduzieren sich bei sinkender Inflation tendenziell.

Strategische Asset Allokation

These: Die strategische Allokation sollte aufgrund der veränderten Inflationserwartungen und des niedrigen Zinsniveaus nicht angepasst werden.

Die festgelegte strategische Vermögensallokation ermöglicht, die definierten finanziellen Ziele langfristig zu erreichen und dient als Richtwert für die Portfolioallokation. Der Anlagehorizont beträgt dabei in der Regel über zehn Jahre. Die strategische Asset Allokation sollte deshalb nur bei veränderten Investmentzielen oder strukturellen Veränderungen an den Kapitalmärkten angepasst werden.

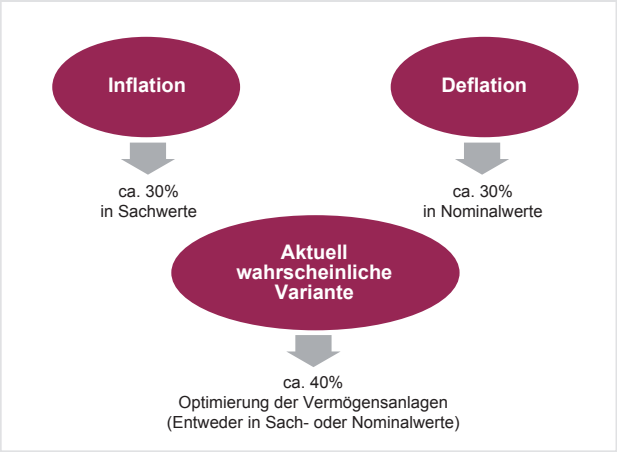
Die erwartete Phase niedriger Inflation wird aus unserer Sicht zwar über einen längeren Zeitraum anhalten, stellt aber keinen Strukturbruch dar. Die niedrigen Renditen im Anleihebereich sind auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen (niedrige Inflation, Risikoaversion, niedrige Leitzinsen, Überbewertungen etc.). Daraus kann man jedoch nicht schließen, dass die mit Anleihen erzielbaren Renditen dauerhaft niedrig bleiben. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass sich solche Entwicklungen schnell umkehren können.

Eine Anpassung der strategischen Allokation ist deshalb nicht erforderlich. Vorschnelle Veränderungen der langfristigen Vermögensstrategie stellen vielmehr ein Risiko für das Vermögen und die angestrebten finanziellen Ziele des Investors dar.

Taktische Allokation

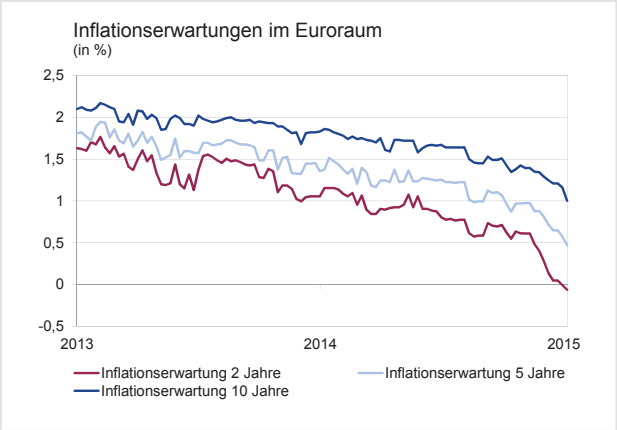
These: Taktisch sollten in 2015 ungefähr 50 % des Vermögens in Nominalwerte und 50 % in Sachwerte investiert werden.

Aufgrund von Prognoseunsicherheit für Inflationsraten sollte nie alles auf eine Strategie gesetzt werden. Deshalb sollten grundsätzlich ca. 30 % des Portfolios in Nominalwerte und 30 % in Sachwerte allokiert sein. Die verbleibenden 40 % sollten je nach Inflationsprognose und aktueller Bewertung der Vermögensklassen umgeschichtet werden. Aktuell empfehlen wir je 50 % in Nominal- und Sachwerte zu investieren.



Grundsätzlich erfahren Nominalwerte (Geld, Anleihen) bei sinkenden Inflationsraten oder Deflation hohe Wertsteigerungen – allerdings nur, wenn die niedrigere Inflation unerwartet ist. Für den Investor ist deshalb entscheidend zu wissen, wieweit die erwartete Entwicklung bereits „eingepreist“ ist.

Aktuell sind die Inflationserwartungen für den Euroraum bereits stark gesunken. Für die nächsten zwei Jahre wird eine Inflationsrate von 0 % und für die nächsten 5 Jahre von 0,4 % erwartet.



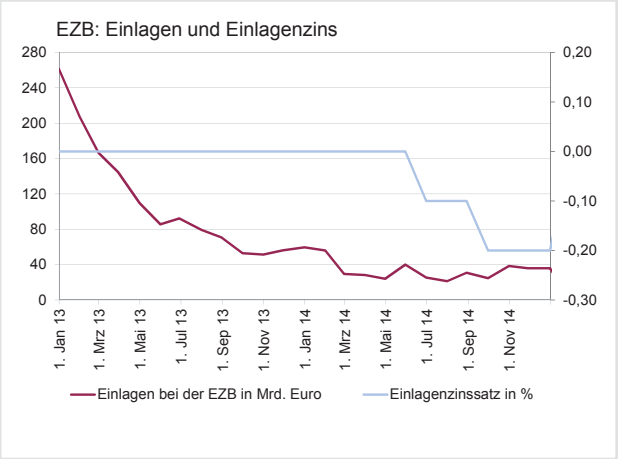
Die Preise von Nominalwerten sind deshalb bereits entsprechend angestiegen. Eine größere Umschichtung des Vermögens in Nominalwerte ist nicht mehr sinnvoll. Allerdings sollten Nominalwerte als Schutz vor einer Verschärfung der deflationären Entwicklung weiterhin Bestandteil jedes Portfolios sein. Denn trotz niedriger Nominalrenditen sind die Realrenditen von Anleihen durch die gesunkene Inflation zuletzt konstant geblieben oder sogar gestiegen.

JAHRESAUSBLICK 2015: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

Geldmarkt: Ausblick und Maßnahmen

> These 1: Die Zinsen für Geldmarktanlagen werden auf ihren niedrigen Niveaus verharren. Der negative Zinssatz auf Einlagen bei der EZB wird über das Jahr Bestand haben.

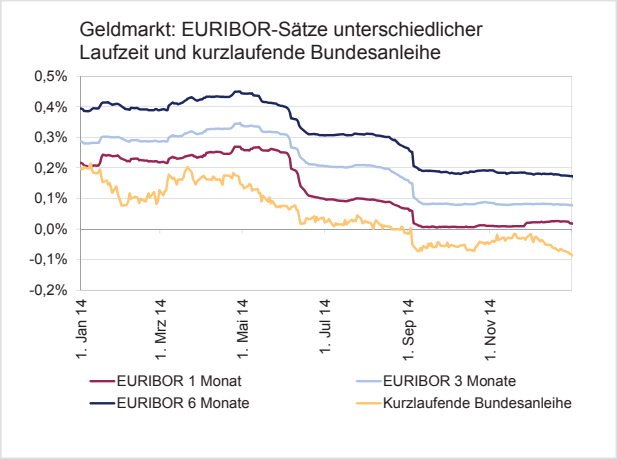
Am Geldmarkt hat sich die Situation im letzten Jahr weiter verschärft. Denn die Europäische Zentralbank hat den Leitzinssatz zweimal auf nun 0,05 % abgesenkt. Gleichzeitig führte sie einen negativen Einlagenzins ein, der bei -0,2 % liegt. Damit will sie erreichen, dass die Geschäftsbanken überschüssige Gelder nicht an die EZB zurückgeben, sondern in Form von Krediten im Wirtschaftskreislauf belassen.



Da die EZB möglicherweise durch ein vollumfängliches Anleiheaufkaufprogramm Geld im Umfang von bis zu 1.000 Mrd. Euro in den Markt geben wird, rechnen wir damit, dass der negative Einlagenzins bestehen bleibt. Die EZB möchte den Druck auf die Banken aufrecht erhalten, damit diese die zusätzlichen Mittel in Form von Krediten an Unternehmen und Verbrauchern weiterreichen, um so Investitionen sowie Konsum anzuregen und das Wachstum zu stimulieren. Dies wird über die Beibehaltung des Strafzinses erleichtert.

Dabei überwiegen aus Sicht der Zentralbank die positiven Effekte dieser Maßnahme die negativen. Denn durch den negativen Einlagenzins könnten beispielweise Großanleger ihre Einlagen bei den Banken abziehen und in Bargeld halten. Dies war jedoch bisher nicht zu erkennen. Auch entgeht vor allem den deutschen Sparern durch entgangene Zinsen ein Milliardenbetrag. Die Banken leiden außerdem, da der Zinsüberschuss in der Gewinn- und Verlustrechnung immer weiter abnimmt.

Wird der Zinssatz kurzlaufender Bundesanleihen als Benchmark für den risikolosen Zins betrachtet, zeigt sich, dass dieser bereits im negativen Bereich liegt. Viele Banken können aber noch durch die Fristentransformation bei der Anlage von Kundengeldern eine höhere Rendite erwirtschaften und diese in Form eines Zinssatzes oberhalb von 0 % an die Kunden weitergeben. Die Möglichkeiten hierzu werden aber aufgrund des anhaltenden Anlagenotstands immer geringer. Anleger müssen sich daher darauf einstellen, dass in diesem Jahr am Geldmarkt Zinssätze von 0 % bestehen bleiben werden. Für sehr große Vermögen sind sogar negative Zinssätze bei einigen Banken vorstellbar bzw. bereits für institutionelle Kunden vereinzelt eingeführt worden.



Maßnahme: Diversifikation von Tages- und Festgeldern über mehrere Banken

Einige Banken zahlen noch Tagesgeldsätze von 0,5 % und mehr. Dazu zählen vor allem deutsche Autobanken und einige Direktbanken. Anleger sollten aber darauf achten, dass die Gelder der deutschen Einlagensicherung unterliegen, die Bank solide aufgestellt ist und dass es sich bei den Angeboten nicht um befristete Lockangebote für wenige Monate handelt. Zu bedenken ist, dass auch bei Tagesgeld in der Regel ein höherer Zinssatz mit einem höheren Risiko der jeweiligen Bank einhergeht.

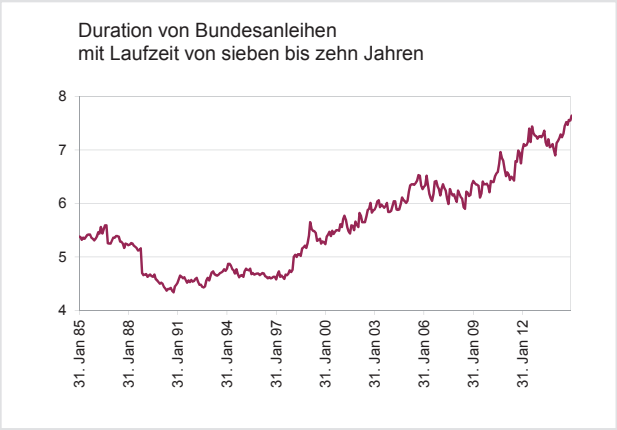
Geldmarktfonds kommen wegen der Fondskosten, die oberhalb der Rendite liegen, nicht mehr in Frage.

Strategiebeitrag Geldmarkt in 2015
Der Geldmarkt eignet sich weiterhin, um flexibel zu bleiben. Sicherheit und Fungibilität sind auch bei Zinsen von 0 % ein wichtiger Strategiebeitrag im Portfoliokontext.

Rentenmarkt: Ausblick und Maßnahmen

An den Rentenmärkten hat sich der Anlagenotstand durch die sehr positive Entwicklung im Jahr 2014 nochmals verschärft. Die Kurse sind deutlich gestiegen, so dass die Fälligkeitsrenditen in den meisten Rentenmarktsegmenten gefallen sind.

Dadurch sind die Risiken im Rentenbereich weiter gestiegen. Auch wenn zumindest bei den kürzer laufenden Anleihen die Politik der Europäischen Zentralbank einen Zinsanstieg verhindern sollte, müssen Anleger bei länger laufenden Anleihen das Zinsänderungsrisiko beachten. Aufgrund der sehr niedrigen Verzinsung ist dieses bei bonitätsstarken Anleihen so hoch wie noch nie. So beträgt die Duration einer zehnjährigen deutschen Staatsanleihe aktuell 9,2. Das heißt, dass auf Jahressicht vereinfacht gerechnet bei einem Zinsanstieg um einen Prozentpunkt ein Kursverlust von 9,2 % entsteht. Zuzüglich der Verzinsung von 0,5 % würde sich ein Gesamtverlust von 8,7 % ergeben. Zur Verdeutlichung: 1990 lag die Duration einer zehnjährigen Bundesanleihe noch bei 7, während die Verzinsung 9 % betrug. Bei einem Zinsanstieg um einen Prozentpunkt überkompensierte die Verzinsung somit den Kursverlust, so dass Rentenanleger selbst bei moderat steigenden Zinsen einen kleinen Gewinn machen konnten.



Zwar rechnen wir nicht mit einem starken Anstieg des Zinsniveaus, aber auch ein moderater Anstieg würde im Jahr 2015 zu Verlusten im Rentenbereich führen, wenn die Durationsrisiken nicht unter Kontrolle sind.

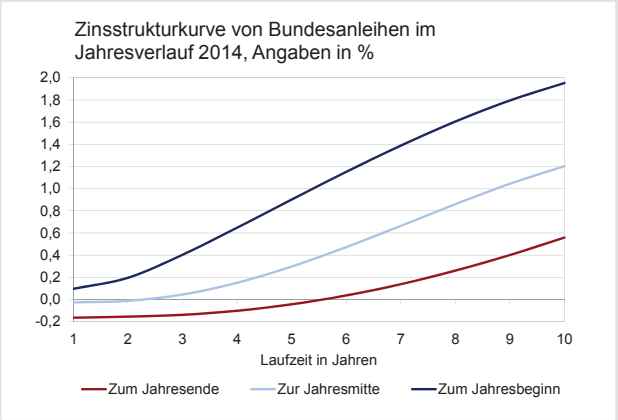
Die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen sind ebenfalls bei vielen Rentenmarktsegmenten im Jahr 2014 weiter zurückgegangen. Ein abermaliger Rückgang ist unserer Ansicht nach bei einigen Segmenten zu erwarten, aber nicht mehr in der Breite und Dimension wie im letzten Jahr.

Insgesamt müssen Anleger sich darauf einstellen, dass der Rentenmarkt im Jahr 2015 keine nennenswerte Rendite erbringen wird. Eine Ausnahme bildet ein Szenario, in dem sich das deflatorische Umfeld weiter verschärft und eine Deflationsspirale in Gang gesetzt wird. Dieses Szenario ist durch die Entwicklung zum Jahresende 2014 wahrscheinlicher geworden, stellt jedoch nicht unser Basisszenario dar, in dem wir eine Inflationsrate von 0 % erwarten.

These 1: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende auf 0,8 %.

Im Jahr 2014 legten Bundesanleihen eine von fast niemandem erwartete Rallye hin, die dazu führte, dass sich die Zinsstrukturkurve a) immer weiter nach unten verlagerte und b) immer flacher wurde, das heißt, dass die Renditen von Anleihen mit längerer Laufzeit stärker zurückgingen als die kürzer laufender Titel. Wir erwarten, dass sich diese Entwicklung nicht weiter fortsetzt. Zum Jahresende 2015 sollte die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf

0,8 % gestiegen sein, was einem Verlust von etwa 3 % entspricht. Die Zinsstrukturkurve sollte sich insgesamt versteilern, wobei die niedrigen Inflationsraten dies begrenzen sollten.



Dabei ist die Prognose in diesem Jahr schwieriger als gewöhnlich. Denn neben den Gründen für einen Renditeanstieg gibt es ebenfalls gute Argumente, gleichbleibende oder sogar weiter sinkende Renditen zu erwarten.

Der anhaltende Anlagenotstand stützt länger laufende Anleihen

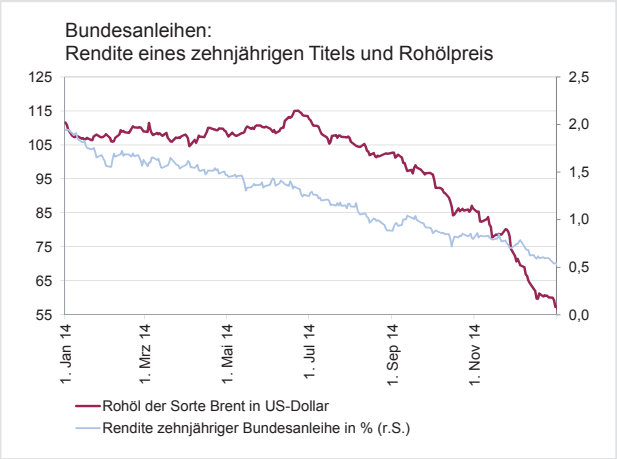
Viele institutionelle Anleger wie Banken, Versicherungen oder Stiftungen sind gezwungen, eine Mindestverzinsung zu erwirtschaften. Gleichzeitig ist dieser Anlegerkreis durch Anlagerestriktionen in der Auswahl der Anlageziele eingeschränkt. Versicherungen müssen beispielsweise sehr hohe Anteile in Staatsanleihen mit einem Top-Rating halten, während Banken ihr Eigenkapital, das durch neue Vorschriften wie Basel III teuer geworden ist, schonen, indem sie Überschüsse in Staatsanleihen investieren. Auch die Etablierung einer Mindestliquiditätsquote im Zuge der Umsetzung von Basel III begünstigt erstklassige und liquide Anleihen. Vor allem Versicherungen fürchten sich weniger stark vor steigenden Zinsen, da die Anleihen auf Endfälligkeit kalkuliert sind und nicht zum Marktwert bewertet werden müssen. Entsprechend bleibt die Nachfrage nach langlaufenden Bundesanleihen hoch, da kürzer laufende Anleihen nicht die notwendige Verzinsung erbringen.

Die demographische Struktur in Deutschland und die niedrige Arbeitslosigkeit führen zudem dazu, dass hierzulande sehr hohe Ersparnisse gebildet werden. Zudem befindet sich die Generation der „Babyboomer“ auf dem Höhepunkt des Erwerbslebens. Diese Ersparnisse werden zu einem großen Teil in Spareinlagen bei Banken gehalten, die wiederum von den Banken u. a. am Anleihemarkt angelegt werden. Zudem fließen die Ersparnisse ebenfalls in Lebens- sowie Rentenversicherungen und damit im Endeffekt wieder in den Anleihemarkt.

Die hohe Nachfrage kann am Markt aber nicht durch zusätzliche Neuemissionen bedient werden, da der Bundeshaushalt im Jahr 2015 ausgeglichen sein soll. Somit bleiben die am Markt ausstehenden Anleihen ein knappes Gut, zumal Deutschland als einziges großes EU-Land noch bei allen drei großen Ratingagenturen ein AAA-Rating genießt.

Die verhaltene Inflationsentwicklung als Stütze für Bundesanleihen

Im Jahr 2014 war ein Großteil der positiven Entwicklung bei Bundesanleihen auf das deflatorische Umfeld zurückzuführen, das wiederum die Spekulationen auf ein Staatsanleiheaufkaufprogramm der EZB schürte. Vor allem die abnehmende Konjunkturdynamik im Jahresverlauf hat dazu geführt, dass sich die Inflationserwartungen zurückgebildet haben, die für die Bewertung von Bundesanleihen eine entscheidende Rolle spielen. Herrscht beispielsweise eine Deflation wie in Japan während der letzten Jahrzehnte vor, können selbst rekordtiefe nominale Renditen bei Staatsanleihen gerechtfertigt werden. Die Realverzinsung – also die Verzinsung nach Abzug der Inflation – erscheint attraktiver. Denn bei Anleihen handelt es sich um Nominalwerte, bei denen der Investor am Ende der Laufzeit einer Anleihe den Nominalwert zurückerhält. Bei einer Deflation wird dieser Teil des Zahlungsstroms einer Anleihe, ebenso wie die zukünftigen Kuponzahlungen, aber immer mehr wert, da die Kaufkraft einer Geldeinheit steigt. Entsprechend steigt auch die Attraktivität von Anleihen in einem deflatorischen Umfeld.



Gemäß unserer Prognose für die Inflationsentwicklung wird die Inflationsrate im Euroraum im Jahr 2015 0 % betragen. Das heißt, dass die Preise auf Jahressicht nicht steigen werden. Im ersten Halbjahr rechnen wir sogar mit einem leichten Preisrückgang, da die Preise im Januar schon saisonal bedingt gegenüber dem Vormonat zurückgehen und der Effekt über den Ölpreis erstmals voll auf die Inflationsrate durchschlagen wird. Dies wird aus unserer Sicht von vielen Anleger noch nicht voll erkannt. Negative Inflationsraten zu Jahresbeginn könnten demnach zunächst Bundesanleihen weiter stützen, während die niedrige Inflationsrate auf Jahressicht den Anstieg der Renditen bei Bundesanleihen eindämmt.

Viele Analysten halten zudem das Szenario einer langanhaltenden Phase niedriger oder negativer Inflationsraten wie in Japan für wahrscheinlich. In so einem Umfeld wären Bundesanleihen auch längerfristig gut gestützt. Die ungünstige demographische Struktur im Euroraum und die geringe Reformbereitschaft in großen Volkswirtschaften wie Frankreich und Italien bzw. sogar die Rückabwicklung von Reformen wie zuletzt in Deutschland werden als Argumente für das „Japan-Szenario“ genannt. Wir sehen diese Punkte zwar auch, aber halten einen Vergleich des Euroraums mit Japan für zu weitgehend. Denn einerseits gab es in weiten Teilen des Euroraums sehr wohl tiefgreifende Reformen, andererseits gibt es Länder wie Frankreich, die sich zwar Reformen bisher verweigert haben, dafür aber über eine ausgewogene demographische Struktur verfügen. Während in Japan wiederum die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte und deren Integration auf dem Arbeitsmarkt kaum stattfinden, ist dies im Euroraum nicht der Fall. Hier gibt es in vielen Bereich Zuwanderung, die die demographischen Probleme abmildert.

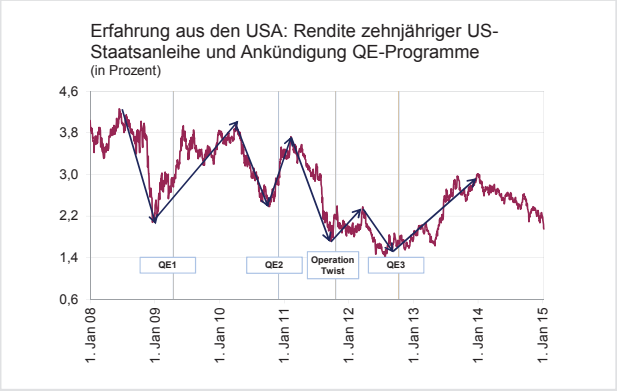
Das „Japan-Szenario“ unterschlägt zudem, dass es einen zyklischen Aufschwung im Euroraum geben könnte. Denn aktuell gibt es eine Vielzahl von möglichen Faktoren, die expansiv wirken. Dazu zählen der relativ schwache Euro, die sehr niedrigen Zinsen, die geringen Energiekosten und die erhöhte Wettbewerbsfähigkeit in weiten Teilen des Euroraums. Zudem erwarten wir, dass die Strukturreformen in Spanien, Irland, Portugal und mit Einschränkungen in Italien und Griechenland ihre Wirkung im Jahr 2015 entfalten werden. Sollte es zu einer zyklischen Erholung kommen, würden auch die Inflationserwartungen wieder zunehmen.

Buy the rumour, sell the fact (Kaufe das Gerücht, verkaufe die Fakten)

Die EZB wird im Jahr 2015 einen großen Einfluss auf den Anleihemarkt haben. Ein Aufkaufprogramm für Staatsanleihen würde auch Bundesanleihen umfassen. Einige Analysten denken daher, dass ein Anleiheaufkaufprogramm die Renditen noch weiter sinken oder zumindest nicht steigen lassen sollte. Am Kapitalmarkt ist aber nicht entscheidend, was geschieht, sondern die Erwartung über das, was wahrscheinlich geschehen wird. Zum Ende des Jahres 2014 hatten sich die Anzeichen, dass die EZB ein Staatsanleiheaufkaufprogramm verabschieden wird, verdichtet, und Anleger preisten es in die Kurse von Bundesanleihen ein. Mit dem Start des Aufkaufprogramms gibt es keine Spekulation mehr auf dieses Ereignis und Spekulanten ziehen sich zurück. Dies kann schließlich dazu führen, dass die Zinsen wieder steigen.

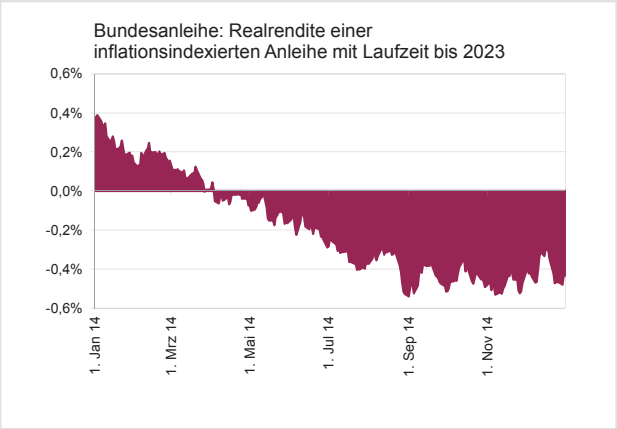
In den USA konnten wir bereits Erfahrungen mit diesem Phänomen machen. Dort gab es seit der Finanzmarktkrise diverse Aufkaufprogramme für Staatsanleihen. Zu erkennen ist ein Muster, wonach die Renditen zum Zeitpunkt der Ankündigung von Anleiheaufkaufprogrammen bereits stark gesunken waren und nach der Ankündigung wieder anstiegen. Das Beispiel der USA zeigt, dass die Zinsen steigen können, obwohl die Zentralbank regelmäßig Anleihen in großem Umfang aufkauft. Denn ein Anleiheaufkaufprogramm stimuliert die Wirtschaft, was sich wiederum in höheren Inflationserwartungen ausdrückt, wodurch die Zinsen für länger laufende Anleihen steigen. Dem stehen natürlich die Anleihekäufe durch die Notenbank entgegen, die die Zinsen eigentlich

drücken sollten. Einen Automatismus jedenfalls gibt es weder in die eine noch in die andere Richtung.



Wenig attraktive Bewertungsrelationen bei Bundesanleihen

Das Bewertungsniveau von Bundesanleihen spricht aus unserer Sicht weiterhin gegen diese Anlageklasse. Die Realrendite, also die Rendite abzüglich der Inflationserwartung, liegt im negativen Bereich. Anleger verlieren mit Bundesanleihen nach Abzug der Inflation Kaufkraft, wenn diese bis zur Fälligkeit gehalten werden und die Inflationserwartung des Marktes zutrifft. Im kurzlaufenden Bereich können Anleger erst ab einer Laufzeit von 5,5 Jahren eine nominale Verzinsung von mehr als 0 % erwarten. Wird schließlich der Aktienmarkt als alternative Anlageklasse mit Bundesanleihen verglichen, fällt auf, dass die erwartete Dividendenrendite des DAX deutlich über der Rendite von Bundesanleihen liegt. In der Vergangenheit war es umgekehrt der Fall.

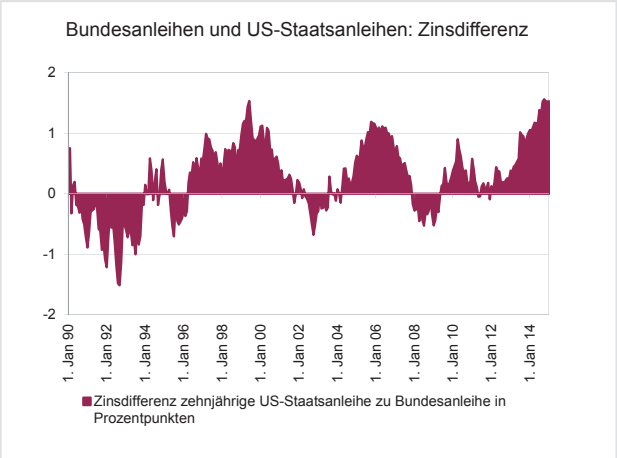


Anhaltend gute Konjunkturdaten, Leitzinserhöhungen in den USA und weiter abnehmende Systemrisiken sorgen für steigende Renditen bei Bundesanleihen in 2015

Wir erwarten, dass sich in den USA der Aufschwung der letzten Jahre weiter fortsetzt. Auch wenn es immer wieder zu Schwächephasen in der konjunkturellen Entwicklung gekommen ist, verläuft die Erholung, die nach der Finanzmarktkrise eingesetzt hatte, stetig. Der Jobaufbau schreitet voran, und der Auslastungsgrad der US-Industrieunternehmen hat das Vorkrisenniveau erreicht.

Auch wenn wir aufgrund des niedrigen Ölpreises mit einem nur langsamem Anstieg des Leitzinssatzes in den USA rechnen, wird sich die US-Zinsstrukturkurve im Laufe des Jahres nach oben verschieben. Eine Verschiebung der US-Zinsstrukturkurve nach oben hatte in der Vergangenheit zumindest mittelfristig auch einen Effekt auf Bundesanleihen. Der Grund ist, dass die Entwicklung der Weltwirtschaft nach wie vor maßgeblich von den USA ausgeht. Die konjunkturellen Phasen Europas orientieren sich an der Zyklik der US-Konjunktur, oftmals leicht zeitversetzt. Die europäischen Finanzmärkte werden zu einem großen Teil durch das Geschehen am Finanzplatz USA bestimmt, was auch für den deutschen Rentenmarkt gilt.

Aktuell ist jedoch eine Divergenz in der Entwicklung zu erkennen, wie sie lange nicht mehr zu beobachten war. So hat sich der Renditeabstand von zehnjährigen US-Staatsanleihen zu ihren deutschen Pendants stark ausgeweitet. Damit ist auch die Bewertung relativ zum US-Anleihemarkt weiter angestiegen. Wir halten es für unwahrscheinlich, dass sich der Renditeabstand von deutschen Staatsanleihen zu US-Staatsanleihen nochmals ausweitet, da das aktuelle Niveau bereits auf Rekordhoch notiert.

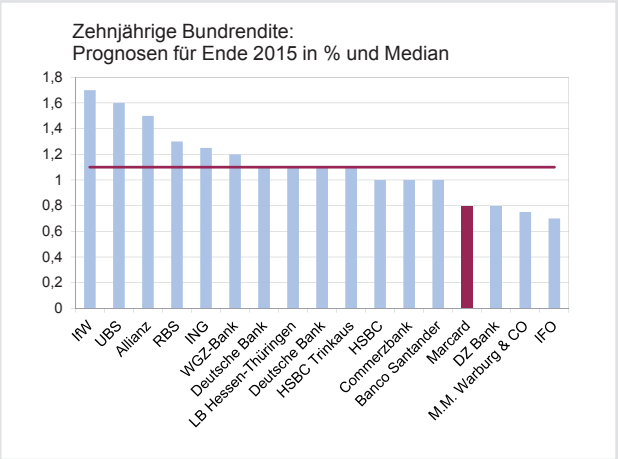


Hinzu kommt, dass die europäische Schuldenkrise auch im neuen Jahr immer weiter in den Hintergrund rücken sollte. Die Reformen in Spanien, Irland, Griechenland und

nun auch mit Abstrichen in Italien sollten ihre Wirkung entfalten. Die gesunkenen Zinsen, die expansive Geldpolitik der EZB und ein mögliches Anleiheaufkaufprogramm für Staatsanleihen sollten die Investitionsbereitschaft in den Peripherieländern insgesamt erhöhen. Auch gibt es erste Anzeichen, dass die Konjunkturentwicklung in Deutschland mit neuem Schwung in das Jahr startet. Eine weitere Verbesserung der Stimmung in der Wirtschaft in weiten Teilen des Euroraums würde Bundesanleihen belasten.

Zusammenfassung zu These 1

Anleger sollten damit rechnen, dass Bundesanleihen in diesem Jahr Verluste erbringen werden. Aber es sollte bedacht werden, dass es im Euroraum keine ausreichend liquide Anlageklasse mit einer vergleichbar hohen Bonität gibt. Deutsche Staatsanleihen sichern auch auf dem aktuell sehr niedrigen Zinsniveau ein Portfolio gegen systemische Risiken ab. So stellt diese Anlageklasse weiterhin einen Vermögensschutz dar, sollte es beispielsweise wegen Griechenland zu einem erneuten Aufflackern der Schuldenkrise kommen, womit wir jedoch nicht rechnen. Anleger müssen aber den Versicherungsschutz durch Bundesanleihen mittlerweile teuer bezahlen.



> These 2: Die Renditeaufschläge bei Peripherieanleihen können sich noch etwas einengen und den Verlust aus dem erwarteten Anstieg des Zinsniveaus (teilweise) ausgleichen. Die Wertentwicklung wird besser sein als bei Bundesanleihen.

Die Anleihen Spanien, Italiens, Portugals und Irlands gehörten im Jahr 2014 zu den Anlageklassen mit der besten Wertentwicklung. Vor allem langlaufende Titel erzielten ungewöhnlich hohe Renditen. Sowohl das gesunkene Zinsniveau als auch der Rückgang der Anleihespreads haben dazu beigetragen. Während wir einen weiteren Rückgang der Anleihespreads erwarten, werden Peripherieanleihen von einem leichten Anstieg des Zinsniveaus nicht verschont bleiben, so dass unter dem Strich nur eine leicht positive Performance zu erwarten ist. Im Fall langlaufender irischer Anleihen rechnen wir mit einer Nullverzinsung.

Italien bewegt sich (langsam)

Der Reformprozess in Italien hat erst begonnen und die beschlossenen Reformen reichen angesichts der Verkrustungen und des hohen Schuldenberges noch nicht aus. Dies und die weiterhin schwache Wettbewerbsfähigkeit des Landes haben S&P dazu bewogen, das Rating des Landes um eine Stufe auf BBB- abzusenken. Der Ausblick wurde mit Verweis auf die angegangenen Reformen aber auf stabil angehoben.

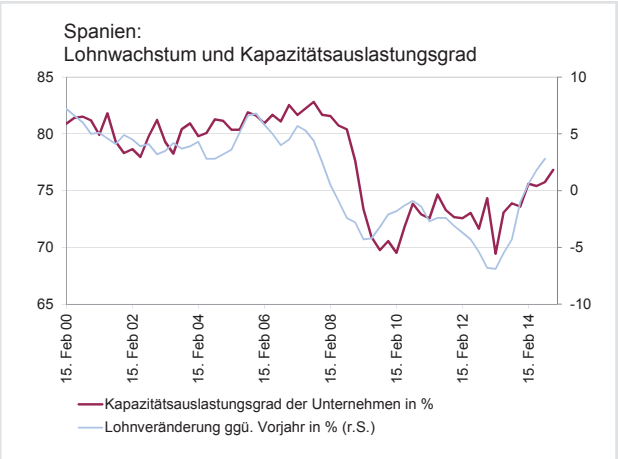
Mit der Wahl Matteo Renzis zum Ministerpräsidenten im Februar 2014 ist in Italien neue Hoffnung auf Besserung eingekehrt. Er hatte versprochen, in dem Land dringend benötigte Reformen anzugehen. Bisher hat er Wort gehalten. Auch wenn er in wenigen Monaten nicht die Versäumnisse der letzten Jahrzehnte beseitigen kann, geht er grundlegende Veränderungen an. So hat er zusammen mit Berlusconi verabredet, das Wahlrecht zu reformieren. Es soll eine noch zu definierende Prozenthürde geben, um Splitterparteien aus dem Parlament herauszuhalten. Zudem soll die stärkste Partei in Form eines Bonus zusätzliche Sitze erhalten, damit diese stabiler regieren kann. Es wurde beschlossen, den Kündigungsschutz etwas zu lockern, der in Italien bisher sehr streng war und Neueinstellungen insbesondere jüngerer Menschen verhinderte bzw. dazu beitrug, dass ein sehr hoher Anteil der Beschäftigten Zeitverträge erhalten haben. Mit milli-

ardenschweren Steuererleichterungen und weiteren Haushaltsmaßnahmen will Italiens Regierung zudem die Konjunktur ankurbeln, ohne das Defizitziel von 3 % aus den Augen zu verlieren. Wir denken, dass Italien im neuen Jahr positiv überraschen kann, wenn die ersten Reformen greifen. Die Anleihespreads könnten sich auf Jahressicht weiter einengen.

In Spanien kehrt das Wachstum zurück. Portugal profitiert von der Erholung seines wichtigsten Handelspartners.

Aus Spanien kommen weiterhin überwiegend positive Nachrichten. Dank tiefgreifender Arbeitsmarkt- und Sozialreformen der konservativen Regierung in Madrid als Reaktion auf die schwere Wirtschaftskrise wächst Spanien wieder solide. Auch die Aussichten sind weiterhin positiv.

So scheinen die Preise vor allem am Immobilienmarkt allmählich einen Boden zu finden, nachdem sie zuvor um über 30 % gesunken waren. Der hohe Angebotsüberhang am spanischen Immobilienmarkt könnte bald abgebaut sein, wozu ein starker Rückgang der Neubauaktivitäten beigetragen hat. Die im Bausektor weggefallenen Arbeitsplätze werden nun vor allem im Tourismus und in der Industrie wieder neu aufgebaut.



Dabei konnte Spanien aufgrund des Lohnverfalls seine Wettbewerbsfähigkeit wieder herstellen, was sich in Exportzuwächsen und einem Leistungsbilanzüberschuss bemerkbar macht. Besonders erfreulich ist in diesem Zusammenhang, dass die Löhne wieder steigen, was mit einem stetigen Abbau der Arbeitslosigkeit einhergeht. Auch der zunehmende Auslastungsgrad der Industrieunternehmen deutet an, dass sich die Lage sukzessive verbessert. Eine Ratingheraufstufung von BBB auf BBB+ halten wir für möglich.

Die positive Entwicklung in Spanien hat auch Auswirkungen auf Portugal. Denn Portugal exportiert nach der Durchführung umfangreicher Reformen mittlerweile deutlich mehr als vor der Krise. Vor den Reformen machte die Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen nur 28 Prozent der Jahreswirtschaftsleistung aus. Inzwischen sind es 41 Prozent, Tendenz steigend. Der größte Teil der Exporte geht nach Spanien. Festzustellen war im Jahresverlauf 2014 zudem, dass sich Spanien und Portugal von den Problemen in Griechenland abkoppeln konnten. So hat sich der Renditeanstieg bei griechischen Anleihen zum Jahresende nicht nachhaltig negativ auf spanische und portugiesische Anleihen ausgewirkt. Investoren erkennen die Reformen und die anhaltende Verbesserung der Wirtschaftsdaten in beiden Ländern an, so dass spanische und portugiesische Anleihen weiterhin gefragt sein sollten.

Irland ist der Liebling der Ratingagenturen

Irland hat die Krise hinter sich gelassen. Aus dem Land kommen weiterhin erfreuliche Nachrichten. Die Reformen wirken und die Nähe zum boomenden Vereinigten Königreich hilft der Wirtschaft. Die Fortschritte haben die Ratingagenturen mit Hochstufungen der Bonität honoriert. S&P erhöhte sie zu Jahresbeginn 2014 von BBB+ auf A- und zum Jahresende dann auf A. Auch Moody's vergab zwei Upgrades und bewertet das Land nun mit Baa1. Obwohl die Anleihespreads bereits deutlich gesunken sind, können sie sich aus unserer Sicht noch etwas einengen. Aufgrund des erwarteten Zinsanstiegs und der niedrigen Verzinsung für irische Anleihen ist aber mit einer Jahresrendite von 0 % für Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit im Jahr 2015 zu rechnen.

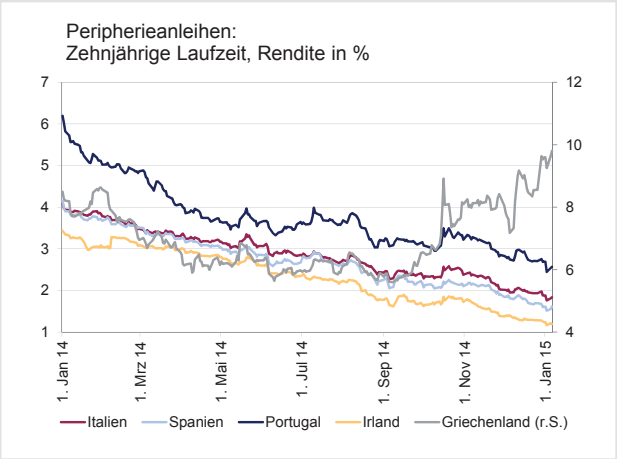
Griechenland wächst wieder, die zunehmende Verarmung erhöht jedoch die politischen Risiken

Griechenland kommt im Kampf gegen die tiefe Krise nicht zur Ruhe. Erste wirtschaftliche Erfolge sind zwar erkennbar – so wuchs das Land seit Jahren erstmals wieder –, aber die Krise hat Spuren hinterlassen. Nach wie vor liegt die Arbeitslosigkeit bei mehr als 25 %. Durch die tiefen Einschnitte des Staates und den Lohnverfall leben breite Bevölkerungsschichten an der Armutsgrenze, weswegen die politischen Risiken zugenommen haben. Entsprechend volatil bleiben

Anleihen Griechenlands. Anleger sollten den griechischen Kapitalmarkt meiden.

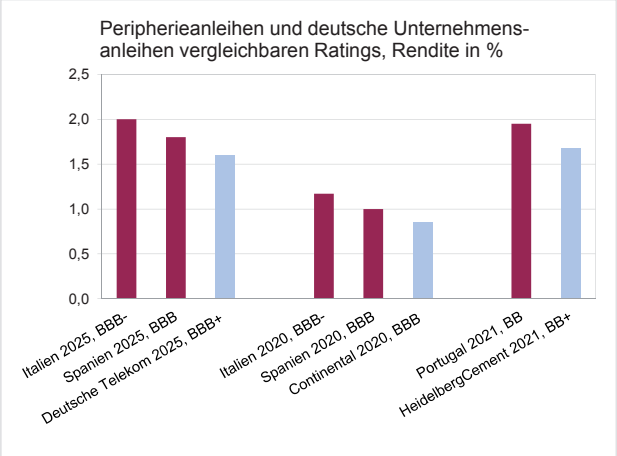
Zusammenfassung zu These 2

Wir gehen aufgrund der eingeleiteten Reformen in vielen Peripheriestaaten und der freundlicheren wirtschaftlichen Entwicklung davon aus, dass die europäische Verschuldungskrise weiter in den Hintergrund tritt. Die auch für Peripherieanleihen mittlerweile sehr niedrigen Renditen bieten aber nur noch ein geringes Performancepotenzial.



Anleger sollten ebenfalls bedenken, dass mit der Normalisierung der Anleihespreads von Peripherieanleihen deren alte Portfoliofunktionen zurückkehren können. Im Jahr 2014 war zumindest zeitweise zu erkennen, dass Anleger in Stressphasen Schutz in Peripherieanleihen gesucht haben. Bundesanleihen stellen hier dennoch weiterhin das Maß aller Dinge dar. Als Schutz gegen eine mögliche Deflation wirken Peripherieanleihen aber sehr gut, da die Verzinsung noch hoch ist und im Deflationsszenario von verstärkten EZB-Interventionen zugunsten dieser Anlageklasse ausgegangen werden kann.

Zudem liegt die Verzinsung bei Peripherieanleihen nach wie vor häufig über der Rendite von kerneuropäischen Unternehmensanleihen gleicher Bonität. Auch wenn Staats- und Unternehmensanleihen nicht ohne Weiteres vergleichbar sind, sollten die Bewertungen der Ratingagenturen mit demselben Ausfallrisiko einhergehen. Wir rechnen damit, dass sich die Renditeunterschiede aufgrund der Verbesserung der fundamentalen Situation in den Peripherieländern im neuen Jahr weiter angleichen werden.



These 3: Die Renditeaufschläge bei europäischen Unternehmensanleihen im Investment Grade-Bereich können sich noch etwas einengen.

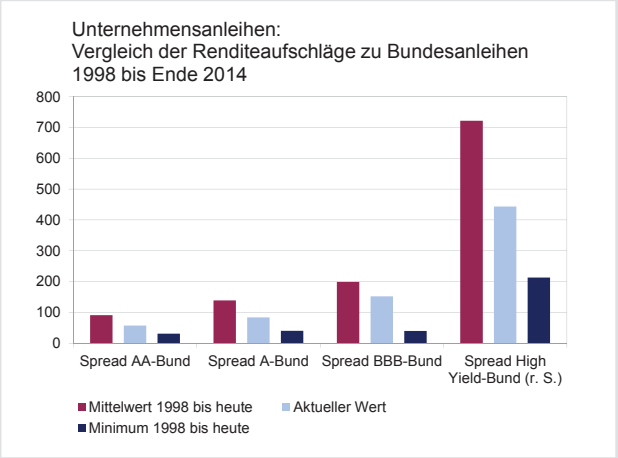
Mit der konjunkturellen Belebung, die wir für das neue Jahr erwarten, sollten auch die Spreads bei Unternehmensanleihen weiter sinken. Dabei wirkt auch in diesem Segment die mögliche Unterstützung durch EZB-Käufe. Denn neben Staatsanleihen könnte die EZB Aufkäufe von europäischen Unternehmensanleihen ins Auge fassen, um ihre Bilanzsumme auszuweiten.

Der Markt für Unternehmensanleihen ist jedoch recht überschaubar: geschätzt wird das Marktvolumen, das für die EZB in Frage kommt, auf 560 Mrd. Euro. Hinzu kommen weitere 320 Mrd. Euro an ausstehenden Anleihen von Finanzunternehmen. Das relativ geringe Marktvolumen hat aber für den Anleger den Vorteil, dass die Notenbank mit ihren Ankäufen spürbare Kurseffekte auslösen würde.

Wir gehen davon aus, dass sich die Zentralbank auf Unternehmensanleihen mit großem Emissionsvolumen fokussieren wird, da sie nur so zu nennenswerten Beträgen kommt. Da der Effekt dann am größten ist, wenn das Geld auch in den europäischen Krisenstaaten landet, dort aber vergleichsweise viele große Unternehmen ein niedriges Rating haben, halten wir es nicht für ausgeschlossen, dass auch Anleihen von einem Unternehmen knapp unterhalb des Investment Grade-Ratings gekauft werden.

Der Vergleich mit der Historie zeigt, dass die Anleihespreads noch weiter sinken können. Obwohl die Fälligkeits-

renditen auf Rekordtiefs notieren, gilt dies nicht für die Anleiheaufschläge. Diese liegen zwar unterhalb des Mittelwertes seit 1998, aber nach wie vor deutlich über ihren niedrigsten Niveaus. Zuletzt sind insbesondere im unteren Investment Grade-Bereich und in den chancenorientierten Segmenten die Spreads aufgrund der etwas schwächeren konjunkturellen Entwicklung zum Jahresende 2014 wieder etwas angestiegen. Der Anlagenotstand, die im neuen Jahr von uns erwartete wieder bessere Konjunkturlage und die überwiegend solide Finanzstruktur der meisten Unternehmen sollten zusammen mit einem möglichen Anleiheaufkaufprogramm zu einem, wenn auch moderaten, Rückgang der Anleihespreads führen.



These 4: Europäische High Yield- und Nachranganleihen profitieren vom Anlagenotstand und den niedrigen Ausfallraten.

High Yield-Anleihen gehörten im Jahr 2014 zu den Rentensegmenten mit der schwächsten Performance. Der Grund waren die vielen geopolitischen Krisenherde, welche die Anleger dazu bewogen haben, in solidere Anleihesegmente auszuweichen. Auch die abflauende Konjunktur im Euroraum im Verlauf des Jahres 2014 trug zur Verunsicherung bei.

Im neuen Jahr rechnen wir damit, dass die Konjunkturentwicklung im Euroraum wieder an Dynamik gewinnt, während gleichzeitig der Anlagenotstand bestehen bleibt. Mit den möglichen Anleihekäufen durch die EZB gelangt zudem frische Liquidität in den Markt. Die niedrigen Ausfallraten sprechen für chancenorientierte Anleihen. So erwartet Moody's, dass in den nächsten zwei Jahren jährlich 2 % der Unternehmen ausfallen, was deutlich unter dem historischen Durchschnitt liegt. Der Grund dafür ist unter anderem in den niedrigen Zinsen zu finden, die den stark fremdkapitalfinanzierten Unternehmen im High Yield-Bereich enorm helfen. Da die Zinsen perspektivisch niedrig bleiben werden, können sich High Yield-Emittenten auch zukünftig günstig finanzieren, so dass mit weiterhin niedrigen Ausfallraten zu rechnen ist. Insgesamt könnten High Yield-Anleihen im Jahr 2015 die attraktivste Performance im Rentenbereich erbringen.

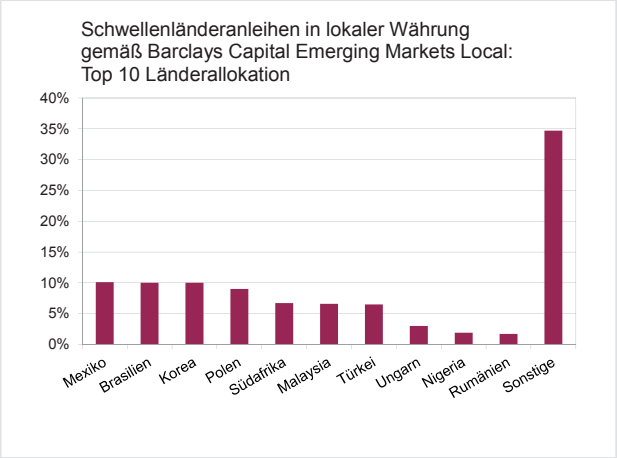
Auch Nachranganleihen, die im Jahr 2014 verstärkt emittiert wurden, sollten von der positiven Stimmung profitieren. Im Bankenbereich hat der Stresstest durch die EZB Unsicherheiten über die Situation vieler Institute abgemildert, während im Bereich der Hybridanleihen von Industrieunternehmen die überwiegend solide Gewinnsituation der Betriebe unterstützend wirken sollte.

These 5: Die Zinswende in den USA und die Sorgen um den Rohölpreis belasten Schwellenländeranleihen zunächst. Im weiteren Jahresverlauf werden aber die positiven Aspekte des niedrigen Ölpreises in den Vordergrund treten. Die Performance wird im unteren einstelligen Bereich liegen.

Die Anleihen von Schwellenländern haben ein volatiles Jahr hinter sich. Insbesondere zum Jahresende sind die Renditen in diesem Segment angestiegen. Länder, die auf einen hohen Ölpreis angewiesen sind, um Devisen zu erlangen und ihren Haushalt auszugleichen, wurden abgestraft. Dies traf die großen Schwellenländer wie Brasilien und vor allem Russland hart. Da wir nicht mit einer v-förmigen Erholung des Ölpreises rechnen, bleiben diese Länder in einem gefährlichen Fahrwasser.

Gleichzeitig steht im Jahr 2015 die Zinswende in den USA an, was die Kurse von Schwellenländeranleihen belasten sollte, da US-Anleger aufgrund der höheren heimischen Zinsen und der potenziellen Währungsaufwertung einen Anreiz haben werden, ihre Mittel aus den Schwellenländern abzuziehen. Zur Jahresmitte sollte aber absehbar sein, dass die Zinsen in den USA langsamer als von vielen noch zu Jahresbeginn erwartet ansteigen werden.

Auch wenn der Preisverfall am Rohölmarkt zunächst destabilisierend wirkt und das Risiko besteht, dass Ölförderländer wie Venezuela oder Russland vor dem Staatsbankrott stehen, sollte nicht vergessen werden, dass viele Schwellenländer nicht vom Rohölexport abhängen. Wichtige Länder wie China, Südkorea, Südafrika, Malaysia und die Türkei aber auch einige osteuropäische Volkswirtschaften profitieren vom sinkenden Ölpreis, da erstens mehr Geld für inländische Konsumgüter verbleibt und sich zweitens der Leistungsbilanzsaldo verbessert. Die Länder, die vom Ölpreisverfall profitieren, stellen zudem den größeren Teil an der Marktkapitalisierung von Schwellenländeranleihen.



Wenn zur Jahresmitte der geldpolitische Kurs der Federal Reserve klarer wird und sich abzeichnen sollte, dass die Zinsen nur sehr langsam erhöht werden, könnten Schwellenländeranleihen wiederentdeckt werden. Auf Jahressicht sind somit leicht positive Renditen realistisch.

> These 6: Inflationsindexierte Staatsanleihen sind attraktiver als nominale Staatsanleihen. Floater bieten bei steigenden Zinsen einen Schutz vor Kursverlusten.

Inflationsindexierte Anleihen erbringen eine bessere Rendite als ihre nominalen Pendants, wenn die tatsächliche Inflation die Inflationserwartung zum Kaufzeitpunkt übersteigt. Aktuell beträgt die Differenz zwischen der Rendite einer fünfjährigen nominalen Bundesanleihe und ihrem inflationsindexierten Pendant -0,1 %. Dies ist die sogenannte Breakeven-Inflationsrate und entspricht der Markterwartung für die Inflation im Durchschnitt der kommenden fünf Jahre. Wird erwartet, dass die tatsächliche Inflationsrate über diesem Wert liegt, sollten inflationsindexierte Staatsanleihen höher gewichtet werden, da sie dann eine bessere Wertentwicklung als nominale Anleihen haben werden. Die in Bundesanleihen eingepreiste Inflationserwartung von -0,1 % auf Sicht der nächsten fünf Jahre pro Jahr liegt deutlich unter dem EZB-Ziel von etwas unter 2 %. Auch wenn das deflatorische Umfeld uns noch länger beschäftigen wird und die Breakeven-Inflationsraten aus anleihetechnischen Gründen etwas verzerrt sein dürften, halten wir die in deutschen Staatsanleihen eingepreisten Inflationserwartungen mittlerweile für etwas zu gering.

Floater können im neuen Jahr einen Mehrwert erbringen, da im Fall eines Zinsanstiegs keine Kursverluste im Vergleich zu einer Anleihe mit fixem Kupon zu erwarten sind. Die Verzinsung orientiert sich zumeist am EURIBOR plus eines Aufschlages. Sie liegt bei fünfjährigen Titeln zwischen 40 und 75 Basispunkten je nach Bonität. Anleger sollten berücksichtigen, dass Floater zumeist von Banken emittiert werden, so dass ein Bankenrisiko besteht.

Rentenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Die Durationsrisiken sollten reduziert und mittlere Laufzeiten bevorzugt werden. In einigen Segmenten bieten sich jedoch langlaufende Anleihen an.

Da wir mit einem moderaten Zinsanstieg rechnen, der vor allem länger laufende Anleihen betrifft, sollte das Durationsrisiko reduziert werden. Bei vielen bonitätsstarken und langlaufenden Anleihen steht der mögliche Ertrag aus unserer Sicht nicht mehr in einem angemessenen Verhältnis zu den Zinsrisiken. Wir empfehlen, hohe Durationsrisiken überwiegend zu meiden und stattdessen Anleihen mittlerer Laufzeit zu erwerben. Anleger sollten sich aber darüber im Klaren sein, dass die Verzinsung in diesem Laufzeitenband überwiegend unter einem Prozent liegt.

Im neuen Jahr kann es trotz der beschriebenen Durationsrisiken weiterhin sinnvoll sein, selektiv auf sehr langlaufende Anleihen zu setzen. Dies betrifft ausgewählte Unternehmens- und Peripherieanleihen. Denn es existieren noch attraktive Spreads bei einer segmentweise relativ steilen Zinsstrukturkurve.

	Untergewichten			Übergewichten	
Laufzeit	stark	leicht	neutral	leicht	stark
0–3 Jahre				x	
3–5 Jahre					x
5–7 Jahre		x			
7–10 Jahre	x				
>10 Jahre				x	

Maßnahme 2: Nominale Bundesanleihen im Vergleich zur neutralen Quote untergewichten, inflationsindexierte Bundesanleihen übergewichten

Bundesanleihen fungieren in erster Linie als Sicherheitsinvestment und schützen vor größeren Verwerfungen an den Kapitalmärkten. Allerdings ist diese Schutzfunktion zurzeit teuer. Zudem stellt sich die Frage, wie groß die Schutzfunktion wirklich ist, da die Renditen bereits so niedrig liegen, dass sie bei einem systemischen Schock schnell die Grenze von 0 % erreichen würden. Um eine Schutzfunktion zu gewährleisten, müssten die Renditen deutlich unter 0 % sinken können. Ob dies im Fall einer Krise tatsächlich geschieht, ist eine offene Frage.

Die Schutzfunktion im Portfoliokontext sollte daher eher durch sehr langlaufende Bundesanleihen gewährleistet werden. Hier ist der Hebel noch größer, um Verluste auf der Aktienseite im Fall einer Krise abzumildern.

Da aktuell nur wenige Analysten damit rechnen, dass die Inflationsraten auf absehbare Zeit wieder ansteigen werden, bieten sich inflationsindexierte Staatsanleihen als antizyklisches Investment an. Vor allem zum Jahresende könnten die Inflationserwartungen unserer Ansicht nach wieder zunehmen. Floater können als Portfoliobaustein den erwarteten Zinsanstieg abmildern.

Maßnahme 3: Peripherieanleihen übergewichten

Peripherieanleihen bieten im Fall einer Deflation einen Schutz gegen Vermögensverluste, da es sich um Nominalwerte handelt. Der von uns erwartete weitere Spreadrückgang sollte zudem dazu beitragen, dass dieses Segment im Jahr 2015 eine leicht positive Rendite erzielen kann. Zudem bieten sich insbesondere in diesem Segment länger laufende Anleihen an, da noch attraktive Renditen zu erwirtschaften sind. Im Fall eines langsamen Zinsanstiegs sollten zudem die sinkenden Spreads Verluste kompensieren können.

Maßnahme 4: Europäische Unternehmensanleihen leicht übergewichten

Auch wenn Unternehmensanleihen auf sehr geringen Renditeniveaus notieren, bieten sie nach wie vor einen attraktiven Spread zu Bundesanleihen. Vor allem Anleihen von Unternehmen aus den Peripherieländern zahlen noch eine im Vergleich zum Zinsniveau angemessene Rendite.

Maßnahme 5: Chancenorientierte Segmente sollten unter Berücksichtigung des Portfoliokontextes und Einhaltung des Risikobudgets übergewichtet werden.

Europäische High Yield-Anleihen und Nachranganleihen bieten im aktuellen Umfeld eine interessante Anlagealternative, da diese Segmente von dem Anlagenotstand im Jahr 2014 bisher nicht so stark wie andere Anlageklassen profitieren konnten. Im neuen Jahr könnten sie wiederentdeckt werden und zu den Top-Performern im Rentenbereich gehören. Bei einer guten Konjunkturlage sollten zudem auch Wandelanleihen weiteres Potenzial haben.

Maßnahme 6: US-Staatsanleihen zunächst leicht übergewichten, andere Hartwährungsanleihen dagegen leicht untergewichten

Die Zinsdifferenz zwischen US-Staatsanleihen und ihren deutschen Pendants ist momentan sehr hoch. Da wir zusätzlich zu Jahresbeginn mit einer weiteren Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar rechnen, bieten sich US-Staatsanleihen als Alternative zu Bundesanleihen an. US-Staatsanleihen bieten zusätzlich einen Schutz, sollte es wider Erwarten zu einem erneuten Aufflackern der europäischen Schuldenkrise kommen. Die Quote sollte demnach zunächst leicht übergewichtet werden. Bei einem im Jahresverlauf wieder stärker werdenden Euro ist eine Reduzierung der Quote zu empfehlen.

Andere Hartwährungsanleihen wie Anleihen Kanadas, Australiens oder Norwegens sind dagegen aufgrund der Turbulenzen am Rohölmarkt weniger attraktiv. Die Quote für die Anlageklasse der Hartwährungsanleihen sollte insgesamt neutral gewichtet werden.

Maßnahme 7: Schwellenländeranleihen zunächst untergewichten

Auch wenn die Renditen von Schwellenländeranleihen attraktiv erscheinen, erwarten wir für das erste Halbjahr wegen der Unsicherheiten bezüglich der Entwicklung des Ölpreises zunächst eine schwache Entwicklung. Sobald aber mehr Klarheit über den geldpolitischen Kurs der Federal Reserve herrscht, könnten Schwellenländeranleihen wieder in das Blickfeld der Anleger rücken.

	Untergewichten			Übergewichten	
Kern-Investitionen	stark	leicht	neutral	leicht	stark
Staatsanleihen Europa AAA		x			
Hartwährungsanleihen			x		
Staatsanleihen Europa Peripherie					x
Unternehmensanleihen Europa Inv. Grad.				x	
Pfandbriefe	x				

Beimischung	stark	leicht	neutral	leicht	stark
High Yield Unternehmensanleihen					x
Schwellenländeranleihen		x			
Wandelanleihen				x	
Floater			x		
Inflationsindexierte Anleihen				x	

Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2015

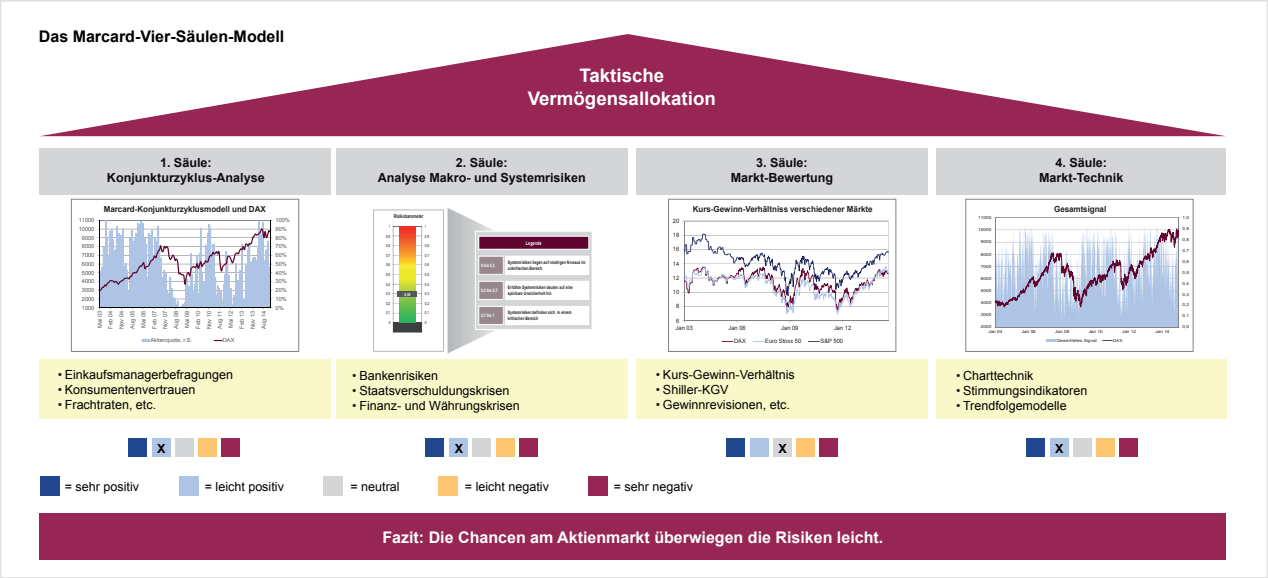
Die Renditeerwartung für den Rentenanteil im Portfolio wird durch die bereits sehr niedrigen Zinsen und den von uns erwarteten Zinsanstieg belastet. Anleger sollten mit einer Rendite von unter 0,5 % rechnen.

Dennoch erfüllt der Rententeil im Portfolio im Jahr 2015 eine wichtige Funktion. Sollte sich im Jahresverlauf abzeichnen, dass sich das deflatorische Umfeld verfestigt, bieten Renteninvestments als Nominalwerte im Gegensatz zu den meisten anderen Anlageklassen einen Schutz gegen Deflation.

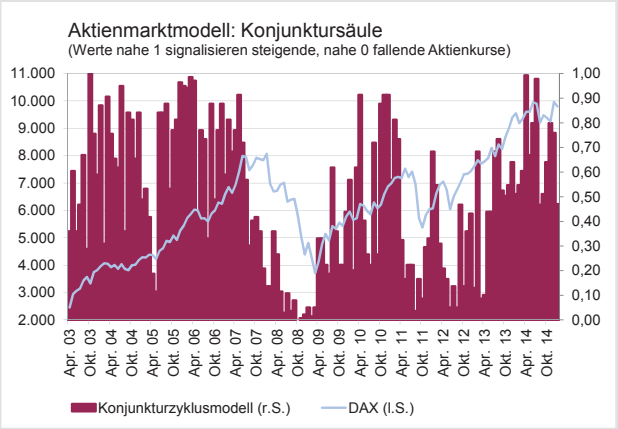
Aktienmarkt: Ausblick und Maßnahmen

Der Druck auf den Investor, am Aktienmarkt erfolgreich Geld anzulegen, steigt mit dem Jahr 2015 nochmals, da die Anlagealternativen abermals unattraktiver geworden sind. Vor allem am Rentenmarkt, der großen alternativen liquiden Anlageklasse zum Aktienmarkt, ist das Chance-/Risikoprofil zuletzt deutlich ungünstiger geworden. Aber auch das Investieren am Immobilienmarkt, der wichtigsten illiquiden Anlageklasse, ist zu einer zeitraubenden Trüffelsuche geworden. Umso wichtiger ist eine möglichst präzise Analyse, wie, wo und wann der Investor am Aktienmarkt erfolgreich sein kann.

Analytische Grundlage unserer Allokationsentscheidungen zur Aktienquote bildet das Marcard-Vier-Säulen-Modell, das unterjährig laufend aktualisiert wird, um Veränderungen in den Daten zu berücksichtigen. Diese vier Säulen werden jeweils bezüglich ihrer jeweiligen Signale für den Aktienmarkt ausgewertet und anschließend zu einem Gesamtergebnis verdichtet. Die letztendliche Entscheidung kann und darf zwar nicht allein auf Basis dieser Modellergebnisse getroffen werden, schon allein deswegen, weil sich die komplexe reale Welt nicht in einem Modell abbilden lässt. Doch leistet dieses Werkzeug wertvolle Orientierungshilfe und gibt zuweilen überraschende Impulse, wenn der Mensch noch zögert oder zu euphorisch wird.

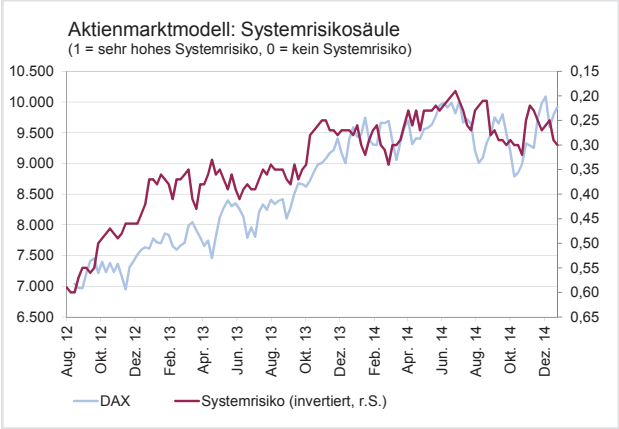


Die Signale von dem traditionell wichtigsten Baustein, die Konjunktursäule, sind aktuell überwiegend positiv. Das Konjunkturzyklusmodell, das eine große Zahl von Indikatoren aus der ganzen Welt auswertet, die hinsichtlich der Eigenschaft ausgewählt wurden, die konjunkturelle Entwicklung frühzeitig anzuzeigen, liegt zu Jahresbeginn bei 0,76 Punkten, wobei eins das Maximum und null das Minimum darstellt. Darin spiegelt sich in erster Linie der Optimismus der Unternehmen und Konsumenten wider. Sowohl in den USA als auch in Europa deuten die Frühindikatoren auf eine zunehmende wirtschaftliche Dynamik hin.



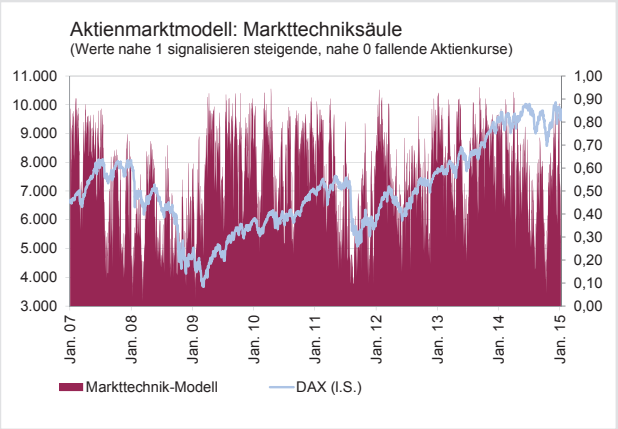
Darüber hinaus sind Systemrisiken von großer Bedeutung. Denn bei erhöhten Systemrisiken wird von riskanten Investments, wie Aktien, in sichere Anlagen, wie z. B. Bundesanleihen, umgeschichtet. Vor allem die Entwicklung der europäischen Schuldenkrise hat weiterhin einen starken Einfluss auf den Aktienmarkt.

Unser Systemrisikomodell ist der zweite Baustein des Vier-Säulen-Modells. Es zeigt ein zuletzt auf eher niedrigem Niveau verharrendes Systemrisiko, nachdem das Modell seit Mitte des Jahres 2012 zunächst stark zurückgegangen war. Erkennbar ist dabei der auffällig enge Zusammenhang zwischen dem Systemrisiko und dem deutschen Aktienindex (DAX). Grund für diese Bindung ist der Risikoabschlag auf den Aktienkurs, der insbesondere auf dem europäischen Aktienmarkt infolge der europäischen Schuldenkrise lastete und der nun langsam abgebaut wird.



Das Systemrisikomodell ist dabei gleichzeitig ein quantitativer Beleg für die Behauptung von vielen Analysten, dass der Euroraum dieses Jahr besser gegenüber einer Griechenland-Krise gewappnet ist. Ein drohender Austritt Griechenlands aus dem Euro würde zwar das Systemrisiko ansteigen lassen, aber wohl kaum wieder auf das Niveau von 2012.

Für das Markttiming hilft die Markttechnik-Säule unseres Aktienmarktmodells, d. h. unser technisches Modell. Dieses weist Mitte Januar mit 0,53 Punkten einen positiven Wert aus, wobei wieder eins das Maximum und null das Minimum darstellt. Dieses Modell schwankt jedoch naturgemäß stark und kann sich von einem Tag auf den anderen ändern.



Die vierte Säule des Aktienmarktmodells stellt auf die Aktienmarktbewertung ab. Im vergangenen Jahr hatten wir diesem Thema eine umfassende Analyse gewidmet, um das Bewertungsrisiko einzustufen. In den vergangenen zwölf Monaten hat sich relativ wenig an dieser Einschätzung geändert. Die Aktienmarktentwicklung war insgesamt weitgehend im Einklang mit der Gewinnentwicklung der Unternehmen. Zwar ist der US-Aktienmarkt erneut etwas teurer, dafür sind aber beispielweise der DAX und der Nikkei günstiger geworden. Unser Marktbewertungsmodell liefert daher das Signal eines leicht überbewerteten US-Markts, während die europäischen Aktien fair bis sogar leicht unterbewertet sind.

In der Summe liefert das Vier-Säulen-Modell einen positiven Ausblick auf das Aktienjahr 2015. Zwar gibt es einige Risiken, zu denen neben der US-Notenbankpolitik und einem möglichen Wiederaufflackern der europäischen Schuldenkrise durch Griechenland auch die Ukraine-Krise und die Folgen des niedrigen Ölpreises für einige Staaten und Unternehmen zählen. Uns erscheinen die exogenen Risiken jedoch beherrschbar zu sein, so dass Kursrückschläge aus Angst vor größeren Folgen eher Einstiegsgelegenheiten bieten sollten. Denn der konjunkturelle Aufschwung wird sich im Jahr 2015 noch fortsetzen und den Aktienkursverlauf stabilisieren.

These 1: Die Gewinne der deutschen Aktienunternehmen werden kräftiger steigen als in den meisten anderen Märkten.

Der deutsche Aktienindex hat nach der relativ schwachen Vorjahresperformance – bei der das Kursplus allein aus den Dividendenausschüttungen kam – spürbares Nachholpotenzial. Vor allem die Unsicherheit um die Auswirkungen der Russland-Krise hat aus unserer Sicht die Kursentwicklung vieler DAX-Titel zu stark belastet. Denn die deutschen Exportunternehmen sind es in ihrer Geschichte gewohnt, dass Exportmärkte wegfallen. Die Umsatzeinbußen werden oft genug dank einer starken Wettbewerbsfähigkeit in anderen Absatzmärkten ausgeglichen.

Dabei werden auch im Jahr 2015 weitere Absatzkanäle vor allem in Richtung ölexportierender Staaten stocken. Dafür wird der steigende Konsum in vielen Volkswirtschaften

Bewertung der Aktienmärkte gemessen an verschiedenen Methoden

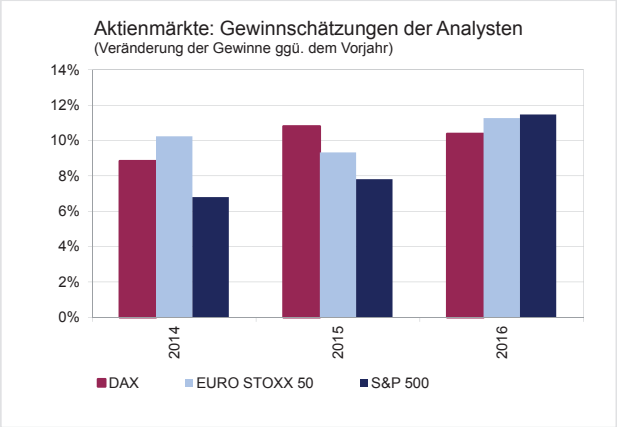
Methode	S&P 500	Euro Stoxx 50	DAX
Kurs-Gewinn-Verhältnis	leicht überbewertet	leicht überbewertet	fair bewertet
Preis-zu-Buchwert	fair bewertet	leicht unterbewertet	fair bewertet
Preis-zu-Cash Flow	leicht überbewertet	fair bewertet	fair bewertet
Dividendenrendite	leicht unterbewertet	fair bewertet	fair bewertet
Dividenden- zu Rentenrendite	unterbewertet	unterbewertet	unterbewertet
Historischer Wertvergleich	leicht unterbewertet	unterbewertet	leicht unterbewertet
Shiller-Kurs-Gewinnverhältnis	leicht überbewertet	unterbewertet	fair bewertet
Wiederbeschaffungswert	leicht überbewertet		
Marktkapitalisierung zu BIP	überbewertet	leicht überbewertet	

deutschen Unternehmen direkt oder indirekt besonders zu Gute kommen. Die heimischen Produzenten sind gerade in den vom niedrigen Ölpreis profitierenden Märkten Europa, USA und China gut positioniert. Dieser Effekt wird unserer Erachtens noch deutlich unterschätzt.

Schon in der Bilanzsaison zum vierten Quartal werden sich zudem die Auswirkungen des schwachen Euro in einem spürbaren Gewinnanstieg bemerkbar machen. Vor allem die deutsche Exportindustrie wird hiervon stark profitieren.

Schließlich dürften die Unternehmen aus einer wachsenden Binnennachfrage ihren Nutzen ziehen. Neben dem niedrigen Ölpreis wird auch der Mindestlohn zumindest temporär einen positiven Nachfrageimpuls erzeugen. Denn die davon betroffenen Beschäftigten haben tendenziell eine geringe Sparquote, so dass das Lohnplus mehr oder weniger direkt in eine höhere Konsumnachfrage übertragen wird.

In einem positiven Konjunkturumfeld rechnen wir insgesamt in den meisten Märkten mit steigenden Unternehmensgewinnen. Die Erwartungen von Gewinnsteigerungen von knapp 8 % beim S&P 500 erscheinen zwar ambitioniert, aber näherungsweise möglich. Beim DAX besteht angesichts der temporären Konjunkturdelle in 2014 das größte Potenzial für eine positive Überraschung. Die Erwartung der Analysten, dass sich die Gewinne um 10,8 % erhöhen, kann ausgehend von dem moderaten Niveau des Jahres 2014 sogar noch leicht übertroffen werden. Insgesamt werden die DAX-Unternehmen auf Basis sowohl der Analystenschätzungen als auch auf Grundlage unserer Einschätzung der wirtschaftlichen Aussichten höhere Gewinnanstiege als ihre Pendants in den USA und in Europa verzeichnen.



These 2: Wir erwarten den DAX zum Jahresende 2015 bei 10.750 Punkten.

Der spürbare Gewinnanstieg der deutschen Unternehmen dank Konjunkturerholung, Ölpreisrutsch und schwachem Euro ist einer der wesentlichen fundamental treibenden Faktoren unserer Erwartung an einen merklichen Kursanstieg von knapp 10 % im Jahr 2015. Angesichts steigender Gewinne in den kommenden zwölf Monaten sind deutsche Aktien vergleichsweise günstig bewertet und hätten selbst bei konstantem Risikoabschlag zusätzliches Kurspotenzial.

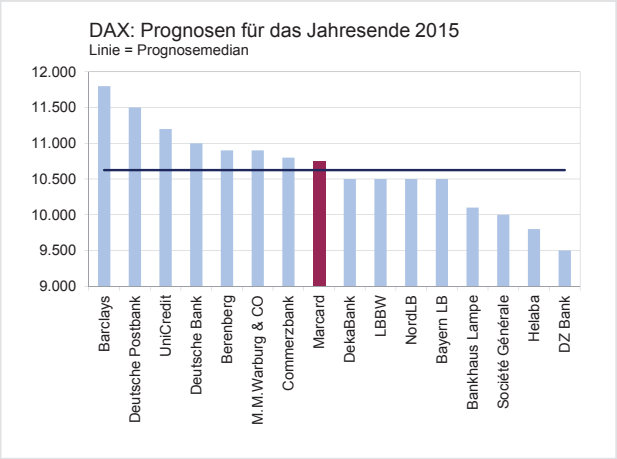
Bei stabilen bis steigenden Erträgen werden zudem die rekordtiefen Zinsen die Anleger zu Investitionen in den Aktienmarkt veranlassen. Solange Unsicherheiten im Markt sind, können sich institutionelle Anleger, wie Pensionskassen und Versicherungen, für die niedrigen Renditen mit dem Hinweis auf den Sicherheitsaspekt rechtfertigen. Doch sobald eine längere Phase ohne akute Risiken auftritt, wird der Druck, in Aktien umzuschichten, massiv zunehmen. Aktuell mag es noch einige konkrete Sorgen geben, doch die stabile Wirtschaftslage in den USA und in 2015 wohl auch in Europa kann durchaus zu Perioden mit einem wachsenden Optimismus führen. Insbesondere die im Vergleich zu den laufenden Anleiherenditen sehr attraktiven Dividendenrenditen werden Kapital anziehen.

Darüber hinaus zeigt die Erfahrung, dass umfangreiche Anleihekaufprogramme einer Notenbank besonders dem Aktienmarkt zu Gute kommen. Die massive Bilanzausweitung der Europäischen Zentralbank in den kommenden

Monaten ist daher ein idealer Nährboden für Aktienkursanstiege.

Unsere DAX-Prognose von 10.750 Punkten basiert darauf, dass die Gewinne der DAX-Unternehmen im Jahr 2015 um 12 % steigen werden. Auch gehen wir derzeit von einem positiven konjunkturellen Ausblick zum Jahreswechsel 2015/16 aus, der maßgeblich für die Gewinnerwartung der Analysten am Ende des Jahres 2015 ist.

Zu den Gewinnsteigerungen kommt der Kapitalzufluss in den Aktienmarkt, der zu einer im Vergleich zu Anleihen faireren Bewertung führen sollte. Wir halten eine graduelle Erhöhung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses um 2 % bis 3 % für realistisch. Zusammengenommen ergibt sich daraus unser Kursziel von 10.750 Punkten. Mit dieser Prognose liegen wir etwas über der Konsensschätzung.



These 3: Aktien mit einer überdurchschnittlich hohen und nachhaltig erwirtschafteten Dividendenrendite sowie einer hohen Marktkapitalisierung und starken Wettbewerbsposition werden eine bessere Kursentwicklung erzielen als andere Aktien.

Wir erwarten, dass dividendenstarke Titel aus mehreren Gründen im Jahr 2015 stark gesucht sein werden und sich deren Bewertung relativ zu anderen Aktien erhöhen wird.

Für dividendenstarke Werte spricht erstens der Anlagenotstand der großen institutionellen Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen und Stiftungen. Da die Anleiherenditen nicht mehr auskömmlich sind, um die Renditeziele zu erreichen, werden diese Investoren auf die ertragsstarken Aktien ausweichen. Die Höhe der Dividendenausschüttung spielt dabei sowohl aus regulatorischen und bilanziellen Gründen als auch wegen des Cash Flow eine große Rolle. Die Nachfrage nach diesen Titeln bleibt insgesamt hoch bzw. steigt sogar noch weiter an.

Zweitens haben große Unternehmen, die bereits eine starke Marktposition erreicht haben, in einem Umfeld niedriger Inflationsraten bessere Möglichkeiten, attraktive Preise für ihre Produkte durchzusetzen. Dies ist wichtig, weil bei stagnierenden Preisen und gleichzeitig steigenden Löhnen der Mitarbeiter die Margen der Unternehmen unter Druck geraten. Bei den Unternehmen mit Preissetzungsmacht handelt es sich oft um Unternehmen, die seit Jahren eine stabile bis steigende Dividende zahlen.

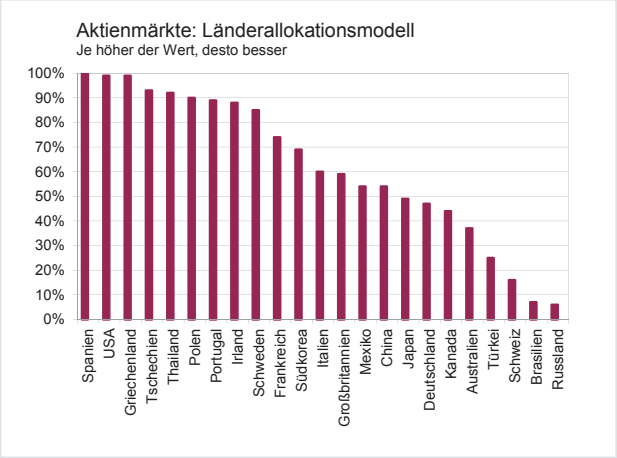
Drittens war dieses Anlagesegment über viele Jahre zu niedrig bewertet. Das Phänomen, dass Aktien mit einer geringen Volatilität höhere Renditen für den Anleger erzielt haben, dürfte in den nächsten Jahren zunehmend von den Anlegern berücksichtigt werden und zu einer gerechtfertigten Bewertung genau dieser Aktien führen. Davon profitieren zunächst noch die dividendenträchtigen Titel.

Viertens wird die konjunkturelle Situation unserer Prognose nach so gut sein, dass die geplanten Dividenden nicht gekürzt werden müssen. Vielmehr könnten Dividendenerhöhungen auf dem Programm stehen.

These 4: Europäische Aktien könnten unter den Industrieländermärkten überdurchschnittlich hohe Kursgewinne erzielen.

Vor allem der niedrige Ölpreis und der schwache Euro kommen den europäischen Unternehmen zu Gute. Bei einer ebenfalls erwarteten leichten konjunkturellen Belebung können die europäischen Unternehmen am meisten überraschen. Darüber hinaus hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass Anleihekäufe der Zentralbank für den jeweiligen Aktienmarkt von Vorteil sind. Dies folgt zum einen aus der höheren Liquidität, die sich im Umlauf befindet, und zum anderen aus dem mit den Anleihekäufen verbundenen positiverem Wirtschaftsausblick.

Unser Länderallokationsmodell zeigt zu Jahresbeginn eine starke konjunkturelle Entwicklung in vielen süd- und osteuropäischen Ländern an. Bei diesem Modell werden verschiedene Konjunkturindikatoren in einer Quote verdichtet.



Auch für die US-Wirtschaft zeigt das Modell noch gute wirtschaftliche Aussichten an. US-Aktien haben daher ebenfalls im Durchschnitt positive Aussichten, allerdings dürfte die Wertentwicklung wegen der schon hohen Bewertung hinter europäischen Aktien zurückbleiben. Zudem gibt es in den USA insbesondere unter den großen Unternehmen einige Verlierer des niedrigen Ölpreises. Schließlich ist das positive Überraschungspotenzial bei US-Aktien geringer, da die meisten Analysten von einer guten Konjunkturentwicklung ausgehen.

Schwierig einzuschätzen sind japanische Aktien. Für Japan sprechen die sehr expansive Geldpolitik der Notenbank, die daraus resultierende starke Abwertung des japanischen Yen, der positive Effekt des Ölpreisverfalls für das rohstoffarme Land, die Verschiebung der Mehrwertsteuererhöhung und eine moderate Bewertung der Aktien. Dagegen leidet Japan darunter, dass Premierminister Abe mit den Strukturreformen nicht vorankommt. Zudem belasten weitere Faktoren die japanische Volkswirtschaft wie die Alterung der Erwerbsbevölkerung, der Verlust an Innovationskraft bei den Unternehmen und die schwache Exportentwicklung nach China. Zum Jahreswechsel zeigten sich Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe wieder etwas pessimistischer, während der Dienstleistungssektor mit Zuversicht auf die kommenden Monate schaut. Insgesamt erwarten wir auch für Japan einen leichten Anstieg der Aktienkurse.

These 5: Konsumnahe Branchen wie Autos und Konsumgüter werden eine überdurchschnittliche gute Jahresperformance erzielen. Auch Technologieaktien könnten wieder überproportional stark gefragt sein.

Größter Einflussfaktor im Jahr 2015 auf die Branchenperformance ist der Ölpreis. Bleibt es bei dem aktuellen Preisniveau, so werden die Branchen am besten abschneiden, bei denen der niedrige Ölpreis den stärksten Gewinnhebel hat. Das sind vor allem konsumnahe Sektoren, denn der Konsument wird am stärksten durch geringere Benzin- und Heizkosten entlastet.

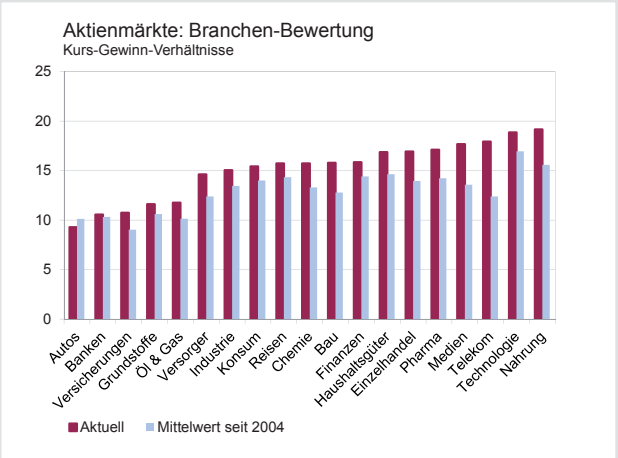
Vor allem die Automobilhersteller werden davon profitieren, dass die niedrigen Benzin- und Dieselpreise das Autofahren wieder erschwinglicher machen. Dabei werden insbesondere die Automobilhersteller von SUV- und Sportwagen die größten positiven Effekte spüren. Auch die höheren Löhne in Deutschland und einigen anderen Ländern werden den Automobilabsatz ankurbeln.

Den Konsumgüterherstellern kommen in erster Linie die größeren Konsummöglichkeiten der Verbraucher zu Gute. Es kommt dabei zu einer Umverteilung des Anteils am Einkommen, der für Energie aufgewendet wurde, hin zu fast allen anderen Produkten. Modeartikel, Elektronikgüter oder Möbel könnten gleichermaßen einen höheren Umsatz verzeichnen. Zu den Gewinnern des Ölpreisrückgangs zählt zudem die Reisebranche, da der Kerosin- wie auch der Benzinpreis große Kostenblöcke sind und darüber hinaus die Nachfrage der Verbraucher steigt, da sie mehr Geld für den Urlaub zur Verfügung haben.

Steigt der Ölpreis entgegen unseren aktuellen Erwartungen wieder spürbar an, werden die Gewinnerbranchen dagegen eher Energie und Rohstoffe sein. Eine Umschichtung während des Jahres kann daher von Nöten sein. Derzeit sehen wir in diesen Branchen aber noch mehr Risiken als Chancen.

Technologieaktien profitieren unterdessen von den niedrigen Zinsen, da sich das Wachstum günstig finanzieren lässt. Wir erwarten, dass das Finanzierungsumfeld insgesamt günstig bleiben wird. Technologieaktien sind zwar teuer gegenüber anderen Anlageklassen, sind aber traditionell wegen der Wachstumsfantasien ein hoch bewerteter Sektor.

Diese Branchenempfehlung orientiert sich in erster Linie am europäischen Aktienmarkt, lässt sich aber in ähnlicher Weise auf die US-Aktienmärkte übertragen.



Aktien: Maßnahmen

Maßnahme 1: Aktienquote auf hohem Niveau belassen

Unsere vier Säulen der Allokation sprechen grundsätzlich für eine unverändert hohe Aktienquote. Erstens hat die konjunkturelle Dynamik zum Jahreswechsel wieder zugenommen. Zweitens ist selbst durch Griechenland kein erneuter Anstieg der Systemrisiken auf kritische Niveaus zu erwarten. Drittens sind die Bewertungsrelationen zuletzt zumindest in Europa nicht weiter gestiegen. Viertens sind die Aktienkurse dank der stabilen Gewinnentwicklung der Unternehmen nach unten hin einigermaßen abgesichert.

Insgesamt erwarten wir, dass das Chance-/Risikoverhältnis von Aktien bei den gegebenen Rahmendaten im Vergleich zu anderen Anlageklassen am attraktivsten ist. Vor allem Anleihen, aber auch andere Anlageklassen, sind nochmals unattraktiver geworden. Wir empfehlen daher, die Aktienquote im oberen Bereich der Spannbreite der individuellen Risikobudgets zu belassen.

Maßnahme 2: Deutschland übergewichten

Die günstige Bewertung und die zuletzt spürbar verbesserten Konjunkturindikatoren machen Deutschland zu dem Kandidaten unter den Aktienmärkten, der am stärksten positiv überraschen könnte. Die anderen europäischen Aktienmärkte werden wie Deutschland vom schwachen Euro und dem niedrigen Ölpreis profitieren, weisen zu Jahresbeginn jedoch noch etwas verhaltenere Konjunkturaussichten auf.

US-Aktien und auch japanische Werte, letztere allerdings währungsgesichert, sollten nach wie vor ein Bestandteil des Portfolios sein, wenngleich weniger hoch gewichtet als im Vorjahr.

Maßnahme 3: Dividendenstarke Aktien bevorzugen

Immer mehr Anleger sind gezwungen, in den Aktienmarkt zu investieren, um ihre Renditeziele zu erreichen. Dabei werden sie in der Regel defensiv, d. h. in Aktien mit geringeren Risiken, und Cash-Flow-orientiert investieren. Das kommt dividendenstarken Aktientiteln zu Gute.

Wir empfehlen, bei der Auswahl der Aktien darauf zu achten, dass die Unternehmen nicht nur eine erhöhte Dividende zahlen, sondern dass diese auch nachhaltig erwirtschaftet wird. Eine moderate Ausschüttungsquote und ein niedriges Verhältnis von Dividende zu Cash Flow sind daher von großer Bedeutung.

Maßnahme 4: Discountzertifikate untergewichten

Discountzertifikate sind dann attraktive Investments, wenn die Volatilität an den Aktienmärkten zuletzt hoch gewesen ist, aber erwartet wird, dass sich die Lage entspannt. Denn preist der Markt eine höhere Wahrscheinlichkeit ein, dass die Kurse stark fallen, erhält der Anleger höhere Renditen. Derzeit befinden sich die Volatilitäten jedoch auf einem moderaten Niveau, so dass unseres Erachtens kein dem Risiko angemessener Ertrag erzielt werden kann. Dieses sehr niedrige Volatilitätsniveau ist allerdings typisch für konjunkturelle Aufschwungphasen.

Discountzertifikate können unter Umständen als etwas riskanteres und temporäres Pendant zu Geldmarktinvestments dienen. Dabei sollte allerdings ein hoher Discount gegenüber dem aktuellen Kurs von mindestens 20 %, besser 25 % gewählt werden.

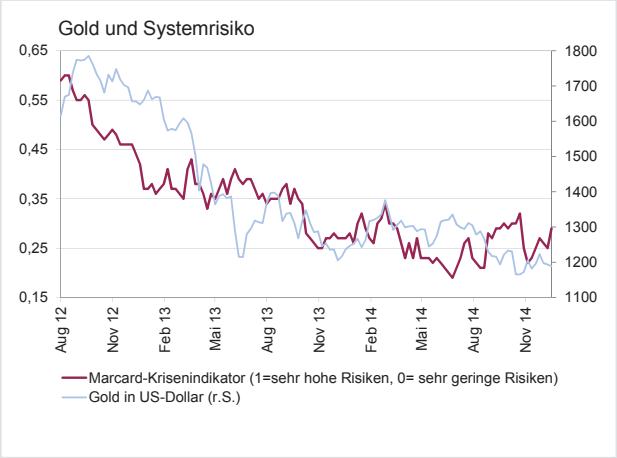
Strategiebeitrag Aktien im Jahr 2015

Da die Geld- und Rentenmärkte für das Jahr 2015 allenfalls geringe Renditen und Cash Flows versprechen oder möglicherweise in einigen Segmenten sogar Verluste erleiden, sind es bei den liquiden Anlageklassen in erster Linie Aktien, die im Portfolio eine höhere Rendite und den notwendigen Cash Flow erbringen müssen. Wir gehen davon aus, dass Aktien einen Cash Flow von 2 % bis 3 % erreichen können. Die Wertzugewinne können 10 % oder etwas mehr betragen.

Rohstoffmarkt: Ausblick und Maßnahmen

These 1: Der Goldpreis wird auf 1.080 US-Dollar zum Jahresende fallen.

Auch wenn die Performance von Gold aus Sicht eines „Euroinvestors" wechselkursbedingt sehr positiv war, gehörte das Edelmetall im Jahr 2014 zu den weniger attraktiven Anlageklassen, wenn die Performance in der Handelswährung US-Dollar betrachtet wird. Der Hauptgrund für die gesunkene Attraktivität besteht aus unserer Sicht in einem Rückgang der Systemrisiken, wie sie mit unserem Krisenindikator, der u. a. mithilfe von Kapitalmarktdaten systemische Risiken im Finanzsystem bewertet, gemessen werden können. Auch wenn das Jahr 2014 aufgrund der vielen geopolitischen Krisen zunächst als Krisenjahr gesehen wird, muss zwischen geopolitischen Spannungen und systemimmanenten Risiken, die den Fortbestand des globalen Finanzsystems gefährden, differenziert werden. Anleger suchen Schutz in Gold, wenn sie das Risiko eines Zusammenbruchs des globalen Finanzsystems als hoch ansehen. Da aber sowohl in den USA als auch im Euroraum diese Risiken eher abgenommen haben, sinkt die Attraktivität von Gold.

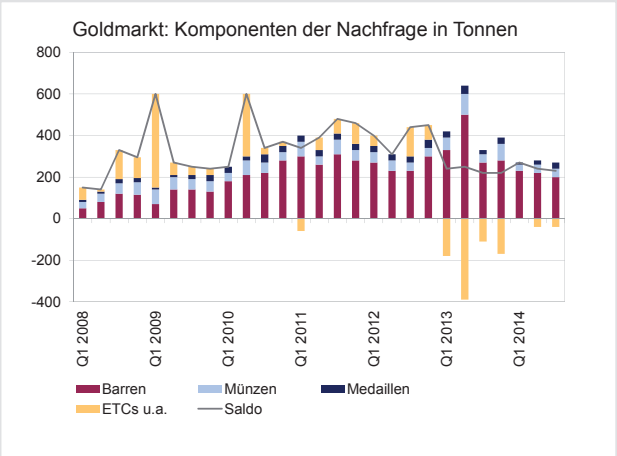


Wir rechnen damit, dass sich diese Entwicklung auch im neuen Jahr fortsetzt. In den USA führt der stabile Wirtschaftsaufschwung bei nach wie vor sehr geringen Zinsen zu einer Verbesserung der Situation im Finanzsystem. Gleichzeitig steigen durch die gute Arbeitsmarktlage die Steuereinnahmen, so dass das Haushaltsdefizit in den Vereinigten Staaten deutlich sinkt. Es liegt mittlerweile wieder unter der Marke von 3 % des Bruttoinlandsprodukts.

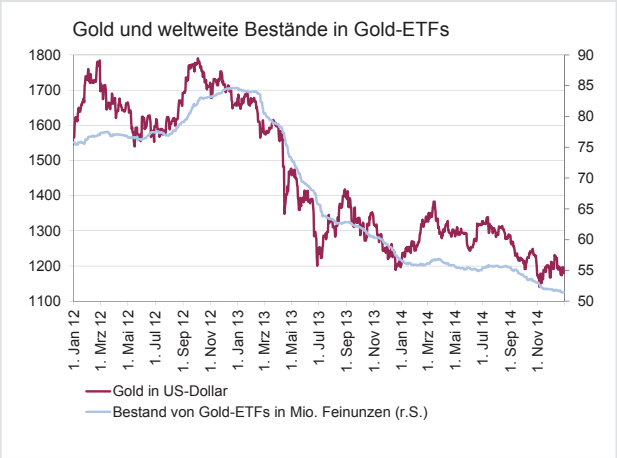
Im Euroraum hat der Bankenstresstest für Transparenz in Bezug auf die Risiken im europäischen Finanzsystem gesorgt. Die Banken haben zudem in der Zeit vor dem Test umfangreiche Maßnahmen unternommen, um ihre Eigenkapitalbasis zu stärken. Die Krisenstaaten im Euroraum können sich zudem zu immer günstigeren Konditionen am Kapitalmarkt refinanzieren, was auf abnehmende systemrelevante Risiken im Euroraum hinweist und eine Rückkehr des Vertrauens anzeigt. Allerdings könnte Gold temporär profitieren, sollte die Eurokrise nach den Wahlen in Griechenland Ende Januar in das Bewusstsein der Anleger zurückkehren. Da aber mittlerweile ein glaubhaftes Bekenntnis zum Euro von der Politik und der EZB existiert, rechnen wir nicht mit einer Rückkehr der Eurokrise.

Insgesamt steht das globale Finanzsystem stabiler da als noch vor wenigen Jahren. Dies verringert auch im neuen Jahr die Bereitschaft von Investoren, ihre Gelder in Gold anzulegen.

Gegenwind für Goldanleger kommt zudem sowohl von der Angebots- als auch Nachfrageseite. So fiel die Goldnachfrage im Jahr 2014 auf ein Fünfjahrestief und ging im Vergleich zum Vorjahr um 5,6 % zurück. Insbesondere die Schmuck-, Barren- und Münznachfrage war rückläufig. Vor allem bei der chinesischen Schmucknachfrage war ein Sättigungseffekt festzustellen, nachdem im Jahr 2013 Rekordimporte aufgrund des gesunkenen Goldpreises verzeichnet worden waren.



Die physisch hinterlegten Gold-ETFs hatten ebenfalls Abflüsse zu verzeichnen, die sich bis zum Jahresende fortsetzten. Vor allem das Unterschreiten der wichtigen charttechnischen Marken von 1.200 und 1.180 US-Dollar zum Jahresende 2014 hat den Mittelabfluss aus Gold-ETFs wieder beschleunigt.



Auch die Industrienachfrage ist im Jahr 2014 schwächer ausgefallen und ging um 4,5 % zurück. Hier sollte allerdings im neuen Jahr aufgrund der von uns erwarteten positiven Konjunkturentwicklung wieder erhöhte Nachfrage entstehen. Die weltweiten Zentralbanken waren auf der Käuferseite zu finden und erwarben 3,1 % mehr als in der Vorjahresperiode. Fraglich ist allerdings, ob sich dieser Trend bei dem relativ starken US-Dollar und wegbrechenden Einnahmen aus dem Rohölexport fortsetzen wird. Wir rechnen bei der Zentralbanknachfrage eher mit einem gleichbleibenden Niveau für das neue Jahr. Im dritten Quartal des Jahres 2014 ging die Zentralbanknachfrage im Vergleich zum Vorquartal bereits etwas zurück.

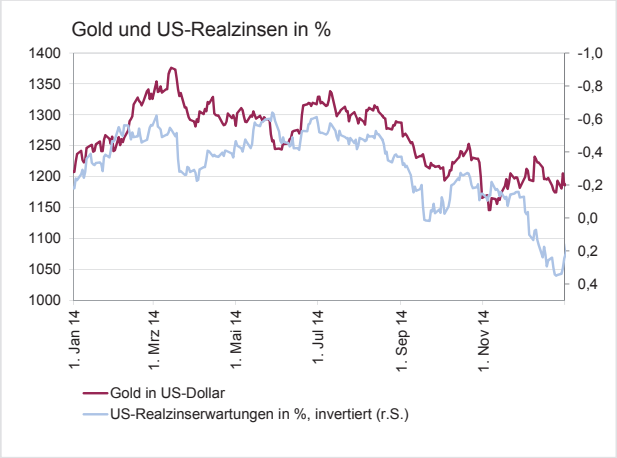
Während die globale Goldnachfrage somit schwächelt, ist die Goldnachfrage in Deutschland zuletzt angestiegen. Gründe dürften die gute Beschäftigungslage, die Angst vieler Deutscher um die eigenen Ersparnisse und die niedrigen Zinsen sein.

Insgesamt sollte im Jahr 2015 die Goldnachfrage verhalten bleiben. Vor allem der im Vergleich zu vielen Währungen starke US-Dollar verteuert für Käufer außerhalb der USA den Golderwerb.

Trotz des Nachfragerückgangs ging das Goldangebot im Jahr 2014 nur etwas zurück. Der Rückgang wurde dabei vor allem durch sinkendes Altgoldaufkommen erreicht. Die Goldminenbetreiber weiten ihre Produktion dagegen trotz

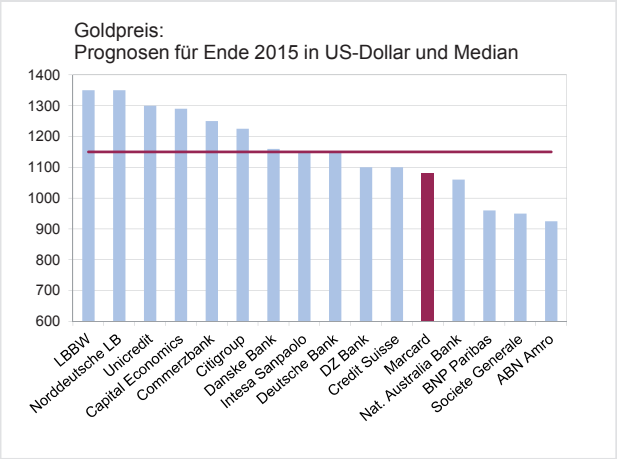
des niedrigen Preises mit einer Rate von 1,2 % nach wie vor aus. Dabei wird häufig argumentiert, dass diese ihre Produktion eigentlich kappen müssten, da sie bei dem aktuellen Goldpreis nicht mehr die durchschnittlichen Förderkosten je Unze verdienen würden, die je nach Unternehmen zwischen 1.200 und 1.300 US-Dollar geschätzt werden. Tatsächlich wird vermutet, dass 15 % der weltweiten Minen bei den aktuellen Preisen nicht rentabel betrieben werden können. Die Produktion wird trotzdem nicht gekappt. Der Grund ist, dass es für ein Unternehmen rational ist, die Produktion aufrecht zu erhalten, solange der Marktpreis zumindest kurz- bis mittelfristig die durchschnittlichen variablen Kosten deckt. Diese Kosten liegen nach Schätzungen aber zwischen 600 bis 700 US-Dollar je Unze und stellen eine Orientierung dar, wie weit der Goldpreis sinken müsste, bevor es zu einem nachhaltigen Förderstopp kommt. Von der Angebotsseite sollten daher keine Produktionskürzungen erwartet werden.

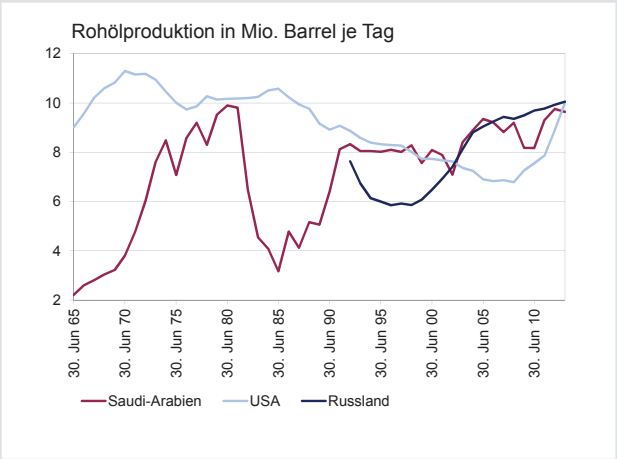
Neben der fundamentalen Angebots- und Nachfragesituation spielt auch die Entwicklung der US-Realzinsen eine wichtige Rolle für den Goldpreis. Denn Gold erbringt im Gegensatz zu Anleihen und Aktien keine Erträge in Form von Dividenden oder Zinsen. Deswegen beeinflussen die Opportunitätskosten der Goldhaltung, welche durch die Realzinsen in den USA vorgegeben werden, die Bewertung der Attraktivität von Gold. Zuletzt sind in den USA die Realzinserwartungen durch den Rückgang der Inflationserwartungen aber wieder angestiegen. Im fünfjährigen Bereich sind sie mittlerweile positiv. Da wir für das neue Jahr mit leicht steigenden Zinsen in den USA bei einer verhaltenen Entwicklung der Inflationserwartungen rechnen, sollten die Realzinserwartungen weiter ansteigen. Das bedeutet, dass Anlagen in US-Staatsanleihen als Alternative zu Goldanlagen weiter an Attraktivität gewinnen.



Gold kann als eine der wenigen Anlageklassen sowohl in einer Deflation als auch in einer Inflation das Portfolio schützen. Allerdings müssen die Szenarien jeweils stark ausgeprägt sein. Eine schwere Deflation ist dann häufig das Symptom einer tiefen Depression der Volkswirtschaft, die mit hohen systemischen Risiken einhergeht, gegen die sich Anleger mit Goldkäufen schützen möchten. Dies erwarten wir jedoch angesichts guter Konjunkturdaten im neuen Jahr nicht.

Anleger sollten für das neue Jahr kein Comeback beim Goldpreis erwarten. Die politischen und geopolitischen Sorgen des alten Jahres werden uns zwar auch im neuen Jahr weiter beschäftigen und könnten den Goldpreis temporär immer wieder stützen. Solange es aber zu keiner unerwarteten Eskalation in der Russland- oder Eurokrise kommt, bleibt der Goldmarkt in einer Konsolidierungsphase, die aus unserer Sicht noch länger anhalten wird. Vor allem die in den Boomjahren getätigten hohen Investitionen in neue Minenprojekte haben zu einem Rekordangebot bei Gold geführt. Die niedrigen variablen Förderkosten der Unternehmen verhindern (noch) einen Rückgang des Abbaus und damit eine Verbesserung der Marktsituation. Gleichzeitig steht weiterhin die Wende in der US-Geldpolitik auf der Agenda. Leicht steigende Zinsen, rückläufige Inflationserwartungen und ein relativ starker US-Dollar dürften die Attraktivität von Gold aus unserer Sicht weiter schmälern. Wir bewegen uns aus den genannten Gründen im unteren Drittel der Prognosen.



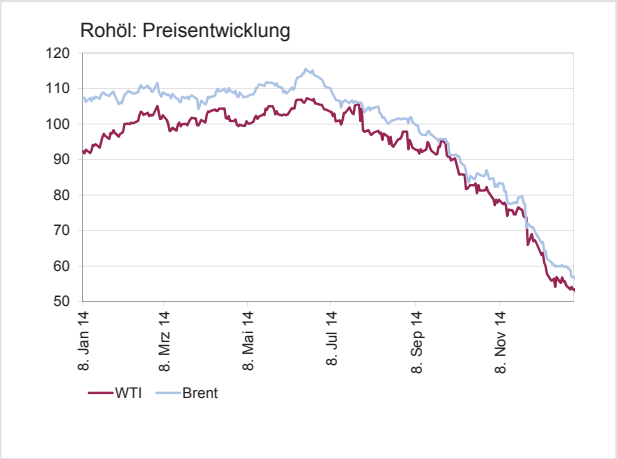


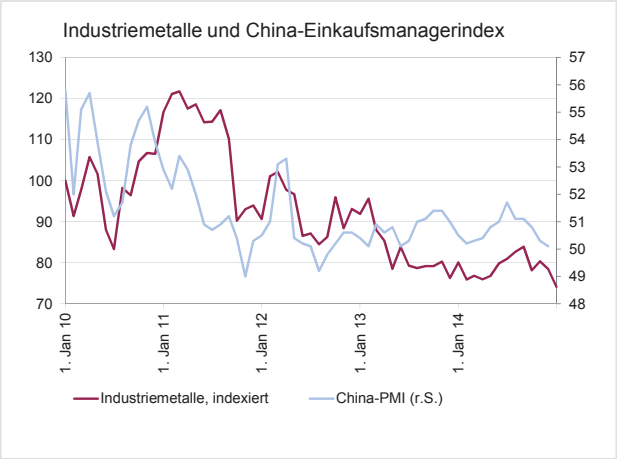
These 2: Auf dem Rohölmarkt bleibt die Volatilität ungewöhnlich hoch. Auf Jahressicht erwarten wir den Preis für ein Barrel der Rohölsorte WTI bei 60 US-Dollar.

Der Preis für Rohöl ist im Jahr 2014 ungewöhnlich heftig abgestürzt. Dabei schien es zu Jahresbeginn mit dem Aufkommen geopolitischer Sorgen im Nahen und Mittleren Osten zunächst Auftrieb am Rohölmarkt zu geben. Der Preisverfall setzte ein, als sich zur Jahresmitte eine Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums abzeichnete. Dabei hat die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) und allen voran Saudi-Arabien den Absturz des Ölpreises nicht wie in der Vergangenheit durch Kürzungen der Förderquoten aufgehalten, sondern im Gegenteil durch eine scharfe Rhetorik den Preisverfall weiter beschleunigt.

Obwohl sich zum Jahresende die Wachstumsaussichten wieder aufhellten, beschleunigte sich der Preisverfall für Rohöl. Das Comeback der USA als großer Rohölproduzent und die Ausweitung der Fördermenge des Landes durch neue Fördertechniken (Fracking) um etwa 50 % innerhalb weniger Jahre haben die Angebots- und Nachfragesituation offensichtlich nachhaltig verändert. Dies hat zu einem Angebotsschock geführt. So exportiert Nigeria zum Beispiel mittlerweile gar kein Rohöl mehr in die USA, nachdem das Land seit 1970 jeden Tag eine Million Barrel Rohöl dorthin verschifft hatte. Dieses Rohstoffvolumen findet nun seinen Weg nach Asien und verdrängt dort wiederum Erdöl aus Nahost.

Es ist anscheinend am Rohölmarkt ein Kampf um Marktanteile entbrannt. Dies war auf der OPEC-Sitzung im November zu erkennen. Obwohl die Rohölproduktion der Mitglieder des Kartells bereits etwas oberhalb der Grenze lag, auf die man sich einst geeinigt hatte, wurde eine Kürzung der Fördermengen zur Stützung des Preises entgegen dem Wunsch einiger Mitglieder abgelehnt. So sagte der Ölminister Saudi-Arabiens, dass es aus seiner Sicht keine Rolle spielen würde, ob der Ölpreis bei 20, 30 oder 40 US-Dollar stehen würde. Die Scheichs am Golf haben ein Interesse daran, anderen Marktteilnehmern Anteile abzunehmen. Das Land möchte langfristig seine Erlöse aus den eigenen Quellen maximieren und nimmt dafür kurzfristige Gewinneinbußen in Kauf. Dabei macht sich Saudi-Arabien die sehr geringen Produktionskosten zunutze, die deutlich unter 10 US-Dollar je Barrel liegen, während die Förderung von Öl aus Schiefergestein, die Exploration von Tiefseeöl oder die Förderung von Rohöl in den Weiten Russlands deutlich kapitalintensiver ist. Saudi-Arabien möchte verhindern, dass immer mehr Kapital in die Ausbeutung von schwer zugänglichem Rohöl fließt, um die eigene Marktstellung auch zukünftig zu sichern. Einen vergleichbaren Angebotsschock gab es 1985/1986. Zu der Zeit wurden neue Quellen in der Nordsee erschlossen, deren intensivere Ausbeutung die OPEC-Staaten verhindern wollten. Der Ölpreis fiel damals von 30 auf 7 US-Dollar, was viele Abbaugebiete in der Nordsee zunächst unrentabel machte.





Für das Jahr 2015 erwarten wir, dass das Überangebot zunächst bestehen bleiben wird. Allerdings sollten neue Explorationsprojekte zusehends auf Eis gelegt werden, da die Risiken durch den niedrigen Preis stark zugenommen haben. Etwas Entspannung könnte daher zum Jahresende von der Angebotsseite kommen.

Der niedrige Rohölpreis bewirkt zudem, dass die Nachfrage nach dem Rohstoff steigt, da Energie preiswerter wird. Da wir zudem mit einer konjunkturellen Belebung im Euroraum rechnen und das Wachstumstempo in den USA hoch bleiben dürfte, sollte die Nachfrage nach Rohöl und petrochemischen Erzeugnissen wieder anziehen. Wir erwarten daher, dass der Rohölpreis der Sorte WTI am Jahresende wieder bei 60 US-Dollar je Barrel stehen wird.

These 3: Industriemetalle werden sich im neuen Jahr heterogen entwickeln und auf Indexebene leichte Verluste vermelden.

Die Preise für Industriemetalle haben sich im letzten Jahr sehr heterogen entwickelt. So gaben die Notierungen für Kupfer und Zinn spürbar nach, während Nickel und Zink gesucht waren. Auf Indexebene gab es bei Industriemetallen leichte Verluste. Der gemeinsame Preistreiber für die Metalle ist die Konjunktur in China, das nach wie vor der Hauptnachfrager nach Metallen ist. Da die Entwicklung in China im Jahr 2014 schwächer als erwartet verlief, gaben auch die Notierungen bei den Industriemetallen im Durchschnitt nach.

Wir erwarten, dass sich dieser Trend auch in 2015 fortsetzen wird. Vor allem die merkliche Abkühlung auf dem chinesischen Immobilienmarkt dürfte dazu führen, dass weniger Metalle für Leitungen, Stahlbeton und Installationen wie beispielsweise Fahrstühle oder Treppengeländer benötigt werden. Der Metallverbrauch aus der Anbindung neuer Gebäude an die öffentliche Infrastruktur dürfte ebenfalls geringer ausfallen.

Ein weiterer, preisbeeinflussender Faktor ist der starke US-Dollar. Da die meisten Rohstoffgeschäfte in der US-Währung abgerechnet werden, hat sich für Nachfrager und Investoren außerhalb der USA der Preis für Industriemetalle erhöht. Da wir zumindest für die erste Jahreshälfte mit einer weiteren Aufwertung des Greenback rechnen, sollte der Preisdruck bestehen bleiben.

Dabei gibt es nicht nur nachfrageseitig Preisdruck, sondern auch auf der Angebotsseite. Denn viele Investoren und Rohstoffproduzenten haben den Fehler begangen, einen Preistrend aus der Vergangenheit in die Zukunft zu extrapolieren. Durch den Aufstieg der Schwellenländer und vor allem Chinas hat sich in der letzten Dekade bis zur Finanzmarktkrise der Wert vieler Rohstoffe vervielfacht. Die hohen Preisanstiege wurden bei der Planung zur Ausweitung von Förderkapazitäten zugrunde gelegt, was im Ergebnis bei vielen Rohstoffen nun zu einem Angebotsüberhang führt. So wurden bei den Industriemetallen in der Annahme weiter steigender Preise zahlreiche neue Minenprojekte erschlossen.

Zusammenfassend erwarten wir daher, dass Industriemetalle auch im neuen Jahr im Durchschnitt unter Preis-

druck stehen werden. Die positive konjunkturelle Entwicklung in den USA und der sich abzeichnende Aufschwung im Euroraum können den Preisdruck jedoch etwas abmildern, da die Nachfrage hier höher als im Jahr 2014 ausfallen sollte.

Rohstoffe: Maßnahmen

Maßnahme 1: Die Rohstoffquote sollte in den Portfolios untergewichtet werden.

Die Preisaussichten bei vielen Rohstoffen sind eher verhalten bis leicht negativ. Zudem spielt der Schutz gegen Inflation aufgrund der von uns erwarteten niedrigen Inflationsrate im Jahr 2015 eine geringere Rolle als in den letzten Jahren. Da zudem eine sehr hohe Schwankungsbreite bei vielen Rohstoffen zu erkennen ist und teilweise noch schwierig einzuschätzende Überkapazitäten bestehen, sollte die Rohstoffquote untergewichtet werden.

Maßnahme 2: Gold sollte untergewichtet werden

Die Aussichten für Gold haben sich weiter eingetrübt. Vor allem die niedrigen Inflationsraten und die wieder steigenden US-Realzinsen wirken negativ. Zudem weiten die Minenbetreiber trotz der schwachen Goldpreisentwicklung die Produktion aus. Gold sollte zwar weiterhin zum Schutz vor systemischen Verwerfungen fester Portfoliobaustein sein, sich jedoch nur noch auf diese Schutzfunktion beschränken.

Maßnahme 3: Rohöl sollte innerhalb des Rohstoffanteils zunächst untergewichtet werden. Im weiteren Jahresverlauf sollte die Quote erhöht werden, wenn sich eine Bereinigung des Angebotsüberhangs abzeichnet.

Zunächst bestehen erhebliche Risiken am Rohölmarkt, solange der Angebotsüberhang nicht bereinigt ist. Daher sollte zu Jahresbeginn eine abwartende Positionierung eingenommen werden.

Es könnte sich im Jahresverlauf aber herausstellen, dass der massive Preisverfall etwas übertrieben war. Denn die Elastizität der Nachfrage ist beim Öl hoch, das heißt, dass ein sinkender Ölpreis zu einer relativ starken Ausweitung der Nachfrage nach Öl führt. Zudem steht der Euroraum nach unseren Prognosen vor einer wirtschaftlichen Erholung und der Wachstumspfad in den USA erscheint stabil. Im Laufe des Jahres sollte es daher auch wieder zu einer verstärkten Nachfrage nach Rohöl kommen. Dann sollten Anleger die günstigeren Niveaus nutzen, um die Rohölquote zu erhöhen.

Hedgefondsmarkt: Ausblick und Maßnahmen

Durch die Umsetzung der AIFM-Richtlinien wurde die Hedgefondsindustrie in Europa in den vergangenen beiden Jahren stärker reguliert. Dies bedeutete u. a. eine Erlaubnispflicht der Manager durch die BaFin, Mindestkapitalanforderungen, ein Mindestmaß an Transparenz und gestiegene Anforderungen an das Risikomanagement. Insgesamt ergibt sich ein weit höherer Anlegerschutz als noch vor wenigen Jahren. Hedgefonds haben hierdurch ihre Nische eines nebulösen unregulierten Investments verlassen.

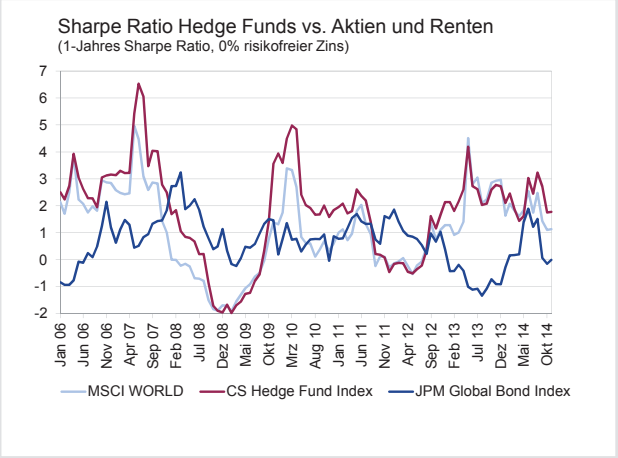
Direkt spürbar für die Investoren sind die neuen Regeln durch die veränderten Zugangsmöglichkeiten: In Abhängigkeit von den persönlichen Erfahrungen des Investors erhält dieser unterschiedliche Möglichkeiten für eine Investition.

Professionelle und semi-professionelle Anleger genießen für in Deutschland aufgelegte und vertriebene Single-Hedgefonds nach wie vor vergleichsweise hohe Freiheiten. Sie können einzelne Fonds (Single Hedge Funds) weiterhin direkt erwerben. Somit können sie Fonds kaufen, die einen Leverage oder Leerverkäufe einsetzen. Als professioneller Anleger gelten institutionelle Investoren. Semi-professionell sind Anleger, die mindestens 200.000 Euro investieren und schriftlich erklären, dass sie sich der Risiken der Investition bewusst sind. Gleichwohl muss die Fondsgesellschaft dem Anleger schriftlich bestätigen, dass sie die Einschätzung erlangt hat, dass durch den Investor eine selbständige und realistische Risikoeinschätzung stattgefunden hat.

Anlegern, die diese Anforderungen nicht erfüllen wollen oder können, bleibt der Weg einer Investition über Dach-Hedgefonds offen. Für diese gelten Beschränkungen bei Leverage und Leerverkäufen. Gleichwohl dürfen diese Fonds maximal 20 % ihres Vermögens in einen Single Hedge Fund investieren. Dies soll das Risiko für die Investoren beschränken.

Für größere Vermögen bietet sich zudem eine Investition über ein Managed Account an, also ein Depot des Investors, in dem der Hedgefondsmanager ähnlich wie ein Vermögensverwalter agiert.

Während dies eine gute Lösung bei großen Investitionsgrößen sein kann, erfreuen sich UCITS-Fonds einer wachsenden Beliebtheit, zumal sie für alle Investorengruppen offen sind. Unter anderem werden bislang unregulierte Offshore-Hedgefonds nunmehr als Fonds angeboten, die den UCITS-Regularien entsprechen. Dies bietet den Investoren u. a. Sicherheit im Hinblick auf das Investmentuniversum und die Wiederveräußerbarkeit der Fonds, da UCITS-Fonds Rückgaben von Investoren in maximal einer Woche abwickeln müssen. Direkte Investitionen in Rohstoffe sind unter UCITS nicht möglich, der Leverage wird begrenzt und Leerverkäufe auf Aktien werden ausgeschlossen. Dies führt als Nebeneffekt dazu, dass einzelne Komponenten der ursprünglichen Fonds unter dem UCITS-Mantel entfallen oder durch alternative Derivate-Strategien ersetzt werden. Hierdurch kommt es zu einer leicht höheren Kostenbelastung der UCITS-Fonds.



Lohnend sind Hedgefondsinvestitionen nach wie vor, obgleich das abgelaufene Jahr im Durchschnitt nur einen mäßig guten Erfolg geliefert hat. Die Renditen von Hedgefonds lagen in den vergangenen Jahren beständig zwischen der Rendite von Aktien und Renten. Die im Jahr 2008 während der Finanzkrise trotz des Absolute-Return-Ansatzes der Branche aufgetretenen Verluste wurden deutlich schneller wieder aufgeholt als am Aktienmarkt. Die absolute Wertentwicklung ist jedoch nicht der Gradmesser, an der sich die Hedgefondsbranche orientiert. Vielmehr wird beständig auf die risikoadjustierten Renditen verwiesen. Unsere Messungen auf Basis von 1-Jahres-Messzeiträumen haben ergeben, dass die Hedgefonds in den vergangenen Jahren nahezu beständig ein höheres Rendite-Risiko-Verhältnis als Aktien oder Renten aufgewiesen haben. Dies ist ein gewichtiges Argument, welches nach wie vor für eine Investition in Hedgefonds spricht.

These 1: Managed Futures Fonds werden ihre überdurchschnittlichen Vermögenszuwächse des Jahres 2014 im Jahr 2015 nicht wiederholen können.

Aus unserer Sicht nehmen Managed Futures Fonds insofern eine Sonderstellung unter den Hedgefonds ein, als dass sie Investitionsmöglichkeiten bieten, die gerade in Krisenzeiten eine hohe Chance auf Kursgewinne bieten und gleichzeitig hoch liquide bleiben. Dies hat beispielsweise in 2008 dazu geführt, dass Managed Futures Fonds während der Finanzkrise in 2008 um mehr als 18 % zugewonnen haben, während der MSCI World um mehr als 40 % verlor. Mit Managed Futures Fonds besteht mithin die Chance, ein Gesamtvermögen in Krisensituationen zu schützen, ohne dabei übermäßig vom Rentenmarkt abhängig zu sein. Gleichzeitig sind die Ergebnisse dieser Strategien statistisch gesehen kaum durch die absolute Wertentwicklung des Aktienmarktes zu erklären und somit vergleichsweise unabhängig.

Managed Futures Fonds handeln fast ausschließlich mit Derivaten wie Futures und Optionen. Hierbei werden systematisch quantitative Handelsansätze verfolgt. Ein weit verbreitet genutzter Handelsansatz ist das Folgen von Trends, d. h. es wird ausgenutzt, dass eine Kurssteigerung oder ein Kursverfall in einem Markt zumeist eine gewisse Zeit anhält. Aufgrund des hohen Angebotes an Anleihen werden diese Strategien häufig bei Staatsanleihen wie deutschen Bundesanleihen oder US-Treasuries umgesetzt.

Trendfolgemodelle und auch andere Handelsstrategien haben in 2014 dazu geführt, dass Managed Futures Fonds in Bezug auf europäische Staatsanleihen wie deutsche Bundesanleihen hohe Wertgewinne erzielen konnten. Dabei war nicht entscheidend, ob die Anleihemärkte

gestiegen oder gefallen sind. Ausschlaggebend war für die Hedgefonds vielmehr, dass die eingeschlagene Richtung beibehalten worden ist. Ebenso gab es einen anhaltenden Trend der Aufwertung des US-Dollar in 2014, von dem viele Fonds profitieren konnten.

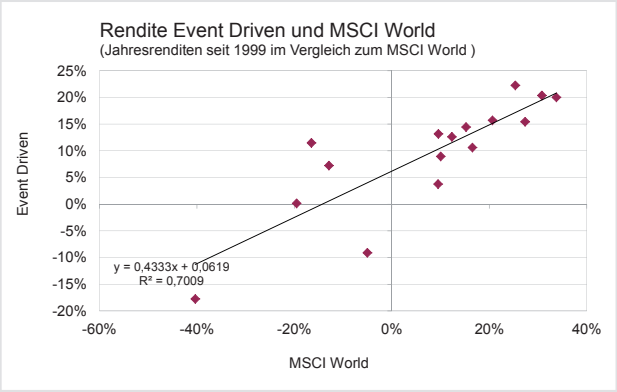
Wie bereits im Ausblick für den Rentenmarkt dargelegt, rechnen wir nicht damit, dass sich die Kursanstiege des vergangenen Jahres für das laufende Jahr fortschreiben lassen. Da die Erfolge der Managed Futures Fonds großenteils in Wertgewinnen im Rentenmarkt liquider Staatsanleihen begründet waren, setzen wir für das Gesamtjahr 2015 nicht mehr auf eine Outperformance dieser Hedgefondsstrategie.

Wertentwicklung von Hedgefonds seit 2009

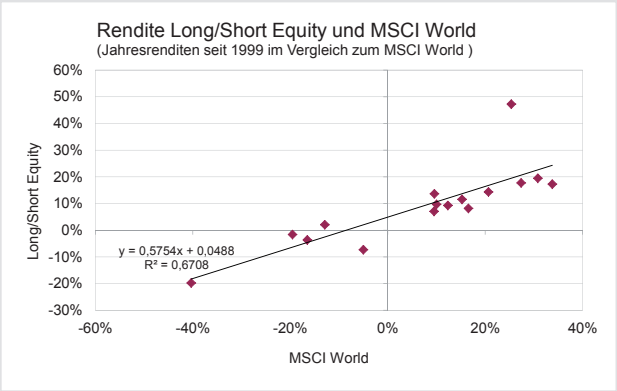
Rang	2009	2010	2011	2012	2013	1–11 2014
1	Conv. Arbitrage 47,3 %	Global Macro 13,5 %	Global Macro 6,4 %	Event Driven 10,6 %	Long/Short Equity 17,7 %	Managed Futures 16,4 %
2	Event Driven 20,4 %	Event Driven 12,6 %	Equity Market Neutral 4,5 %	Long/Short Equity 8,2 %	Event Driven 15,5 %	Long/Short Equity 5,2 %
3	Long/Short Equity 19,5 %	Managed Futures 12,2 %	Conv. Arbitrage 1,1 %	Conv. Arbitrage 7,8 %	Equity Market Neutral 9,3 %	Global Macro 3,4 %
4	Global Macro 11,6 %	Conv. Arbitrage 11 %	Managed Futures -4,2 %	Global Macro 4,6 %	Conv. Arbitrage 6,0 %	Event Driven 2,1 %
5	Equity Market Neutral 4,1 %	Long/Short Equity 9,3 %	Long/Short Equity -7,3 %	Equity Market Neutral 0,9 %	Global Macro 4,3 %	Equity Market Neutral -0,5 %
6	Managed Futures -6,6 %	Equity Market Neutral -0,8 %	Event Driven -9,1 %	Managed Futures -2,9 %	Managed Futures -2,6 %	Conv. Arbitrage -0,5 %

These 2: Long/Short Equity und Event Driven sollten in 2015 wiederum zu den erfolgreichsten Strategien gehören.

Für 2015 ist unser wahrscheinlichstes Szenario, dass diejenigen Hedgefondsstrategien am besten abschneiden werden, die eine positive Korrelation zum Aktienmarkt aufweisen. In einer Untersuchung, bei der mit Hilfe des MSCI World die Wertentwicklung der jeweiligen Strategien erklärt werden, zeigen sich bei zwei Strategien ein engerer – zudem positiver – Zusammenhang: Event Driven und Long/Short Equity.



Dies sind auch die Strategien, die in den „Bullenjahren“ 2009, 2010, 2012, 2013 und 2014, in denen die Aktien spürbar an Wert zulegten, gut abgeschnitten haben. Die Strategien sind auf den Aktienmarkt fokussiert. Insofern erscheinen negative Auswirkungen vom Rentenmarkt ausgeschlossen.



These 3: Für Global Macro Fonds erwarten wir auch für 2015 eine attraktive einstellige Rendite. Diese sollte unserer Erwartung nach schwächer ausfallen als bei Long/Short Equity Fonds.

Bei Global Macro Fonds agieren die Manager mit Hilfe einer opportunistischen Anlagepolitik in Aktien, Anleihen und Währungen. Hierfür betreiben die Manager wirtschaftliche, gesellschaftliche und politische Analysen. Für das Jahr 2015 sehen wir durchaus hohe Chancen, dass die Fonds von großen Veränderungen in der Weltwirtschaft profitieren können, z. B. von Auswirkungen des starken Verfalls des Rohölpreises. Jedoch bergen Krisenherde wie der Ukraine-Konflikt mit den Sanktionen gegen Russland ebenfalls Überraschungspotenzial, die auch bei Global Macro Fonds für Kursverluste sorgen können. Aufgrund

des niedrigen Zinsniveaus könnte es für die Fonds zunehmend schwieriger werden, einen Renditebeitrag wie in der Vergangenheit aus dem Rentenmarkt zu ziehen, weshalb wir vorsichtig pessimistisch für diese Strategie eingestellt sind. Nichtsdestotrotz haben Global Macro Fonds in der Vergangenheit häufig gute Renditen erwirtschaftet. Die Ergebnisse haben zudem keine signifikanten Abhängigkeiten zum Aktienmarkt gezeigt, weshalb sich Global Macro Fonds als ein unabhängiger Baustein für große Vermögen sehr gut eignen.

These 4: Convertible Arbitrage Fonds werden in 2015 wieder in die Gewinnzone zurückkehren.

Convertible Arbitrage Fonds kaufen Wandelanleihen bei einem gleichzeitigen Verkauf der jeweiligen Unternehmensaktie. Convertible Arbitrage Strategien können Marktverwerfungen während der Laufzeit der jeweiligen Anleihen bis zu ihrer Fälligkeit ausgesetzt sein. In der letzten Finanzkrise war eine starke Unterbewertung von Wandelanleihen zu beobachten, als sich viele Investoren aus dem Markt zurückzogen und außerdem Unternehmensanleihen (die für die Preisbildung von Wandelanleihen von zentraler Bedeutung sind) kaum noch liquide waren und ebenfalls massive Kursverluste verzeichneten. Darüber hinaus wurden Leerverkäufe zwischenzeitlich und kurzfristig gesetzlich eingeschränkt. Banken haben den Zugang zu Krediten erschwert und Kreditmargen erhöht. Ziehen in einem solchen Umfeld viele Investoren ihre Gelder ab, dann müssen die Fonds die Wandelanleihen – zumeist von Emittenten schwächerer Bonität – zu sehr niedrigen Preisen abgeben und erleiden infolge ihres hohen Fremdkapitalhebels starke Verluste.

Da die Wandelanleihen im Normalfall zu einem vorher bestimmten Preis zurückgezahlt werden, erholen sich die Preise von Wandelanleihen zu ihrer Fälligkeit wieder. Aus diesem Grund steigt nach schlechteren Jahren für Wandelanleihen stets die Chance, wieder gute Jahre zu bekommen.

In normalen Zeiten hängt die Wertentwicklung von Wandelanleihen in erster Linie von der Wertentwicklung des Aktienmarktes ab, obgleich das Verlustrisiko von Wandelanleihen beschränkt ist und die Wertschwankungen von Aktien nur in einem geringeren Ausmaß nachvollzogen werden.

Wir gehen von Zugewinnen in den Aktienmärkten im Jahr 2015 aus. Insofern glauben wir, dass Wandelanleihen und somit auch Convertible Arbitrage Fonds nach dem Verlustjahr 2014 wieder in die Gewinnzone zurückkehren.

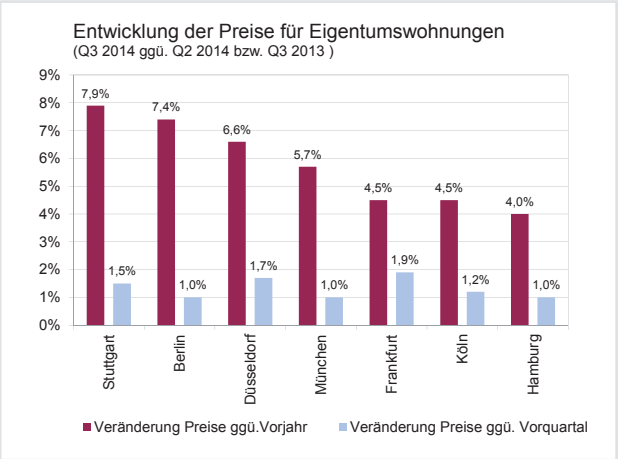
JAHRESAUSBLICK 2015: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

Immobilienmarkt: Ausblick und Maßnahmen

These 1: Der Preisanstieg für deutsche Wohnimmobilien verlor zuletzt etwas an Dynamik. Die Preisspirale könnte jedoch erneut anziehen.

Getrieben durch die schwache Verzinsung von Alternativanlagen und die sehr günstigen Finanzierungsmöglichkeiten legten die Angebotspreise für Zinshäuser in deutschen Metropolen 2014 nochmals zu, teilweise über jedes vernünftige Maß hinaus. Die realisierten Preise entwickelten sich gegen Jahresende jedoch nicht mehr ganz so dynamisch, Käufer akzeptierten also die aufgerufenen Preise nicht mehr widerstandslos. Hier spielt sicherlich eine Rolle, dass die Diskussion um die Einführung der Mietpreisbremse die Wachstumsfantasie auf der Einnahmenseite erheblich einschränkt.

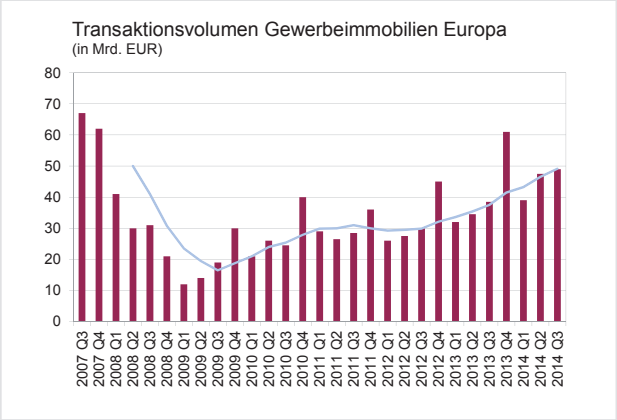
Am Beispiel der hilfsweise genutzten Daten zur Preisentwicklung für Eigentumswohnungen (Grafik) kommt diese nachlassende Dynamik bis zum dritten Quartal noch nicht überall zum Ausdruck. Dies mag aber auch damit zusammenhängen, dass der Kauf einer Eigentumswohnung zur Eigennutzung nicht nur wirtschaftlichen Überlegungen folgt. Am Beispiel des bedeutendsten Transaktionsmarktes Berlin zeigt sich aber bereits deutlich ein abgeflachtes Preiswachstum, ebenso wie in Stuttgart oder München.



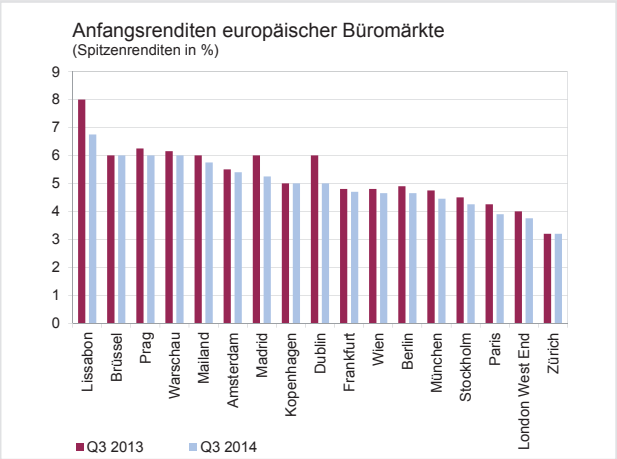
Für 2015 erwarten wir aber keinesfalls eine Umkehr des Preistrends. Vermögende Privatinvestoren könnten auf nochmals höherem Kaufpreisniveau in den Zinshausmarkt zurückkehren, wenn Alternativanlagen teils nur noch Negativverzinsungen versprechen.

These 2: Auf den internationalen Investmentmärkten und für gewerblich genutzte Immobilien verschärft sich der Anlagenotstand, die Preise dürften weiter zulegen.

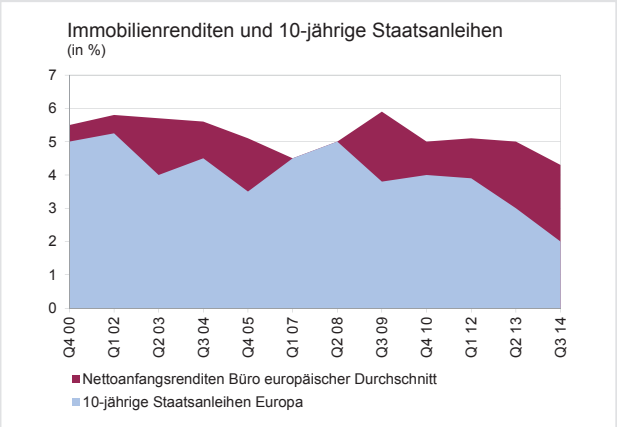
An den internationalen Investmentmärkten verschärft sich der Wettbewerb um das Anlagegut Immobilie weiter.



Institutionelle Anleger vermelden Anlagenotstand, Pensionsfonds und Versicherungen sorgen sich um die Erfüllbarkeit ihrer eigenen Zahlungsverpflichtungen. Inländische Giganten wie Allianz Real Estate oder die Flaggschiffe der deutschen Immobilienfondslandschaft wie Union Investment oder Deka mit ihren 10-Mrd.-Fonds kämpfen auf den internationalen Anlagemärkten gegen Staatsfonds aus Norwegen, Nahost und Asien um die attraktivsten Immobilien und kommen bei Bietergefechten immer seltener zum Zuge. Da insbesondere Staatsfonds mit Mindestrenditeanforderungen von teils unter drei Prozent p. a. am Markt auftreten und diese vielfach auf den Einsatz von Fremdkapital verzichten, konnten für die allermeisten europäischen Märkte weiter sinkende Anfangsrenditen registriert werden.



Anders als im Jahr 2007, als Immobilien gemessen am Niveau der Anfangsrenditen teilweise schlechter verzinsten als langfristige Staatsanleihen, ist der Zinsspread gegenwärtig mit rund 250 Basispunkten deutlich ausgeprägt, so dass weiter institutionelles Anlegerkapital in die Immobilienmärkte fließen wird, was zu einem weiteren Anstieg der Kaufpreise führen dürfte.



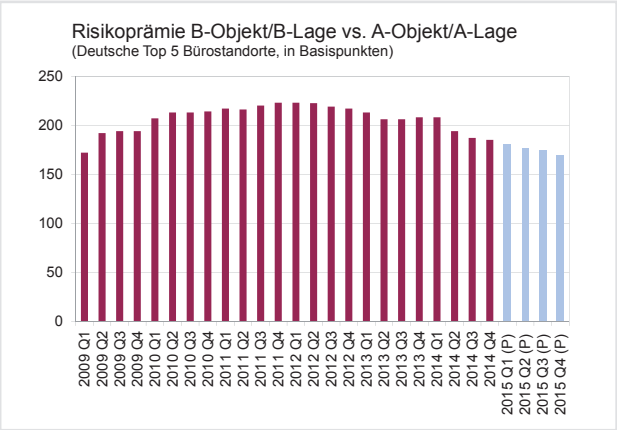
Die Folge ist, dass Top-Immobilien nur noch über beschränkte Bieterverfahren einem kleinen vorab definierten Käuferkreis angeboten und unter künstlichem Zeitdruck versteigert werden. Extrem kurze Phasen für die technische, steuerliche und rechtliche Prüfung einer Immobilie vor Ankauf und für die Verhandlung der Kaufvertragsinhalte verschlechtern dabei tendenziell die Risikoposition des Käufers.

These 3: Die angekündigte Zinswende in den USA wird die positive Dynamik der US-Immobilienmärkte nicht stoppen.

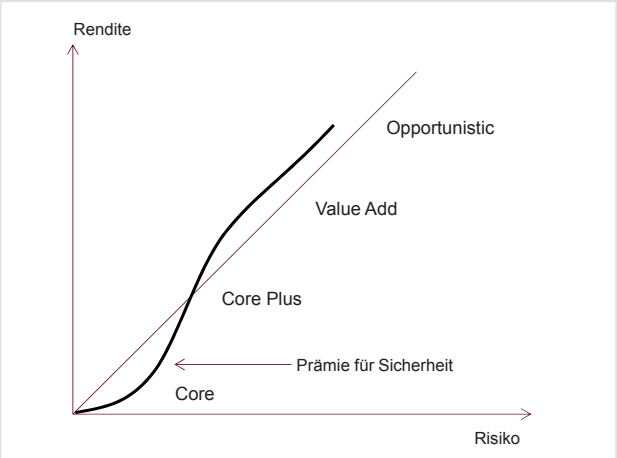
In aktuellen Stellungnahmen der US-Notenbank werden die Marktteilnehmer auf eine erste Zinserhöhung und damit den Einstieg in die Zinswende vorbereitet. Wir erwarten jedoch aus zwei Gründen, dass hiervon keine Effekte auf die Marktdynamik bei US-Immobilien zu erwarten sind. Einerseits ist die Inflation in den USA weiter sehr moderat. Die Federal Reserve steht damit nicht unter Druck, die Zinsen zu erhöhen und wird voraussichtlich eher symbolische Erhöhungen vornehmen. Anderseits kommt der Anlagenotstand von Investoren in den USA ähnlich zum Tragen wie in Europa, so dass die schiere Menge des Kapitals, das nach Anlagemöglichkeiten im Immobilienmarkt sucht, die Kaufpreise stützt. Zudem stellt sich im Zuge der guten Entwicklung der Unternehmen der Mietflächenumsatz und das Mietpreiswachstum für Gewerbeimmobilien deutlich dynamischer dar als in Europa. Dies ist ein weiteres Argument dafür, dass die Kapitalwerte in 2015 eher noch weiter zulegen dürften.

These 4: Zunehmend profitieren in Deutschland auch Immobilien in etwas schwächerer Objekt- und Lagequalität von steigendem Investoreninteresse. Die Preisdifferenz zu Spitzenimmobilien engt sich langsam ein.

Die Kaufpreise für Spitzenimmobilien in sehr guten Lagen und mit bonitätsstarken Mietern haben weiter zugelegt und rangieren in deutschen Metropolen mittlerweile unterhalb einer Anfangsrendite von 4,5 %. Langsam ist jedoch festzustellen, dass auch Immobilien, die die Kriterien der klassischen Spitzenimmobilie nicht erfüllen, in den Investorenfokus rücken, so dass die Preisdifferenz zwischen dem Top-Segment und Immobilien etwas schwächerer Objekt- oder Lagequalität langsam zurückgeht. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend 2015 fortsetzt.



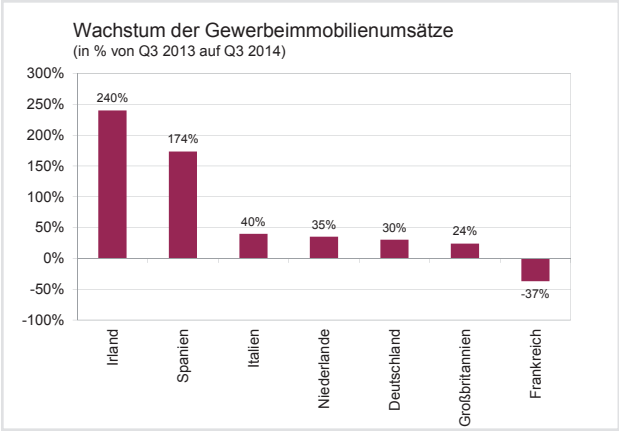
Dennoch bleiben bei einem Spread von rund 150 Basispunkten zwischen der Verzinsung von Spitzenimmobilien und der Verzinsung von B-Immobilien bzw. B-Lagen Investitionen in diesem Segment weiter interessant. Nach unserer Einschätzung bestehen Investitionschancen insbesondere bei Immobilien, die zwar hinsichtlich ihrer Lagequalität hervorragend sind, aber in der baulichen und mietvertraglichen Konfiguration Optimierungspotenzial aufweisen und damit dem Investor die Chance bieten, selbst aktiv Wertschöpfung zu betreiben. Eben weil bei der Mehrzahl der Investoren die Ressourcen zur Umsetzung von Maßnahmen nicht vorhanden sind, können hier weiter attraktive Investitionen getätigt werden.



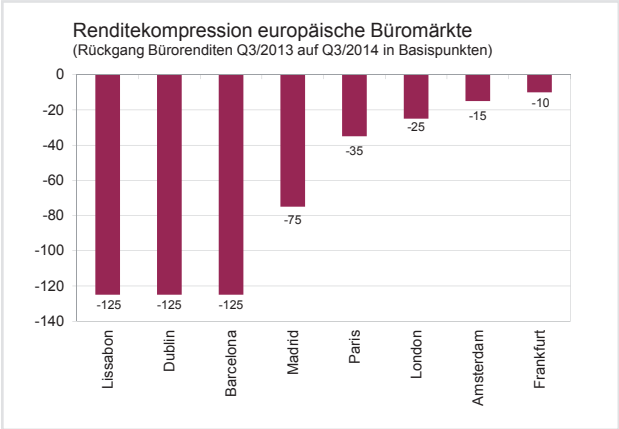
These 5: Das Fenster für antizyklische Investments in den europäischen Peripheriemärkten hat sich weitgehend geschlossen.

Bis Ende 2013 boten die Metropolen europäischer Peripheriestaaten, darunter insbesondere die spanischen Märkte Madrid und Barcelona aber auch Dublin, Lissabon oder Mailand und mit Abstrichen Amsterdam, Gelegenheiten für antizyklische Investments mit der Chance auf deutliche Wertgewinne im Zuge der Markterholung.

2014 war das Jahr, in dem auf diesen Märkten im Zuge eines hohen Investoreninteresses ein starker Anstieg der Transaktionsvolumina zu beobachten war.



Gleichzeitig sind die Kaufpreise deutlich gestiegen bzw. die Ankaufsrenditen spürbar gesunken.



Wenngleich noch weitere Preisanstiege möglich sind, dürfte die Dynamik des zurückliegenden Jahres 2015 nicht mehr erreicht werden. Strukturell sollte das Preisniveau dieser Märkte unter dem der Kernmärkte bleiben.

Es besteht jedoch wie in den Jahren 2006/2007 die Gefahr, dass Investoren im Zuge des Anlagenotstands Marktrisiken, die ein niedriges Preisniveau rechtfertigen, ignorieren.

These 6: Gewerbliche Bestandsimmobilien in guter Lage, die auf Durchschnittsmietniveau vermietet sind, sollten sich langfristig besser entwickeln, als auf Spitzenmietniveau vermietete Neubau-Immobilien.

Das Spitzensegment, die teuersten 10 % des Immobilienmarktes, wird von Investoren am stärksten nachgefragt und hat in den letzten Jahren den stärksten Preisaufschwung genommen. Weltweit stürzen sich Investoren auf die sogenannten „Core"-Immobilien in Neubauqualität in guten Lagen, die Langfristvermietungen mit bonitätsstarken Mietern auf Spitzenmietniveau aufweisen.

Die Investitionslogik und Preisbildung ist nachvollziehbar, soweit man auf die Zeitspanne des Mietvertrags, beispielsweise zehn Jahre, abhebt und davon ausgeht, dass der Mieter nicht ausfällt. Nun funktionieren Immobilien aber nicht so, dass diese nach Ablauf einer definierten Frist zum Nominalwert an den Emittenten zurückgegeben werden können. Der Eigentümer muss für die Phase der Anschlussvermietung einer dann gebrauchten Immobilie eine völlig neue Rechnung aufmachen. Diese sieht üblicherweise so aus, dass der Bestandsmieter seinen durch Indexierungen oder Staffeln aus dem Markt gewachsenen Mietvertrag kündigt oder aber erhebliche Bedingungen an eine Verlängerung knüpft. Die Immobilie, inzwischen zehn Jahre alt, konkurriert mit Neubauten mit Qualitäten und Ausstattungsmerkmalen, die üblicherweise über denen des Bestands liegen. Neuvertragsabschlüsse müssen in der Regel durch mietfreie Zeiten und Ausbaukostenzuschüsse teuer erkauft werden. Gegenwärtig ist davon auszugehen, dass bei Abschluss eines frischen zehn Jahres Mietvertrags rd. 18 Monate mietfrei gewährt werden müssen. Für den Eigentümer bedeutet dies im Regelfall, dass er effektiv das Mietniveau der Erstvermietung nicht mehr erreicht. Erfolg versprechender erscheint es da, in Immobilien zu investieren, die zwar hinsichtlich der Lagequalität hervorragend sind, die aber als gebrauchte Immobilien mit diversifizierter Mieterstruktur auf oder unter Niveau des Marktdurchschnitts rangieren und Potenziale zur Erweiterung oder Umwidmung von Flächen oder zur Verbesserung der Qualität insbesondere in den Mieterbereichen bieten.

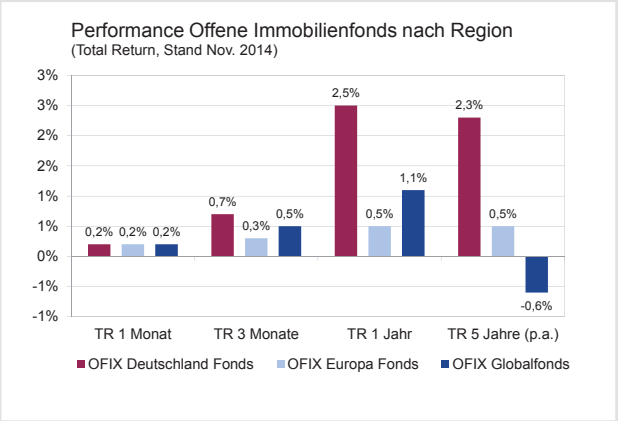
		Bestands-Immobilie	Neubau Top-Segment
Ankauf t0			
Mietfläche	m²	5.000	5.000
Leerstand	m²	1.000	-
Ist-Miete p.a. vermietete Fläche	€	600.000	1.320.000
Miete/m²/Monat	€	12,50	22,00
Vermietungsstruktur		viele Mieter	ein Mieter
Mietvertragsrestlaufzeit		1 bis 6 Jahre	10 Jahre
Ankaufsfaktor auf Ist-Miete		18,00	21,00
Kaufpreis	€	10.368.000	27.720.000
Investition (400 €/m² Mietfläche)	€	2.000.000	-
Investition (Gebäudehülle u. Gemeinflächen)	€	2.000.000	-
Kaufpreis + Investition	**€**	**14.368.000**	**27.720.000**
Verkauf t11			
Mietfläche		5.000	5.000
Investition zur Nachvermietung (200€/m² Mietfläche)	€	-	1.000.000
Ist-Miete p.a.	€	960.000	1.200.000
Miete/m²/Monat	€	16,00	20,00
Verkaufsfaktor		19,00	20,00
Verkaufspreis	**€**	**18.240.000**	**24.000.000**
Mietertrag t1-t10	**€**	**7.800.000**	**13.200.000**
Überschuss (VKP + Miete - KP - Investion)	**€**	**11.672.000**	**8.480.000**

Hier bietet sich dem Investor die Chance, durch aktive Maßnahmen im Zuge von Anschluss- oder Neuvermietungen Mietniveaus zu heben. Für klassische „Passiv-Investoren" wie Versorgungswerke oder auch die großen Immobilienfonds sind solche Strategien weniger geeignet, da sie lokale Asset Management Kompetenz und kleinteiliges, individuelles Vorgehen erfordern. Dies hat den positiven Nebeneffekt, dass der Preisdruck geringer ausgeprägt ist.

These 7: Lokale Anlagestrategien versprechen eine höhere Performance als global diversifizierte Portfolios.

Von Immobilienstrategen und Portfoliomanagern wird vielfach die These vertreten, dass internationale und im besten Fall globale Diversifikation zu einer Outperformance führen müsse, da weltweit an Marktchancen partizipiert werden kann. Gleichzeitig müsse das Portfoliorisiko sinken, da sich auf Grund von global verschobenen

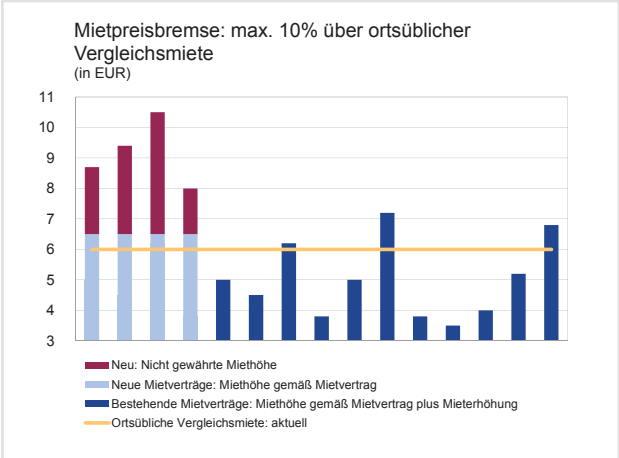
Immobilienmarktzyklen gegenläufige Markttrends ausgleichen. Akademisch betrachtet ist dies für ein sehr großes Portfolio möglicherweise auch richtig. In der Praxis aber zeigt sich immer wieder, dass die operative Umsetzung nicht gelingt. Hierfür gibt es viele Gründe: Die Komplexität des Portfolios im Hinblick auf Marktusancen, rechtliche, steuerliche, politische und kulturelle Besonderheiten steigt um ein Vielfaches und bedingt steigende Fehlerquoten. Schwankende Wechselkurse beeinflussen den Anlageerfolg teils erheblich und konterkarieren möglicherweise den Immobilienanlageerfolg. Marktein- und -austritt gelingen nicht, weil die kritische Größe und die Infrastruktur fehlt, um im lokalen Markt wahrgenommen zu werden und die Vernetzung und Verlässlichkeit aufzubauen, die erforderlich ist, um erfolgreiches Immobiliengeschäft zu betreiben. Die Strukturkosten steigen deutlich. Insbesondere aber zeigt sich, dass der Marktzugang eines Managers nicht überall auf der Welt gleich gut sein kann, so dass die Wahrscheinlichkeit steigt, mit dem konkreten Investment das Potenzial des Marktes nicht oder nur teilweise zu heben.



Nach unserer Erfahrung ist es wahrscheinlicher, in einem schwachen Markt aber mit hoher lokaler Expertise ein erfolgreiches Investment zu tätigen, als in einem dynamischen Markt ohne lokale Expertise erfolgreich zu sein. Nicht umsonst sind Projektentwickler, die auf der höchsten Komplexitätsstufe der Immobilienwirtschaft agieren, in der Regel lokale Akteure. Der Manager eines Globalportfolios muss zwangsläufig die für den Anlageerfolg zentralen Managementaufgaben delegieren und sich auf die Position eines Controllers zurückziehen, der anhand von global vereinheitlichten Kennzahlen steuert. Es spricht also bei der Umsetzung eigener Anlagestrategien vieles dafür, explizit lokale Expertise bzw. Expertise in einer spezifischen Nische zu nutzen, um Anlagechancen zu maximieren und dem gegenüber globale Diversifikationsansätze, die nur mit Generalisten umzusetzen sind, zu vernachlässigen. Immobilienwirtschaft ist „local business“ und „people’s business“!

These 8: Mit der Einführung der Mietpreisbremse in angespannten deutschen Wohnungsmärkten wird die zulässige Miethöhe zukünftig maßgeblich durch den Mietspiegel bestimmt. Für viele Wohnungseigentümer werden die Überschüsse sukzessive sinken.

Die Wohnungsmieten in vielen deutschen Großstädten und Ballungsgebieten sind in den letzten Jahren teils drastisch gestiegen. Mit der sogenannten Mietpreisbremse will die Bundesregierung voraussichtlich Mitte 2015 ein Instrument in Kraft setzen, das überzogene Mietpreissteigerungen in der Neuvermietung von 20, 30 oder mehr Prozent unterbindet. Die Bundesländer werden ermächtigt, für höchstens fünf Jahre (Teil-) Gebiete mit einem angespannten Wohnungsmarkt auszuweisen, in denen die Mietpreisbremse gilt. Die Neuregelungen sehen vor, dass bei der Wiedervermietung von Bestandswohnungen die zulässige Miete höchstens auf das Niveau der ortsüblichen Vergleichsmiete (qualifizierter Mietspiegel) zuzüglich 10 Prozent angehoben werden darf.



Da zukünftig niedrigere Neuvertragsabschlüsse als zuletzt in die Statistik eingehen, ist mittelfristig zu erwarten, dass auch das Niveau der ortsüblichen Vergleichsmiete langsam absinkt.

Um Investitionen in Neubauten und umfassende Modernisierungen nicht zu unterbinden, werden neu errichtete Wohnungen vollständig und umfassend modernisierte Wohnungen bei Erstvermietung von der Mietpreisbegrenzung ausgenommen. Außerdem ist vorgesehen, dass eine bereits vereinbarte „Vormiete“ (vereinbarte Bestandsmiete vor der Einführung der Mietpreisbremse) zulässig bleibt und auch bei einer Wiedervermietung weiter verlangt werden darf. Vermieter werden also nicht gezwungen, eine frei gewordene Wohnung unterhalb der „Vormiete“ anzubieten.

Für Investoren bleibt als sinnvolle Investitionschance insbesondere das Neubausegment, da dieses von der Regulierung ausgenommen ist. Im Bestand sind besonders solche Immobilien interessant, die noch deutlich unter dem Niveau der ortsüblichen Vergleichsmiete (qualifizierter Mietspiegel) vermietet sind und sukzessiv auf ein höheres Niveau gehoben werden können.

Auch das Maklerrecht für Wohnungsvermietungen wird mieterfreundlich gestaltet. Nach dem Bestellerprinzip soll zukünftig diejenige Partei, die die Leistung eines Maklers veranlasst, verpflichtet werden, die Kosten der Leistung auch zu bezahlen. Das ist in der Praxis üblicherweise der Vermieter, der mit Hilfe eines Maklers einen neuen Mieter sucht. Eine hiervon abweichende Vereinbarung ist unwirksam. Insbesondere auf angespannten Wohnungsmärkten wird dieses Prinzip Bedeutung erlangen.

Insgesamt ist zu erwarten, dass die staatliche Einflussnahme auf den Wohnungsmarkt 2015 weiter zunimmt. Neben den bereits beschriebenen Maßnahmen ist zum Beispiel damit zu rechnen, dass auch die Grunderwerbsteuerspirale weitergedreht und die Grundsteuersätze weiter angehoben werden.

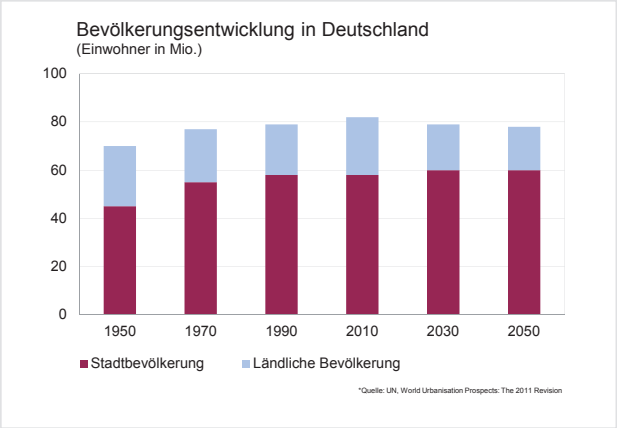
Entwicklung der Grunderwerbsteuer in Deutschland *

Institut	2014	2012	1997
Baden-Württemberg	5,0 %	5,0 %	3,5 %
Bayern	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Berlin	6,0 %	5,0 %	3,5 %
Brandenburg	5,0 %	5,0 %	3,5 %
Bremen	5,0 %	4,5 %	3,5 %
Hamburg	4,5 %	4,5 %	3,5 %
Hessen	6,0 %	3,5 %	3,5 %
Mecklenburg-Vorpommern	5,0 %	5,0 %	3,5 %
Niedersachsen	5,0 %	4,5 %	3,5 %
Nordrhein-Westfalen (ab 2015)	6,5 %	5,0 %	3,5 %
Rheinland-Pfalz	5,0 %	5,0 %	3,5 %
Saarland (ab 2015)	6,5 %	4,5 %	3,5 %
Sachsen	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Sachsen-Anhalt	5,0 %	5,0 %	3,5 %
Schleswig-Holstein	6,5 %	5,0 %	3,5 %
Thüringen	5,0 %	5,0 %	3,5 %

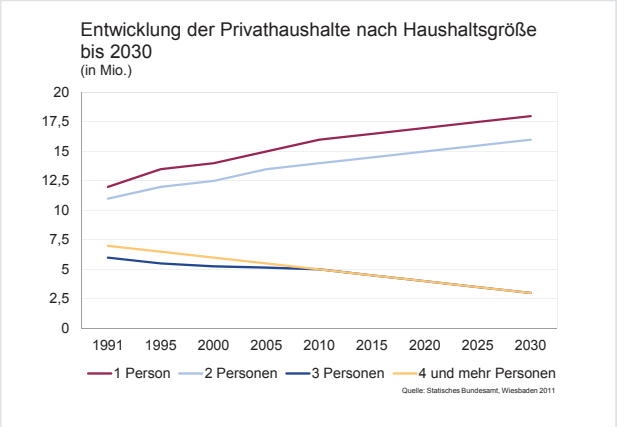
* ohne Gewähr

These 9: Innerstädtische Neubau-Zinshäuser mit „kompakten Grundrissen“ sollten nachhaltig von einem Nachfrageüberhang profitieren, Vermietungssicherheit bieten und Mietpreissteigerungen ermöglichen.

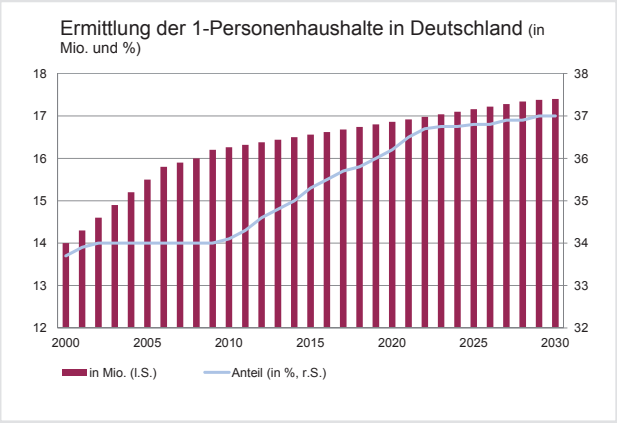
Bereits heute leben rund drei Viertel der Einwohner Deutschlands in Städten. Für das Jahr 2050 wird für Deutschland ein Verstädterungsgrad von 83,8 % prognostiziert. Die wirtschaftliche Dynamik konzentriert sich immer stärker auf die großen Agglomerationsräume. Der Zuzug von Wohn- und Arbeitsbevölkerung befördert die zunehmende Urbanisierung bzw. Metropolisierung.



Zugleich steigt der Anteil an kleinen Haushalten immer weiter an. Nach Prognosen des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) werden im Jahr 2030 80 % aller Haushalte Ein- und Zweipersonenhaushalte sein.



Besonders ausgeprägt ist der Trend zu kleinen Haushalten in den führenden deutschen Metropolen. In Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart sind Einpersonenhaushalte mit einem Anteil von über 50 % bereits dominierend. Ein Großteil der Einpersonenhaushalte sind jedoch auch in den Großstädten nicht junge, mobile Personen, sondern ältere Alleinstehende, die auf die großstädtische Infrastruktur, u. a. Nähe zu Ärzten, Freizeit- und Kulturangeboten sowie ein gut ausgebautes ÖPNV-Netz, angewiesen sind bzw. dieses wertschätzen.

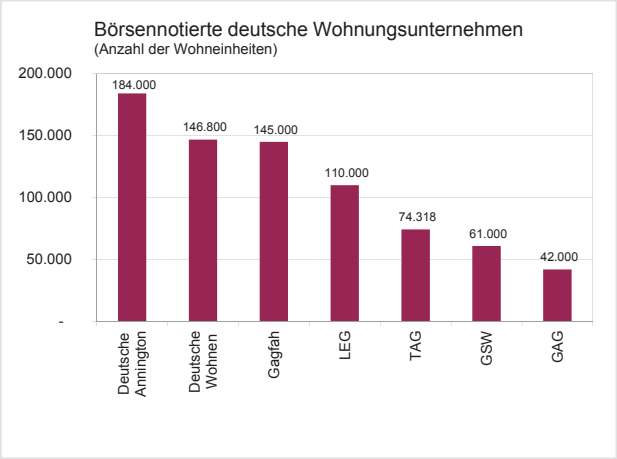


Als Folge dieser Entwicklung werden in vielen Städten schon heute Angebotsengpässe bei kleineren Wohnungen registriert. So gab es Ende 2012 in Deutschland ca. 16 Mio. Einpersonenhaushalte, aber nur 5,2 Mio. 1- und 2-Raum-Wohnungen. Gleichzeitig führen die höheren und ausdifferenzierten Wohnansprüche zu einer wachsenden Bereitschaft, einen größeren Anteil des Haushaltseinkommens für das Wohnen auszugeben.

Innerstädtische Neubau-Zinshäuser mit „kompakten Grundrissen“ für eine breite Mieterklientel – Senioren, Studenten, Pendler, Singles, usw. – sollten nachhaltig von einem Nachfrageüberhang profitieren und deshalb Vermietungssicherheit bieten. Da Neubauten von der Mietpreisbremse ausgenommen sein werden, sollten hier in der Zukunft entsprechend der Marktkräfte auch weiter Mietpreissteigerungen durchsetzbar sein.

These 10: Bei börsennotierten Wohnungskonzernen in Deutschland erwarten wir weitere Übernahmen.

Investoren am Kapitalmarkt reagieren durchweg positiv auf die angekündigte Übernahme der Gagfah, drittgrößter börsennotierter deutscher Immobilienkonzern, durch die Deutsche Annington, bereits heute der größte börsennotierte deutsche Immobilienkonzern. Zusammen bilden Sie einen Giganten mit dann rd. 350.000 Wohneinheiten. Eine Hybridanleihe im Volumen von einer Milliarde Euro, die die Deutsche Annington im Vorgriff auf die Transaktion an den Markt brachte, war deutlich überzeichnet, was die Akzeptanz der Fusion bei den Akteuren am Kapitalmarkt belegt. Bereits Ende 2013 hatte die Deutsche Wohnen die GSW Immobilien übernommen und zwei Schwergewichte der Branche zusammengeführt.

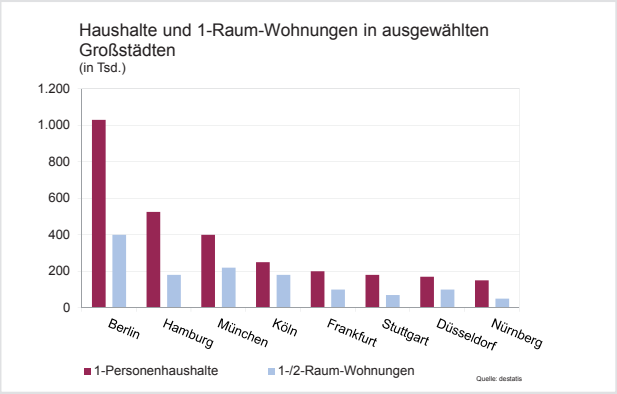


Wir halten weitere Fusionen von Immobilienkonzernen – sowohl von bereits börsennotierten Unternehmen als auch von Unternehmen, die kritische Masse für einen kommenden Börsengang aufbauen – für wahrscheinlich. Das Geschäftsmodell der Wohn-Bestandshalter mit einem belastbar prognostizierbaren operativen Ertrag und entsprechend stabiler Dividende ist sehr gut für die Börse geeignet. Einzig das bereits sehr hohe Kursniveau vieler Titel könnte ein Hemmschuh für weitere Übernahmen sein. Es erscheint dennoch nicht unrealistisch, dass bei entsprechender Unterstützung durch das Börsenumfeld 2015 das erste Immobilienunternehmen in den wichtigsten deutschen Leitindex, den DAX, aufrückt. Erstaunlich ist hingegen, dass heute noch weit überwiegend ausländisches Kapital in deutsche Immobilientitel investiert ist. Es besteht die Hoffnung, dass im Zuge der steigenden Aufmerksamkeit für die Branche auch einheimische institutionelle Investoren ihre Zurückhaltung ablegen.

Immobilienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Investitionen in erfolgversprechende Nischen des Wohnungsneubaus

Die Einwohnerzahl und die Zahl der Haushalte der deutschen Metropolen wächst kontinuierlich. Zugleich steigt die Bedeutung der Ein- und Zwei-Personenhaushalte an allen Haushalten. Die Neubauaktivität bleibt deutlich hinter dem Bedarf zurück, was in vielen Metropolen zur Angebotsverknappung und Preissteigerung geführt hat. Insbesondere für Kleinhaushalte besteht ein deutlicher Nachfrageüberhang.



Dennoch dürfen die höheren und zielgruppenspezifisch ausdifferenzierteren Ansprüche an den Wohnraum nicht vernachlässigt werden. Sowohl bei jungen und mobilen Bevölkerungsgruppen als auch bei älteren Haushalten rücken zentrale städtische Lagen stärker in den Vordergrund. Attraktive infrastrukturelle Angebote, eine gute Verkehrsanbindung sowie eine gute Versorgungssituation haben in der Planung des Wohnortes eine herausragende Bedeutung. Die modernen Wohnformen werden verstärkt den jeweiligen Lebensabschnitten angepasst und sind heutzutage vielmehr Ausdruck der jeweiligen Identität und ihres Wandels. Damit einhergehend differenzieren sich auch die Ansprüche an den Wohnraum immer mehr aus. So sollten „Stadtwohnungen“ für Senioren barrierearm und Wohnraum für Studenten oder Berufspendler teilmöbliert sein.

Die Kunst besteht darin, sich von anderen spezialisierten Angeboten wie Studenten- und Seniorenwohnheimen, Betreutes Wohnen, Boardinghäusern und Hotels klar abzugrenzen und zielgruppenspezifische Mehrwerte zu schaffen. Mehrwerte können sein: kompakte Grundrissvarianten, barriere-/schwellenarmes Wohnen, Neubauqualität mit Designausstattungen in Anlehnung an Beispiele aus dem Hotelsegment (Motel One o. ä.), angemessenes Preis-/Leistungsverhältnis, Dienstleistungsangebote in der Nähe wie Waschsalon, Bäcker und Pizzaservice, Pflegedienst etc.

Durch den steigenden Bedarf an kleineren kompakten Wohneinheiten in zentralen Lagen für Senioren, Studenten, besser verdienende Singles und Pendler sollte ein entsprechendes Angebot vom Markt sehr gut aufgenommen werden. Es empfiehlt sich, insbesondere in Neubauten zu investieren, da diese zum einen von der Mietpreisbremse verschont bleiben sollen und zum anderen die Möglichkeit bieten, unterschiedliche Ausstattungsmerkmale der spezifischen Zielgruppen bereits in der Bauphase zu berücksichtigen.

Maßnahme 2: Investition in Immobilien in guten Lagen, die Optimierungspotenziale aufweisen

Während fertige und voll vermietete Immobilien das stärkste Investoreninteresse erfahren und die höchsten Preise am Markt erzielen, sind Immobilien, die hinsichtlich der baulich-technischen und mietvertraglichen Situation noch nicht ausoptimiert oder einfach schlecht gemanagt sind, deutlich fairer gepreist. Eine Investition in eine solche Immobilie erfordert die Fähigkeit des Investors zur

aktiven Wertschöpfung, ein passives buy-and-hold führt hier nicht zum gewünschten Ergebnis. In erster Linie ist Expertise in der Vermietung und im Refurbishment von Immobilien gefordert. Darüber hinaus besteht die Kunst darin, die Optimierungspotenziale einer Immobilie überhaupt zu erkennen und im Marktkontext zu würdigen. In dieser Nische des Immobilienmarktes sind deshalb insbesondere lokale Spezialisten unterwegs. Für passive Investoren besteht gegebenenfalls die Möglichkeit, über Joint-Venture-Strukturen gemeinsam mit solchen lokalen Spezialisten zu investieren.

Maßnahme 3: Wohnraummietverträge auf die geplante Einführung der Mietpreisbremse hin anpassen

Das für Mitte 2015 erwartete Gesetz zur Mietpreisbremse wird Vermieter von Wohnimmobilien an Standorten, die durch die Kommunen als angespannte Wohnungsmärkte klassifiziert werden, in ihren Möglichkeiten zur Mietpreisgestaltung stark einschränken. Für Vermieter entsteht daraus unter anderem auch deshalb ein Problem, weil Investitionen in den Bestand nur noch unter ganz bestimmten Voraussetzungen mietpreiserhöhend wirksam und somit wirtschaftlich sinnvoll umgesetzt werden können. Vermieter sollten deshalb noch vor in Kraft treten der Mietpreisbremse versuchen, die Nominalmiete im Bestand soweit zu erhöhen, wie der freie Markt es unter Nutzung der mietvertraglichen und gesetzlichen Möglichkeiten zulässt. Bei Neuvermietung könnten Vermieter versuchen, durch Renovierungen, Gewährung von mietfreien Zeiten oder Kücheneinbauten die vertragliche Miete möglichst hoch, also deutlich über dem Mietspiegel, anzusetzen. Langjährige Bestandsmieter könnten bspw. ein neues Badezimmer erhalten und im Gegenzug eine höhere Miete akzeptieren. Staffelmietverträge, deren Staffeln vor Einführung der Mietpreisbremse abgeschlossen wurden, genießen auch für die Zukunft Bestandsschutz. Nach Erlass der Mietpreisbremse bietet sich insbesondere der Abschluss von Wertsicherungs- bzw. Indexmietklauseln an, da ein Inflationsausgleich in der neuen Gesetzgebung voraussichtlich zulässig sein wird. Auch die Einzelbepreisung von Lager-, Garagenflächen und Stellplätzen außerhalb der Mietpreisbremse könnte bei Neuvermietungen ein Instrument sein, um Erträge in die Zukunft hinein zu sichern.

Bei Neuinvestitionen empfehlen wir einerseits das Neubausegment, das von den Regelungen der Mietpreisbremse nicht erfasst wird, und andererseits Bestände mit einem Mietniveau, das unterhalb der Mietspiegelobergrenzen (ortsübliche Vergleichsmiete) liegt. Weiterhin könnten Investitionen in sogenannte B-Städte wie Lüneburg, Hannover, Rostock oder Leipzig interessant werden, die voraussichtlich von der „Bremse“ unberücksichtigt bleiben.

Maßnahme 4: Marktphase für eine Bereinigung des Portfolios nutzen

Immobilieneigentümer, die sich mit dem Gedanken tragen, ihren Bestand zu veräußern oder das Portfolio um leistungsgestörte Immobilien zu bereinigen, sollten jetzt handeln. Der Markt bewegt sich auf den „Peak“ zu und bietet für Top-Immobilien Preisprämien. Auch schwächere Immobilien finden zunehmend einen Markt, wie der langsam zurückgehende Renditeabstand zwischen Spitzenimmobilien und Immobilien in B-Lage/B-Qualität belegt.

Bei aller Euphorie gibt es aber auch Märkte und Immobilientypen, die trotz des Booms nicht von der Käufernachfrage erfasst werden. Dies betrifft zum Beispiel die deutschen Schrumpfungsregionen, Stadtrandlagen und Immobilien mit strukturellen baulichen Problemen oder strukturellen Vermietungsproblemen. Hier bedarf es weiterhin einer sehr aktiven Verkaufsstrategie in Verbindung mit einer realistischen Preisvorstellung, um überhaupt Interesse im Markt zu generieren.

Maßnahme 5: Beteiligungen an operativen Immobiliengesellschaften oder Dienstleistern der Immobilienindustrie

Die Immobilienwirtschaft ist einer der vielfältigsten und größten Zweige unserer Volkswirtschaft. In Deutschland verantworten rund 4 Millionen Erwerbstätige eine Wertschöpfung von über 400 Milliarden Euro. Immobilienbezogene Tätigkeiten sind extrem weit gefächert und reichen vom Bauwesen über die Immobilienbewirtschaftung bis zur Finanzierung oder Beratung. Aufgrund des überbordenden Interesses an Immobilieninvestitionen bei gleichzeitig limitiertem attraktiven Angebot erscheint es zunehmend erwägenswert, Beteiligungen an Dienstleistern oder operativen Gesellschaften der Industrie einzugehen, um neue Marktzugänge zu schaffen und Partizipationsmöglichkeiten am Aufschwung der Industrie zu erweitern. Hierfür böten sich sowohl lokale Makler- oder Verwaltungsunternehmen, spezialisierte Dienstleister wie zum

Beispiel Ingenieurbüros für Haustechnik, als auch Produzenten von Immobilien, also Bauträger und Projektenwickler an.

Maßnahme 6: Beteiligungen an Immobilienfinanzierungen im höheren Beleihungsauslauf suchen

Die Verfügbarkeit von klassischem Fremdkapital für Immobilieninvestitionen im Beleihungsauslauf (Verhältnis von Darlehen zu Immobilienwert) von bis zu 60 % war bereits in den zurückliegenden Jahren nicht schlecht und hat sich zuletzt noch einmal verbessert. Selbst Banken, die über einen längeren Zeitraum stark mit der Verarbeitung von Altlasten beschäftigt waren, wie die Landesbanken, treten wieder aggressiv mit sehr günstigen Konditionen am Markt auf und bieten auch Projektfinanzierungen an. Auch sind Banken zunehmend wieder bereit, etwas mehr Risiko zu nehmen und die Beleihungshöhen auszuweiten. Insbesondere im höheren Finanzierungsauslauf und bei Projektfinanzierungen bleibt aber weiterhin eine Lücke, die durch Bankenkapital üblicherweise nicht geschlossen werden kann. Beteiligungsmöglichkeiten mit einer weiter attraktiven Verzinsungsstruktur bieten sich für Investoren sowohl im Bereich von Debt-Mezzanine als auch im Bereich von Eigenkapitalpartnerschaften. Dennoch ist auch im Segment des Risikokapitals festzustellen, dass die Verzinsung im Zuge des stark gefallenen Basiszinsniveaus in den letzten 18 Monaten zurückgegangen ist.

Explizit warnen möchten wir vor vermehrt angebotenen privat platzierten Anleihen von Immobilienunternehmen. Hier verbirgt sich hinter einem vordergründig attraktiven Coupon im Bereich von 4 % bis 8 % oftmals ein für den Investor sehr unausgewogenes Verhältnis von Zins und Risiko, da die Anleihe voll als haftendes Eigenkapital angerechnet wird und Unternehmen das Kapital teils für hoch spekulative Investments und Projektentwicklungen einsetzen. Beispiele der Vergangenheit zeigten zudem oftmals, dass die Gesellschaften auf Basis ihrer operativen Ergebnisse überhaupt nicht in der Lage waren, den versprochenen Coupon zu erwirtschaften.

Maßnahme 7: Kreative Zugänge nutzen, um überhaupt noch an Immobilien heranzukommen

Für Investoren wird es gerade in stark nachgefragten Märkten aufgrund der hohen Kapitalströme, die in die Immobilienmärkte drängen, immer schwieriger, überhaupt an Immobilien heranzukommen. Neben dem klassischen Kauf einer fertigen Immobilie könnten folgende Wege Erfolg versprechen:

- Erwerb von Neubauprojekten als „Forward Deal“ vor Baubeginn auf Basis der Baugenehmigung
- Beteiligung an Projektentwicklungen mit Risikokapital und Ankaufsoption für das fertige Produkt
- Beteiligung an Unternehmen, die Zugang zu Immobilien haben oder diese selbst herstellen
- Umsetzen eigener Projektentwicklungen
- Erwerb von Fonds eines spezialisierten Managers, der in dem von ihm bearbeiteten Segment herausragenden Erfolg dokumentieren kann
- Erwerb von Immobilien, die sich aufgrund von notleidenden Finanzierungen in Schieflage und unter Verwertungsdruck befinden

JAHRESAUSBLICK 2015: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

Private Equity Markt: Ausblick und Maßnahmen

These 1: Seitens der Investoren erwarten wir auch für 2015 ein hohes Interesse an neuen Zeichnungszusagen für Private Equity.

US-Buy-out-Fonds sammelten 2013 etwas über 150 Mrd. US-Dollar neue Zeichnungszusagen ein, 2014 wird wahrscheinlich auf Vorjahresniveau gelegen haben und auch für 2015 erwarten wir Neuzeichnungen in dieser Größenordnung. Der Trend in Europa ist ähnlich: Nachdem die Neuzeichnungen für 2013 mit 33 Mrd. Euro rund 40 % über Vorjahresniveau lagen und das Jahr 2014 dieses Niveau halten konnte, erwarten wir auch für 2015 hohes Investoreninteresse für neue Fonds.

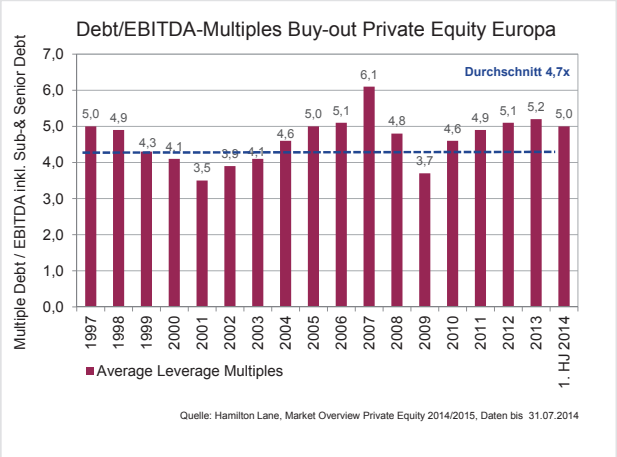
Investoren sind im Niedrigzinsumfeld bereit, die Illiquidität der Anlageklasse Private Equity zu akzeptieren in der Erwartung, hierfür die entsprechenden Renditeaufschläge gegenüber liquidem Eigenkapital in Form von Aktieninvestitionen zu erzielen.

Da auch für 2015 ein Umfeld aus Niedrigzins, hohen Kapitalbeträgen auf der Suche nach attraktiven Investments („Anlagenotstand“) und grundsätzlich positiven Konjunkturerwartungen für die USA und Europa zu erwarten ist, gehen wir von weiterhin starkem Investoreninteresse an Private Equity guter Manager aus.

These 2: Wir erwarten auch für 2015 ein konstruktives Finanzierungsumfeld mit niedrigen Zinsen und moderaten Kreditbedingungen.

Aktuell sind die Fremdfinanzierungssätze unverändert auf historischen Tiefs. Im Jahr 2014 schritt die Entwicklung zu gelockerten Finanzierungsbedingungen weiter voran. Auch Bankenstresstest und Bankenregulierung haben keine deutliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen für europäische Buy-out-Transaktionen mit sich gebracht: Fremdfinanzierung ist verfügbar für solide Buy-out-Transaktionen, und zwar zu niedrigen Risikomargen und attraktiven Kreditbedingungen („covenant light“) bei durchaus hohen Finanzierungsquoten. Finanzierungsquellen sind einerseits Banken als auch der Kapitalmarkt im Segment High Yield. Dies gilt sowohl für die USA als auch für das von höherer wirtschaftlicher Volatilität geprägte Europa.

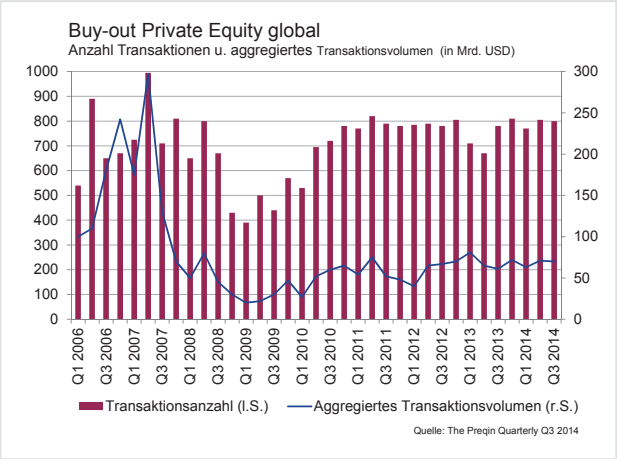
Wir erwarten, dass dieses günstige Finanzierungsumfeld auch im Jahr 2015 anhalten wird. Dies wird Neutransaktionen fördern und tendenziell das aktuell hohe Preisumfeld stützen.



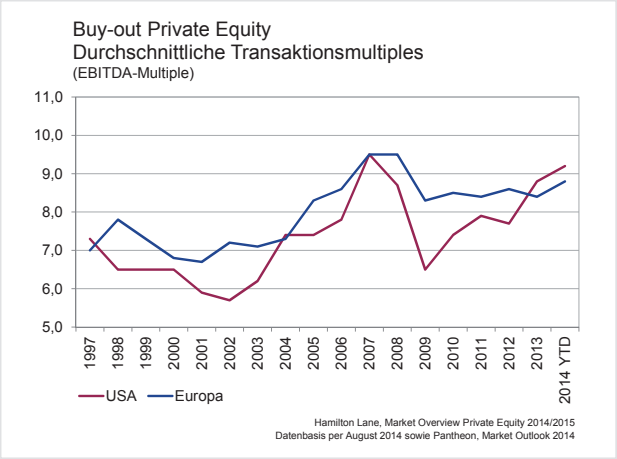
These 3: Das Investitionsumfeld ist geprägt durch hohen Wettbewerb um gute Unternehmen, hohe Preise und eine reduzierte Investitionsgeschwindigkeit.

Aus den Thesen 1 und 2 leiten wir her, dass 2015 erneut ein Jahr hoher Neuzuflüsse für Private Equity werden wird. Gerade in einem solchen Umfeld stehen die Fondsmanager vor der Herausforderung, bei hohem Wettbewerb untereinander attraktive Transaktionen zu noch vernünftigen Preisen zu finden.

So ist die Investitionsgeschwindigkeit in den letzten Jahren deutlich gesunken: Viele Fonds haben in den vergangenen Jahren mehr als die üblicherweise geplanten fünf Jahre benötigt, um ihre Zeichnungszusagen zu investieren.



Einer der Gründe hierfür ist das Preisniveau. Die Preise für attraktive Portfoliounternehmen im klassischen Buy-out-Segment sind derzeit sowohl in den USA als auch in Europa hoch. Dies betrifft insbesondere Großtransaktionen im Segment von Volumina ab 500 Mio. Euro. Das günstige Fremdfinanzierungsumfeld und die hohen Neuzuflüsse von Investorenkapital haben die Transaktionsmultiplikatoren deutlich ansteigen lassen.



Gerade bei guten Managern erwarten wir auch für das Jahr 2015 eine verlangsamte Investitionsgeschwindigkeit. Wir beobachten im Unterschied zu den Boomjahren 2007/2008 Preisdisziplin und Disziplin bei den Fremdfinanzierungsquoten. Erfahrene Private Equity Manager vermeiden die exzessiv hohen Verschuldungsquoten von bis zu 80 %, die in den Boomjahren zu beobachten waren. Die gerade in Europa bestehenden ökonomischen Unsicherheiten (ungelöste strukturelle Fragen der südlichen Peripherieländer, Unsicherheiten aus Russland, Budgetdefizite) führen ebenso zu einer verhaltenen Investitionsgeschwindigkeit.

Wir erwarten eine Fokussierung auf das Segment kleiner bis mittlerer Transaktionsgrößen. Die Vorteile liegen im tatsächlich belastbaren Netzwerk und praktischer Expertise in denjenigen Branchen, die definierter Fokus eines Managers sind. Dies erhöht die Zugangssicherheit zu attraktiven Unternehmen, die Entscheidungssicherheit in der Due Diligence Phase und verkürzt die Due Diligence Phase gegenüber Wettbewerbern. Somit werden die Kosten der Prüfungsphase reduziert und die Entscheidungsgeschwindigkeit im Wettbewerb um tatsächlich atttraktive Transaktionen deutlich erhöht.

Wir beobachten weiterhin die Spezialisierung von Direktfonds auf klar definierte Branchen. Ebenso erwarten wir auch für 2015 Kaufstrategien, die einen kostentreibenden Bieterwettbewerb möglichst vermeiden. Dies können Plattformstrategien sein, bei denen Zukäufe („add-ons“) in Portfoliounternehmen erfolgen. Ziel des Managers ist der wertsteigernde Ausbau des bestehenden Plattformunternehmens über den Zukauf von weiteren regionalen Teilmärkten oder weiteren Absatzwegen. Diese Add-on-Käufe führen für das bestehende Plattformunternehmen zu einer Wertsteigerung. Sie sind jedoch aufgrund ihrer Spezifika nur für einen eingeschränkten Kreis von Investoren von Interesse, wodurch der Preiswettbewerb hier geringer ist. Eine andere Nische sind Turnaround oder Distressed Situationen, die sehr spezifisches Know-how des Managers erfordern. Mit diesen Strategien versuchen die Manager, trotz eines Umfelds hoher Transaktionsmultiplikatoren attraktive, vertretbar teure Portfoliounternehmen zu finden.

Wir erwarten somit auch für 2015 eine aufgrund hoher Transaktionspreise reduzierte Investitionsgeschwindigkeit. Bestandsfonds am Ende ihrer vertraglich vereinbarten Investitionsperiode werden die typischerweise vorhandenen Verlängerungsrechte in Anspruch nehmen.

> These 4: Das Exitumfeld für Private Equity und dessen Performancebeiträge werden auch in 2015 erfreulich sein, wobei 2014 zunächst unerreicht bleiben wird.

Wir erwarten auch für 2015 ein weiterhin günstiges Exitumfeld, wobei diese Annahme auf dem Ausbleiben unerwarteter Kapitalmarktschocks insbesondere in den USA und in Europa basiert.

Das Jahr 2014 bot ein für Exits außerordentlich positives Umfeld, das vor allem für die Veräußerung älterer Portfoliobestände der Vorkrisenjahre bis 2007/2008 genutzt wurde. Die hohe Anzahl und Volumina bei Verkäufen des Jahres 2014 werden somit zunächst einen Höhepunkt darstellen, da die Aufholung von Exits älterer Portfoliobestände im Jahr 2014 zahlreich umgesetzt werden konnte. Für 2015 erwarten wir eine Stabilisierung der Exitvolumina auf weiterhin hohem Niveau. Wir gehen auch für 2015 von einem Kapitalmarktumfeld aus, das Börsengänge als relevanten Exitweg begünstigt.

Wir erwarten Performancebeiträge aus reifen Bestandsfonds in Private Equity für 2015 im Bereich von ca. 10 Prozentpunkten bezogen auf den Zeichnungsbetrag.

These 5: Wir erwarten eine Fortsetzung der Managerkonsolidierung auf starke, etablierte Häuser.

Wir erwarten eine Fortsetzung der Managerkonsolidierung. Unverändert ist Private Equity von einer hohen Anzahl an Managern und neu investierenden Fonds geprägt. Die deutlich stärkere Fokussierung der Investoren auf etablierte Manager mit starken Track Records, die Abkehr von Erstfonds und die Bevorzugung etablierter Adressen ist unverändert ein Trend, dem Private Equity Investoren auch in 2015 folgen werden.

Dies führt zu Überzeichnung der Fonds von etablierten Managern und zu einem Anstieg der durchschnittlichen Fondsgröße. Dies wird teilweise auch dazu verleiten, dass einzelne, stark gesuchte Manager ihr angestammtes Größensegment aufgrund zu hoher Investorennachfrage aus dem Fokus verlieren und sich von ihrem angestammten Größensegment wegbewegen. Dieser Trend birgt einerseits die Gefahr, mit einem zwar etablierten Namen, nicht mehr jedoch in dessen ursprünglichem Kernsegment zu investieren. Ein guter Track Record der Vergangenheit wäre insoweit zu relativieren.

Sofern die Aversion der Investoren gegen Erstlingsfonds zu stark in den Vordergrund rückt, droht eine Verarmung des Private Equity Marktes an neuen, innovativen Nischenstrategien.

Dieser Trend wird dadurch verschärft, dass die Vorgaben der neuen AIFM Direktive hohe regulatorische Hürden für Private Equity Manager aufbauen. Im Sinne eines Investorenschutzes setzt die AIFM Direktive strikte Vorgaben bezüglich Fondsorganisation, Einbindung diverser externer Dienstleister sowie Investorenanforderungen für die Zulassung in Private Equity Fonds. Diese Vorgaben auf EU-Level wurden von den einzelnen EU-Mitgliedsstaaten in jeweiliges nationales Recht umgesetzt. Private Equity Manager, insbesondere solche aus Nicht-EU-Staaten, stehen variantenreichen, unterschiedlich strikten Regulierungsanforderungen der EU-Staaten gegenüber.

Es ist zu erwarten, dass sich Nischenfonds den Aufwand der Prüfung und Registrierung in einzelnen, besonders strikten Ländern sparen werden, sofern sie denn in ihrem Heimatmarkt außerhalb der EU/AIFM-Direktive auf eine ausreichend starke Investorenbasis zurückgreifen können.

Private Equity Markt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Eine Investitionsstrategie in Private Equity guter Manager im Rahmen der übergeordnet festgelegten Vermögensallokation ist zu befürworten.

Private Equity als nicht börsennotiertes Eigenkapital ist im Vergleich zum liquide an der Börse gehandelten Eigenkapital in Form von Aktien ein stabilisierender, langfristiger Anlagebaustein in der Gesamtallokation. Private Equity ist typischerweise von niedrigerer Volatilität über den Anlagezeitraum geprägt, was in den gegenüber der Börse nachlaufenden Bewertungen und der nicht vorhandenen Liquidität begründet ist. Konjunkturell begründete Schwächephasen werden in den Berichten der Private Equity Fonds zeitlich nachlaufend berichtet. Sie werden somit im Vergleich zu den liquiden Aktienmärkten, die sofort durch Kursanpassungen reagieren, teilweise gemildert um bereits wieder neue, positive Signale. Hieraus ergibt sich ein glättender Effekt in den Bewertungen (sofern die Portfoliounternehmen noch nicht ihre Börsennotierung erreicht haben) und die kurzfristig vorhandenen Schwankungen der liquiden Börsen werden reduziert.

Durch diese geringere Volatilität verbessert Private Equity bei entsprechend langem Anlagehorizont die Risiko-Rendite-Relation einer Gesamtallokation. Aufgrund

des langfristigen Anlagehorizonts von Private Equity folgt die Allokation in Private Equity üblicherweise nicht kurzfristigtaktischen Überlegungen, sondern sollte eine Kontinuität aufweisen. Durch die Streuung über Auflagejahre und Manager wird über die Jahre hinweg ein ausgewogene, diversifizierte Private Equity Allokation aufgebaut.

Wir halten daher auch für 2015 die Neupositionierung in Buy-out Private Equity des mittleren Größensegments für chancenreich. Wir sehen bei entsprechendem Anlagehorizont langfristig das Potenzial einer zweistelligen Rendite.

Maßnahme 2: Eine Allokation in gute Direktfonds ist als Teil der Vermögensallokation zu befürworten. Relevantes Qualitätskriterium ist die tatsächlich belastbarere Branchenexpertise des Managers.

Gerade in Zeiten hoher Transaktionspreise muss der Private Equity Manager belastbare Strategien vorweisen können, wie er Zugang zu attraktiven Portfoliounternehmen findet und wie er eine ausreichend große Wertschöpfung erreichen möchte.

Grundsätzlich erfolgt die Wertsteigerung bei Private Equity im Zusammenspiel aus drei Effekten:

a) Operative Wertsteigerung im Unternehmen durch Steigerung der Ertragskraft und Cashflows;
b) Erhöhung der Bewertungsmultiplikatoren zwischen Kauf und Verkauf, sei es aus allgemeinem Marktanstieg und/oder aus der Entwicklung des Unternehmens in ein höheres Marktsegment, das von kompetitiveren Transaktionen geprägt ist;
c) Wertsteigerung der Eigenkapitalposition aus Fremdkapitalhebel und der hierauf geleisteten Rückführung über die Haltedauer.

Das hohe Bewertungsniveau lässt aktuell wenig Phantasie für die Private Equity Manager, sich auf Wertschöpfung aus weiteren Multiplikator-Steigerungen (somit b) zu verlassen. Die hohen Fremdfinanzierungsquoten der Boomjahre 2007/Anfang 2008 von bis zu 80 % sind nicht wiedergekehrt (was auch zu begrüßen ist). Allein aus hohem Leverage (somit a) die gewünschte Wertschöpfung zu generieren, ist nicht mehr realistisch. Somit bleibt der mühsamere Weg, über eine tatsächlich im Unternehmen erarbeitete Wertsteigerung zu einer attraktiven Performance zu gelangen.

Es hat sich gezeigt, dass ein wichtiger Schlüssel hierzu die in langjähriger Tätigkeit erworbene und auch tatsächlich praktisch umsetzbare Branchenexpertise des Managers ist. Hierdurch ergeben sich wichtige Wettbewerbsvorteile sowohl in der Ankaufsphase als auch in der operativen Wertsteigerungsphase.

Nur solche Manager, die bereits in der Due Diligence Phase für ein Portfoliounternehmen frühzeitig die Branchenpositionierung, Wachstumspotenziale und Risikofaktoren verstehen, sind kosten- und zeiteffizient in ihren Ankaufentscheidungen.

Diese tatsächliche Expertise ermöglicht auch erst eine wertschöpfende Weiterentwicklung der Portfoliounternehmen über die gesamte Haltedauer. Insbesondere im Segment des klassischen Buy-out Private Equity, also stark am Markt positionierter Unternehmen mit bereits guten Cashflows, ist eine solche klar begründete Wertschöpfungsstrategie des Managers wichtig, um tatsächlich die gewünschte Fondsperformance erreichen zu können.

Maßnahme 3: Wir empfehlen die Beimischung von Spezialstrategien wie Distressed Private Equity oder die Beimischung von Later Stage Venture Fonds.

Spezielle Marktsegmente innerhalb Private Equity bieten ein erhöhtes Chance-Risiko-Profil für den Investor. Bei ähnlicher Grundstruktur bezüglich des Investitionshorizontes, der Illiquidität des Fonds und Diversifikation über verschiedene Portfoliounternehmen und Investitionsjahre haben sich einige Private Equity Manager auf Spezialmärkte fokussiert. Aufgrund des in diesen Nischen besonderen erforderlichen Know-hows des Managers ist der Preiswettbewerb um Transaktionen in diesen Nischen oftmals geringer.

Auch für Fonds des Auflagejahres 2015 erwarten wir, dass solche Zusatzstrategien zur Abgrenzung gegen Wettbewerber genutzt werden. Mit Managern, die ihre Fähigkeiten hierzu tatsächlich in der Vergangenheit beweisen konnten, halten wir eine Umsetzung für überlegenswert. Dies kann durch die bewusste Selektion entsprechend

fokussiert investierender Fonds geschehen oder durch Selektion von Private Equity Managern, die im Rahmen ihrer gesamten Fondsallokation diese Strategien beimischen.

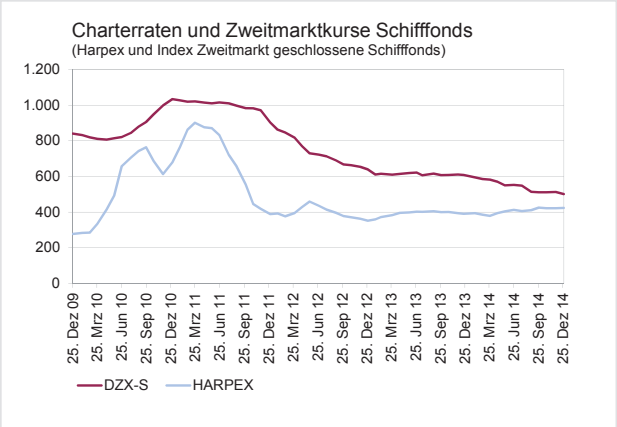
Ebenso ist die opportunistische Beimischung von risikoreicheren Later Stage Venture Capital Fonds überlegenswert. Bei entsprechender Managerauswahl und der Fokussierung auf Later Stage Situationen kann das bei Venture Capital typischerweise gegenüber Buy-out Private Equity erhöhte Ausfallrisiko gemindert werden. Durch die opportunistische Beimischung solcher Strategien wird das Chance-Risiko-Profil des Gesamtportfolios verbessert.

Schiffsmarkt: Ausblick und Maßnahmen

These 1: Die Bewertungen bzw. Preise von Containerschiffen bzw. Containerschiffsbeteiligungen stehen weiterhin unter Druck. Wir rechnen (noch) nicht mit einem signifikanten Anstieg von Bewertungen bzw. Preisen.

Das aktuelle Marktumfeld der Containerschifffahrt ist durch ein seit Jahren andauerndes Marktungleichgewicht aus überschießender Containertonnage und einem schwachen Wachstum des globalen Ladungsaufkommens (cargo volume), gekennzeichnet. Der hierdurch entstehende Druck auf Fracht- und Charterraten belastet auch 2015 die Finanzsituation der Schifffahrtsmarktteilnehmer (Reedereien, Ein-Schiffs-Gesellschaften und Schiffsfinanzierer). Der sukzessive Rückzug der Schiffsfinanzierer erhöht dabei den Druck auf die Vermögens- und Finanzsituation der Schiffs-Kommanditgesellschaften und letztlich auch der Reedereien.

Als Konsequenz hieraus nimmt die Anzahl der freihändigen Schiffsverkäufe ab und stattdessen der Umfang kurzfristiger Notverkäufe (fire-sales) zu. So finden neu eintretende internationale Marktteilnehmer (Finanzinvestoren) eine große Anzahl in Sanierung bzw. in Sanierungsgefahr befindlicher Schiffs-Kommanditgesellschaften in Deutschland vor (Deutsche Fonds Research spricht von ca. 700 Schiffen). Je nach Ausmaß der finanziellen Schwierigkeiten zahlen diese Investoren einen Kaufpreis für das Schiff in Höhe der Bankrestschuld, was zunächst faktisch für die Alteigentümer nahezu einen Totalverlust ihres Anteils darstellt. Im Gegenzug partizipieren sie vom Profit Sharing Model der Sanierungsgesellschaft. So erhält der Altinvestor von den möglichen zukünftigen Free Cashflows der neuen Gesellschaft (Einnahmen nach Abzug von Schiffsbetriebskosten inklusive Zinskosten des Schiffshypothekars, den häufig zweistelligen Kapitalkosten für den Neukapitaleinsatz des Finanzinvestors und der Kapitalrückzahlung) einen Anteil von rund 50 %. Unter Berücksichtigung der Restnutzungsdauer des Schiffes (Alter und technischer Zustand), der Einschätzung des Erholungszeitpunkts sowie des Umfangs der Erholung der Charterraten, dürfte vorgenannte Überlegung auch die Grundlage für die Preisbildung kleinerer Transaktionen an Zweitmarkthandelsbörsen darstellen, deren Kurse im Durchschnitt zum Jahresende bei etwa 16 % liegen (vergleiche Rückblick).



Die Entwicklung der Charterraten zeigt jedoch auch die Geschwindigkeit und den Umfang ansteigender Kurse von Bestandsschiffen bei einem Anstieg der Charterraten. So ist aus der vorherigen Abbildung zu erkennen, dass beispielsweise das Kursniveau des unterliegenden Zweitmarktschiffsportfolios im Jahr 2010 um mehr als 20 % steigen konnte.

Für eine kleine Überraschung könnten auch fallende Fahrtkosten (im Wesentlichen Bunkerkosten) im Zuge eines niedrigeren Ölpreises sorgen. Diese haben sich in den vergangenen Jahren nahezu verdreifacht. Somit könnten sich Schiffsbetriebskosten entschärfen und zu einer Gewinnverbesserung der Containerschiffe beitragen. Ohne einen signifikanten Anstieg der Charterraten sehen wir jedoch keine deutliche Verbesserung der Bewertungen.

Auf mittlere Sicht rechnen die Schifffahrtsbranchendienste jedoch mit einem gleichlaufenden Wachstum aus Flottenkapazität und globalem Ladungsaufkommen, so dass sich der Chartermarkt aus dem aktuellen Marktungleichgewicht (Flottenüberkapazität) hinausbewegen sollte. So soll insbesondere das globale Ladungsaufkommen in den Jahren 2015–2019 um jährlich 5,4 % per annum wachsen, während das durchschnittliche Wachstum zwischen 2011 und 2014 lediglich bei 3,9 % per annum lag. Somit wird der Markt der Containerschifffahrt auch weiterhin als Wachstumsmarkt gekennzeichnet.

Angebotsseitig ist daneben eine strukturelle Verschiebung einerseits in den Größenklassen der Schifffahrt (Zusammensetzung der zukünftigen Flottenkapazität) und andererseits bei den technischen Anforderungen an Containerschiffe zu erkennen. Begleitet wird dies durch neue Anforderungen an das Flotten- und Schiffsmanagement des Schiffseigners. Gesucht sind sparsamere Schiffe und ein effizientes Flottenmanagement. Sowohl zum Kauf größerer Schiffe als auch zum Aufbau größerer Flotten wird jedoch umfangreich Kapital benötigt.

Ein kontinuierliches Wachstum und sinkende Kosten im Schifffahrtsbetrieb sollten mittelfristig die Bewertungen von insbesondere größeren Schiffen beziehungsweise Linienreedereien anziehen lassen. Eine Rückkehr der Fracht- und Charterraten auf Vorkrisenniveau scheint jedoch aufgrund der strukturellen Veränderungen in der Schifffahrt wenig wahrscheinlich.

These 2: Die Charterraten haben ihren Boden gefunden. Wir gehen von einem moderaten Anstieg der Charterraten aus. Die auskömmliche Bedienung von Kapitaldiensten sollte zunächst jedoch nur den größeren Containerschiffen vorbehalten sein.

Für eine Betrachtung der Schiffsmärkte fokussieren wir uns nachfolgend auf das bedeutende Marktsegment der Containerschiffe.

Wesentliche Marktindikatoren für die Charterratenentwicklung sind die Frachtraten und Auslastungsgrade der existierenden Containerschiffskapazitäten. Die Nachfrage nach Containertransportleistungen wird maßgeblich vom Welthandelsvolumen, oder genauer dem globalen Ladungsaufkommen (cargo volume), bestimmt, während das Angebot von der existierenden Weltflottenkapazität der Containerschifffahrt determiniert wird.

Weltflottenkapazität der Containerschifffahrt

Flotte per:	31.12.2013		31.12.2014		31.12.2015		31.12.2016		31.12.2017		Anstieg p. a. (3 J.)
TEU nominal	Schiffe	TEU	Schiffe	TEU	Schiffe	TEU	Schiffe	TEU	Schiffe	TEU	TEU
10.000–18.000	196	2.547.523	259	3.379.944	322	4.336.548	367	4.927.554	377	5.067.554	26,6 %
7.500–9.999	375	3.268.085	414	3.621.845	479	4.208.626	509	4.484.132	511	4.502.932	11,1 %
5.100–7.499	489	3.010.924	501	3.084.225	516	3.180.270	516	3.180.270	516	3.180.270	1,8 %
4.000–5.099	765	3.459.576	748	3.393.352	753	3.416.715	757	3.436.672	757	3.436.672	-0,2 %
3.000–3.999	259	890.673	262	904.884	275	953.828	276	956.928	276	956.928	2,4 %
2.000–2.999	665	1.691.547	656	1.667.374	687	1.739.964	722	1.823.818	729	1.840.808	2,5 %
1.500–1.999	566	965.072	576	983.405	601	1.027.490	629	1.076.138	629	1.076.138	3,7 %
1.000–1.499	680	794.915	683	795.361	704	818.760	716	831.803	720	836.603	1,5 %
500–999	796	586.530	778	573.167	785	578.029	786	578.569	786	578.569	-0,5 %
100–499	213	67.368	200	62.940	200	62.940	200	62.940	200	62.940	-2,2 %
Gesamt	**5.004**	**17.282.213**	**5.077**	**18.466.497**	**5.322**	**20.323.170**	**5.478**	**21.358.824**	**5.501**	**21.539.414**	**7,3 %**
Gesamt nach Verschrottungen	5.004	17.282.213	5.046	18.276.621	5.160	19.733.294	5.238	20.648.948	5.161	20.579.538	6,1 %
Anstieg 12 Monate	2012>	5,7 %	2013>	5,8 %	2014>	8,0 %	2015>	4,6 %	2016>	-0,3 %	

Quelle: Alphaliner, Daten per 01.10.2014

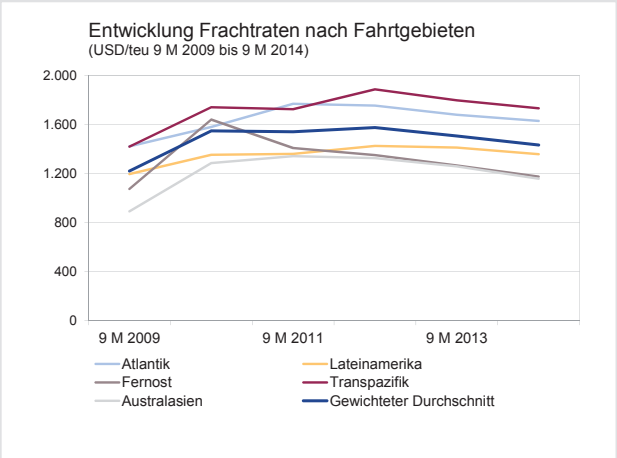
Die Ausgangssituation, dass das weltweite Wirtschaftswachstum nach unseren Prognosen 2015 mit 3,4 % gegenüber 3,3 % im Jahr 2014 leicht anziehen wird, sollte vom erwarteten Welthandelswachstum 2015 mit 3,8 % übertroffen werden können. Folgt man der Prognose des Branchendienstes IHS Global Insight, sollte das globale Ladungsaufkommen (als Ausdruck der globalen Transportmenge von Gütern) deutlich stärker als der Welthandel wachsen. Im Oktober 2014 wurden 5,3 % für 2015 prognostiziert. Bis 2019 soll das Wachstum auf Basis der aktuellen Prognosen nunmehr durchschnittlich 5,4 % pro Jahr betragen.

Die Weltflottenkapazität der Containerschifffahrt soll nominal auch im Jahr 2015 mit prognostizierten 8,0 % (nach geplanten Verschrottungen) stärker wachsen als das globale Ladungsaufkommen mit erwarteten 5,3 %. Der effektive Zuwachs sollte jedoch bedingt durch die Verschrottung von Schiffen, Verschiebungen von Auslieferungen neuer Schiffe und des Slow Steamings niedriger als der nominale Anstieg ausfallen. Die vergangenen Jahre zeigen jedoch im Hinblick auf das effektive Wachstum nach Berücksichtigung der vorgenannten Effekte ein deutlich niedrigeres Wachstum als nominal prognostiziert (vergleiche Rückblick).

Somit könnte sich das erwartete Flottenwachstum auch im Jahr 2015 als deutlich zu hoch erweisen. Nichtsdestotrotz erwarten wir, dass im Jahr 2015 eine wenig profitable Auslastung der Containerschiffe zu verzeichnen sein wird und die Frachtraten im Durchschnitt zunächst weiterhin unter Druck bleiben. Zu beachten ist jedoch, dass wir auch aufgrund der enormen Konzentrationsbestrebungen der Linienreedereien und der Entschärfung des Marktungleichgewichts wohl spätestens ab dem Jahr 2016 ein sich wandelndes Bild bei den Frachtraten sehen sollten. In Abhängigkeit der tatsächlichen weltwirtschaftlichen Dynamik sollten wir somit eine Erhöhung der Transportmengen und ggf. auch durchschnittlichen Frachtraten in 2015/2016 sehen.

Auch wenn wir grundsätzlich steigende Frachtraten erwarten, sollte das Ausmaß eines mittelfristigen Frachtratenanstiegs vorsichtig beurteilt werden. Durch die Verschiebung der Neuauslieferungen in den vergangenen Jahren auf die mittlere Frist in der Zukunft, sollte sich lediglich der Angebotsüberhang abbauen. Daneben wurden bereits im Jahr 2014 erneut umfangreiche neue Aufträge für Schiffsgrößenklassen oberhalb von 7.500 TEU (auch Schiffsgrößen von 16.000–19.000 TEU) getätigt, die als dritthöchstes Ordervolumen aller Zeiten klassifiziert werden.

Im Ergebnis können wohl zwei Schlussfolgerungen gezogen werden. Selbst auf mittlere Sicht sollten die Angebots- und Nachfrageseite lediglich im Gleichlauf wachsen. Ein (erwarteter) Nachfrageüberhang scheint fraglich. Die ruinöse Wettbewerbssituation der Reedereien soll kostenseitig durch effizientere Befrachtung und effizienteren Schiffsbetrieb gelöst werden, was letztlich einen deutlichen Anstieg von Frachtraten fraglich erscheinen lässt.



Resümierend lässt sich festhalten, dass sich das Wachstum der Nachfrage und das Wachstum des effektiven Angebots in 2015 wohl nahezu annähern werden. Gleichwohl können die Charterraten in 2015 moderat ansteigen, da sich die Liniendienste aus dem Blickwinkel eines zukünftigen positiven Marktumfelds schon dieses Jahr Schiffskapazitäten mittels Charter sichern möchten. Das Ausmaß des Charterratenanstiegs sollte dabei jedoch nicht überschätzt werden. Davon profitieren dürften in dem Zusammenhang zunächst Schiffe oberhalb der Größen von 8.000 TEU, die das ansteigende Transportvolumen kostenseitig zunächst absorbieren sollten. Es bleibt beim eingeschlagenen Trend: Die größeren Schiffe verdrängen die kleineren Schiffe.

These 3: Maritim erfahrene Finanzinvestoren werden auch 2015 den Markteinstieg weiter vorantreiben. Allerdings scheint für wenig international vernetzte Privatinvestoren der Markteinstieg nicht möglich beziehungsweise nicht vertretbar.

Aus dem Vorhergesagten ist der strukturelle Trend der Schifffahrt ersichtlich. Angebotsseitig kommen immer größere und neuere Schiffe, die mit weniger Personal und Treibstoff auskommen, zum Einsatz. Begleitet wird dies, bedingt durch die Digitalisierung von Prozessen, durch das Ziel eines effizienteren Flottenmanagements. Green Shipping und Smart Shipping scheinen die aktuell dominierenden Schlagworte der Schifffahrt zu sein. Durch Investitionen in energieeffizientere Schiffe und IT-Infrastruktur sollen sowohl die Kosten für Treibstoff (Bunkerkosten) als auch für Sicherheits-, Wartungs- und Instandhaltungsprozesse gesenkt werden. Beide Punkte führen zu sinkenden Transportkosten je Einheit beziehungsweise Container, so dass die Schifffahrt erneut durch einen Angebotsüberhang deflatorischen Tendenzen ausgesetzt ist. Diese Entwicklungen verstärken den Konzentrationsdruck in der Schifffahrt. Begleitet wird dies durch den Rückzug deutscher Banken aus der Schiffsfinanzierung, so dass diese kapitalintensiven Investitionen nur durch Schiffsmanager, die über eine kritische Flottengröße verfügen, und kapitalstarke (ausländische) Finanzinvestoren getätigt werden können.

In der Konsequenz verändert sich die Anbieterstruktur von Schiffstonnage. Kleinere und mittelgroße Reedereien, die regelmäßig über das German KG-Model und damit über Privatinvestoren ihre Schiffe finanziert haben, werden weiter an Bedeutung verlieren, so dass Linienreedereien beziehungsweise Reedereiallianzen – finanziert durch Finanzinvestoren – Privatinvestoren durch die fehlende Wettbewerbsfähigkeit ihrer Schiffe verdrängen. Somit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass selbst bei einem unerwartet starken Anstieg des globalen Ladungsaufkommens, und damit einer signifikanten Erholung von Fracht- und Charterraten, keine Partizipation der Privatanleger an einer möglichen Markterholung erfolgen können wird.

Folgerichtig erwarten wir, dass auch im Jahr 2015 opportunistische Investoren (zum Beispiel Apollo, Blackstone, Oaktree) und Finanzinvestoren (zum Beispiel Goldman Sachs, JP Morgan) sowohl günstige Einstiegsbewertungen von Bestandsflotten nutzen (vergleiche auch Rückblick) als auch Neuinvestitionen in die Schifffahrt tätigen.

Schifffsmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Einen Markteinstieg sollten deutsche Privatinvestoren nur in begründeten Ausnahmefällen in Erwägung ziehen.

Im deutschen Markt findet sich (noch) kein Angebot an maritimen Private Equity Fonds. Bis auf sehr wenige gut zu begründende Ausnahmen, glauben wir nicht an Eigenkapitalinvestitionen in Form von Kommanditkapital an Ein-Schiffs-Gesellschaften oder Flotten-Schiffsgesellschaften, deren Neuemission aufgrund der erwarteten negativen Marktstimmung deutscher Investoren und gestiegener Regulierungsanforderungen (AIFM) ohnehin fraglich erscheint.

Maßnahme 2: Eine Teilnahme an Nachschusskonzepten sollte die Ausnahme darstellen.

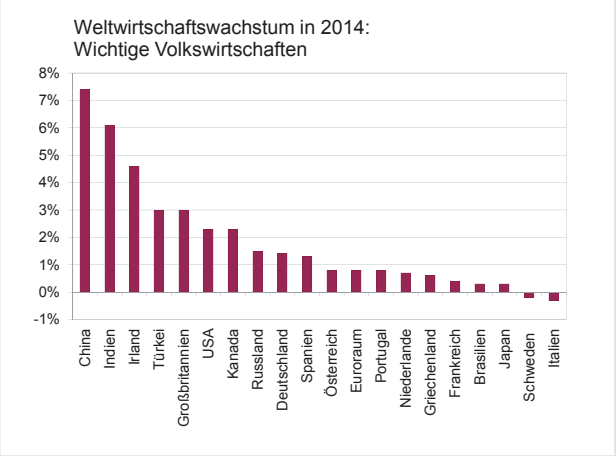
Zwar lockt die erwartete Bewegung in das Marktgleichgewicht und die damit verbundene Erwartung (Hoffnung) auf steigende Charterraten. Allerdings müssen sich Investoren auch des strukturellen Wandels in der Schifffahrt bewusst sein. Neben der technischen Beschaffenheit und der Größe des Schiffs sollte die kritische Größe des Reeders beziehungsweise seiner Flotte kritisch geprüft werden. In der Praxis erfüllen wohl nur sehr wenige Ein-Schiffs-Gesellschaften die genannten Zukunftsvoraussetzungen, so dass wir Nachschusskonzepten skeptisch gegenüberstehen.

JAHRESRÜCKBLICK

Konjunktur und Geldpolitik: Rückblick 2014

These 1 für 2014: Das Weltwirtschaftswachstum wird höher ausfallen als in 2013. –

Das Weltwirtschaftswachstum hat sich im Jahr 2014 nicht wie von uns erwartet beschleunigt, sondern lag mit einer Rate von 3,3 % genauso hoch wie im Jahr 2013 (3,3 %). Die größten Enttäuschungen kamen dabei aus den USA (0,7 Prozentpunkte Wachstum weniger als erwartet), aus Japan (-1,3 Prozentpunkte) und Deutschland (-0,6 Prozentpunkte). Während es in den USA durch den strengen Winter zu Jahresbeginn vor allem witterungsbedingte Gründe für die Abweichung gab, führten in Japan politische und ökonomische Aspekte zu der Differenz. So wurden zum einen die von Ministerpräsident Abe versprochenen Strukturreformen nicht umgesetzt und zum anderen die negativen Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung unterschätzt. In Deutschland sorgte die politische Krise um die Ukraine für Verunsicherung bei den Unternehmen.



Auch wenn wir damit für die Welt insgesamt etwas zu optimistisch waren, fiel die Abweichung zu unserer Prognose (3,6 %) mit 0,3 Prozentpunkten moderat aus. Grund ist, dass das Wachstum der Schwellenländer zusammengenommen recht gut getroffen wurde.

These 2 für 2014: Die US-Wirtschaft wird sowohl von der Geld- als auch von der Fiskalpolitik gestützt. ✓

Die Geldpolitik wirkte in den USA nach wie vor stimulierend, auch wenn das Anleihekaufprogramm der US-Notenbank im Oktober auslief. So lagen die Realzinsen im Jahresdurchschnitt weiterhin auf dem niedrigen Niveau des Vorjahres. Viele Analysten hatten für das Vorjahr stärkere Realzinsanstiege befürchtet. Die Fiskalpolitik war im Jahr 2014 expansiver als im Vorjahr. So wurden z. B., wie von uns erwartet, das erste Mal seit mehreren Jahren wieder Arbeitsplätze im öffentlichen Sektor aufgebaut.

These 3 für 2014: Die Arbeitslosenquote wird die Zielmarke der US-Notenbank von 6,5 % schon recht früh im Laufe des Jahres erreichen. ✓

Die Arbeitslosenquote hat sich im Jahr 2014 stark von 6,7 % auf 5,6 % verringert und die Marke von 6,5 % bereits im April unterschritten. Wir waren damit zu Recht deutlich optimistischer als die meisten anderen Volkswirte. Grund für die positive Entwicklung war der Beschäftigungsaufbau in nahezu allen Sektoren.

These 4 für 2014: Die Erholung am US-Immobilienmarkt setzt sich fort, allerdings mit weniger Tempo als im Vorjahr. ✓

Entgegen den Befürchtungen, dass ein möglicher Zinsanstieg die positive Entwicklung des US-Immobilienmarkts beenden könnte, setzte sich die Erholung fort. Sowohl die Baugenehmigungen als auch die Neubaubeginne erhöhten sich im Jahresdurchschnitt weiter. Dabei wurde das hohe Wachstumstempo des Vorjahres von rund 19 % bei beiden Kennzahlen aber nicht wieder erreicht. Die Baugenehmigungen stiegen um rund 3 %, die Neubaubeginne um etwa 7 %.

Die Immobilienpreise legten in den ersten drei Quartalen um 9 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum zu. Allerdings war zum Jahresende eine spürbare Verlangsamung des Preisanstiegs zu erkennen.

These 5 für 2014: Die US-Wirtschaft wird mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 3,0 % spürbar schneller wachsen als im Vorjahr. –

Die US-Wirtschaft blickt auf ein positives Jahr 2014 zurück. Dabei ist die Lage besser, als es der reine Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,3 % vermuten lässt. Grund hierfür ist, dass ein starker Wintereinbruch im ersten Quartal die Statistik sehr negativ beeinflusst hat, da das öffentliche Leben aufgrund der Kälte in weiten Teilen des Landes zeitweise zum Erliegen kam. Vor allem der Konsum erreichte daher nicht ganz den hohen Prognosewert. Insgesamt waren wir für die US-Konjunktur mit unseren Erwartungen zu optimistisch.

These 6 für 2014: Die chinesische Wirtschaft dürfte von der Nachfrage aus den Industrieländern gestützt werden. Das BIP-Wachstum wird bei 7,4 % liegen. ✓

Das Tempo der wirtschaftlichen Expansion hat sich, wie von uns erwartet, im Jahr 2014 spürbar verlangsamt. Vor allem die restriktivere Kreditvergabe der Banken dämpfte das Wachstum. Insgesamt erreichten wir mit der prognostizierten Zuwachsrate von 7,4 % eine Punktlandung.

These 7 für 2014: Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird um 1,1 % zulegen. Die Wachstumsdifferenzen zwischen Deutschland und den übrigen großen Volkswirtschaften des Euroraums werden unverändert bleiben. (✓)

These 7 für 2014: Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird um 1,1 % zulegen. Die Wachstumsdifferenzen zwischen Deutschland und den übrigen großen Volkswirtschaften des Euroraums werden unverändert bleiben.

Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum hat sich im Jahr 2014 um 0,8 % erhöht. Damit erreichte die Dynamik nicht ganz das von uns prognostizierte Niveau. Hauptgrund für die etwas schwächere Entwicklung war dabei die überraschende Annexion der Krim durch Russland, die neben einer politischen Verschlechterung der Beziehungen zwischen Russland und Europa zu einer wirtschaftlichen Verunsicherung führte. Unternehmen, die auf einen wachsenden russischen Markt gesetzt hatten, verschoben ihre Investitionen in die Zukunft. Bei einer etwas besseren Konsumentwicklung als erwartet blieb das Investitionswachstum spürbar hinter den Prognosen zurück.

Dabei fiel die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts innerhalb des Euroraums ähnlich heterogen wie im Vorjahr aus. Musterschüler blieb Deutschland (+1,5 %), während Italien (-0,3 %) und Frankreich (+0,4 %) erneut enttäuschten. Dass Reformen Erfolge mit sich bringen, bewiesen Spanien (+1,3 %) und vor allem Irland (+4,6 %). Selbst Griechenland dürfte wieder eine positive Wachstumsrate erreicht haben.

These 8 für 2014: Die Euro-Krise wird im Jahr 2014 nicht wieder akut werden. Dank der besseren Konjunktur und den impliziten Garantien der EZB bleibt die Lage entspannt, obwohl die Schuldenstände der Staaten weiter wachsen. ✓

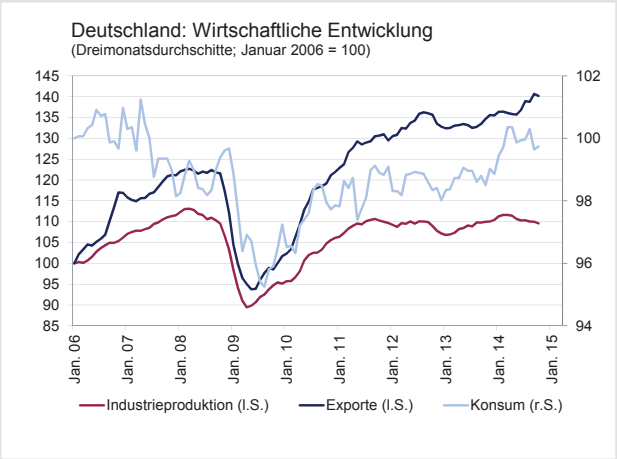
Auch wenn es immer mal wieder Störgeräusche aus einigen der europäischen Krisenstaaten gab, wie z. B. die italienische Regierungskrise im Februar, der Zusammenbruch der portugiesischen Holdingsgesellschaft Espírito Santo Financial Group oder die vorgezogene Wahl des griechischen Präsidenten, so hat sich die europäische Staatsverschuldungskrise insgesamt doch deutlich beruhigt. Bester Indikator hierfür ist, dass die Risikoaufschläge für Staatsanleihen aus Spanien, Italien, Irland und Portugal deutlich zurückgingen.

Das Verschuldungsniveau in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nahm dank des soliden Haushalts in Deutschland langsamer zu als im Vorjahr und dürfte für den Euroraum insgesamt bei gut 92 % gelegen haben.

These 9 für 2014: Das Bruttoinlandsprodukt Deutschlands dürfte um 2,1 % zulegen. Dabei wird die Dynamik hauptsächlich aus dem Inland kommen. –

Die deutsche Wirtschaft ist im Jahr 2014 nur um 1,5 % gewachsen. Vor allem die überraschende Einnahme der Krim durch Russland und der weiter schwelende Konflikt in der Ukraine lösten eine Vertrauenskrise bei den deutschen

Unternehmen aus. Der ifo-Index, das beste Stimmungsbarometer der deutschen Wirtschaft, verzeichnete sechs Rückgänge infolge. Statt in eine Erweiterung der Kapazitäten zu investieren, wurden Lagerbestände sukzessive abgebaut. Die Ausrüstungsinvestitionen legten somit statt der prognostizierten 5,0 % nur um 3,4 % zu.



Trotz der konjunkturellen Delle blieb der Arbeitsmarkt stabil, so dass der private Konsum die Erwartungen mit einem Anstieg um 1,2 % weitgehend erfüllen konnte. Auch die Exporte erreichten trotz der geringeren Nachfrage aus Russland die von uns vorhergesehene Wachstumsrate.

Insofern spricht viel dafür, dass die deutsche Wirtschaft ohne den Russland-Schock den von uns prognostizierten Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts erreicht hätte.

These 10 für 2014: Die Inflationsraten werden in den USA und im Euroraum unterhalb der jeweiligen Zielmarken der Notenbanken liegen. Deflatorische Tendenzen überwiegen somit gegenüber Inflationsgefahren. ✓

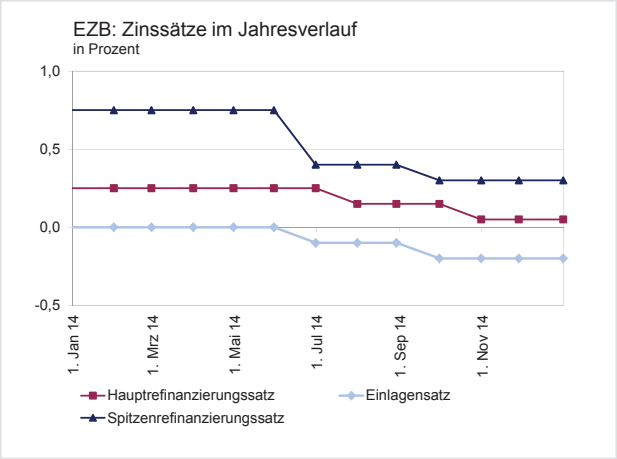
Die Inflationsrate in den USA blieb im Jahresdurchschnitt mit 1,6 % unter ihrer inoffiziellen Zielmarke von 2 %. Inflationssorgen kamen nicht auf. Im Euroraum kam es tatsächlich zu eher deflatorischen Tendenzen. Die Inflationsrate erreichte im Jahresmittel niedrige 0,4 %. Eine Ursache war die schwache Kreditvergabe der Banken. Daneben wirkten sich aber auch die verhaltene wirtschaftliche Entwicklung, die geringe Kapazitätsauslastung, die in einigen Ländern sinkenden Lohnstückkosten sowie gegen Ende des Jahres der starke Rückgang des Ölpreises dämpfend auf die Preisentwicklung aus.

These 11 für 2014: Die US-Notenbank Fed wird den Leitzins zwischen 0 % und 0,25 % belassen und im Laufe des Jahres aus dem Anleiheaufkaufprogramm aussteigen. Zwischenzeitlich kann der Ausstieg eine erhöhte Nervosität zur Folge haben, welche aber temporär bleibt. ✓

Die Fed hat ihren Leitzinssatz nicht verändert. Vor allem die verhaltene Entwicklung der Inflationsraten machte dies nicht notwendig. Auch der Ausstieg aus dem dritten Anleiheaufkaufprogramm gelang wie vorhergesehen nach Plan. Im Oktober 2014 stoppte die Notenbank die Aufkäufe von Staatsanleihen und mit Immobilien besicherten Anleihen (Mortage Backed Securities).

These 12 für 2014: Die Europäische Zentralbank wird den Leitzinssatz ein weiteres Mal auf 0 % bis 0,125 % senken. ✓

Die Europäische Zentralbank hat wie von uns prognostiziert in zwei kleineren Zinsschritten den Leitzinssatz auf 0,05 % abgesenkt. Dies war notwendig geworden, da sich die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum wieder verlangsamte. Die aufkommenden deflatorischen Tendenzen zwangen die Notenbank zu handeln.



These 13 für 2014: Die EZB wird keinen negativen Einlagenzins einführen. –

Entgegen unseren Erwartungen hat die europäische Notenbank die Zinsen, die Geschäftsbanken auf ihre Einlagen erhalten, in den negativen Bereich abgesenkt. Dies geschah, um die Geschäftsbanken anzuregen, mehr Kredite zu vergeben. Wir hatten dagegen argumentiert, dass die Absenkung des Zinssatzes in den negativen Bereich ein zu gewagtes und möglicherweise wenig wirkungsvolles Instrument darstellen würde. Bisher sind positive Effekte auch noch nicht erkennbar.

These 14 für 2014: Die EZB wird keine Staatsanleihen im Rahmen des Anleiheaufkaufprogramms erwerben. ✓

Die EZB hat im Jahr 2014 keine Staatsanleihen aufgekauft. Vor allem die stabilitätsorientierten Zentralbanken wie die Bundesbank hatten Bedenken, da der Reformdruck von den Krisenstaaten genommen würde. Allerdings hat die EZB für das neue Jahr angedeutet, ein Aufkaufprogramm für Staatsanleihen aufzulegen. Als Begründung wurden die sehr niedrigen Inflationsraten im Euroraum genannt.

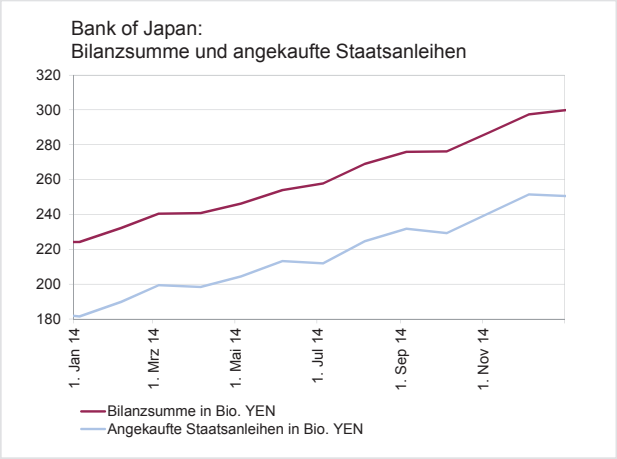
These 15 für 2014: Es wird neue längerfristige und konditionierte Refinanzierungsgeschäfte der EZB geben. Auch eine Senkung des Mindestreservesatzes wäre denkbar. ✓

Am 5. Juni hat die EZB beschlossen, den Geschäftsbanken im Rahmen zweier Auktionen weitere Liquidität zur Verfügung zu stellen. Hierbei handelt es sich um vierjährige EZB-Kredite an Banken zum Zinssatz von damals 0,25 % mit einem maximalen Volumen von 400 Mrd. Euro. Die Banken durften eine Summe von bis zu 7 % ihrer Kreditsumme an den privaten Sektor (ohne Immobilienkredite) aufnehmen. Diese Gelder sollen von den Banken für die Kreditvergabe eingesetzt werden. Dafür müssen sie das Tempo der Verringerung der Kreditvergabe mindestens drosseln. Erfüllen sie die Anforderungen an die Kreditvergabe nicht, müssen sie das Geld lediglich zurückzahlen. Ein Strafzins droht nicht.

Die EZB hegte die Hoffnung, mit weiteren Langfristtendern ihre Bilanzsumme auszuweiten, was nicht gelang. Die Kreditaufnahme der Banken in den durchgeführten TLTRO-Geschäften von zusammen nur 212 Mrd. Euro ist im Kontext ihrer vorzeitigen Rückzahlungen von 270 Mrd. Euro aus den vorherigen längerfristigen Tendergeschäften seit Anfang des Jahres 2014 zu sehen. Der Nettobetrag aus längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der EZB mit den Geschäftsbanken war rückläufig. Der Mindestreservesatz wurde bei 1 % beibehalten.

These 16 für 2014: Die japanische Notenbank wird ihre extrem expansive Geldpolitik beibehalten oder weiter forcieren. ✓

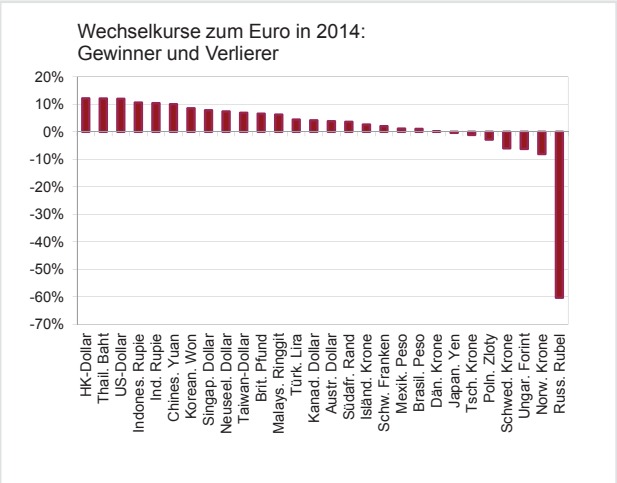
Die japanische Notenbank hat trotz der bereits sehr expansiven Geldpolitik einen noch expansiveren Kurs eingeschlagen. Zur Stimulierung der Konjunktur wurde die jährliche Ausweitung der Bilanzsumme von 60 bis 70 Bio. Yen auf 80 Bio. Yen (ca. 560 Mrd. Euro) beschlossen. Dies kommt also einer Steigerung der Liquiditätszufuhr um ca. 70 bis 140 Mrd. Euro pro Jahr gleich und soll über den Kauf von ETFs, japanischen REITs und Staatsanleihen erfolgen, wobei gleichzeitig die durchschnittliche Fälligkeit der Staatsanleihen im Bestand der Notenbank von drei Jahren auf sieben bis zehn Jahren steigen soll.



Devisenmarkt: Rückblick 2014

These 1 für 2014: Der Euro ist auf dem aktuellen Niveau fair bewertet. Er wird eine der stärksten Währungen des Jahres 2014 bleiben. –

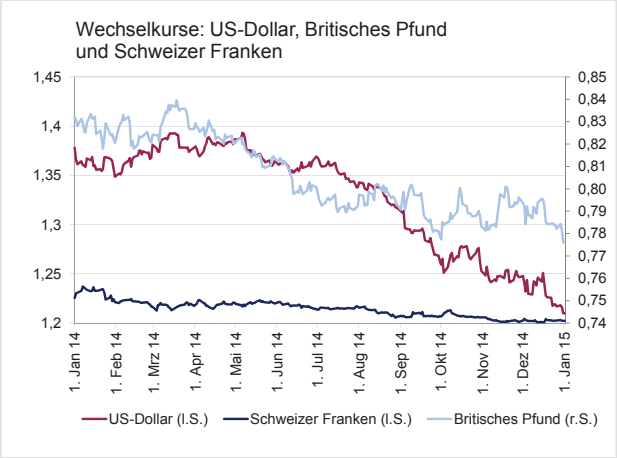
Statt des Euro war der US-Dollar im Jahr 2014 die stärkste Währung. Der Euro landete im Vergleich mit den wichtigsten Währungen der Welt im hinteren Mittelfeld. Vor allem asiatische Währungen entwickelten sich angeführt vom Thailändischen Baht und der Indischen Rupie sehr positiv. Die Wechselkursentwicklung ist dabei ein Abbild der konjunkturellen Verfassung der Volkswirtschaften. Die enttäuschende wirtschaftliche Entwicklung des Euroraums in der zweiten Jahreshälfte drückte sich entsprechend in einem schwächeren Euro aus. Hier spielten die unvorhergesehenen Ereignisse um Russland und die Ukraine eine wichtige Rolle, da die europäische Wirtschaft davon am stärksten negativ betroffen war.



These 2 für 2014: Wir erwarten zum Jahresende einen US-Dollar Kurs von 1,34 US-Dollar je Euro. –

Der US-Dollar hat in der zweiten Jahreshälfte stärker aufgewertet, als wir dies prognostiziert hatten und das Jahr mit einem Kurs von 1,21 EUR/USD beendet. Der Grund für die Abweichung liegt in erster Linie in der schwächer als erwarteten Konjunktur Deutschlands in der zweiten Jahreshälfte, die zu einem Rückgang der Inflationsrate in Europa und zu einer noch expansiveren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank führte. Gerade die Erwartung von Staatsanleihekäufen für den Jahresanfang 2015 dämpfte den Außenwert des Euro.

Richtig vorhergesehen hatten wir, dass der Euro zunächst stark bleibt. Auch den zwischenzeitlichen Höchstkurs von 1,40 EUR/USD und eine anschließend schwächere Entwicklung hatten wir antizipiert. Nur die anschließende Rallye des US-Dollar wurde zunächst unterschätzt. Im Herbst, als absehbar wurde, dass die EZB nicht ohne Staatsanleihekäufe auskommen wird, hatten wir unsere Prognose im Rahmen der unregelmäßig erscheinenden Devisenmarkt-Publikation („Devisenbarometer“) auf 1,21 EUR/USD zum Jahresende 2014 reduziert.



These 3 für 2014: Wir erwarten zum Jahresende einen Kurs des Britischen Pfunds von 0,81 EUR/GBP. ✓

Das Britische Pfund hat im Jahresverlauf gegenüber dem Euro sukzessive leicht aufgewertet. Das höhere Wachstum des Vereinigten Königreichs und der gestiegene Zinsvorteil gegenüber dem Euroraum machten sich positiv bemerkbar. Der Jahresschlusskurs lag mit 0,78 EUR/GBP nur drei Cents von unserem Prognoseziel entfernt. Wir waren im Vorjahr damit zu recht optimistischer als der Konsens.

These 4 für 2014: Der Schweizer Franken wird zum Jahresende bei 1,23 EUR/CHF liegen. Eine zeitweise stärkere Abwertung ist aber möglich. (✓)

Der Schweizer Franken hat im Jahr 2014 wieder die Marke von 1,20 EUR/CHF erreicht, die aufgrund der Garantien

und Interventionen der Schweizerischen Nationalbank die Obergrenze der Franken-Aufwertung darstellt. Gründe für den festen Franken sind die ausgesprochen gute Verfassung der Schweizer Wirtschaft und die zuletzt wieder verstärkte Suche nach einem sicheren Hort. Ohne die Intervention der eidgenössischen Zentralbank hätte der Franken wohl noch stärker aufgewertet.

These 5 für 2014: Die Währungen der Länder mit Leistungsbilanzdefiziten werden zunächst weiter unter Druck bleiben. (✓)

Der Druck auf die Währungen mit Leistungsbilanzdefiziten hielt nicht lange an. Schon im Frühjahr erholten sich einige der Währungen wieder von ihren Tiefständen. So gehören mit der indischen Rupie und der indonesischen Rupiah sogar zwei Valuten von Staaten mit erhöhten Leistungsbilanzdefiziten zu den fünf Währungen mit der besten Wertentwicklung im Jahr 2014. Für Entspannung sorgte dabei die US-Notenbank, die sich sehr zurückhaltend bezüglich einer möglichen Zinsanhebung äußerte.

Nichtsdestotrotz dominieren exportstarke Länder wie Thailand, China, Südkorea oder Taiwan die Rangliste mit den stärksten Schwellenländerwährungen. Für Turbulenzen sorgte der Ölpreisrückgang, in dessen Folge der Russische Rubel einbrach. Hier rächte sich die enorme Abhängigkeit Russlands von Öl- und Gasexporten. Die Sanktionen der USA und der Europäischen Union trugen ebenfalls zu diesem Kurssturz bei.

Geldmarkt: Rückblick 2014

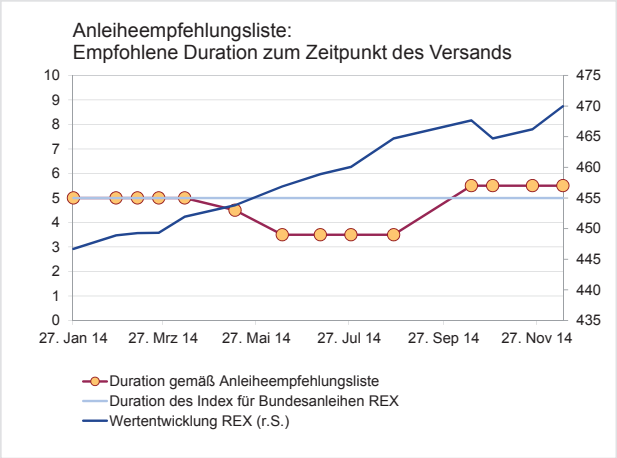
These 1 für 2014: Die Geldmarktzinsen werden sowohl in Europa als auch in den USA ihren historischen Tiefpunkt erreichen und im Jahresverlauf dort verharren. ✓

Die Situation am Geldmarkt hat sich aus Sicht der Sparer im Vergleich zum Vorjahr weiter verschärft. Lag der EURIBOR-Zinssatz für eine Laufzeit von drei Monaten zu Jahresbeginn 2014 noch bei 0,29 %, ist er im Laufe des Jahres auf einen Wert von 0,08 % gefallen, wo er nun seit September verharrt. Verantwortlich dafür waren die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank, die den Leitzinssatz in zwei Schritten von 0,25 % auf aktuell 0,05 % zurücknahm.

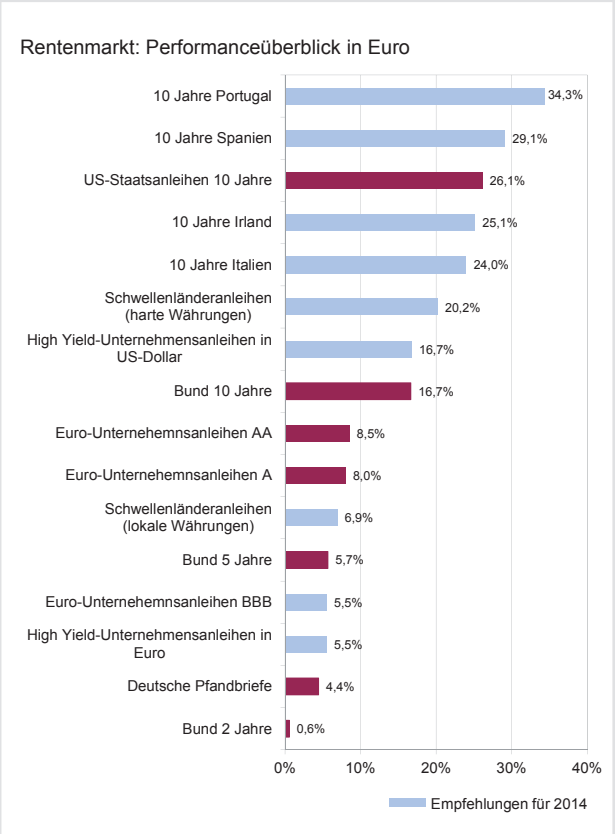
Weiterer Druck auf den Geldmarkt kam von der Absenkung der Einlagenzinsen in den negativen Bereich durch die Notenbank, was dazu geführt hat, dass einige Banken die negativen Zinsen an ihre Kunden weiter gegeben haben.

Rentenmarkt: Rückblick 2014

Mit unserer Einschätzung zur Zinsentwicklung an den Rentenmärkten lagen wir im Jahr 2014 daneben. Dennoch haben wir unsere Portfolios so ausgerichtet, dass wir von den sinkenden Zinsen profitieren konnten. Im Rahmen des Durationsmanagements hatten wir empfohlen, den Laufzeitenschwerpunkt auf Anleihen mit mittlerer Laufzeit zu legen. Auch wenn langlaufende Anleihen noch höhere Renditen erbrachten, konnte auch mit Anleihen im Laufzeitenband von drei bis acht Jahren eine attraktive Rendite erwirtschaftet werden, ohne ein übermäßig hohes Durationsrisiko eingehen zu müssen. Zum Jahresende 2014 haben wir zudem mit der stärkeren Berücksichtigung länger laufender Anleihen einen Zusatzertrag generiert.



Unsere Einschätzungen zur relativen Attraktivität der jeweiligen Rentensegmente haben sich auf Jahressicht ausgezahlt. Vor allem die von uns favorisierten Peripherieanleihen erzielten ungewöhnlich hohe zweistellige Renditen.



These 1 für 2014: Die Bewertung von Bundesanleihen ist ambitioniert und reflektiert nach wie vor die Sorge vor weiteren Krisen. In 2014 beginnt die langsame Normalisierung der Bewertungen. –

Die Bewertung von Bundesanleihen hat sich nach allen gängigen Bewertungskriterien noch weiter erhöht. So ist beispielweise die Realrendite von Bundesanleihen immer weiter gesunken. Sie liegt für eine Laufzeit von zehn Jahren nun wieder im negativen Bereich.

Grund dafür war vor allem die überraschende wirtschaftliche Abkühlung im Euroraum, die sich bereits im Frühjahr anbahnte. Dadurch ist die Inflationsrate immer weiter gefallen. Rentenanlagen werden in einem deflatorischen Umfeld aber attraktiver, da es sich hierbei um Nominalwerte handelt.

Der Anlagenotstand, der sich aus den niedrigen Zinsen ergibt, hat dazu geführt, dass Anleger bereit waren, Anleihen mit immer längerer Laufzeit zu kaufen, so dass sich die Zinsstrukturkurve stark verflacht hat.

These 2 für 2014: Bundesanleihen werden dieses Jahr erneut etwas nachgeben. Die Rendite zehnjähriger Titel wird am Jahresende bei 2,3 % liegen. –

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen notierte am Jahresende bei 0,54 %. Dabei sanken die Renditen vom Jahresanfang bis zum Ende nahezu stetig. Neben der deflatorischen Entwicklung und den geopolitischen Krisen war es die Europäische Zentralbank, die mit immer konkreteren Andeutungen die Erwartung an ein vollumfängliches und auf Staatsanleihen ausgeweitetes Anleiheaufkaufprogramm für den Euroraum weckte. Da Deutschland den größten Teil am Kapital der EZB hält, würde aller Wahrscheinlichkeit nach ein Anleiheaufkaufprogramm auch Bundesanleihen einbeziehen. Investoren haben hierauf gezielt gesetzt.

Trotz der deutlich verfehlten Zinsprognose lagen wir mit der Empfehlung, Peripherieanleihen zu Lasten von Bundesanleihen höher zu gewichten, richtig.

These 3 für 2014: Peripherieanleihen sind unterbewertet und versprechen hohe einstellige Renditen. Griechische Anleihen bilden eine Ausnahme. ✓

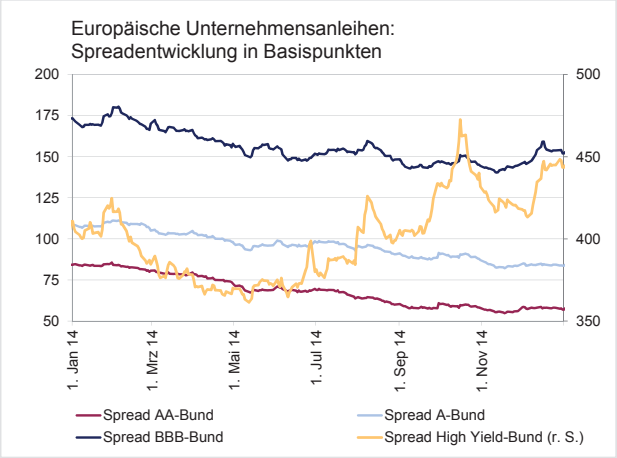
Anleihen Italiens, Spaniens, Irlands und Portugals konnten je nach Laufzeit hohe Renditen erbringen. Dabei wurden Investoren belohnt, die lange Laufzeiten gewählt haben, denn langlaufende Anleihen profitierten überproportional.

Dabei überstiegen die Kursgewinne von Peripherieanleihen die von Bundesanleihen, da die Anleger weiteres Vertrauen in die Peripherieländer fassten, was zu sinkenden Anleihespreads führte. Auf diese Entwicklung haben wir stark und bereits zu Jahresbeginn gesetzt.

These 4 für 2014: Die Renditeaufschläge bei Unternehmensanleihen können sich im Investment Grade-Bereich nur noch geringfügig einengen. Die Bewertungen liegen zwar etwas über dem langjährigen Durchschnitt, sind aber noch nicht zu teuer. ✓

Auch Unternehmensanleihen profitierten von der positiven Stimmung an den Rentenmärkten. In allen Ratingseg-

menten sanken die Renditeaufschläge zu Bundesanleihen leicht.



These 5 für 2014: High Yield-Anleihen sind bereits ambitioniert bewertet, werden aber noch teurer. (✓)

Am High Yield-Markt war die Entwicklung zwar ebenfalls positiv, jedoch war die gute Performance nicht das Resultat eines Rückgangs der Renditeaufschläge, sondern des sinkenden Zinsniveaus. Auf Jahressicht stieg die Bewertung bei High Yield-Anleihen etwas an, wobei die Fälligkeitsrenditen deutlich tiefer als zu Jahresbeginn liegen. Die Ausfallraten lagen im Jahr 2014 auf einem sehr niedrigen Niveau.

These 6 für 2014: Im sogenannten Segment der deutschen Mittelstandsanleihen bauen sich weitere Risiken auf. ✓

Im Segment der Mittelstandsanleihen hat es im Jahr 2014 viele neue Insolvenzen gegeben. Entsprechend verlief die Wertentwicklung bei einigen Anleihen wie Centrosolar, Ekotechnika oder Mifa sehr enttäuschend, um nur einige Beispiel zu nennen.

These 7 für 2014: Schwellenländeranleihen bieten antizyklisch und langfristig agierenden Investoren im Jahresverlauf einen interessanten Einstiegszeitpunkt. Die Renditeaussichten sind auf Jahressicht durch diverse Risiken jedoch weiter unsicher. ✓

Schwellenländeranleihen haben ein volatiles Jahr hinter sich, erbrachten dem Anleger aber eine sehr attraktive Rendite. Vor allem die Anleihen, die in harter Währung wie dem US-Dollar notieren, profitierten vom deutlichen Rückgang des Weltzinsniveaus.Euroanlegern kam zusätzlich die Währungskomponente zu Gute, da der US-Dollar zum Euro stärker wurde.

These 8 für 2014: Floater und inflationsindexierte Anleihen sind zurzeit nicht attraktiv. ✓

Zwar konnten auch inflationsindexierte Anleihen in 2014 aufgrund der gesunkenen Zinsen profitieren, aber ihre nominalen Pendants waren wesentlich attraktiver, da sich hier der Rückgang der Inflation und der Inflationserwartungen stärker bemerkbar gemacht hat. Floater konnten in einem Umfeld sinkender Zinsen keinen Mehrertrag erbringen, da die Verzinsung immer weiter zurückging.

These 9 für 2014: Die Renditen von Nachranganleihen von Industrieunternehmen und Finanzinstituten werden sinken. ✓

Der Trend fallender Renditen hat auch vor Nachranganleihen nicht halt gemacht. Lagen die Renditen für Nachranganleihen von Banken zu Beginn des Jahres 2014 noch bei 3,8 %, sanken sie bis zum Jahresende auf 2,2 %

These 10 für 2014: Wandelanleihen erbringen in 2014 eine einstellige Rendite. ✓

Wandelanleihen profitierten sowohl von den festen Anleihemärkten als auch von der positiven Entwicklung an den Aktienmärkten. Die Performance lag bei 3,4 %.

Aktienmarkt: Rückblick 2014

These 1 für 2014: Die Bewertungen der Aktien sind nach traditionellen Bewertungsverfahren nur leicht erhöht und werden vor dem Hintergrund der niedrigen Zinsen in 2014 noch weiter steigen. ✓

Insgesamt haben sich die Bewertungsrelationen bei den meisten Märkten leicht ausgeweitet. Vor allem in den USA führte der Aktienmarktanstieg zu einer moderaten Ausweitung der Bewertungsrelationen. Aber auch viele europäische Indizes gingen mit höheren Bewertungen aus dem alten Jahr. Lediglich der deutsche Leitindex DAX hat sich etwas verbilligt. Der Kursindex gab um 0,1 % nach, während gleichzeitig die Unternehmen ihre Gewinne steigern konnten.

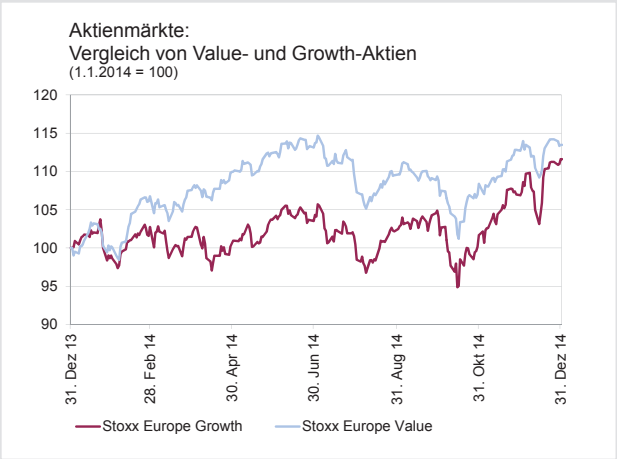
These 2 für 2014: Wir erwarten den DAX zum Jahresende bei 10.500 Punkten. –

Der DAX stand am Jahresende 2014 trotz unterjähriger Rekordstände bei 9.806 Punkten und verfehlte damit unsere Prognose um 6,6 %. Dabei war in diesem Jahr die Schwankungsbreite des DAX auffällig. So notierte der Index zweimal zur Jahresmitte und zum Jahresende über 10.000 Punkten, fiel aber ebenso zweimal teils kräftig unter die 9.000-Punkte-Marke. Die Gründe für die Schwankungen waren zum einen die unklaren Auswirkungen der Russlandkrise auf die deutsche Wirtschaft, zum anderen führten zwischenzeitlich abflauende Konjunkturdaten aus den USA und dem Euroraum zu Befürchtungen vor einem Ende der konjunkturellen Erholung.

Dabei war die Gewinnentwicklung der Unternehmen im DAX durchaus erfreulich. So konnten die Gewinne der Unternehmen um schätzungsweise 9 % erhöht werden. Wäre die Bewertung des DAX nicht zurückgegangen, wäre unser Kursziel erreicht worden. Ein Grund für den Bewertungsabschlag könnten die Sorgen um die Wahl in Griechenland gewesen sein.

These 3 für 2014: Value-Aktien werden eine bessere Kursentwicklung zeigen als Growth-Aktien. (✓)

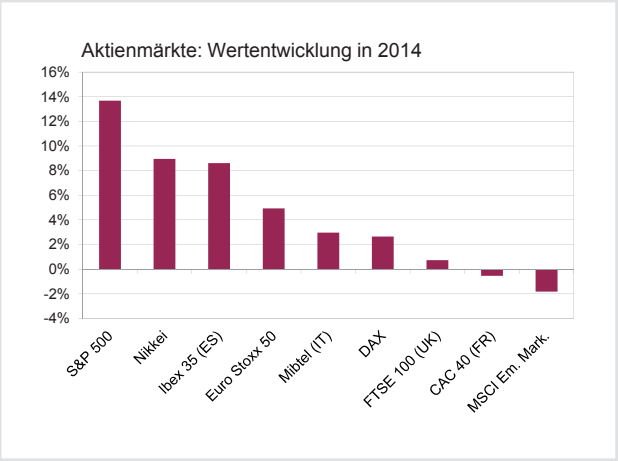
Die Wertentwicklung von Value-Aktien des Stoxx Europe lag per Jahresende über der Wertentwicklung von Growth-Aktien des Index. Dabei erbrachten Value-Titel vor allem zur Jahresmitte eine starke Outperformance zu Growth-Werten. Der entscheidende Treiber für die Outperformance zum Jahresende kam über die akkumulierten Dividendenzahlungen. Vor Dividendenzahlungen lagen Value-Titel mit Growth-Werten nahezu gleichauf. Die Dividende ist bei Value-Aktien in der Regel höher als bei Growth-Titeln.



In den USA haben sich Growth-Werte jedoch auch unter Berücksichtigung der Dividendenzahlung besser entwickelt. Dies ist bemerkenswert, da das Wachstum im Jahr 2014 in den USA stark ausfiel. Normalerweise sollten in so einem Umfeld die konjunkturreagibleren Value-Aktien besser laufen.

These 4 für 2014: Europäische Aktien könnten überdurchschnittlich hohe Kursgewinne erzielen. –

Auch wenn der Euro Stoxx 50 eine Rendite von etwa 4,9 % erzielte, lag dieser Wert unterhalb der Rendite des S&P 500. Die temporäre Konjunkturabschwächung im Laufe des Jahres führte zu einer Underperformance der europäischen Aktienmärkte. Auch der stärker werdende US-Dollar veranlasste viele US-Investoren, ihre Gelder in die Heimat zu holen, da mit einer weiteren Aufwertung des Greenback gerechnet wurde.



These 5 für 2014: Schwellenländeraktien werden sich heterogen, aber insgesamt unterdurchschnittlich entwickeln. ✓

Der breite Schwellenländeraktienindex MSCI Emerging Markets erbrachte auf Jahressicht eine leicht negative Performance und lag damit unterhalb der Wertentwicklung der europäischen und US-amerikanischen Aktienmärkte. Der Grund war, dass viele Schwellenländer nach wie vor unter konjunkturellen Problemen leiden. Der starke Rückgang des Ölpreises war ebenfalls hinderlich.

Allerdings gab es auch einige Länder, die vom Ölpreisverfall profitieren konnten. Dazu zählten vor allem die asiatischen Schwellenländer, die kaum Rohöl exportieren und von einem sinkenden Ölpreis profitieren. Entsprechend heterogen war die Entwicklung an den Schwellenländerbörsen. Der Verlierer des Jahres war der russische Aktienmarkt, der 42 % verlor, während sich die chinesischen und indischen Märkte sehr gut entwickelt haben. Vor allem der Markt für chinesische Inlandsaktien gehörte mit einem Plus von über 50 % zu den Gewinnern, ist aber auch als sehr spekulativ einzuschätzen.

These 6 für 2014: Unseres Erachtens könnten die Branchen Chemie, Industrie und Banken eine überdurchschnittlich gute Wertentwicklung erzielen. –

Die Branche mit der besten Wertentwicklung im Jahr 2014 war die Gesundheitsbranche. Die Aktien profitierten von der Einführung neuer Medikamente und von Fusionen. Die von uns favorisierten Branchen landeten dagegen im unteren Mittelfeld, konnten aber immerhin eine positive Rendite aufweisen.

Die Bankenbranche hat unter den Folgen der Pleite der Banco Espirito Santo gelitten, die insbesondere die Banken der Peripherieländer belastete. Zudem haben die Fehler der Vergangenheit die Banken eingeholt. Viele Banken mussten hohe Strafen zahlen oder befinden sich nach wie vor in Rechtsprozessen mit unklarem Ausgang.

Die Chemie- und Industrieunternehmen wurden von der temporären Konjunkturabschwächung im Euroraum überproportional getroffen. Auch die Unsicherheiten um Russland spielten in diesen exportstarken Branchen eine Rolle.

Rohstoffmarkt: Rückblick 2014

These 1 für 2014: Die Bewertung von Gold ist nach wie vor hoch und wird im Laufe des Jahres weiter abnehmen. ✓

Zwar hat sich der Goldpreis im Jahr 2014 wenig verändert, dennoch haben sich die Bewertungsrelationen entspannt. Denn vor allem der Rückgang der US-Realzinsen hätte Gold für Anleger attraktiver machen und ceteris paribus zu einem Preisanstieg führen müssen, da die Opportunitätskosten der Goldhaltung spürbar abgenommen haben. Dies war jedoch nicht der Fall, wie der leicht rückläufige Goldpreis verdeutlicht.

These 2 für 2014: Neben der hohen Bewertung sprechen weitere, fundamentale Gründe für einen Preisrückgang bei Gold, wenngleich sich im Jahresverlauf erste Stabilisierungstendenzen von der Angebotsseite abzeichnen sollten. Zum Jahresende erwarten wir den Goldpreis bei 1.150 US-Dollar je Unze. ✓

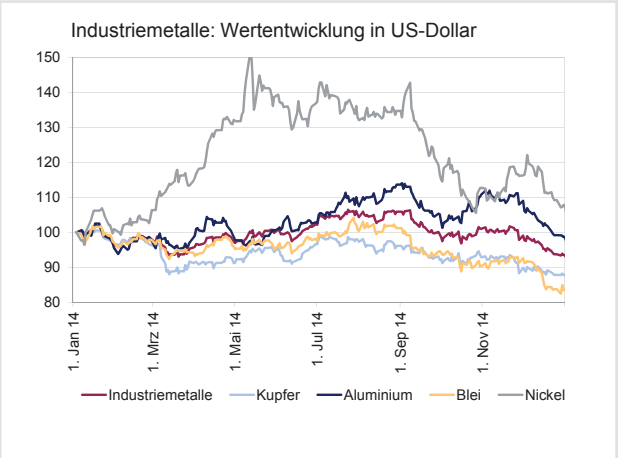
Der Goldpreis war im Jahr 2014 volatil. Zu Jahresbeginn konnte das Edelmetall noch profitieren, da Anleger angesichts zahlreicher geopolitischer Risiken Zuflucht im Gold suchten. Im weiteren Jahresverlauf gab der Goldpreis aber immer weiter nach und erreichte unsere Zielmarke im November. Grund für den Preisrückgang seit Mitte März

war die kräftige Erholung der US-Konjunktur, welche dazu führte, dass der US-Dollar gegenüber den meisten Währungen stark aufwertete und Gold damit für Investoren außerhalb der USA verteuerte. Zudem nahmen die systemischen Risiken im Euroraum ab, was sich in den fallenden Renditen für Peripherieanleihen ausdrückte. Auch das Goldangebot blieb hoch, während die vom wichtigen Absatzmarkt Indien eingeführten Strafzölle auf Goldimporte zu einem Nachfragerückgang aus dem Land führten. Zum Jahresende konnte sich der Preis für das gelbe Metall wieder etwas erholen und erreichte 1.182 US-Dollar.

These 3 für 2014: Die Aussicht für Industriemetalle bleibt weiter eingetrübt. Für das Jahr 2014 erwarten wir einen niedrigen Preisrückgang. ✓

Industriemetalle haben auf aggregierter Basis, wie von uns erwartet, leichte Preisrückgänge zu verzeichnen gehabt.

Dabei kam es aber zu einer heterogenen Entwicklung. Bei einigen Metallen ist das Angebot nach wie vor sehr hoch. Dies trifft beispielsweise auf Kupfer zu, so dass hier die Preise nachgaben. Bei anderen Metallen wie Nickel arbeiten die weltweiten Schmelzöfen bereits wieder an der Kapazitätsgrenze. Hier stiegen die Preise.



These 4 für 2014: Auf dem Rohölmarkt wird in 2014 Preisdruck lasten. Wir rechnen mit einem Preis der Rohölsorte WTI von 88 US-Dollar am Jahresende. (✓)

Im Jahr 2014 kam es an den Rohstoffmärkten zu einer deutlichen Korrektur, da das Angebot bei verhaltender Nachfrage stark anstieg. Vor allem die Ausweitung des Rohölangebots in den USA durch den vermehrten Abbau aus Schiefergestein mit neuen Methoden (Fracking) erhöhte das Angebot nachhaltig. Gleichzeitig hat die OPEC auf den Preisrückgang nicht mit einer Drosselung der Förderung reagiert. Denn viele OPEC-Staaten erzielen trotz der geringeren Rohölpreise aufgrund niedriger Förderkosten weiterhin hohe Gewinne.

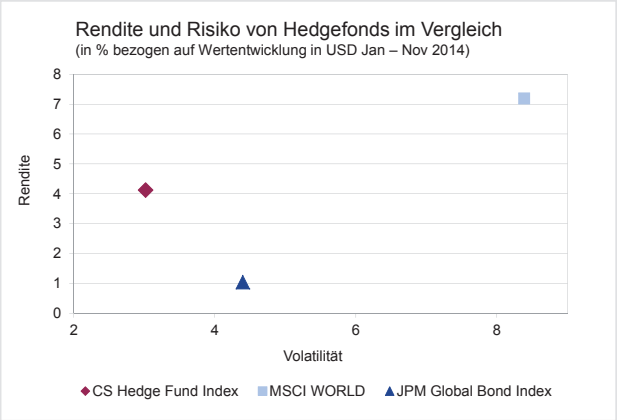
Auch wenn wir das Ausmaß der Korrektur nicht in ihrem vollen Umfang antizipieren konnten, gelang es uns, die Tendenz am Rohölmarkt richtig zu erkennen. Rohöl der Sorte WTI beendete das Jahr bei 53 US-Dollar je Barrel.

Hedgefondsmarkt: Rückblick 2014

These 1 für 2014: Die Wertentwicklung der Hedgefonds wird im Durchschnitt einen einstellig prozentualen Zuwachs aufweisen, wie in 2013 hinter der Wertentwicklung des MSCI World zurückbleiben und deutlich besser abschneiden als der Rentenmarkt. ✓

Mit einem Plus von etwa 4 % lag – in US-Dollar gemessen – die Wertentwicklung von Hedgefonds zwischen der Wertentwicklung von Anleihen und Aktien. Anleihen weltweit – gemessen am JPMorgan Global Bond Index – haben infolge des sehr starken US-Dollar, der gegenüber den meisten Währungen aufgewertet hat, nur ein Plus von einem Prozent verzeichnen konnten. Der MSCI World hat gleichzeitig 7,6 % an Wert hinzugewonnen. Da Hedgefonds deutlich geringere Wertschwankungen aufgewiesen haben, war im Jahr 2014 das Verhältnis von Rendite zu Risiko wiederum äußerst attraktiv. Dies gilt natürlich auch, wenn sämtliche Indizes in Euro umgerechnet und die Ergebnisse somit um die zwölfprozentige Aufwertung der US-Währung erhöht werden. Nichtsdestotrotz täuschen die Angaben darüber hinweg, dass sowohl bei Aktien, als auch bei Renten und Hedgefonds die Ergebnisse aus unterschied-

lichsten Gründen sehr heterogen ausgefallen sind. Mit der Allokation auf bestimmte Fonds oder Teilmärkte konnte man deutlich höhere Gewinne, aber auch Verluste erleiden. Unsere Analysen basieren hierbei und im Folgenden auf den Daten des Credit Suisse Hedge Fund Index.

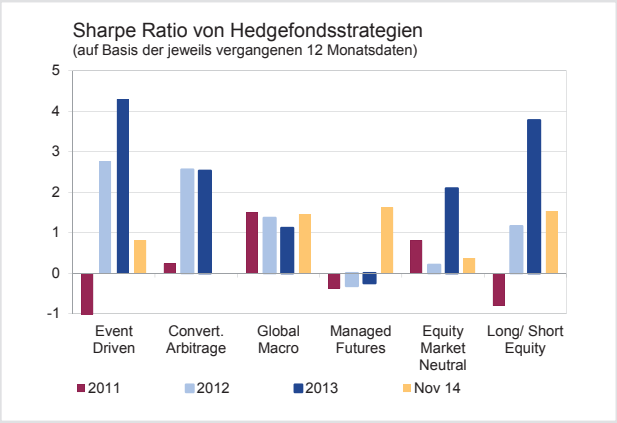


These 2 für 2014: Long/Short Equity oder Event Driven Fonds werden wiederum besser abschneiden als Managed Futures und Equity Market Neutral Fonds. (✓)

Im Durchschnitt konnte mit Long/Short (+5,2 % per 30.11.) und Event Driven Strategien (+2,1 %) mehr Geld verdient werden als mit marktneutralen Strategien (-0,5 %). Somit hat sich unsere Erwartung bestätigt, dass sich ein ähnliches Kapitalmarktumfeld wie in den Vorjahren günstiger für diese Strategien auswirkt. Außergewöhnlich war jedoch die Wertentwicklung von Managed Futures Fonds. Das Ausbleiben von Trends und die niedrige Volatilität setzten den Fonds noch bis Mitte des Jahres derart zu, so dass sie lediglich ihrem Trend der letzten Jahre folgten, beständig Geld zu verlieren. Diejenigen, die das Vertrauen in das grundsätzliche Funktionieren der Computermodelle nicht verloren haben, wurden in der zweiten Hälfte des Jahres 2014 reichlich belohnt. Die Fonds zeigten einen weit überdurchschnittlichen Zugewinn von 16,4 % bis Ende November. Wichtige Werttreiber waren die Aufwertung des US-Dollar sowie anhaltend steigende Kurse bei liquiden Staatsanleihen wie z. B. deutsche Bundesanleihen.

These 3 für 2014: Long/Short Equity, Event Driven, Convertible Arbitrage und Global Macro Fonds werden auch in 2014 ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Verhältnis im Vergleich zu den übrigen Hedgefondstrategien ausbilden können. –

Die Sharpe Ratio misst, wieviel Wertzuwachs im Verhältnis zum eingegangenen Risiko – gemessen an den beobachteten Wertschwankungen – erreicht werden konnte. In 2014 schnitten in diesem Vergleich Managed Futures Fonds am besten ab. Ähnlich hohe Werte wiesen Global Macro und Long/Short Equity Fonds auf. Im Vergleich zu den Vorjahren ist die Entwicklung bei Event Driven und Convertible Arbitrage Fonds allerdings schwächer ausgefallen und somit hinter unseren Erwartungen zurückgeblieben.



Immobilienmarkt: Rückblick 2014

These 1 für 2014: Es sind weitere Umschichtungen von Anlagegeldern institutioneller Investoren aus dem Anleihemarkt in den Immobilienmarkt zu erwarten. ✓

Der Investmentmarkt ist nach wie vor stark liquiditätsgetrieben und wird von institutionellen Akteuren geprägt. Im internationalen Geschäft wurden neun der zehn größten Transaktionen des Jahres durch institutionelles Kapital getätigt. Dies ist ein deutliches Indiz für das starke Interesse von institutionellen Investoren vor allem aus dem angelsächsischen und asiatischen Raum. Neben den Fondsmanagern von Versicherungen und Pensionskassen

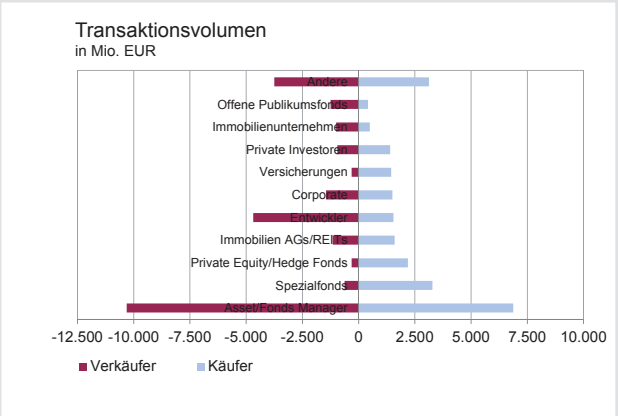
Die größten institutionellen Immobilien-Investoren weltweit

Rang	Land	Fondsname	Immobilienvermögen in Mrd. USD
1	Vereinigte Arabische Emirate	Abu Dhabi Investment Authority	37,2
2	Katar	Quatar Investment Authority	35,2
3	Frankreich	AXA Group	32,2
4	USA	California Public Employees Retirement System	30,6
5	Kanada	Canada Public Pension Plan Investment Board	29,5
6	Niederlande	Stichting Pensioenfonds ABP	27,5
7	USA	California State Teachers´ Retirement System	26,9
8	Kanada	Caisse de dépot et placement du Québec	23,3
9	Singapur	GIC Private Limited	22,0
10	USA	Washington State Investment Board	19,4

Quelle: Immobilien Zeitung; Quelle: Private Equity International Insight/PERE

tauchen vermehrt Private Equity Investoren und Staatsfonds in der Liste der Käufer auf. Über 44 % des internationalen Kapitals stammen von Staatsfonds. Besonders aktiv waren zuletzt die Staatsfonds von Katar, Kuwait, China und Norwegen.

Die deutschen institutionellen Investoren wie Spezialfonds, Pensionskassen und Versicherungen waren ebenfalls sehr aktiv. Sie waren für mehr als 45 Prozent des Transaktionsvolumens in Deutschland verantwortlich. Sowohl deutsche als auch internationale Versicherungen stehen weiterhin unter einem hohen Anlagedruck, um ihre Mindestrenditeziele zu erwirtschaften. Allein der deutsche Branchenprimus Allianz vermeldete er wolle bis zu 30 Mrd. Euro neu in Immobilien anlegen.



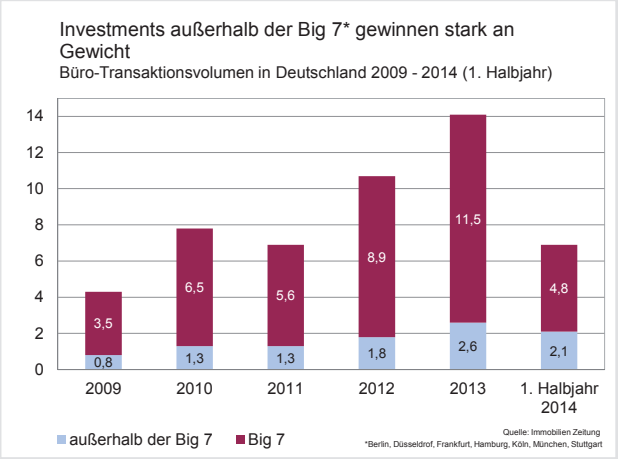
These 2 für 2014: Die Erholung der Immobilienmärkte der europäischen Peripherie-Länder setzt sich fort. ✓

Der intensive Wettbewerb um die wenigen hochwertigen Objekte in Top-Lage hat Investoren veranlasst, ihr Risikospektrum zu erweitern und sich auch jenseits der reifen Immobilienmärkte in Kerneuropa nach Investitionschancen umzusehen. Länder wie Spanien, Irland, Portugal oder Italien standen hierbei auf der Einkaufsliste oben und konnten ihren Anteil am Umsatz mit Gewerbeimmobilien in Europa 2014 von rd. 7 % auf 16 % steigern, während der Anteil von Deutschland, Frankreich und Großbritannien (Kernmärkte) stabil bei 69 % blieb. Sprunghafte Anstiege der Gewerbeimmobilienumsätze verzeichneten insbesondere Irland mit einem Plus von 240 % und Spanien mit einem Plus von 174 % gegenüber dem Vorjahr.

Im Zuge des starken Investoreninteresses sind die Anfangsrenditen teils deutlich zurückgegangen – am Beispiel von Dublin, Barcelona oder Lissabon um mehr als 100 Basispunkte. Die Differenz zwischen den Spitzenrenditen für Büroflächen in den Kernmärkten und in den europäischen Peripheriemärkten hat sich im Jahresverlauf leicht angenähert, liegt aber mit 151 Basispunkten immer noch weit über dem historischen Tiefststand von 45 Basispunkten des Jahres 2007.

These 3 für 2014: Investoren in deutsche Gewerbeimmobilien werden vermehrt auf Großstädte der zweiten Kategorie ausweichen, um Mindestrenditeziele zu erfüllen. ✓

Für das Investmentjahr 2014 waren bei Gewerbeimmobilien zwei Entwicklungen prägend: Zum einen erweiterten Investoren ihr Anlagespektrum hin zu Investitionen mit etwas höherem Risiko und mit Vermietungs- oder Renovierungsaufgaben. Zum anderen erweiterte sich das Anlagespektrum auf Immobilien an B-Standorten und in B-Lagen. Im Zuge dessen hat sich erstmals seit vielen Quartalen der Renditeabstand zwischen Büroimmobilien in A-Lagen der deutschen Metropolen und Immobilien in B-Städten bzw. B-Lagen verringert. Im ersten Halbjahr 2014 wurde rund 30 % des Bürotransaktionsvolumens außerhalb der deutschen Metropolen Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart umgesetzt, also in Großstädten der zweiten Kategorie, sogenannten B-Städten. Im Vorjahr lag der Anteil noch bei weniger als 20 %.



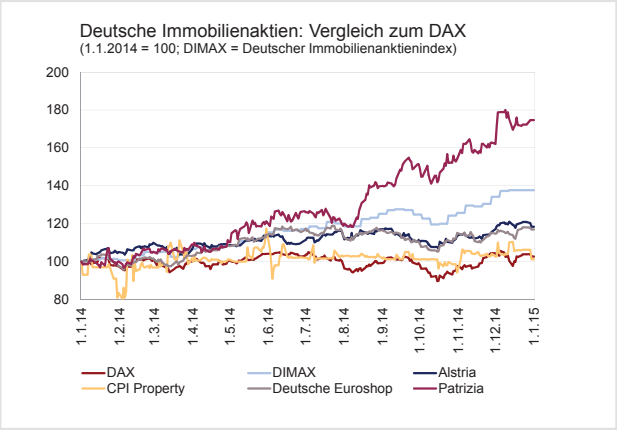
These 4 für 2014: Der regulative Einfluss auf die deutschen Wohnungsmärkte wird das Investoreninteresse an Wohnimmobilien in deutschen Metropolen nicht stoppen. Die Preisentwicklung dürfte jedoch ihren Höhepunkt erreicht haben. (✓)

In vielen Ländern Europas wird derzeit die Regulierung der Wohnungsmärkte zurückgenommen, dies gilt besonders für Schweden, Spanien und die Niederlande. Deutschland agiert mit der Einführung der Mietpreisbremse gegen den Trend. Trotzdem sind in den ersten neun Monaten des Jahres 2014 rund 9,73 Mrd. Euro in den deutschen Wohnungsmarkt geflossen, 14 % mehr als im Vorjahr.

Die Kaufpreise für deutsche Wohn- und Gewerbeimmobilien haben sich auf Basis von Transaktionsdaten, die der Verband deutscher Pfandbriefbanken ermittelt, von Mitte 2013 auf Mitte 2014 um 4,7 % erhöht. Die Kaufpreise für Eigentumswohnungen in den deutschen Metropolen haben 2014 in vergleichbarer Größenordnung zugelegt. Hingegen stiegen die Mietpreise in Deutschland jedoch nicht mehr so rasant wie in den Jahren zuvor. In den gefragten Metropolen lag die Teuerung laut dem Immobilienverband IVD im Schnitt bei 3,1 %. Im Vorjahr haben die Mieten dort noch um 4,6 % angezogen. Die Erkenntnis, dass die Wohnmieten in Deutschland zwar auch im kommenden Jahr noch steigen, jedoch mit deutlich geringerer Dynamik als im Vorjahr, gelte nach IVD-Einschätzung für alle Städteklassen.

These 5 für 2014: Bei deutschen Immobilienaktien könnten insbesondere Gesellschaften mit gewerblichen Portfolios positiv überraschen. –

Der Run auf das „Betongold“ spiegelte sich auch an der Börse wider. Viele börsengelistete deutsche Immobilienunternehmen haben sich in den letzten Monaten besser entwickelt als Standardwerte. Der vom Bankhaus Ellwanger & Geiger ermittelte Immobilienindex Dimax zog seit Jahresbeginn um ca. 25 Prozent an – und hängte damit den Dax um Längen ab. Besonders starken Auftrieb haben in den letzten Monaten die deutschen Wohnimmobilien-Aktien erhalten. Vor allem Gagfah, Deutsche Wohnen, Patrizia AG, LEG Immobilien und Deutsche Annington waren klare Gewinner. Die Immobiliengesellschaften mit gewerblichen Portfolios wie DIC Asset oder VIB haben zwar besser als der breite Aktienmarkt abgeschnitten, wurden von den Wohnaktien aber erneut übertroffen.



Vor allem ausländische Großanleger investieren in deutsche Immobilien-Aktien. Bei den Wohnungsunternehmen, die im MDax gelistet sind, liegt ihr Anteil mitunter schon bei 90 %.

Private Equity Markt: Rückblick 2014

These 1 für 2014: Für Neuinvestments ist das Umfeld für klassisches Buy-out Private Equity sowohl in Europa als auch in USA aktuell hoch bewertet. Das kann die Renditen aktueller Auflagejahre dämpfen. ✓

Die Kaufmultiplikatoren (Unternehmenswert/EBITDA) für Neutransaktionen stiegen in der Tat nochmals an, und zwar insbesondere in den USA. So stiegen die US-Multiplikatoren im ersten Halbjahr 2014 auf 9,2x (Vorjahreswert 8,8x). Der entsprechende Wert in Europa lag bei 8,8x. (Vorjahreswert 8,4x). Die Allzeithochs aus 2007 liegen in den USA und in Europa jeweils bei 9,5x.

In den hohen Preisen zeigen sich die Effekte aus dem Niedrigzinsumfeld, der Verfügbarkeit von attraktiver Fremdfinanzierung und den hohen Beständen an Zeichnungszusagen, die eine hohe Nachfrage nach Investitionsmöglichkeiten zur Folge haben.

Der nochmalige Anstieg resultiert vor allem aus Preisanstiegen im Segment Large Buy-out (Großtransaktionen deutlich über rd. EUR 500 Mio.). Das Segment der kleineren bis mittleren Transaktionsgrößen verharrte stabil auf seinem Niveau. Dort beobachten wir Transaktionsmultiples von ca. 5–6x EBITDA, die auch für Neukäufe noch in vertretbaren Größenordnungen sind.

These 2 für 2014: Fremdkapital für Buy-out Private Equity in Europa und USA ist bei niedrigen Risikomargen und gelockerten Kreditbedingungen verfügbar. Dies kann zu weiter steigenden Bewertungen führen. ✓

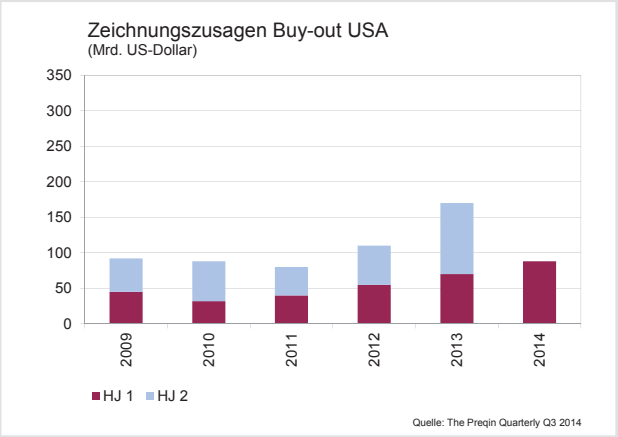
Bei historisch niedrigen Zinssätzen und unter dem langjährigen Durchschnitt liegenden Ausfallraten konnten die Märkte für hochverzinsliche Anleihen (High Yield) insbesondere im ersten Halbjahr 2014 starke Zuflüsse verzeichnen. Fremdkapital stand sowohl über die Kapitalmärkte als auch von Banken zur Verfügung.

Dies ermöglichte neue Transaktionen und auch Umschuldung von Bestandsfinanzierungen. Die Private Equity Manager setzten trotz der niedrigen Zinsen Fremdkapital mit Augenmaß ein. Die Verschuldungsquoten lagen mit 5x EBITDA für Transaktionen in Europa in der Nähe der historischen Durchschnittswerte.

Die für 2014 erwarteten Umfinanzierungen bestehender Finanzierungsstrukturen konnten erfolgen. Zu diesen Anlässen erfolgte oftmals ein Releverage und die daraus frei werdenden Mittel wurden für Ausschüttungen an die Investoren genutzt.

These 3 für 2014: Neue Fonds erfolgreicher Manager mit stabiler Historie erhalten starkes Investoreninteresse. Schlüssel zum Erfolg ist, Zugang zu solchen Managern für Neuinvestments zu erhalten. ✓

Wie erwartet war 2014 für gut etablierte Fondsmanager ein positives Umfeld für die Neuauflage von Fonds. Die Marktspreizung schritt weiter voran: Fonds mit schwacher Historie taten sich im Fundraising schwer, wohingegen neue Fonds erfolgreicher Manager oftmals überzeichnet waren und nicht alle interessierten Investoren zulassen konnten. Dies betraf sowohl namhafte Dachfonds als auch Direktfonds, die teilweise auch für ihre Bestandsinvestoren nicht mehr oder nur zu deutlich reduzierten Zeichnungsbeträgen zugänglich waren.



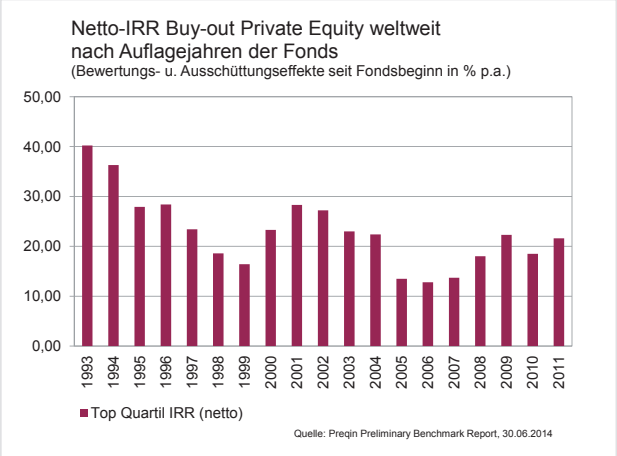
These 4 für 2014: Aus Bestandsfonds wird es auf den derzeit attraktiven Niveaus weiter Realisierungen, d. h. Verkäufe von Portfoliounternehmen, geben. ✓

Das Exitumfeld war 2014 in der Tat erfreulich. Während in 2013 noch die Rückflüsse über Börsengänge diejenigen aus Releverages dominierten, so nahmen in 2014 auch die M&A-Aktivitäten und damit die Verkäufe an strategische Unternehmenskäufer zu. Die Private Equity Manager nutzten dieses Umfeld für Verkäufe der vor 2008 gekauften Portfoliounternehmen. In Europa werden im Bereich Buy-out voraussichtlich die Rekordhöhen von vor der Finanzkrise erreicht werden: Allein schon per Mitte 2014 konnten Exits über 1 Mrd. Euro umgesetzt werden. Analog war auch das Exitumfeld in USA vor allem von strategischen Unternehmenskäufen geprägt.

These 5 für 2014: Für Buy-out-Fonds in Europa und den USA der Auflagejahre ab 2006 werden diese Veräußerungen von Portfoliounternehmen zu positiven Performancebeiträgen führen. ✓

Für das verantwortete Fondsportfolio konnten wir Ausschüttungen im hohen einstelligen Bereich, z. T. von bis zu 20 % bezogen auf das Zeichnungskapital beobachten. Einige US-Direktfonds im Segment US-Buy-out konnten sogar Ausschüttungen von 20 % bis 30 % bezogen auf das Zeichnungskapital verzeichnen. Somit wurden in der Tat hohe Rückflüsse aus Buy-out-Fonds erzielt. Die Performancebeiträge (Ausschüttungen gemindert um den anteiligen Kapitalrückfluss) liegen im gut einstelligen Bereich, z. T. sogar bei rd. 15 % p. a. Performancebeitrag.

Diese positive Entwicklung im eigenen Fondsbestand der Mandanten bestätigt sich auch in der Marktbetrachtung der bei Bestandsfonds erreichten Nettoperformance (Netto-IRR = Internal Rate of Return). Die Grafik zeigt die bislang erreichte Performance nach Auflagejahren für Top Quartile Fonds für globales Private Equity. Die bei diesen Fonds auffallend gute Performance der Auflagejahre 2010 und 2011 spiegelt auch die erfolgreichen Sekundärtransaktionen, die flexibel agierende Fondsmanager gerade in den Jahren der Krise ab 2008 tätigen konnten, wider. Diese führten nun im erholten Marktumfeld zu positiven Performancebeiträgen.



These 6 für 2014: Für gute Private Equity Manager bestehen auch im aktuellen Umfeld Investitionschancen. Sie müssen jedoch über Flexibilität zur Nutzung von Nischenstrategien, Transaktionszugang und Preisdisziplin verfügen. ✓

Trotz der durchaus hohen Einstiegsmultiplikatoren fanden in 2014 umfangreiche Neukäufe statt. Die Zahl der Transaktionen stieg auch im Jahresablauf weiter an und lag im dritten Quartal 2014 gut fünf Prozent über dem entsprechenden Vorjahresquartal. Im dritten Quartal 2014 lagen die Kaufmultiplikatoren bei europäischem Buy-out Private Equity bei bis zu 10,8x und stiegen somit nochmals an.

Die Fondsmanager reagierten mit Preisdisziplin bei Neutransaktionen und Kaufzurückhaltung. Statt Neukäufen erfolgten Zukäufe für bestehende Plattformunternehmen, die sich aufgrund der oftmals deutlich geringeren Trans-

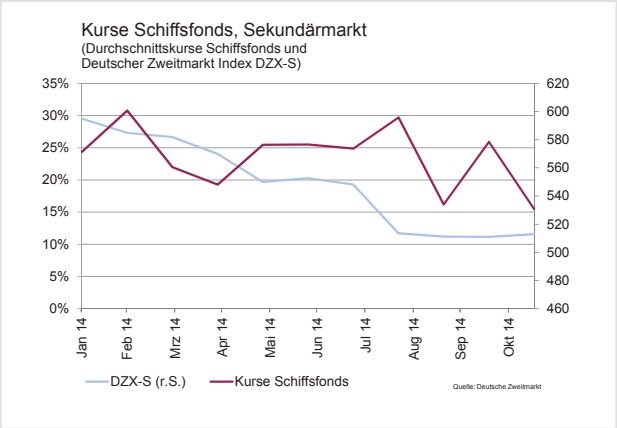
aktionsgröße unter dem Radarschirm der besonders teuren Großtransaktionen bewegen. Bei diesen sogenannten add-on-Käufen werden Unternehmen zum Ausbau bestehender Portfoliounternehmen hinzugekauft, wobei die Wertschöpfung bei der Integration des neuen Unternehmens in den bestehenden Unternehmensverbund gehoben werden kann. Large-Buy-out-Manager waren somit besonders gefordert. Gute, opportunistisch agierende Manager wichen in Sondertransaktionen mit geringerem Preiswettbewerb (z. B. Distressed Situationen) aus. Diese erfordern ein Höchstmaß an Spezialkenntnissen des Managers, was den Bieterwettbewerb deutlich reduziert.

Schiffsmarkt: Rückblick 2014

These 1 für 2014: Die Preise von Containerschiffen beziehungsweise Containerschiffsbeteiligungen zeigen überwiegend eine Unterbewertung an. Der Einstiegszeitpunkt rückt näher. Allerdings bestehen hohe Markteintrittsbarrieren in einem sich institutionalisierenden Marktumfeld. (✓)

Zur Bewertung der wenig liquiden Assetklasse Containerschiffe beziehungsweise Containerschiffsbeteiligungen ist eigenkapitalseitig zwischen der Finanzierung der Neuablieferung von Schiffen und der Finanzierung der Bestandsflotte zu differenzieren. Im Gegensatz zu den Vorkrisenjahren der Schifffahrt ist zwischenzeitlich die Finanzierung der Neuablieferung eines Containerschiffes durch Privatanleger eher die Ausnahme. Die Finanzierungstätigkeit der Schifffahrtsbranche hat sich in diesem Segment auf gänzlich neue Eigenkapitalfinanzierungspartner eingestellt: Opportunistische Investoren (Private Equity) und langfristig orientierte Finanzinvestoren (Public Equity und Banken). Da diese Neuablieferungen vollständig ausfinanziert wurden und sich der Wert an den Herstellungskosten orientiert, kommt der Bewertung zunächst eine untergeordnete Bedeutung zu. Somit fokussieren wir uns nachfolgend auf die Bewertung der Bestandsinvestitionen deutscher Privatanleger.

Ausgehend von einer weltweiten Containerschiffsflotte mit einer Kapazität von rund 17,2 Mio. TEU entfallen auf die deutsche Containerschiffsflotte etwas mehr als 30 % (5 Mio. TEU). Somit verfügt Deutschland weltweit mit Abstand über die bedeutendste Containerschiffsflotte. Die deutsche Handelsflotte wurde in der Vergangenheit zu rund 46 % von deutschen Privatanlegern durch das *German KG Model* (Finanzierung durch Kommanditgesellschaften) finanziert. Ein Teil dieser Beteiligungen (Handelsvolumen 2013: 55,5 Mio. EUR/1.438 Handelsabschlüsse) wird zwischenzeitlich über Zweitmarktbörsen gehandelt, so dass umfangreichere Kursfeststellungen im Zeitablauf aufgezeichnet werden und nachfolgend einen Eindruck über die Entwicklung des gehandelten Preisniveaus in der Containerschifffahrt vermitteln können.



Ob diese Preise den fairen Wert des Containerschiffs beziehungsweise der Containerschiffsbeteiligung widerspiegeln, kann durch das Long Term Asset Value (LTAV)-Verfahren, ein auf die Bedürfnisse der Schifffahrt ausgerichtetes DCF-Modell, untersucht werden. Beschäftigt sich der Investor näher mit der Wertermittlung nach dem LTAV-Verfahren, so ist der sehr hohe Einfluss der Charterraten (neben Schiffsbetriebskosten und des EUR/USD Wechselkurses) auf den Wert des Eigenkapitals zu erkennen.

Bereits im Ausblick konnte der Zusammenhang zwischen Zweitmarktkursen und der Entwicklung der Charterraten aufgezeigt werden. So ist dort zu erkennen, dass sich die Kurse mit einer Zeitverzögerung von ungefähr sechs bis zwölf Monaten der Entwicklung der Charterraten anpassen. Für das Jahr 2014 ist zu erkennen, dass sich die Charterraten nur sehr moderat erholen konnten (+ 8,4 %), während die Kurse auf dem Zweitmarkt weiter einbrachen (- 18 %). Mit einem Durchschnittskurs von rund 16 % nähert sich die Masse der Schiffsfonds zum Jahresende eher dem Nullpunkt an.

Wir führen diese Entwicklung im Wesentlichen auf drei Faktoren zurück. Die zunehmende Anzahl fällig werdender beziehungsweise fällig gestellter Schiffshypotheken, der sich aus dem Schiffsgeschäft zurückziehenden deutschen Banken bringt die Investoren in die prekäre Liquiditätsfalle einer Anschlussfinanzierung. Daneben ächzen die Schiffs-KG's ohnehin seit Jahren unter den hohen Schiffsbetriebskosten, so dass Containerschiffe nur magere Gewinne erwirtschaften, woraus der Kapitaldienst regelmäßig nicht bedient werden kann. Letztlich erfüllte sich dann die Hoffnung steigender Charterraten im ersten Halbjahr des Jahres 2014 wiederum nicht, so dass die Zuversicht an eine mittelfristig bessere Zukunft des Investments wohl schwand. Infolgedessen verabschiedeten sich Investoren im zweiten Halbjahr, auch unter dem Eindruck schlechterer Konjunkturnachrichten aus Europa und Asien, von dem Investment „Containerschiff" nun vermehrt.

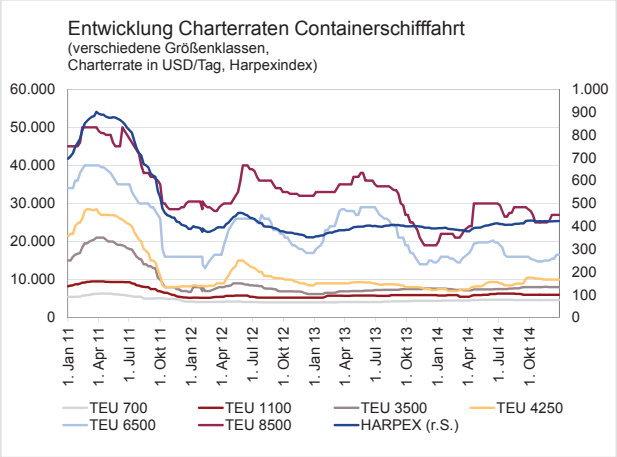
In dieser prekären Situation scheint die mittelfristig erwartete Behebung des Marktungleichgewichts, angebotsseitig aus Flottenkapazität und nachfrageseitig aus dem Wachstum des globalen Ladungsaufkommens, bei einem alternden (Bestands-)Schiff eine weniger bedeutende Rolle zu spielen. Mit einem fairen Wert haben diese Preise in den meisten Fällen nichts zu tun, so dass liquide und bonitätsstarke Marktteilnehmer Unterbewertungen, eine Markterholung vorausgesetzt, zum ihrem Vorteil nutzen können.

Allerdings können diese Preise jedoch nur jene zum Markteinstieg nutzen, die über hinreichend Kapital und Know-how verfügen, um nicht nur ein Schiff, sondern vielmehr größere, effiziente und *grüne* Schiffsflotten betreiben zu können. Hier fallen immer häufiger als notwendig erachtete Eigenkapitalbeträge von mind. 100 Mio. USD an (vergleiche hierzu Ausblick).

These 2 für 2014: Die Charterraten haben den Boden gefunden. Wir gehen von einem moderaten Anstieg der Charterraten aus. Eine auskömmliche Bedienung von Kapitaldiensten wird wohl trotzdem erst 2015 erreicht. ✓

Eine bedeutsame Erholung der Charterraten in der Containerschifffahrt fand auch im Jahr 2014 nicht statt. Zieht man exemplarisch den HARPEX (Harper Petersen Charterraten Index) als einen die Charterratenentwicklung von Containerschiffen beschreibenden Index heran, so ist zu erkennen, dass im Jahresverlauf die Charterraten leicht anziehen konnten.

Die Begründung für die erwartet ausgebliebene Erholung scheint auch in diesem Jahr schnell gefunden: der existierende Angebotsüberhang an Containertonnage.



Ausgehend von den Oktober Daten 2014 stieg die Weltflottenkapazität im Jahr 2014 um 5,8 %, während die Prognose Ende 2013 ursprünglich bei 7,6 % lag (Quelle: Alphaliner).

Dabei liefert das erwartete Neuauslieferungsvolumen jedoch nur einen ersten Anhaltspunkt für die Entwicklung der Angebotsseite. Zur Bemessung des effektiven Wachstums der Transportkapazität müssen neben den vorgenannten Verschiebungseffekten (Neuauslieferungen werden auf Folgejahre verschoben) ebenfalls Verschrottungen älterer beziehungsweise ineffizienter Schiffe sowie das sogenannte *Slow Steaming* (Reduzierung der Reisegeschwindigkeit auf Diensten) berücksichtigt werden. Im

Ergebnis scheint das Angebotswachstum somit effektiv etwas niedriger auszufallen, als es die aktuelle Prognose aus dem Oktober 2014 andeutet. So lag ex post betrachtet das effektive Wachstum in den vergangenen Jahren, durch die vorgenannten Maßnahmen, je nach Prognosezeitpunkt regelmäßig 1,5–2 Prozentpunkte unter den prognostizierten Wachstumsraten.

Die Nachfrageseite hingegen konnte für positive Impulse bei einer moderaten Erholung der Charterraten sorgen. Sowohl das Weltwirtschaftswachstum mit nunmehr erwarteten 3,3 % (Prognose Ende 2013: 3,6 %) als auch das Welthandelsvolumen mit aktuell erwarteten 3,8 % (Prognose Ende 2013: 4,9 %) blieb zwar hinter den Erwartungen zurück. Erfreulich konnte sich hiervon aber das globale Ladungsaufkommen (cargo volume) ein wenig abkoppeln. Die ursprünglichen Wachstumserwartungen für das Jahr 2014 wurden mit 4,7 % prognostiziert. Aktuellere Prognosen aus dem November 2014 sehen das globale Ladungsaufkommen für 2014 nunmehr bei 4,8 % (Quelle: IHS Global Insight).

Ein höheres Transportaufkommen auf allen Reiserouten zum dritten Quartal 2014, getrieben durch die konjunkturelle Erholung in den USA, deutet auf eine Nachfragebelebung hin, die jedoch nicht auf die Frachtraten durchschlagen konnte. Diese lagen im Durchschnitt erneut zum dritten Quartal unter dem Vorjahreswert. Somit bleibt festzuhalten, dass der Wettbewerbsdruck der Linienreedereien trotz quantitativen Wachstums auch im Jahr 2014 weiter zugenommen hat.

IMPRESSUM

Autoren

Björn Block, Boris Brüning, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Dr. Jörg Rahn, Maik Rissel, Iris Roller, Sascha Sander, Dr. Nicolas Schoeller

Redaktion und Layout

Marion Anton, Anja Itter, Dr. Jörg Rahn, Susanne Schäfers

Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

Haftungsausschluss

Dieser Research-Beitrag enthält unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Alle zugrundeliegenden Informationen wurden sorgfältig ermittelt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier geäußerten Inhalte. Sofern steuerliche Fragen hier behandelt werden, sind interessierte Anleger gehalten, sich von einem Steuerberater über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Dieser Beitrag stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers

MARCARD, STEIN & CO AG
DIE FAMILY OFFICE BANK
Ballindamm 36 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 32099-556 · Fax +49 40 32099-206
family_office@marcard.de

www.marcard.de

EIN UNTERNEHMEN VON M.M.WARBURG & CO