MARCARD, STEIN & CO

Bankiers

DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresrückblick 2016 und Ausblick 2017

Nationalismus in Europa und den USA – Abschied von der Globalisierung?

VORWORT

Das Jahr 2016 wird weniger für bedeutende Entwicklungen am Finanzmarkt als für die getroffenen politischen Entscheidungen in Erinnerung bleiben.

In dem Volksentscheid zur EU-Mitgliedschaft (Brexit) und bei der Präsidentenwahl in den Vereinigten Staaten kam es zu sehr überraschenden Abstimmungsergebnissen. Das Vereinigte Königreich votierte für den Austritt aus der EU. Die US-Amerikaner wählten Donald Trump, einen politisch unerfahrenen Milliardär und Geschäftsmann, zum Präsidenten. Bei beiden Urnengängen hat sich die Mehrheit der Gesellschaft gegen das politische Establishment entschieden. Dabei war der Wunsch nach Veränderung wichtiger als die Überlegung, was diese Veränderung in der Praxis bedeuten könnte. Beide Bewegungen haben den Wählern einfache Lösungsansätze in Form von Nationalismus und Protektionismus für ihre Probleme angeboten.

Die Kapitalmärkte haben diese bedeutenden Richtungsentscheidungen gelassen verarbeitet. Brauchten sie bei der Brexit-Entscheidung noch drei Wochen, um die Kursverluste wieder aufzuholen, dauerte es bei der Wahl von Donald Trump nur Stunden. Zum Jahresende notierte der DAX knapp 7 % höher als zu Jahresbeginn, der US-amerikanische Dow Jones Index schaffte sogar ein Plus von mehr als 16 %.

Sowohl der Brexit als auch die US-amerikanische Wahl werden ihre Wirkung erst im Laufe des Jahres 2017 entfalten. Im Januar wird Donald Trump die Regierungsgeschäfte der USA übernehmen und aufzeigen, wie wortwörtlich sein Wahlprogramm realisiert werden wird. Im März wird Premierministerin Theresa May die UK-Austrittsverhandlungen starten. Zusätzlich stehen in diesem Jahr weitere politische Wahlen und Entscheidungen in Europa an. Wahlen finden in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland statt. Auch in Italien stehen wir wahrscheinlich vor Neuwahlen nach dem gescheiterten Referendum und Rücktritt von Matteo Renzi. In allen Ländern existieren ähnliche populistische Bewegungen wie in Großbritannien und den USA. „Politische Unfälle“ könnten im schlimmsten Fall den Zerfall des Euro einleiten. Im Jahr 2017 werden die politischen Fragen die bedeutsamsten Risiken am Kapitalmarkt darstellen. Wird die USA in einen Handelskrieg mit China eintreten oder kommt es zu einer Eurokrise 2.0? Deswegen haben wir uns im Schwerpunktthema dieses Ausblicks ausführlich mit den Auswirkungen der Entglobalisierung auseinandergesetzt.

Kommt es nicht zu politischen Störungen, sind wir optimistisch für die Weltwirtschaft. Die Wirtschaftsdaten und Frühindikatoren senden auf breiter Front positive Signale. Die Reformbemühungen einiger europäischer Länder tragen erste Früchte. Mehr Wachstum bei steigender Inflation und höheren Unternehmensgewinnen könnten die Aktienkurse nach oben treiben. Die US-Notenbank wird restriktiver, während die EZB expansiv bleibt.

Der wichtigste Faktor für die Geldanlage in 2017 ist nicht wie in den Vorjahren die Politik der Notenbanken, sondern sind die Wahlentscheidungen der Bürger und deren konkrete Umsetzung durch die Regierungen. Dies ist sorgfältig zu beobachten, um gegebenenfalls entschlossen die Allokation anzupassen.

Ich bleibe ein Optimist, allerdings mit vielen Sorgen.

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Januar 2017

Vorwort 1

Zusammenfassung: Chancen nicht aus Angst vor der Politik liegen lassen 3

Schwerpunktthema: Globalisierung – Auslöser oder Lösung unserer Probleme? 8

Europapolitik: Europa vor der Bewährungsprobe 29

Jahresausblick 2017: Volkswirtschaft, Geldpolitik und Währungen 43
- Weltkonjunktur: Wirtschaftliche Dynamik trotz US-Zinserhöhungen und politischer Unsicherheiten 43
- US-Konjunktur: Auch ohne Steuersenkungen und Ausgabenprogramme im Aufwind 46
- China: Zunächst noch hohe wirtschaftliche Dynamik mit wachsenden Risiken 50
- Europa-Konjunktur: EZB und zyklische Dynamik stützen bei politischen Problemen 52
- Deutschland-Konjunktur: Boomphase setzt sich fort 56
- Devisenmarkt: Der US-Dollar sollte kurzfristig noch weiter aufwerten können 58

Jahresausblick 2017: Liquide Vermögensklassen 63
- Geldmarkt: Sinkflug der Zinsen ist beendet 63
- Rentenmarkt: Starke konjunkturelle Dynamik führt zu einem Anstieg der langfristigen Renditen 64
- Aktienmarkt: Gute Konjunkturlage sorgt weiter für Auftrieb trotz politischer Risiken 73
- Rohstoffmarkt: Gold unter Druck, Öl und Industriemetalle profitieren von der Konjunkturdynamik 82
- Hedgefondsmarkt: Baustein zur Risikoreduktion trotz politisch beeinflusster Kapitalmärkte 88

Jahresausblick 2017: Vermögensklasse Immobilien 92
- Immobilienmarkt: Preisspitze vermutlich erreicht, Anlagechancen bei Übernahme von Managementaufgaben 92

Jahresausblick 2017: Vermögensklasse Beteiligungen 101
- Private Equity Markt: Weiterhin Mehrrendite gegenüber dem Aktienmarkt möglich 101
- Listed Private Equity: Eine liquide Alternative oder Ergänzung zu konventionellen Private-Equity-Engagements 105
- Private Debt: Attraktivität der defensiven und renditestarken Anlageklasse vielfach noch unentdeckt 108

Jahresrückblick 2016 115
- Konjunktur und Geldpolitik 115
- Devisenmarkt 118
- Geldmarkt 119
- Rentenmarkt 120
- Aktienmarkt 122
- Rohstoffmarkt 124
- Hedgefondsmarkt 125
- Immobilienmarkt 127
- Private Equity Markt 129

Impressum 132

ZUSAMMENFASSUNG: CHANCEN NICHT AUS ANGST VOR DER POLITIK LIEGEN LASSEN

Die Weltwirtschaft startet mit viel Schwung in das Jahr 2017. Das Marcard-Konjunkturzyklusmodell, welches eine breite Palette von Frühindikatoren auswertet und einen Vorlauf vor dem BIP-Wachstum von zwei bis vier Monaten hat, erreichte zu Jahresbeginn den höchsten Wert seit 17 Jahren und signalisiert damit eine anziehende wirtschaftliche Dynamik in vielen Regionen der Welt. Dabei ist sogar noch Potenzial für weitere Verbesserungen vorhanden, da sich zum einen viele Schwellenländer, wie z.B. Russland oder Brasilien, gerade erst wieder von einer schweren Rezession erholen und zum anderen US-Präsident Trump wachstumsstimulierende Maßnahmen angekündigt hat. Konjunkturell stehen daher alle Ampeln auf Grün für eine Investition in chancenreiche Anlageklassen wie Aktien oder Beteiligungen.

Doch für den Anleger könnte 2017 trotzdem ein schwieriges Jahr werden, bei dem ein stabiles Nervenkostüm gefragt ist. Es sind diesmal wohl nicht die **Notenbanken**, die die Richtung der Märkte maßgeblich bestimmen werden. Die US-Notenbank hat zwar signalisiert, dass sie agieren wird, falls die von Trump angekündigten Steuersenkungen und Infrastrukturinvestitionen zu erhöhten Inflationsraten führen. Die geplanten zwei bis drei Zinsschritte dürften aber kaum ausreichen, um die Konjunktur zu bremsen. Die Europäische Zentralbank hat sogar für das ganze Jahr 2017 eine Fortführung der sehr expansiven Geldpolitik versprochen, so dass im Euroraum nicht mit einem starken Zinsanstieg zu rechnen ist.

Die Gefahren lauern eher von der politischen Seite. Vor allem der verstärkt aufkommende **Nationalismus** bedroht die Weltwirtschaft. Wir befassen uns daher im ersten Schwerpunktthema mit den Errungenschaften und **Problemfeldern der Globalisierung**. Dabei zeigen wir, dass eine globale Arbeitsteilung vorteilhaft ist, weil mehr Güter und Dienstleistungen produziert werden können und sie damit „den zu verteilenden Kuchen“ größer macht. So hat die Globalisierung in der Vergangenheit große Wohlstandszuwächse gebracht. Solange der Globalisierungsprozess stark genug ist, profitieren alle, wenngleich in einem unterschiedlichen Ausmaß. In der letzten Dekade gab es jedoch Rückschritte im Globalisierungsprozess. Der Kuchen wuchs zu langsam, so dass bei den Bevölkerungsgruppen, die weniger stark von der Globalisierung profitierten, Unzufriedenheit aufgekommen ist. Diesen Gesellschaftsgruppen geht es dabei nicht um eine finanzielle Unterstützung, sondern um die Rückgewinnung von wirtschaftlicher Macht. US-Präsident Trump hat auf diese Karte gesetzt und schickt sich an, weitere Rückschritte in der Globalisierung vorzunehmen, die den zu verteilenden Kuchen jedoch noch kleiner werden lassen. Andere Staaten wie das Vereinigte Königreich folgen diesem Prozess, der am Ende nur Verlierer sehen wird. Wir befürchten branchenabhängige US-Zölle gegen China und Mexiko, die aber im Jahr 2017 die Weltwirtschaft nicht abwürgen können.

Die Sehnsucht nach der vermeintlich besseren Vergangenheit bedroht auch die **Euro-Mitgliedschaft Italiens**. Viele Italiener wünschen sich die Lira zurück, deren kontinuierliche Abwertung in der Vergangenheit den Italienern zwar keinen Wohlstand, aber immerhin Arbeitsplätze auf Kosten zweistelliger Inflationsraten brachte. Doch liegt die Schwäche Italiens nicht am Euro, sondern am Wandel der globalen Handelsströme und an der Reformunfähigkeit des Staates. Die Lira hätte hier kaum geholfen. Darüber hinaus zeigt eine Szenarioanalyse, dass ein Austritt aus dem Euro Italien keine Vorteile, sondern vielmehr große wirtschaftliche Verluste, aller Wahrscheinlichkeit nach einen Staatsbankrott und eine Verstaatlichung des Bankensystems bringen würde. Rational wäre dieser Schritt daher nicht, doch ist leider nicht völlig auszuschließen, dass Emotionen Italien ein Stück näher in Richtung Euro-Austritt bringen könnten. Allein dies würde schon ausreichen, um die Kapitalmärkte in Unruhe zu versetzen.

Vermögensinhaber sollten jedoch nicht aus Angst vor den politischen Gefahren die sich bietenden Chancen der starken wirtschaftlichen Dynamik verstreichen lassen. Denn bis Italien ein akutes Thema wird, können insbesondere die Aktienmärkte mit dem Rückenwind der guten Konjunktur noch ordentliche Kursgewinne verzeichnen. Schließlich erwarten wir ein **Weltwirtschaftswachstum**, das über dem des Vorjahres liegen wird und über die Regionen an Breite gewinnt. Vor allem die Ver-

einigten Staaten werden nach der wirtschaftlichen Delle im Vorjahr wieder stärker wachsen. In Europa schiebt die expansive Geldpolitik die Wirtschaft so stark an, dass der dämpfende Effekt der politischen Unsicherheiten mehr als kompensiert wird. Wir erwarten, dass die Europäische Zentralbank zum Ende des Jahres zwar das Anleihekaufprogramm auslaufen lassen, aber alternative expansive geldpolitische Maßnahmen verkünden wird. Die wieder anziehenden Rohstoffpreise stützen zudem die Schwellenländer, so dass die Belastungen aus den Zinserhöhungen der US-Notenbank, dem festen US-Dollar und den protektionistischen Maßnahmen der US-Regierung verkraftet werden können.

Konjunkturprognose Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2016	2017	
	Konsens	Konsens	Marcard
Welt	3,1 %	3,4 %	3,3 %
USA	1,6 %	2,3 %	2,2 %
China	6,7 %	6,4 %	6,4 %
Euroraum	1,6 %	1,4 %	1,6 %

In diesem Umfeld werden die Gewinne der Unternehmen kräftig zulegen, so dass **Aktien** unter normalen Umständen starke Kursgewinne verzeichnen sollten. Vor allem in den ersten Monaten des Jahres dürfte das politische Störfeuer noch so begrenzt sein, dass eine starke Übergewichtung von Aktien empfehlenswert ist. Wir rechnen jedoch damit, dass die Aktienquote im Jahresverlauf reduziert werden sollte. Französische Aktienwerte können besonders gut abschneiden, wenn der konservative Präsidentschaftskandidat Fillon die Wahl gewinnt und Unternehmenssteuersenkungen auf den Weg bringt. Der DAX sollte in den ersten Monaten deutlich zulegen und am Jahresende 12.200 Punkte oder mehr erreichen.

Anleihen gehören zur Absicherung gegen die erhöhten Systemrisiken in jedes Vermögen. Allerdings rechnen wir ausgehend von den Zinserhöhungen in den USA auch in Europa mit einem leicht steigenden Zinsniveau, so dass wir die Anlageklasse untergewichten würden. Unsere Favoriten sind derzeit kurzlaufende US-Staatsanleihen, die eine höhere Verzinsung und Chancen auf Währungsgewinne bei überschaubaren Kursrisiken bieten. Denn die außergewöhnlich hohe Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum wird den **US-Dollar** noch weiter bis hin zur Parität gegen den Euro aufwerten lassen. Hochverzinsliche Anleihen halten wir ebenfalls für interessant, da sie bei einer guten Konjunktur eine vergleichsweise starke Wertentwicklung erzielen.

Gold ist als Absicherung gegen die erhöhten Systemrisiken nochmal wichtiger geworden und sollte eine feste Mindestquote im Portfolio haben. Doch belasten die steigenden Zinsen den Goldpreis, da das Edelmetall im Unterschied zu Anleihen keine laufenden Erträge abwirft. Wir würden daher trotz der politischen Risiken zunächst nur eine neutrale Gewichtung empfehlen. Attraktiver erscheint uns ein Investment in **Rohöl**, da sich der Angebotsüberhang wegen Förderkürzungen durch die OPEC und andere Staaten sowie dank einer wirtschaftlichen Belebung in einen Nachfrageüberhang wandeln dürfte. Ein Investment lässt sich am besten über ein geeignetes Ölaktienportfolio abbilden, da die Analystenschätzungen hinsichtlich der Gewinnentwicklung der Ölunternehmen aus unserer Sicht noch zu vorsichtig sind.

Liquide Vermögensklassen: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
DAX	12.200 Punkte	Die starke konjunkturelle Dynamik dürfte für steigende Gewinne bei den deutschen Unternehmen sorgen.
Bundesanleihen (10 Jahre)	0,7 %	Die geplanten Zinsschritte der US-amerikanischen Notenbank dürften auch hierzulande einen moderaten Anstieg der Renditen bewirken.
US-Dollar	1,00 EUR/USD	Die große Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum sollte den US-Dollar trotz einer bereits hohen fundamentalen Überbewertung weiter aufwerten lassen.
Gold	1.100 USD	Gold wird durch die steigenden Zinsen belastet, dürfte aber angesichts vieler politischer Risiken nur leicht verlieren.

Hedgefonds haben in den vergangenen zwei Jahren unter den wechselnden und von der Politik beeinflussten Trends an den Kapitalmärkten gelitten und im Durchschnitt eine eher enttäuschende Performance abgeliefert. Ausgewählte Investments aus dem liquiden und regulierten Anlagesegment können jedoch das Rendite-/Risikoprofil im Vermögen verbessern.

Die deutschen **Immobilienmärkte** dürften aufgrund der abnehmenden Unterstützung von der Finanzierungsseite ihren Hochpunkt erreicht haben. Wir empfehlen daher, Immobilien, die seitens des Instandhaltungs- oder des Wertzyklus verkaufsfähig sind, auf einen Verkauf zu überprüfen. Im Einkauf bieten Objekte mit Vermietungsaufgaben oder baulichen Aufgaben weiterhin Preisvorteile. Die Immobilienwerte können durch Übernahme von Management- oder Sanierungsaufgaben aktiv gesteigert werden. Eine besondere Beachtung als potenzielles Investment verdienen Start up-Unternehmen, die auf Basis neuer Technologien Dienstleistungen rund um die Immobilie revolutionieren.

Bei **Private Equity** beobachten wir, dass die Bewertungsmultiplikatoren für Neutransaktionen in den vergangenen Jahren entsprechend zu den Preisrelationen am Aktienmarkt weiter angestiegen sind. Wir sehen vor dem Hintergrund historisch hoher Bewertungen jedoch ein insgesamt umsichtiges Agieren der Gesamtbranche und erwarten daher keine weiter steigenden Bewertungsmultiplikatoren. Die Halteperioden von Portfoliogesellschaften werden

Vermögensklasse Immobilien: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
Deutsche Immobilien (Wohnen, Gewerbe) in Top-Lage und Top-Qualität	Mögliche Rendite: 2 %	Die Renditeziele müssen weiter reduziert werden. Neu-Investitionen lassen auf Basis der hohen Marktpreise nicht mehr als 2 % laufende Rendite erwarten.
Strategien der aktiven Wertschöpfung	Mögliche Rendite: 4 – 8 %	Objekte mit Vermietungsaufgaben oder baulichen Aufgaben bieten Preisvorteile im Einkauf. Die Immobilienwerte können durch Übernahme von Managementaufgaben oder Durchführung von Sanierungsmaßnahmen aktiv gesteigert werden.
Vergabe von Mezzanine-Kapital für Projektentwicklungen	Mögliche Rendite: 7 – 15 %	Insbesondere im Beleihungsauslauf über 60 % bezogen auf die Projektkosten bieten sich Investoren weiter attraktive Gelegenheiten für Engagements
Vergabe von Mezzanine-Kapital für Bestandsinvestitionen	Mögliche Rendite: 3 – 8 %	Insbesondere im Beleihungsauslauf über 60 % bezogen auf den Immobilienwert bieten sich Investoren weiter attraktive Gelegenheiten für Engagements

Vermögensklasse Beteiligungen: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
Private Equity	Durchschnittliche jährliche Rendite (Netto-IRR) von knapp über 10 %	Langfristige Analysen zeigen solide zweistellige Renditen über die jeweiligen Laufzeiten sowie Mehrrenditen gegenüber Aktieninvestments. Die Renditen zeigen jedoch leicht rückläufige Tendenzen.
Listed Private Equity	Durchschnittlicher jährlicher Anstieg des NAV um etwa 10 %	Aufgrund der vergleichbaren Zielinvestitionen unterstellen wir eine langfristige Entwicklung entsprechend unserer Prognose für Private Equity. Die Investorenrendite kann allerdings durch Discount-Entwicklungen zwischen Ein- und Austritt hiervon abweichen.
Private Debt / „Senior Secured“	Durchschnittliche jährliche Rendite von knapp über 5 %	Auf Basis der aktuellen Marktverzinsung von erstrangigen Mittelstandskrediten sowie historischer Ausfallraten unterstellen wir eine jährliche Rendite von knapp über 5 % mit laufenden Auszahlungen von ca. 4 % p. a.

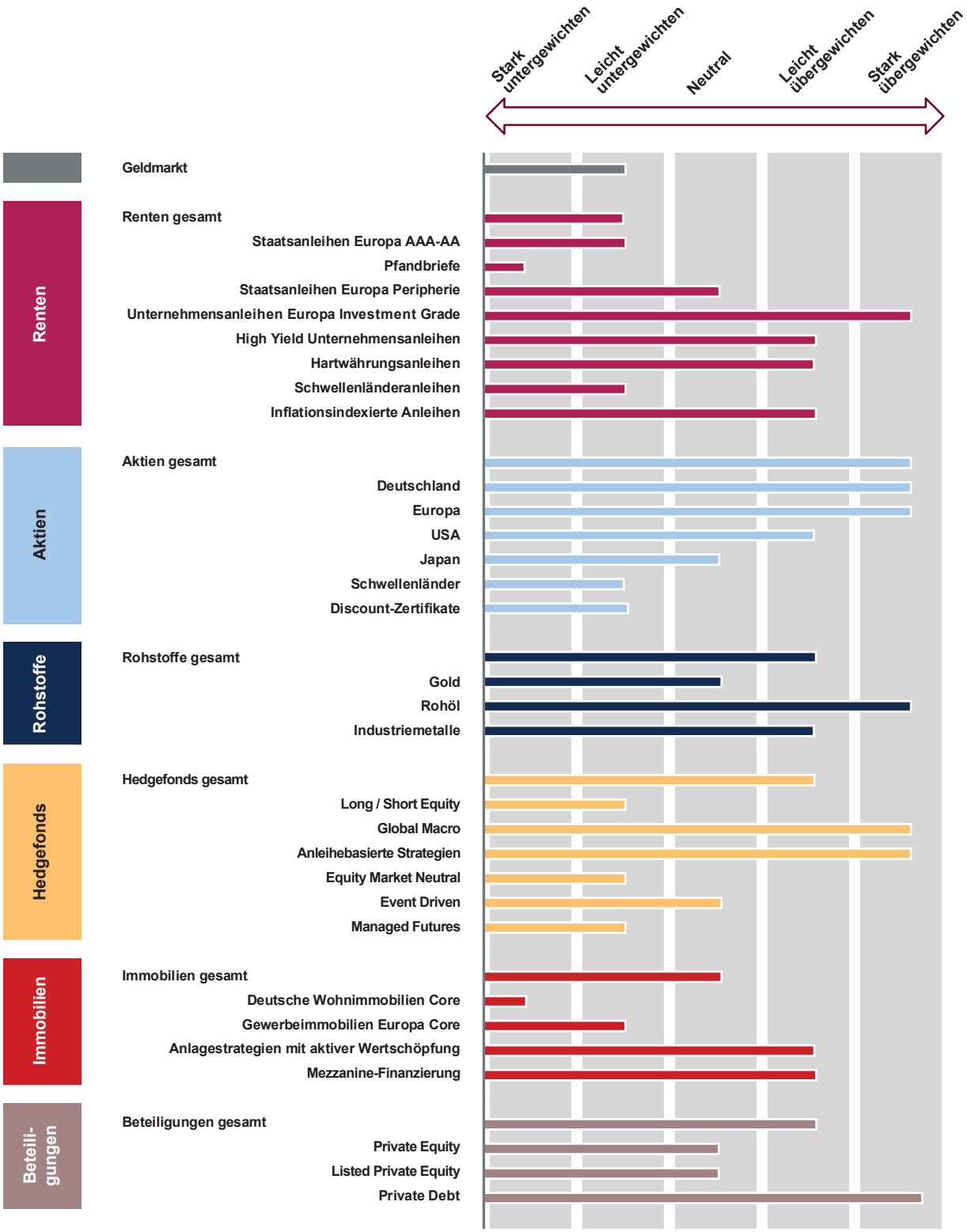
zunehmend länger. Für den Anleger ist es daher wichtig, in Private Equity Gesellschaften zu investieren, die über starke Teams zur Verbesserung der Ertragskraft der Portfoliounternehmen verfügen. Insgesamt erwarten wir für Investoren in Private Equity weiterhin eine langfristige Mehrrendite von vier Prozentpunkten gegenüber Aktieninvestments. An der Börse gehandelte Private Equity Investments (**Listed Private Equity**) bieten Anlegern, die Wert auf Fungibilität und Diversifikation mit geringem Kapitaleinsatz legen, eine attraktive Alternative, zumal die meisten börsennotierten Investments zu einem Wertabschlag zum Nettoinventarwert (NAV) der Portfoliounternehmen zu erwerben sind.

Die vielfach noch unentdeckte Anlageklasse **Private Debt** wird zunehmend attraktiver, da sich Banken aufgrund erhöhter regulatorischer Eigenkapitalanforderungen vermehrt aus Finanzierungen zurückziehen. Für besonders interessant halten wir das Segment erstrangiger Kredite (Direct Lending), die vor allem an Private-Equity-Gesellschaften vergeben werden. Die Ausfallverluste sind gering, da es seltener als bei Hochzinsanleihen zu Zahlungsausfällen kommt und die Sicherheiten hohe Recovery-Raten garantieren.

Unsere Anlageempfehlung für das Jahr 2017 lautet, die sich vor allem im ersten Halbjahr bietenden Chancen am Aktienmarkt und bei anderen Risikoanlageklassen zu nutzen. Beachtliche Kursabschläge für die politischen Risiken sind bereits in den Kursen enthalten. Ein Handelskrieg zwischen den USA und China, eine spürbar wachsende Gefahr eines Euro-Austritts Italiens oder andere noch unbekannte Risiken können jedoch Umschichtungen in sichere 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.

Taktische Allokationsempfehlung

Im Jahresverlauf 2017 dürfte es zu Anpassungen in der taktischen Positionierung kommen.



SCHWERPUNKTTHEMA: GLOBALISIERUNG – AUSLÖSER ODER LÖSUNG UNSERER PROBLEME?

Der Brexit, die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und der Aufstieg nationalistischer Parteien in Europa haben im vergangenen Jahr die Politik in der westlichen Welt aufgeschreckt. Die damit verbundene politische Unsicherheit hat zu deutlichen Kursverlusten an den Kapitalmärkten geführt. Zum Jahresende haben die Aktienmärkte sich jedoch wieder erholt und viele Investoren erwarten sogar positive Effekte durch die Wirtschaftspolitik von Donald Trump.

Ist das Bauen von Zäunen und Ziehen von Grenzen tatsächlich die Lösung unserer Probleme? Wie sollte man als Investor auf diese politischen Entwicklungen reagieren? Sind die nationalistischen und protektionistischen Tendenzen in der westlichen Welt ein Grund zur Besorgnis? Oder sollte man sich als Investor von diesen politischen Ereignissen nicht verunsichern lassen?

Wir möchten im Folgenden diese Fragen beleuchten und die Implikationen der aktuellen politischen Entwicklungen analysieren. Dabei gehen wir besonders auf den Protektionismus ein, da wir durch Handelspolitik langfristig die bedeutendsten Auswirkungen auf Wirtschaft und Kapitalmärkte erwarten.

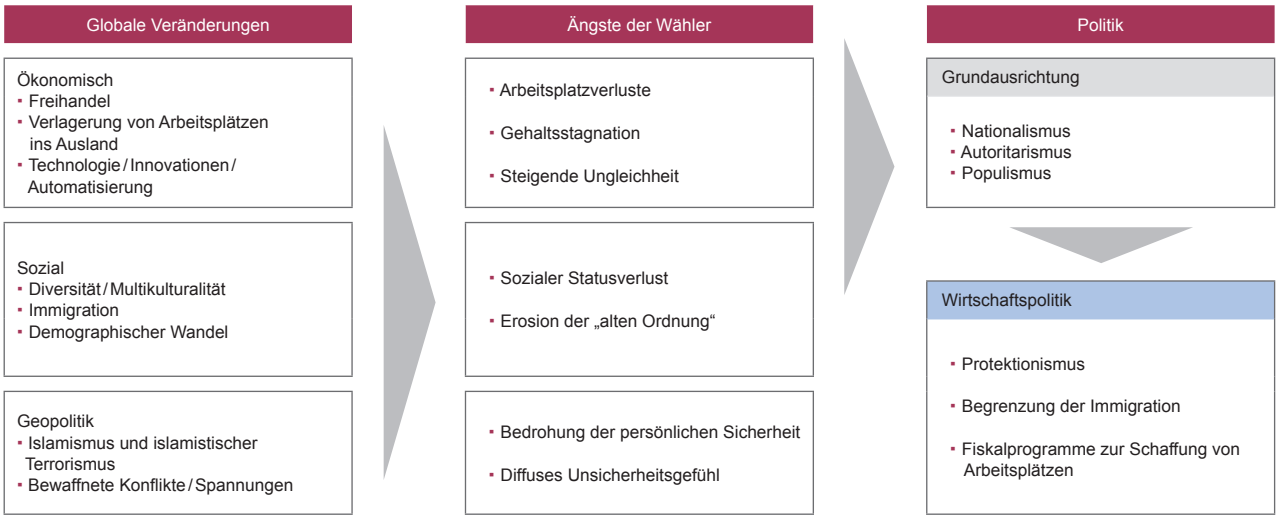
Nationalismus und Protektionismus

Die politischen Entwicklungen in den USA, Großbritannien, Italien, Frankreich und auch Deutschland haben eindeutige Gemeinsamkeiten. Es gibt einen klaren Trend zu einer Politik, die nationalistischer, autoritärer und populistischer ist.

Immigration und Freihandel werden zunehmend abgelehnt und Priorität für nationale Interessen wird gefordert. Die Globalisierung und geopolitische Ereignisse werden als Bedrohungen und eine starke politische Führung wird als notwendig erachtet. Etablierte Parteien und Machteliten verlieren an Unterstützung, da sie angeblich versagt haben.

Gleichzeitig gewinnen populistische Parteien an Zulauf. Ihre einfachen, populären Politikversprechen haben isoliert betrachtet teilweise kurzfristig gewisse Vorteile, aber langfristig meist negative Folgen. Die Ursachen für diese Entwicklungen sind vielfältig

Politische Veränderungen



These 1: Nationalismus ist die Folge von globalen Veränderungen, die Wirtschaft und Gesellschaften der westlichen Welt seit Jahren prägen.

Die Globalisierung und der Aufstieg Chinas in den letzten Jahrzehnten haben zu einer Verlagerung von Arbeitsplätzen in Schwellenländer und zum Niedergang ganzer Branchen in den Industrieländern geführt. Gleichzeitig haben der technologische Wandel, die Automatisierung und Digitalisierung viele Arbeitsplätze überflüssig gemacht. Dabei steht diese Entwicklung erst am Anfang: Autonom fahrende Lastwagen bedrohen allein in den USA 1,7 Millionen Arbeitsplätze im Transportgewerbe. Amazon hat kürzlich den ersten Supermarkt ohne Kassierer eröffnet. Damit sind Hundertausende weiterer Arbeitsplätze im Einzelhandel gefährdet. Die Folgen sind eine Abnahme von Arbeitsplätzen für Geringqualifizierte und stagnierende Gehälter in der Mittelschicht sowie insgesamt steigende Ungleichheit.

Daneben spielen soziale Veränderungen eine wichtige Rolle. In den USA führen die Immigration, der zunehmende lateinamerikanische Bevölkerungsanteil und die Gleichberechtigung gesellschaftlicher Minderheiten (LGBT) zu einem wahrgenommenen relativen Machtverlust der weißen Arbeiterschicht. Die soziale Hierarchie verändert sich dadurch und führt zu einer Erosion der „alten Ordnung“. Die weiße Mittelschicht fühlt sich durch diese Entwicklung in ihrem Selbstverständnis und Status bedroht.

In Europa verunsichern die Flüchtlingsströme aus dem Nahen Osten und der steigende muslimische Bevölkerungsanteil viele Wähler. Die bisherige Homogenität weicht einer zunehmenden Diversität, die das soziale Gefüge verändert.

Dazu kommen geopolitische Entwicklungen wie die Kriege im Nahen Osten, die zu einem allgemeinen, diffusen Unsicherheitsgefühl breiter Bevölkerungsschichten beitragen. Der zunehmende Terrorismus gefährdet zudem ganz konkret die eigene persönliche Sicherheit.

Die Kombination dieser externen Bedrohungen (Kriege, Terrorismus, Freihandel) und internen Bedrohungen (Arbeitsplatzabbau, sozialer Statusverlust) in den westlichen Industrieländern rufen bei vielen Wählern Ängste hervor, die zu einem veränderten Wahlverhalten führen. Politiker und politische Programme, die Schutz vor den wahrgenommenen Bedrohungen versprechen, gewinnen an Zustimmung. Die Politik wird nationalistischer, autoritärer und populistischer. Einfache Lösungsangebote verdrängen komplexe Lösungsansätze, die schwierig zu erklären sind und ihre Wirkung erst langfristiger entfalten. Die Wahl von Donald Trump ist vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen nicht mehr so überraschend.

These 2: Die Globalisierungsverlierer in den Industriestaaten wollen keine „Almosen“, sondern durch Protektionismus wirtschaftliche Macht zurück erhalten.

Der Verlust von Arbeitsplätzen und stagnierende Gehälter in den mittleren und unteren Einkommensschichten haben bisher kaum zu Forderungen nach einem progressiveren Steuersystem oder mehr Umverteilung geführt.

Sollte die steigende Ungleichheit nicht eigentlich linke Parteien und Politiker begünstigen? Das Gegenteil scheint der Fall zu sein. Die Verlierer der Globalisierung unterstützen mehrheitlich eher rechte Parteien, die Steuern senken wollen und Sozialleistungen kritisch sehen.

Eine Erklärung hierfür ist, dass viele Wähler keine höheren Sozialleistungen anstreben, sondern ihre wirtschaftliche Macht zurück haben wollen. Dazu passt auch, dass die populärsten Forderungen von Donald Trump seine vorgeschlagenen protektionistischen Maßnahmen und eine Begrenzung der Immigration sind. Beides sind Forderungen, die Konkurrenz durch ausländische Produkte und Arbeitskräfte vermeiden und bei seinen Unterstützern ein Gefühl von Macht und Kontrolle wiederherstellen. Zudem hat eine Umverteilung immer den Beigeschmack von „Almosen“ und fühlt sich instabil und erniedrigend an. Höhere Steuern für Reiche und umfangreichere Sozialleistungen sind für diese Wähler keine Lösungen. Sie wollen sich nicht als „Versager“ fühlen, sondern ihre Jobs und ihren Stolz zurück.

Der Arbeitsplatzabbau und die Einkommensstagnation in den Industrieländern werden deshalb voraussichtlich primär nicht zu sozialer Umverteilung, sondern zu Protektionismus und Immigrationsbeschränkungen führen.

Neben diesen Maßnahmen sind auch staatliche Ausgabenprogramme zu erwarten. Diese sind für populistische Politiker insofern attraktiv, da relativ schnell neue Arbeitsplätze im Inland geschaffen werden und ausländische Firmen bei der Auftragsvergabe ausgeschlossen werden können. Das von Donald Trump angekündigte Infrastrukturprogramm ist ein erstes Indiz dafür.

Problematisch daran ist, dass durch Protektionismus die Wohlstandsgewinne aus der Globalisierung rückgängig gemacht werden. Protektionismus könnte für die Mittelschicht deshalb den Verlust weiterer Arbeitsplätze bedeuten.

Um die Auswirkungen des drohenden Protektionismus zu verstehen, möchten wir zunächst beschreiben, wie die Globalisierung überhaupt für mehr Wohlstand sorgt.

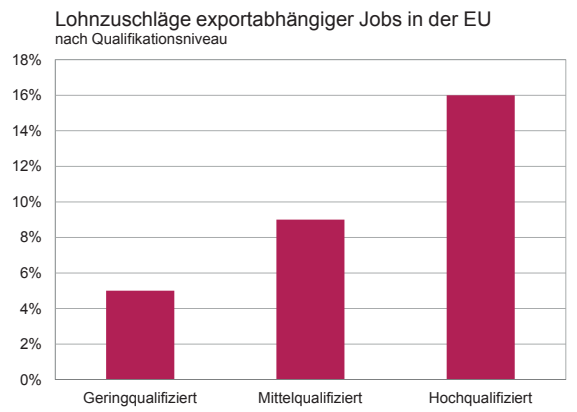
Wie der Handel zum Wohlstand beiträgt

These 3: Globalisierung bringt Wohlstandsgewinne durch „ökonomischen Darwinismus“.

Schon der britische Ökonom David Ricardo (1772 – 1823) wusste, dass internationaler Handel zu Wohlstandszuwächsen führt. Nach seiner Theorie des komparativen Vorteils können sich international handelnde Volkswirtschaften auf die Produktion jener Güter spezialisieren, die sie – relativ zu ihren Handelspartnern – am effizientesten herstellen können. Diese Spezialisierung führt auf globaler Ebene zu einer höheren Gesamtproduktion und so erhält jeder Handelspartner am Ende mehr von jedem Gut als bei ausschließlich eigener Produktion.

Zudem wissen wir heute, dass handelsliberalisierende Maßnahmen durch eine Erhöhung des Wettbewerbsdrucks innerhalb einer jeden Branche, die sie betreffen, eine Art „darwinistischen Prozess“ in Gang setzen, durch den die „fitteren“ Unternehmen überleben und expandieren, die weniger produktiven aber schrumpfen und schließlich verschwinden. Durch diesen Prozess werden Produktionsfaktoren wie Arbeit und Kapital vermehrt von den expandierenden produktiveren Unternehmen genutzt, was die gesamtwirtschaftliche Produktivität erhöht. David Ricardos Mechanismus folgt einem ähnlichen Schema. Hier expandieren die Wirtschaftszweige, die einen komparativen Vorteil haben, auf Kosten anderer, so dass Kapital und Arbeit vermehrt in diese Branchen überwandern. Überdies konnte nachgewiesen werden, dass Handelsliberalisierungen zusätzliche Anreize für Unternehmen schaffen, in ihre eigene Produktivität zu investieren. Handel führt also auf mindestens drei Wegen zu Produktivitätssteigerungen.

Wem kommen diese Produktivitätssteigerungen aber zugute? Selbstverständlich den Unternehmensgewinnen, aber eben nicht nur. Auch Konsumenten und Arbeitnehmer profitieren. Erhöhte Produktivität bedeutet, dass Produkte bei gleicher Qualität zu geringeren Kosten erzeugt und somit zu niedrigeren Preisen angeboten werden können. Arbeitnehmer profitieren von erhöhter Produktivität, da sich diese in steigenden Reallöhnen niederschlägt – und zwar in bedeutendem Ausmaß. Beispielsweise zeigt eine Studie der EU-Kommission (EU Exports to the World: Effects on Employment and Income, 2015), dass im Jahr 2009 exportabhängige geringqualifizierte Tätigkeiten in der EU um 5 %, exportabhängige mittelqualifizierte Tätigkeiten um 9 % und exportabhängige hochqualifizierte Tätigkeiten um 16 % besser entlohnt wurden als jeweils vergleichbare Tätigkeiten, die nicht vom Handel abhingen (siehe Abbildung). In vielen Branchen und Ländern konnte nachgewiesen werden, dass international tätige Unternehmen höhere Löhne zahlen als nur national agierende.



Produktivitätszuwächse stellen jedoch nicht die einzige Quelle für Wohlstandszuwächse durch Handel dar. Zum Beispiel führt der gesteigerte Wettbewerbsdruck dazu, dass sich Unternehmen veranlasst sehen, den Auf-

schlag auf ihre Stückkosten, aus dem der Gewinn entspringt, zu senken. Konsumenten profitieren davon wiederum durch geringere Preise. Reduzierte Margen senken zwar per se die Unternehmensgewinne, aber für die produktiveren Unternehmen wird dieser Effekt durch höhere Marktanteile und zusätzliche Absatzmärkte im Ausland sowie durch Produktivitätsgewinne mindestens ausgeglichen.

Allgemein profitieren Konsumenten außerdem von einer möglichst großen Auswahl verschiedener Produktvarianten. Von dieser Beobachtung ausgehend hat der amerikanische Ökonom Paul Krugman in seinen mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichneten Arbeiten gezeigt, dass eine Handelsliberalisierung Konsumenten auch deshalb nützt, weil heimische Produzenten ihre Produktpalette angesichts der zusätzlichen Absatzmöglichkeiten im Ausland vergrößern und zudem ausländische Produkte verfügbar werden. Die Bedeutung der Breite des Produktangebots für Konsumenten ist nicht zu vernachlässigen: Was würde es etwa bedeuten, wenn die Erzeugnisse der amerikanischen und asiatischen Elektronik- und Unterhaltungsindustrie nicht zum Kauf in Deutschland verfügbar wären oder diverse amerikanische Online-Plattformen nicht von Europäern genutzt werden könnten?

> These 4: Mehr als ein Fünftel des deutschen Wohlstands beruht auf der internationalen Integration der deutschen Wirtschaft.

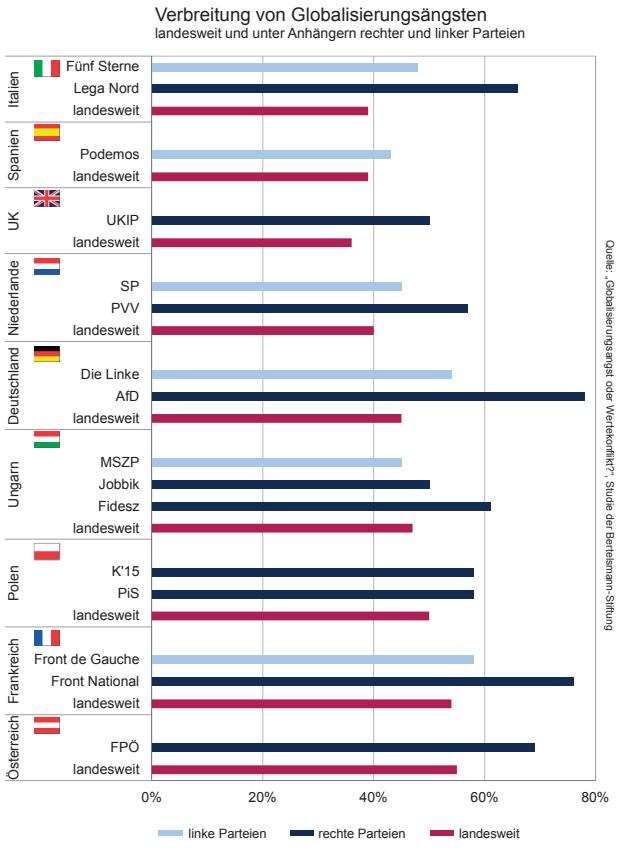
In welchem Ausmaß sorgen alle diese Mechanismen aber tatsächlich für Wohlstandszuwächse? Ein Maß für den Wohlstand einer Volkswirtschaft ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf, da es das Pro-Kopf-Einkommen einer Volkswirtschaft misst. In ihrem Globalisierungsreport 2016 kommt die Bertelsmann-Stiftung zu dem Ergebnis, dass das Fortschreiten der globalen Integration der deutschen Volkswirtschaft zwischen 1990 und 2014 das BIP pro Kopf in Deutschland in jedem dieser Jahre um durchschnittlich ca. 1.130 Euro erhöht hat. Dies entspricht einem kumulierten Einkommensgewinn pro Einwohner von etwa 27.000 Euro von 1990 bis 2014. Anders ausgedrückt waren die Schritte zur weiteren globalen Integration der deutschen Volkswirtschaft in diesem Zeitraum jährlich für etwa 0,2 % Wirtschaftswachstum verantwortlich, was bei einem durchschnittlichen Wachstum von ca. 1,4 % in diesem Zeitraum 1/7 des Wirtschaftswachstums ausmacht. Und diese Zahlen enthalten nur die Effekte aus zusätzlicher Globalisierung, die in den Jahren 1990 bis 2014 stattfand. Dazu kommen Jahr für Jahr noch weitere Wohlstandsgewinne aus Globalisierungsschritten, die bereits vor 1990 in die Wege geleitet wurden, wozu viele bedeutende Meilensteine auf dem Weg zum europäischen Binnenmarkt sowie weltweite Schritte zum Abbau von Zöllen zählen. Eine Studie von Harald Badinger von der Wirtschaftsuniversität Wien (Growth Effects of Economic Integration: Evidence from the EU Member States, 2005) gibt Hinweise auf die Größenordnung der Wohlstandseffekte aus diesen weiter zurückliegenden Integrationsschritten, die sich seither jedes Jahr erneut positiv auf das Volkseinkommen auswirken. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass die Maßnahmen der innereuropäischen Integration und der Handelspolitik der EU von 1950 bis 2000 etwa 0,4 % zum durchschnittlichen jährlichen Wirtschaftswachstum beigetragen haben. Das bedeutet, dass das BIP pro Kopf in der EU im Jahr 2000 zwischen 15 % und 20 % (in absoluten Zahlen um ca. 3.300 Euro) geringer ausgefallen wäre, wenn man die Effekte der innereuropäischen Integration von 1950 bis 2000 und der Handelspolitik der EU gegenüber dem Rest der Welt über diesen Zeitraum herausrechnet. Für Deutschland allein findet die Studie Zahlen in derselben Größenordnung. Diese Resultate legen nahe, dass die internationale Verflechtung der deutschen Wirtschaft das Pro-Kopf-Einkommen in Deutschland in der Gegenwart jährlich um mindestens einen mittleren vierstelligen Eurobetrag erhöht. Wie die Tabelle veranschaulicht, ist Deutschland nach Zahlen der Bertelsmann-Stiftung dabei einer der Hauptprofiteure der Globalisierung.

Die Top 10 Globalisierungsgewinner von 1990 bis 2014 nach dem Bertelsmann-Globalisierungsreport 2016

1.	Japan
2.	Schweiz
3.	Finnland
4.	Dänemark
5.	Irland
6.	Deutschland
7.	Israel
8.	Österreich
9.	Griechenland
10.	Schweden

Gründe für Globalisierungsängste und warum Protektionismus keine Lösung ist

Vor dem Hintergrund der vielen positiven Effekte der Globalisierung mag es verwundern, dass der Globalisierung in der breiten Öffentlichkeit so viel Skepsis entgegenschlägt. Müsste die Internationalisierung der Wirtschaft nicht eigentlich allgemein begrüßt werden? Doch tatsächlich scheint es so zu sein, dass gerade die fortschreitende Integration der Volkswirtschaften die verschiedenen nationalistischen politischen Bewegungen befeuert. Wie die Abbildung zeigt, sind nach einer 2016 veröffentlichten und auf einer repräsentativen EU-weiten Befragung beruhenden Studie der Bertelsmann-Stiftung (Globalisierungsangst oder Wertekonflikt? Wer in Europa populistische Parteien wählt und warum, 2016) Globalisierungsängste bei den Anhängern rechter und rechtspopulistischer und (in etwas geringerem Maße) linker und linkspopulistischer Parteien in Europa insgesamt erheblich weiter verbreitet als in der Wählerschaft allgemein. Dabei ist, wie wir argumentieren werden, Abschottung der falsche Weg und wird nationale Probleme eher verschärfen als lösen.



Was erklärt also diesen Widerspruch zwischen weitverbreiteter Globalisierungskritik und politischem Aufwind für den Protektionismus auf der einen Seite und auf der anderen Seite den vielen und weitreichenden positiven Effekten der Globalisierung, die der Protektionismus allesamt riskiert?

Erstens spielt eine unterschiedliche Wahrnehmbarkeit positiver und negativer Effekte der Globalisierung eine Rolle. Daneben muss man sich insbesondere die Auswirkungen zunehmender Globalisierung auf die Arbeitsmärkte und die Löhne näher ansehen, da Arbeitseinkommen für den größten Teil der Wählerschaft die wichtigste Einkommensquelle darstellt.

> These 5: Globalisierungsverluste für Einzelne sind leichter zu sehen als die großen Globalisierungsgewinne für alle.

Ein wesentlicher Teil der Erklärung, warum Globalisierung trotz vieler positiver Auswirkungen verbreitet auf Ablehnung stößt, liegt darin, dass Globalisierungsverluste für Einzelne offensichtlicher zu Tage treten als die großen Gesamtgewinne aus Globalisierung. Dass einzelne Arbeitnehmer nämlich auch negative Auswirkungen der Globalisierung zu spüren bekommen, ist unbestritten. Dies hat vor allem mit dem oben beschriebenen Umbau einer Wirtschaft, die im globalen Wettbewerb steht, zu tun. Dieser Umbau führt zwar insgesamt zu Produktivitätszuwächsen und damit zu mehr Wohlstand, aber einzelne Arbeitnehmer können dabei „auf der Strecke bleiben", wenn gerade „ihr" Unternehmen oder „ihre" Branche zu denjenigen gehört, die im Rahmen dieses Prozesses schrumpfen oder ganz verschwinden. Diese negativen Effekte auf einzelne Arbeitnehmer sind sowohl für die Betroffenen als auch für die Öffentlichkeit vielfach einfach zu erkennen. Wenn beispielsweise die deutsche Stahlindustrie Arbeitsplätze abbaut, liegt oft der Schluss nahe, dass dies an günstigeren Wettbewerbern aus dem Ausland liegt. Dass aber die günstigeren Preise für viele Konsumgüter oder die größere Produktauswahl für Konsumenten ebenfalls durch Globalisierung bedingt sind oder dass ein neuer Arbeitsplatz wegen neuer Absatzmärkte im Ausland geschaffen wird oder dass ein großer Lohnzuschlag den Exporten eines Unternehmens ge-

schuldet ist, ist hingegen schwerer zu durchschauen und erregt meist auch viel weniger Aufsehen in der öffentlichen Debatte.

Daher sind größere Anstrengungen zur Aufklärung der Gesellschaft über die vielen in der Wirtschaftswissenschaft erforschten Kanäle, durch die die Internationalisierung der Wirtschaft nachweislich bedeutende Wohlstandszuwächse schafft, unbedingt nötig, um Globalisierungsängste zu bekämpfen und den Populisten, die sich für Protektionismus einsetzen, erfolgreich entgegentreten zu können.

These 6: Der Strukturwandel durch Handel wälzt die Arbeitsmärkte um.

Kommen wir nun zu der Frage, wie Arbeitsmärkte von der Globalisierung betroffen sind und inwiefern die Arbeitsmarkteffekte der Globalisierung zum Verständnis von Globalisierungsskepsis beitragen können. Der „darwinistische Prozess“, den die Globalisierung auslöst, bedeutet nicht nur für viele Branchen und Unternehmen neben großen Chancen auch große Herausforderungen, sondern wirkt sich auch in erheblichem Maße auf die Arbeitsmärkte aus. Auch hier entstehen viele neue Arbeitsplätze durch die Expansion bestimmter Branchen und das Wachstum vor allem exportorientierter Unternehmen. Wie wir oben schon gesehen haben, sind diese neuen Arbeitsplätze auch überdurchschnittlich gut bezahlt. Handel schafft also viele neue Chancen für Arbeitnehmer.

Auf der anderen Seite fallen durch diesen Strukturwandel bei den schrumpfenden Unternehmen und Branchen auch Arbeitsplätze weg. Die dort betroffenen Arbeitnehmer spüren also durch den Verlust ihrer Jobs zunächst vor allem negative Auswirkungen der Globalisierung. Nicht allen der davon betroffenen Arbeitnehmer gelingt der Wechsel in neue Arbeitsplätze in den wachsenden Unternehmen und Branchen, da dafür Umschulungen oder auch ein Umzug erforderlich sein können. Solche globalisierungsbedingten regionalen Gefälle drückten sich beispielsweise in Großbritannien aus, wo das von der Globalisierung stark profitierende London im Sommer 2016 mehrheitlich für den Verbleib in der EU stimmte, während im Niedergang befindliche traditionelle englische Industrieregionen mehrheitlich für den Brexit votierten.

Der Verlust des Arbeitsplatzes oder auch nur der befürchtete Verlust sind nicht zu vernachlässigende Aspekte, wenn man die Skepsis gegenüber der Globalisierung verstehen möchte. Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass der Strukturwandel durch zunehmende Globalisierung auch viele neue Chancen am Arbeitsmarkt schafft und besser bezahlte Jobs entstehen lässt. Nur verlangt dieser Strukturwandel Arbeitnehmern mehr Flexibilität ab, um diese neuen Chancen auch nutzen zu können.

Eine aktuelle Studie der Handelsökonomen Elhanan Helpman, Harvard University und Oleg Itskhoki, Princeton University (Trade Liberalization and Labor Market Dynamics with Heterogeneous Firms, 2015) untersucht diese handelsbedingten Umwälzungen an Arbeitsmärkten unter expliziter Berücksichtigung von Schwierigkeiten beim Wechseln des Jobs. Die Studie kommt dabei zu dem eindeutigen Ergebnis, dass die Wohlstandszuwächse aus den vielen positiven Kanälen weiterhin klar überwiegen, auch wenn man alle Arten von Schwierigkeiten für Arbeitsmärkte im Umgang mit dem Strukturwandel berücksichtigt. Der einzelne Arbeitnehmer und Wähler wird sich aber dennoch kaum damit trösten lassen, dass die Gesellschaft insgesamt profitiert, wenn er selbst vom Strukturwandel negativ betroffen ist. Hier ist gesellschaftliche Unterstützung durch kluge politische Maßnahmen, die den Strukturwandel am Arbeitsmarkt vereinfachen und auch dem Einzelnen im Umgang damit helfen, angebracht. Dazu gehören unter anderem effizientere Jobvermittlung, verstärkte Anstrengungen bei Umschulungsmaßnahmen und soziale Absicherung bei Beschäftigungsverlust.

These 7: Globalisierung macht Bildung wichtiger denn je.

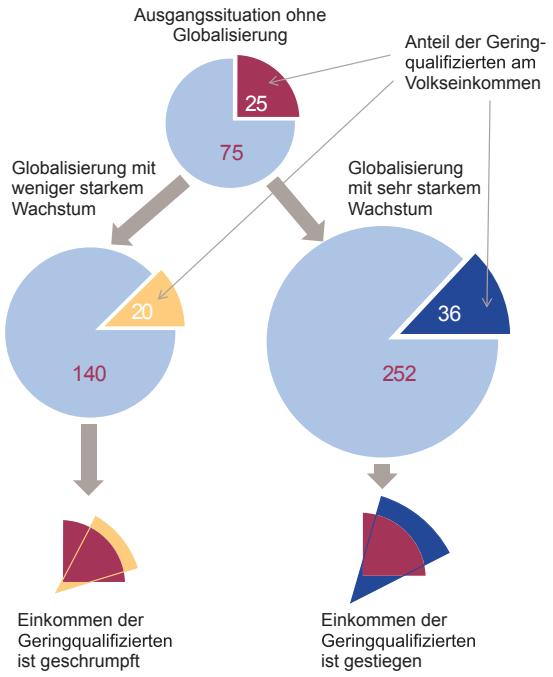
Bildung spielt für Arbeitnehmer eine zentrale Rolle, um von den neuen Chancen am Arbeitsmarkt, die die Globalisierung schafft, profitieren zu können und zu den Globalisierungsgewinnern zu zählen. Dies hat damit zu tun, dass der Wegfall von Handelsschranken zur zunehmenden Aus-

lagerung von Teilen des Produktionsprozesses in andere Regionen der Welt führt. Den berühmten schwedischen Handelsökonomen Heckscher und Ohlin zufolge bewirkt eine unterschiedliche Ausstattung verschiedener Länder mit verschiedenen Produktionsfaktoren, dass sich jedes Land auf Tätigkeiten spezialisiert, für die es relativ zu seinen Handelspartnern die meisten Produktionsfaktoren besitzt. Internationaler Handel führt daher insbesondere auch dazu, dass Tätigkeiten, die vor allem geringqualifizierte Arbeit erfordern, zunehmend in Länder verlagert werden, die – im Vergleich zu den Industrieländern, wo es relativ viele Hochqualifizierte gibt – reich an Geringqualifizierten sind. Entsprechend sinkt die Nachfrage nach geringqualifizierter Arbeit in den Industrieländern. Umgekehrt steigt allerdings die Nachfrage nach hochqualifizierter Arbeit in den Industrieländern durch diesen Effekt. Für Geringqualifizierte wird es damit tendenziell schwieriger, Arbeit zu finden, während es für Hochqualifizierte einfacher wird.

Die Verschiebung der Nachfrage von gering- zu hochqualifizierter Arbeit in den Industrieländern wirkt sich nicht nur auf die Beschäftigungschancen von Arbeitnehmern mit verschiedenen Qualifikationsniveaus aus. Auch die Löhne sind betroffen, denn diese Nachfrageverschiebung bewirkt, dass der Anteil am Volkseinkommen, der in den entwickelten Volkswirtschaften auf die Geringqualifizierten entfällt, sinkt, während derjenige für die Hochqualifizierten steigt, da ihre Arbeitskraft gefragter ist.

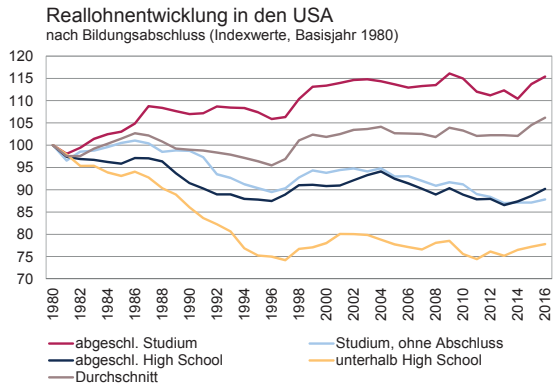
Die Globalisierung bringt also Verteilungseffekte am Arbeitsmarkt mit sich, die ebenfalls bedeutsam sind, um zu verstehen, woher Globalisierungsängste in den Industrieländern trotz der vielen positiven Aspekte der Globalisierung kommen. Die Rolle dieser Verteilungseffekte kann man sich am besten anhand von einem einfachen Vergleich mit einem Kuchen bewusst machen (vgl. Grafik).

Auswirkungen der Globalisierung auf das Einkommen Geringqualifizierter



Der Kuchen steht für das gesamte Volkseinkommen. Wie wir oben argumentiert haben, erhöht die Globalisierung das Volkseinkommen, so dass der zu verteilende Kuchen größer wird. Dies ist der Wachstumseffekt der Globalisierung. Zudem ändert die Globalisierung die Verteilung des Volkseinkommens, so dass der auf die Geringqualifizierten entfallende Teil in den Industrieländern kleiner wird (Verteilungseffekt). Der Wachstumseffekt und der Verteilungseffekt der Globalisierung wirken also für die Geringqualifizierten in den entwickelten Volkswirtschaften in entgegengesetzter Richtung. Ob Globalisierung letztlich das Einkommen der Geringqualifizierten steigen lässt oder ob es aber sinkt, während die Einkommen anderer steigen, hängt daher davon ab, wie stark die Wachstums- und Verteilungseffekte jeweils sind. Bei überwiegenden Verteilungseffekten wundert es nicht, dass zumindest die Geringqualifizierten, die an Einkommen verlieren, die Globalisierung kritisch sehen. Aber auch wenn die Verteilungseffekte geringer sind und das Einkommen aller durch Globalisierung zulegt, so bedeutet die Globalisierung dennoch unterschiedlich schnelles Einkommenswachstum und damit wachsende Einkommensungleichheit. Auch dies kann eine Quelle für Globalisierungskritik sein.

Sind in der Realität die Wachstums- oder die Verteilungseffekte stärker, d.h. sinken die Löhne der Geringqualifizierten in den Industrieländern oder wachsen sie nur langsamer als die der Hochqualifizierten? Zumindest für die USA lässt sich diese Frage anhand der nächsten Abbildung eindeutig beantworten: Während Arbeitnehmer mit abgeschlossenem Studium eine reale Lohnsteigerung von über 15 % gegenüber 1980 verzeichnen konnten, sind die Reallöhne für alle niedrigeren Qualifikationsniveaus im Vergleich zu 1980 sogar deutlich gesunken – um 10 % und mehr. Im Mittel war der Effekt leicht positiv, aber erhebliche Teile der Gesellschaft verspürten eine negative Einkommensentwicklung. Das Bild einer auseinanderstrebenden Lohnentwicklung ergibt sich auch für die EU aus der oben bereits erwähnten Studie, die für das Jahr 2009 einen deutlich stärkeren Lohnzuschlag in vom Handel abhängigen Jobs für Hochqualifizierte als für Geringqualifizierte feststellt. Entsprechend ist die Unterstützung für die Globalisierung bei Hochqualifizierten auch stärker ausgeprägt als bei Geringqualifizierten, wie Zahlen aus der oben bereits erwähnten Studie der Bertelsmann-Stiftung zu Globalisierungsängsten belegen: Der Anteil der EU-Bürger, die Globalisierung als Bedrohung empfinden, liegt unter Personen mit hohem Bildungsniveau bei 37 %, aber unter Personen mit niedrigem Bildungsniveau bei 47 %.



Höhere Bildung wirkt sich also positiv auf die Chancen eines jeden Arbeitnehmers aus, So kann er in hohem Maße von der Globalisierung profitieren und besonders in vom Handel abhängigen Jobs gute Löhne erzielen. Verstärkte Investitionen in Aus- und Weiterbildung und die Sicherstellung des freien Zugangs zu Bildung sollten daher auf der politischen Agenda weit oben stehen, um sicherzustellen, dass jeder Arbeitnehmer aus eigener Kraft am Markt ein auskömmliches Arbeitseinkommen erzielen kann und auch ohne staatliche Transferleistungen hinreichend an den Wohlstandszuwächsen durch Globalisierung teilhat. Dies ist zur Abfederung der auseinanderstrebenden Lohnentwicklung einem sozialen Ausgleich zwischen Arbeitnehmern mit unterschiedlichen Qualifikationsniveaus über die Progression in der Einkommenssteuer klar vorzuziehen.

These 8: Protektionismus hilft auch den Globalisierungsverlierern nicht.

Protektionismus ist hingegen nicht der richtige Ansatz, um Geringqualifizierte vor schwacher Lohnentwicklung und wachsender Ungleichheit zu schützen. Einerseits macht es mehr Sinn, den Kuchen durch kluge politische Maßnahmen besser zu verteilen, als ihn durch Protektionismus, der die Produktivitätsgewinne der Globalisierung unweigerlich rückabwickelt, wieder schrumpfen zu lassen, nur weil einzelne Gruppen dann wieder größere Stücke erhalten.

Daneben wird oft übersehen, dass verschiedene weitere Kanäle, die wir oben diskutiert haben, insbesondere auch einkommensschwache Arbeitnehmer an Wohlstandsgewinnen durch Handel teilhaben lassen. Eine kürzlich veröffentlichte Studie von Pablo Fajgelbaum, University of California, Los Angeles und Amit Khandelwal, Columbia Business School (Measuring the Unequal Gains from Trade, 2016) zeigt beispielsweise, dass für Arbeitnehmer am unteren Ende der Einkommensverteilung die positiven Effekte der Globalisierung auf der Konsumentenseite besonders stark ausgeprägt sind: Die unteren 10 % würden 63 % ihrer Kaufkraft verlieren, wenn der internationale Handel ausgesetzt würde, während die oberen 10 % der Einkommensverteilung nur 28 % ihrer Kaufkraft einbüßen würden. Dies hat damit zu tun, dass gerade einkommensschwache Arbeitnehmer relativ viele Güter kaufen, die von Produktivitätssteigerungen und damit von niedrigeren Preisen durch Handel profitieren. Protektionismus träfe auf Konsumentenseite also gerade einkommensschwache Arbeitnehmer besonders hart.

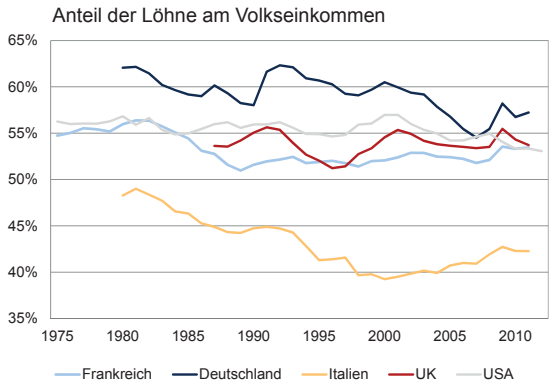
These 9: Die Digitalisierung verstärkt die Effekte der Globalisierung am Arbeitsmarkt.

Die Auswirkungen der Globalisierung insbesondere auf den Arbeitsmarkt werden durch die zunehmende Digitalisierung der Wirtschaft im Zuge des technologischen Wandels verstärkt. Zum einen erleichtert die Digitalisierung die Globalisierung und beschleunigt dadurch die von der Globalisierung induzierten Entwicklungen. Auf der anderen Seite führt die Digitalisierung und die damit verbundene Automatisierung und Robotisierung ähnlich zur Globalisierung auch selbst eine Verschiebung der relativen Nachfrage weg von geringqualifizierter und hin zu hochqualifizierter Arbeit herbei, die entsprechend auf die Löhne Geringqualifizierter drückt und ihre Arbeitsplätze gefährdet, aber bessere Chancen und höhere Löhne für Höherqualifizierte mit sich bringt. Wie die Globalisierung bedeutet auch die Digitalisierung selbst eine Umwälzung der Arbeitswelt und löst selbst auch eine Art darwinistischen Prozess aus, der Unternehmen und ganze Branchen umkrempelt, was die Unsicherheit bezüglich der Zukunft des eigenen Arbeitsplatzes für viele Arbeitnehmer verstärkt.

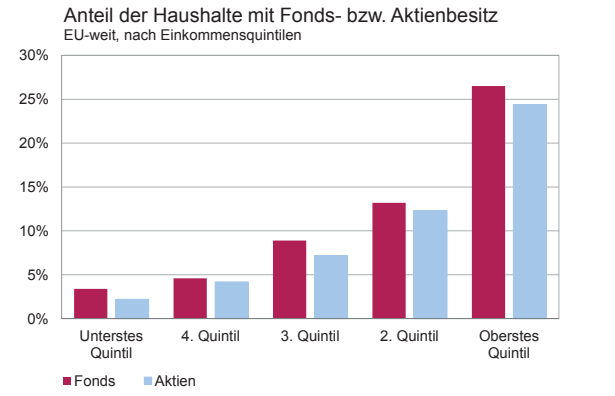
Aber auch hier sind Anstrengungen für mehr Bildung, die mehr Arbeitnehmern ermöglicht, von den Chancen der Digitalisierung zu profitieren, Erleichterungen zum Wechsel des Arbeitsplatzes und soziale Abfederung des Strukturwandels die richtigen Antworten. Protektionismus ist hier hingegen völlig fehl am Platz, denn auch wenn sich durch ihn die Globalisierung zurückdrehen ließe, so könnte er den technologischen Wandel trotzdem nicht aufhalten, der ähnliche Entwicklungen bewirkt.

These 10: Kapitaleinkünfte und Unternehmensgewinne gewinnen relativ zum Arbeitseinkommen an Bedeutung.

Kommen wir nun noch zu einer zweiten wichtigen Form von Verteilungseffekten der Globalisierung. Wie die nächste Abbildung zeigt ist der Anteil der Löhne am Volkseinkommen über die letzten Jahrzehnte in den größeren Industriestaaten gesunken. Es entfallen in den großen Industrienationen also immer größere Teile des Volkseinkommens auf Kapitalerträge und Unternehmensgewinne, während sich das Produktivitätswachstum nur unterproportional in Lohnwachstum niederschlägt. Hinter dieser Entwicklung steht dabei einerseits der technologische Wandel. Andererseits wirkt auch hier wie im Fall der Arbeitnehmer mit unterschiedlichen Qualifikationsniveaus wiederum der von Heckscher und Ohlin beschriebene Effekt, wonach die Globalisierung dazu führt, dass die Entlohnung derjenigen Produktionsfaktoren stärker steigt, an denen ein Land im weltweiten Vergleich relativ reich ist. In den Industrieländern sind dies Kapital und Technologie, so dass Kapitalerträge und Unternehmensgewinne in den letzten Jahrzehnten schneller als die Arbeitseinkommen gewachsen sind.



Davon profitiert in Europa aber nur ein verhältnismäßig kleiner Teil der Gesellschaft. Nach einer Erhebung der Europäischen Zentralbank (The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. Results from the First Wave, 2013) besaßen im Jahr 2010 nur 10,1 % der Haushalte in der Eurozone Aktien. In Deutschland lag dieser Wert bei 10,6 %. Bei Fonds lag dieser Anteil in der Eurozone bei 11,4 % und in Deutschland bei 16,9 %. Wie die Grafik zum Anteil der Haushalte in der EU, die im Jahr 2010 in Fonds bzw. Aktien investiert waren, zeigt, besitzen vor allem Haushalte im obersten Quintil (d.h. die obersten 20 %) der Einkommensverteilung Fonds oder Aktien und nehmen dadurch an der positiven Entwicklung von Unternehmensgewinnen und Kapitalerträgen teil. Die 20 % der Haushalte mit den geringsten Einkommen beziehen hingegen kaum Einkünfte aus Aktien- oder Fondsinvestments. Auch im mittleren Quintil lag der Anteil der Haushalte, die über Einkünfte aus solchen Quellen verfügen, im Jahr 2010 nur bei etwa 10 %.



Dass einkommensstärkere Haushalte also in höherem Maße an der Entwicklung der Unternehmensgewinne und Kapitalerträge partizipieren, während weite Teile der Bevölkerung hauptsächlich Arbeitseinkommen beziehen, das sich bedingt durch technologischen Wandel und Globalisierung schwächer als Kapitalerträge und Unternehmensgewinne entwickelt, verstärkt den Trend zu mehr Ungleichheit in der Einkommens- und Vermögensverteilung.

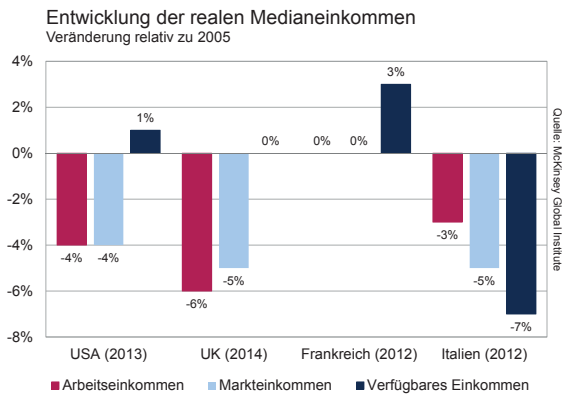
Auch dies kann zu Globalisierungskritik beitragen. Jedoch kann auch diese Entwicklung den zunehmend lauter werdenden Ruf nach Protektionismus nicht rechtfertigen. Der Versuch, den Arbeitseinkommen relativ zu Kapitaleinkünften und Unternehmensgewinnen mittels Protektionismus wieder zu mehr Bedeutung zu verhelfen, würde nämlich bedeuten, das allgemeine Wachstum auszubremsen und damit die Entwicklung aller Einkommensarten zu schwächen.

Um nachhaltige gesellschaftliche Akzeptanz der Globalisierung zu sichern, wäre es eher sinnvoll, zunehmend politische Maßnahmen zu ergreifen, die darauf abzielen, dass viel mehr Arbeitnehmer nicht nur ein Arbeitseinkommen beziehen, sondern auch an der positiven Entwicklung von Kapitaleinkünften und Unternehmensgewinnen teilhaben. Verstärkte Anstrengungen zur Förderung von Kapitalbildung von Arbeitnehmern, zum Beispiel im Rahmen geförderter Sparpläne, und eine stärkere Gewichtung variabler, an den jeweiligen Unternehmensgewinn geknüpfter Vergütungskomponenten in Arbeitsverträgen wären hier probate Mittel. Daneben ist, vor allem in Zeiten von Niedrigzinsen, eine vermehrte Aufklärung breiter Bevölkerungsschichten über Geldanlagen am Kapitalmarkt dringend nötig. Hierfür bietet sich, ebenso wie zur nötigen Aufklärung über die vielen Effekte der Globalisierung, der Schulunterricht an.

Wie und warum der Protektionismus gerade jetzt auf dem Vormarsch ist

These 11: In vielen Industrienationen haben Wohlstandszuwächse die gesellschaftliche Mitte zuletzt nicht mehr erreicht. Dies bereitet den Nährboden für Globalisierungskritik.

Warum breitet sich der Ruf nach Protektionismus gerade jetzt so sehr aus, wo sich die Globalisierung doch schon seit Jahrzehnten vollzieht? Um dies zu verstehen, lohnt es sich, anhand von Ergebnissen einer Studie des McKinsey Global Institutes MGI (Poorer than their Parents? Flat or Falling Incomes in Advanced Economies, 2016), eines führenden privaten Think-Tanks, einen genaueren Blick auf die Einkommensentwicklung in den zurückliegenden Jahren in einigen der größten Volkswirtschaften der Welt zu werfen, wo Protektionismus eine zunehmende Rolle in der öffentlichen Debatte spielt: die USA, Großbritannien, Frankreich und Italien. Die Abbildung zeigt, wie sich die realen Medianeinkommen, d.h. die realen Einkommen von Haushalten im mittleren Teil der Einkommensverteilung, in jenen vier Ländern zwischen 2005 und den jeweils jüngsten Zeitpunkten, für die bereits Daten vorliegen, entwickelt haben.



Definition der Einkommensarten

Arbeitseinkommen	Am Arbeitsmarkt erzieltes Einkommen
Markteinkommen	Arbeitseinkommen + jegliche Art von Kapitalmarkteinkünften
Verfügbares Einkommen	Markteinkommen + staatliche Sozial- und Transferleistungen - Steuern und Abgaben

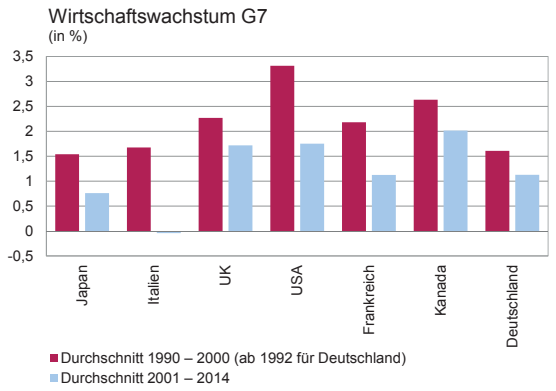
Dabei fällt zunächst auf, dass die Arbeitseinkommen in keinem Land gestiegen sind. In Frankreich sind sie bis 2012 zumindest unverändert geblieben, aber in den USA, Großbritannien und Italien sind seit 2005 deutliche Rückgänge zu verzeichnen. Die Markteinkommen (s. Tabelle zur Definition der Einkommensarten) ändern dieses Bild nicht. Dies ist nicht verwunderlich, da Kapitaleinkünfte in der Mitte der Einkommensverteilung eine geringe Rolle spielen. Beim verfügbaren Einkommen liegt seit 2005 nur in Frankreich eine leichte Steigerung vor. In den USA und Großbritannien haben politische Maßnahmen die Einkommensverluste in der Mitte der Gesellschaft nur verhindern können, nicht aber zu einer nennenswerten Teilhabe dieses Gesellschaftsteils am wirtschaftlichen Wachstum geführt. In Italien hingegen hat die Politik die Einkommenseinbußen in der Mitte der Einkommensverteilung sogar noch verschärft.

In anderen Ländern ist die Entwicklung sehr ähnlich: Nach Zahlen des MGI haben zwischen 65 und 70 Prozent der Haushalte in 25 entwickelten Volkswirtschaften (darunter die EU15-Staaten, Kanada und die USA) zwischen 2005 und 2014 keine Zuwächse oder sogar Rückgänge bei ihrem realen Markteinkommen gesehen. Zwischen 1993 und 2005 waren hingegen noch weniger als zwei Prozent der Haushalte in den jeweiligen Ländern von stagnierenden oder rückläufigen Markteinkommen betroffen. Auch wenn staatliche Transferleistungen einbezogen werden, bleibt laut MGI immer noch ein Anteil von 20 bis 25 Prozent an Haushalten, die zwischen 2005 und 2014 eine Stagnation oder sogar Verluste hinnehmen mussten.

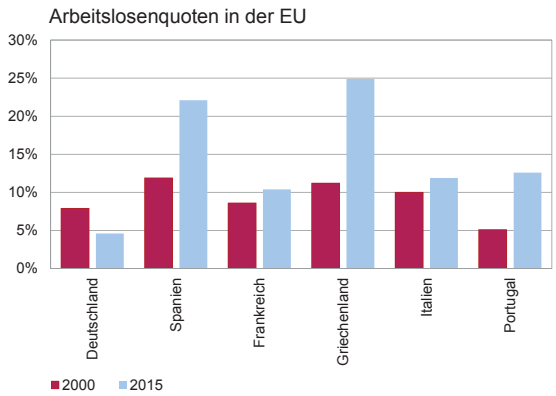
Der Nährboden, auf dem die Populisten in vielen Staaten operieren, besteht also darin, dass wirtschaftliches Wachstum und Wohlstandsgewinne aus Globalisierung die Mitte der Gesellschaft seit einem Jahrzehnt nicht mehr erreicht haben. Vor 2005 war dies noch ganz anders.

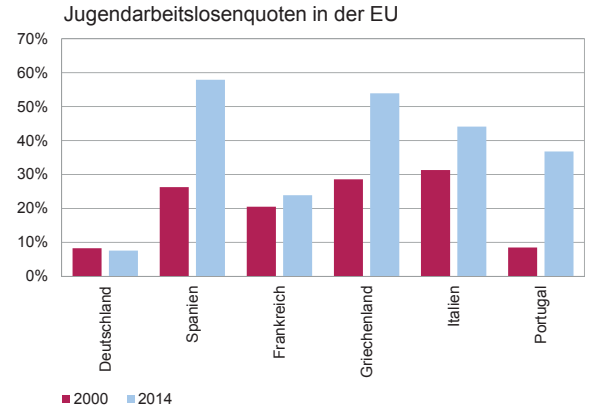
These 12: Wachstumsschwäche ist der Hauptgrund für die zuletzt schwache Einkommensentwicklung in der Mitte der Gesellschaft. Mehr Globalisierung wäre ein Ausweg.

Die Gründe für die schwache Einkommensentwicklung in der Mitte der Einkommensverteilung in vielen Industrieländern sind entsprechend den Resultaten der MGI-Studie hauptsächlich auf eine globale Wachstumsschwäche zurückzuführen. Die Abbildung stellt das durchschnittliche Wirtschaftswachstum in den G7-Staaten von 1990 bis 2014 dar. Hier ist in allen sieben Volkswirtschaften ein deutlicher Rückgang erkennbar.



Mit der Wachstumsschwäche geht zudem auch hohe Arbeitslosigkeit einher, die die allgemeine Unzufriedenheit verstärkt und den Populisten hilft. Wie die nächsten Abbildungen zeigen, ist die Arbeitslosigkeit gerade in Südeuropa im Vergleich zu Deutschland recht hoch und in den letzten Jahren teils dramatisch gestiegen – insbesondere unter jungen Leuten.





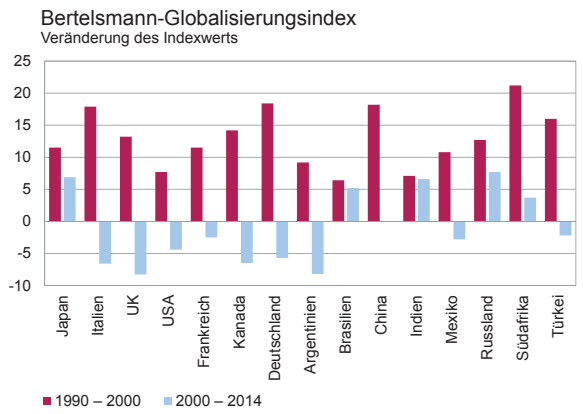
Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums trägt wie folgt dazu bei, dass die Globalisierung kritischer gesehen wird: Fällt das allgemeine Niveau des Lohnwachstums durch verlangsamtes Wirtschaftswachstum geringer aus, lenkt dies den Blick eines jeden Arbeitnehmers vermehrt auf Unterschiede in der Lohnentwicklung im Vergleich zu anderen Gruppen von Arbeitnehmern oder auf Unterschiede im Vergleich zur Entwicklung von anderen Einkommensarten wie Kapitaleinkünften und Unternehmensgewinnen: Insbesondere wird die globalisierungsbedingt auseinanderklaffende Einkommensentwicklung von Gering- bzw. Hochqualifizierten für die Geringqualifizierten deutlich sichtbarer, wenn ihre Einkommen nicht durch allgemein hohes Wachstum auch verhältnismäßig rasch steigen. Ebenso wird dann die im Vergleich zu den Löhnen starke Entwicklung von Kapitalerträgen und Unternehmensgewinnen sichtbarer, die neben dem technologischen Wandel ebenfalls mit der Globalisierung zu tun hat.

Hier besteht dann die Gefahr einer Verwechselung der Ursachen der schwachen Lohnentwicklung gerade für Geringqualifizierte. Ziehen wir noch einmal das anschauliche Bild von dem Kuchen und dessen Verteilung heran, um die Effekte von Wirtschaftswachstum und die Verteilungseffekte durch Globalisierung auseinanderzuhalten (vgl. Schaubild oben). Globalisierung bewirkt in diesem Bild, dass vor allem geringqualifizierte Arbeitnehmer einen kleineren Anteil des Kuchens erhalten und hochqualifizierte Arbeitnehmer, Kapitaleigner und Unternehmer größere Anteile erhalten. Solange ausreichend kräftiges Wirtschaftswachstum dafür sorgt, dass die Größe des Kuchens schnell genug zunimmt, bleibt trotz einer Veränderung der Anteile am Kuchen für alle mehr übrig. Das eigentliche Problem liegt also nicht in der Globalisierung, die eine Veränderung der Anteile am Kuchen bewirkt, sondern in der Wachstumsschwäche, die den Kuchen zu langsam wachsen lässt.

Wie wir oben schon gesehen haben, gehen von zunehmender Globalisierung erhebliche Wachstumsimpulse aus. Ein Intensivieren der Globalisierung wäre also ein Weg, um die Wachstumsschwäche zu überwinden und damit auch der Globalisierungskritik ein Stück weit den Boden zu entziehen. Zunehmender Protektionismus hingegen hätte genau den gegenteiligen Effekt und würde das Wachstum weiter abschwächen und damit generell zu einer schwachen Einkommensentwicklung führen.

These 13: Die Globalisierung steht bereits seit einiger Zeit still.

Leider besteht aber bereits seit einiger Zeit eine Tendenz zu stagnierender oder gar rückläufiger Globalisierung, so dass sie in den letzten Jahren nicht mehr wie zuvor für Wachstumsimpulse gesorgt hat: Für ihren Globalisierungsreport 2016 hat die Bertelsmann-Stiftung einen Globalisierungsindex errechnet, der neben der wirtschaftlichen auch die soziale und politische Verflechtung von Ländern darstellt.



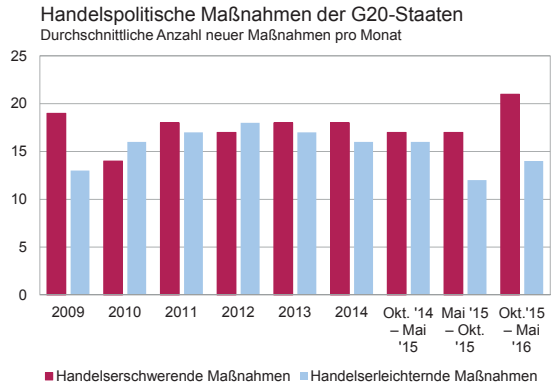
Daran kann man für die 1990er Jahre eine klare Zunahme der globalen Verflechtung der G7-Länder und der dargestellten Schwellenländer ablesen. Seit der Jahrtausendwende ist die globale Verflechtung in den G7-Staaten jedoch mit der Ausnahme von Japan rückläufig. In Japan hat sich das Fortschreiten der Globalisierung verlangsamt.

Auch in den aufgeführten Schwellenländern hat sich die Globalisierung verlangsamt, in China stagnierte sie seit der Jahrtausendwende und in Mexiko und in der Türkei ist sie rückläufig.

In vielen dieser Volkswirtschaften droht damit die Gefahr eines Teufelskreises: Stockt die Globalisierung, so stockt das Wirtschafts- und Lohnwachstum und damit gerät die soziale Akzeptanz der Globalisierung in Gefahr, was die Globalisierung damit weiter stocken oder sogar abnehmen lassen kann, was wiederum weitere Wachstumsschwäche bewirkt, usw. Genau diesen Teufelskreis würde der Protektionismus in Gang setzen. Um dies zu verhindern, ist Aufklärung über die Konsequenzen des Protektionismus nötig.

These 14: Der Protektionismus breitet sich bereits aus.

Warum aber stockt die Globalisierung bereits? Die Antwort ist simpel: Der Protektionismus breitet sich bereits in nennenswertem Umfang aus: Ein Bericht der Welthandelsorganisation (WTO) vom Juni 2016 über die handelspolitischen Entwicklungen in den G20-Staaten (Report on G20 Trade Measures) verdeutlicht, wie stark in den G20-Staaten in den letzten Jahren schon Handelsbarrieren errichtet wurden: Wie die Abbildung zeigt, wurden nach den Ergebnissen der WTO in den zurückliegenden Jahren im Schnitt pro Monat meist mehr neue Handelsbarrieren auf- als abgebaut. Die Gesamtzahl bestehender handelshemmender Maßnahmen in den G20-Staaten hat sich nach dem WTO-Bericht folglich von Mitte Oktober 2010 bis Mitte Mai 2016 von 324 auf 1.196 erhöht und damit mehr als verdreifacht.



Angesichts dieser Ergebnisse der WTO zur Handelspolitik in den G20-Staaten in den zurückliegenden Jahren überrascht es nicht, dass der Bertelsmann-Globalisierungsindex für viele der größten Volkswirtschaften einen Stillstand – wenn nicht sogar einen Rückgang – der Globalisierung anzeigt. Eine neue Welle protektionistischer Maßnahmen würde diesen Trend weiter verschärfen.

These 15: Zölle spielen für Protektionismus heutzutage nur eine Nebenrolle.

Auch wenn insbesondere im US-amerikanischen Wahlkampf viel über Schutz- und Strafzölle zu hören war, so spielen sie für Protektionismus in der Praxis heute eher eine Nebenrolle. Viel bedeutender sind die sogenannten „nichttarifären Handelshemmnisse“. Darunter versteht man eine Vielzahl von Instrumenten, die nicht mit Zöllen, Steuern oder Subventionen im Zusammenhang mit der Ein- oder Ausfuhr von Gütern zu tun haben. Dies können beispielsweise technische Normen und Standards, Umweltvorschriften oder sozialpolitische Vorschriften sein, die von ausländischen Unternehmen schwerer zu erfüllen sind als von heimischen, oder auch Obergrenzen für die Menge handelbarer Güter oder Restriktionen für die Vergabe von öffentlichen Aufträgen an ausländische Unternehmen oder sogenannte „Local-Content-Klauseln“, die verlangen, dass ein bestimmter Anteil des zu verkaufenden Endprodukts auch im Zielland hergestellt sein muss, oder auch Anti-Dumping-Gesetze. Auch Kampagnen zum Kauf lokaler Produkte oder die Kennzeichnungspflicht ausländischer Produkte gehören dazu – man denke etwa an die Einführung des „Made in Germany“ durch Großbritannien im 19. Jahrhundert zum Schutz der eigenen Wirtschaft vor Importen aus Deutschland. Gerade unter dem Deckmantel des Schutzes heimischer Konsumenten finden nationale Regierungen vielfältige Wege, um den Handel einschränken und heimische Unternehmen und Branchen schützen zu können, ohne auf Zölle zurückgreifen zu müssen.

Nichttarifäre Handelshemmnisse sind vor allem deshalb attraktiv, weil sie es ermöglichen, internationale Abkommen zu umgehen, die das Einführen bzw. Anheben von Zöllen unmöglich machen. Dazu zählen Regeln der Welthandelsorganisation (WTO) ebenso wie die in Frei-

handelsabkommen festgelegten Regeln für die beteiligten Volkswirtschaften. Wie bedeutend nichttarifäre Handelshemmnisse für die Ausbreitung des Protektionismus sind, lässt sich allein daran ablesen, wie viele handelshemmende Maßnahmen in den G20-Staaten dem oben erwähnten WTO-Bericht zufolge bereits aufgebaut werden konnten, obwohl die G20-Staaten von einer Vielzahl von Freihandelsabkommen und WTO-Regeln betroffen sind.

These 16: Etablierte Politiker der gemäßigten demokratischen Mitte spielen eine Hauptrolle bei der Einführung protektionistischer Maßnahmen.

Es braucht nicht erst die Wahl eines Donald Trump oder vergleichbare Regierungswechsel in anderen Staaten, damit protektionistische Politik umgesetzt wird. Die Forderung nach protektionistischen Maßnahmen findet man zwar vor allem in der Rhetorik populistischer Politiker und Parteien, aber dennoch spielen etablierte Politiker und Parteien der demokratischen Mitte eine Hauptrolle bei der Einführung protektionistischer Maßnahmen. Dies ist schon am Trend der letzten Jahre abzulesen. Die oben erwähnte Vervielfachung der bestehenden handelshemmenden Maßnahmen in den G20-Staaten bedurfte keiner Welle an Regierungswechseln hin zu populistischen oder nationalistischen Kräften. Auch für die Zukunft steht nicht zu erwarten, dass solche Kräfte vielerorts in Regierungsverantwortung kommen könnten. Jedoch werden sich deutliche Stimmenzuwächse für populistische Bewegungen auf die konkrete Politik der Kräfte der politischen Mitte auswirken. Um die eigene Machtstellung sichern zu können, werden die Kräfte der Mitte ihre Politik zumindest in Teilen an die Forderungen der Populisten anpassen müssen und entsprechend weitere protektionistische Maßnahmen in Teilen selbst ergreifen müssen.

Gerade die gemäßigten Kräfte der politischen Mitte dürften dabei nichttarifäre Handelshemmnisse als Mittel zum Schutz heimischer Industrien und Unternehmen vor dem globalisierungsbedingten Umbau in der Wirtschaft bevorzugen, da solche Instrumente nicht das Brechen internationaler Abkommen mit entsprechenden Verwerfungen erfordern, sondern und auch unter dem Vorwand des Verbraucherschutzes eingeführt werden können.

Was politisch zu tun ist

These 17: Kluge Politik ist nötig, um Wohlstandsgewinne durch Globalisierung dauerhaft zu sichern und Wohlstandsverluste zu vermeiden.

Wichtig ist vor allem die Erkenntnis, dass die Globalisierung mindestens zwei verschiedene Facetten hat.

Einerseits fördert sie Wachstum, führt Produktivitätszugewinne herbei, die Konsumenten, Unternehmen und Arbeitnehmern auf vielen Wegen zugutekommen, bewirkt die Expansion besonders produktiver Unternehmen und Wirtschaftszweige und schafft damit neue und vergleichsweise gut bezahlte Arbeitsplätze. Die Wohlstandszuwächse, die dadurch entstehen, sind enorm.

Aber andererseits bedeuten die durch die Globalisierung hervorgerufenen großen Umwälzungen auch, dass Arbeitsplätze in weniger produktiven Unternehmen und Branchen verlorengehen und geringqualifizierte Tätigkeiten abgebaut (und ins Ausland verlagert) werden. Trotz aller ihrer unbestritten positiven und weitreichenden Gesamteffekte schafft die Globalisierung im Einzelnen – zumindest bislang – auch Verlierer.

Der einzelne Wähler interessiert sich berechtigterweise aber weniger für die Gesamteffekte der Globalisierung, sondern vor allem für die Auswirkungen der Globalisierung, die er selbst bereits verspürt oder noch befürchtet. Wenn dann aber hinreichend weite Teile der Bevölkerung zu der Einschätzung kommen, nicht hinreichend an den globalisierungsbedingten Wohlstandszuwächsen teilzuhaben oder wenn sie sogar Wohlstandseinbußen hinnehmen müssen, während andere stark profitieren, besteht die akute Gefahr, dass die Globalisierung die notwendige gesellschaftliche Unterstützung verliert und im demokratischen Prozess rückabgewickelt wird. Das bekämen insbesondere die Globalisierungsgewinner (insbesondere höherqualifizierte Arbeitnehmer, Kapitaleigner und Unternehmenseigentümer) negativ zu spüren – schon John F. Kennedy bemerkte in seiner Rede zu seiner Amtseinführung am 20. Januar 1961:

„If a free society cannot help the many who are poor, it cannot save the few who are rich.“

Weil durch die Globalisierung das Volkseinkommen pro Einwohner in aller Regel ansteigt, sind die Wohlstandszuwächse, die die Globalisierung schafft, glücklicherweise aber groß genug, damit im Prinzip alle von ihnen profitieren könnten. Wenn die Kräfte des Marktes ein solches Ergebnis allein nicht schaffen, ist es durch kluge politische Maßnahmen also möglich, die Globalisierung so zu gestalten, dass sie – um mit Ludwig Erhard zu sprechen – mehr „Wohlstand für alle" bringt, so dass sich im demokratischen Prozess keine protektionistischen Tendenzen durchsetzen und zusätzliche Wohlstandszugewinne aus weiterer Globalisierung realisiert werden können. Derartige Maßnahmen müssten versuchen, …

- … Arbeitnehmern die Angst vor globalisierungsbedingten Umwälzungen zu nehmen und sie für den Umgang mit diesen zu stärken.
- … die Volkswirtschaft flexibler in der Anpassung an Erfordernisse der Globalisierung zu machen und sie gezielt nach diesen umzubauen.
- … auseinanderstrebenden Einkommensentwicklungen entgegenzuwirken, um den sozialen Zusammenhalt zu sichern.

Im Laufe unserer Ausführungen haben wir schon viele derartige Maßnahmen genannt. Dazu zählten:

- ausreichende soziale Absicherung gegen Beschäftigungsverlust
- verstärkte Aufklärung über die Effekte der Globalisierung
- arbeitsmarktpolitische Maßnahmen zur Erleichterung des Wechselns des Arbeitsplatzes
- massiv verstärkte Investitionen in Bildung und Weiterbildung und freier Zugang zu Bildung
- verstärkte Anstrengungen zu Gewinnbeteiligungen von Arbeitnehmern und zur Kapitalbildung von Arbeitnehmern sowie mehr Aufklärung über Kapitalmarktanlagen
- wachstumsfördernde Wirtschaftspolitik

Viele dieser Maßnahmen wirken aber erst langfristig. Kurzfristig können daher weitere Maßnahmen für einen sozialen Ausgleich zwischen Globalisierungsgewinnern und -verlierern erforderlich sein. Dabei ist jedoch viel Fingerspitzengefühl geboten, da viele Globalisierungsverlierer nicht das Gefühl haben möchten, nur durch „Almosen" ihren Lebensstandard halten zu können. Deshalb und vor allem auch weil sie die Probleme grundsätzlicher angehen, sind die strukturellen Maßnahmen aus unserer Auflistung zu bevorzugen.

Politische Versäumnisse bei den genannten Maßnahmen in der Vergangenheit sind in vielen Staaten mitverantwortlich für das schlechte Image der Globalisierung und für das Erstarken von Nationalismus und Protektionismus. Hier besteht teils erheblicher Nachholbedarf. Zum Beispiel geben die USA nach Zahlen des „Economist" nur 0,1 % ihres BIP für Maßnahmen zur Umschulung von Arbeitnehmern und für Hilfestellungen bei der Findung neuer Jobs aus.

Die US-Handelspolitik unter Donald Trump

Im Wahlkampf hat Donald Trump eine Vielzahl von handelspolitischen Maßnahmen angekündigt. Dazu zählen unter anderem Handelshemmnisse für die Einfuhr insbesondere chinesischer und mexikanischer Erzeugnisse, ein Stopp des geplanten pazifischen Freihandelsabkommens TPP und eine Neuverhandlung des schon bestehenden nordamerikanischen Freihandelsabkommens NAFTA. Auch mit neuen Impulsen für die Verhandlungen zum transatlantischen Freihandelsabkommen TTIP ist seitens der Trump-Administration eher nicht zu rechnen. Wird die Handelspolitik des neuen Präsidenten aber tatsächlich so protektionistisch werden wie im Wahlkampf angedeutet?

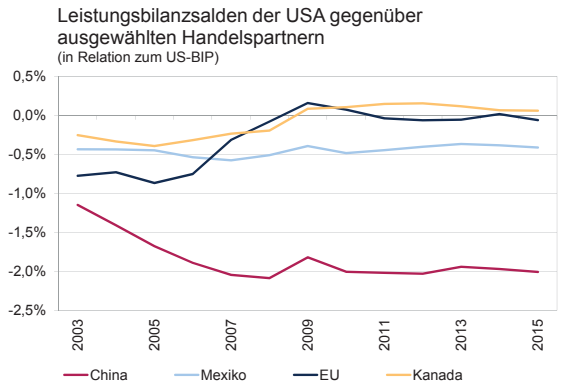
> These 18: Protektionistische Maßnahmen werden kommen, sich aber im Wesentlichen nur gegen China und Mexiko richten.

Wir gehen davon aus, dass Donald Trump protektionistische Maßnahmen ergreifen wird, weil er Wahlkampfversprechen zum Schutz der heimischen Wirtschaft zumindest in Teilen einlösen muss. Die Ernennung Peter Navarros, eines handelspolitischen Hardliners und scharfen Gegners der bisherigen US-Handelspolitik gegenüber China, zum Chef des neu geschaffenen Nationalen Handelsbeirats (National Trade Council) im Weißen Haus setzt ein klares Zeichen, dass Trump die

Handelspolitik gegenüber China tatsächlich deutlich ändern wird.

Bisher hat Donald Trump seine handelspolitischen Drohungen auf China und Mexiko beschränkt. Im Wahlkampf hat er Zölle von 45 % gegenüber China und 35 % auf mexikanische Waren angekündigt. Handelsbeschränkungen gegenüber Europa waren bisher kaum ein Thema.

Ein Blick auf die Leistungsbilanzen der USA im Verhältnis zu ihren Nachbarn Kanada und Mexiko sowie zur EU und China verdeutlicht, dass die Leistungsbilanzen mit Kanada und der EU in etwa ausgeglichen sind, aber gegenüber China und Mexiko erhebliche Leistungsbilanzdefizite bestehen. Dies ist das Hauptargument, warum die beiden Staaten von Trump als unfaire Handelspartner eingestuft werden. Mexiko und China wären damit die vielversprechendsten Ziele zur Reduzierung des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits.



Überdies sind die Waren, die die USA mit Europa und Kanada handeln, nahezu identisch. Der Vorwurf, dass ganze Industrien ins Ausland abwandern, trifft anders als im Fall Chinas und Mexikos folglich auf Europa und Kanada nicht zu. Wenn man zum Beispiel auf die fünf Sektoren blickt, in denen Deutschland 2015 die höchsten Exporte in die USA hatte (Kraftfahrzeuge/Landfahrzeuge, Maschinen/Apparate, Pharmazeutische Erzeugnisse, elektrotechnische Erzeugnisse, Präzisionsinstrumente), die allein 75 % des deutschen Exports in die USA ausmachten, stellt man fest, dass dies auch genau die fünf Sektoren sind, in denen Deutschland am meisten aus den USA importierte. Außerdem sind die Lohnunterschiede und Produktionskosten zwischen den USA und Europa vergleichsweise gering, und es gibt kaum US-Unternehmen, die in Europa für den heimischen Markt produzieren.

Zudem wäre es für die USA verhandlungstaktisch unklug, gleichzeitig mit allen Handelspartnern Konflikte einzugehen. Die Bedeutung der EU und Kanadas mit 21,3 % bzw. 18,7 % der Gesamtexporte der USA ist darüber hinaus noch größer als die von Mexiko (15,7 %) oder China (7,7 %). Folglich haben die USA gegenüber Kanada und der EU keine überlegene Verhandlungsposition. Wir erwarten deshalb, dass sich der Protektionismus vor allem auf China und Mexiko konzentriert, aber Europa nicht direkt betreffen wird.

These 19: Die protektionistischen Maßnahmen der USA werden moderater als angekündigt, aber dennoch spürbar ausfallen.

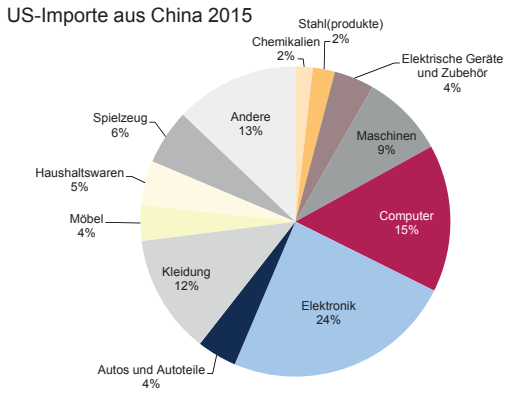
Die Richtlinien der Welthandelsorganisation (WTO) setzen enge Obergrenzen für Zölle, die Sätze von 35 % oder 45 %, von denen im Wahlkampf die Rede war, nicht zulassen würden. Um dauerhaft so hohe Zölle erheben zu können, müssten die USA entweder aus der WTO austreten oder einen neuen WTO-Status aushandeln. Beides kann nicht im Interesse der USA sein, da dadurch schlagartig rund um den Globus Exportmärkte für US-Unternehmen wegbrechen oder hohe Zölle auf US-Exporte erhoben werden würden. Außerdem würde das Aushandeln eines neuen WTO-Status wegen des Meistbegünstigungsprinzips, das eine der Grundfesten der WTO darstellt, bedeuten, dass die USA ihre höheren Zölle auch gegenüber allen anderen WTO-Mitgliedern, mit denen keine präferentiellen Handelsabkommen bestehen, einführen müssten. Dazu würde auch die EU gehören.

Donald Trumps handelspolitische Vorstellungen stehen zudem nicht in Einklang mit einer langen republikanischen Tradition, die dem globalen Handel positiv gegenübersteht. Somit ist damit zu rechnen, dass der republikanisch dominierte Kongress darauf achten wird, dass sich Trumps handelspolitische Vorhaben mit WTO-Statuten vereinbaren lassen und weiterhin einen guten Zugang von US-Unternehmen zu vielen wichtigen Exportmärkten (außer China und Mexiko) gewährleisten. Außerdem befinden

sich auch bekennende Freihandelsbefürworter wie Gary Cohn als Chef des Nationalen Wirtschaftsrats (National Economic Council) in Trumps engstem Beraterteam.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass Donald Trump vor allem die WTO-Anti-Dumping-Regeln nutzen wird, um Zölle für chinesische und mexikanische Produkte durchzusetzen. Diese Regeln erlauben es, unter dem Dach der WTO temporär hohe Zölle in einzelnen Branchen einzuführen. Die Regeln besagen, dass ein Land Zölle erheben darf, wenn ein Exporteur zu tieferen Preise exportiert, als er in seinem Heimatmarkt verlangt. Die Anti-Dumping-Regeln werden bereits relativ häufig von WTO-Mitgliedsländern genutzt. Für die USA wäre es deshalb vergleichsweise einfach, auf Basis dieser Regelungen gegen China vorzugehen.

Entsprechend rechnen wir damit, dass Trump die Zölle auf einzelne Branchen begrenzen wird. Dabei würden die USA voraussichtlich diejenigen Branchen durch Protektionismus schützen, in denen zuletzt immer mehr Produktion in das Ausland verlagert wurde und so durch zunehmende Importe die heimische Produktion verdrängt hat. Da Trumps Politik explizit darauf abzielt, Jobs in die USA zurückzuholen, wird er diese Branchen besonders im Auge haben. Dazu zählen die Automobil-, Luftfahrt-, Pharma-, Technologie-, Textil-, Elektronik- und Möbelindustrie. Die Grafik zeigt, dass diese Branchen im Jahr 2015 auch einen hohen Anteil an den US-Importen aus China ausmachten. Mit protektionistischen Maßnahmen muss also gerade hier gerechnet werden.



Donald Trump hat ebenfalls angekündigt, nach seiner Amtseinführung China sofort als Währungsmanipulator einzustufen. Dies hätte aber wahrscheinlich wenig Folgen. Zunächst müssten gemäß US-Recht ein Jahr Verhandlungen mit China geführt werden, um die mutmaßliche Währungsmanipulation zu stoppen. Erst dann könnten die USA Vergeltungsmaßnahmen ergreifen. Die WTO hat zudem keine Regelungen getroffen, um wirksam gegen ein Land vorzugehen, das seine Währung manipuliert. Im Rahmen der WTO-Verträge können die USA somit nicht gegen eine vermeintliche Währungsmanipulation von China vorgehen. Schließlich ist der Renminbi effektiv gegenüber dem US-Dollar nicht mehr unterbewertet, was sich an den schwindenden Devisenreserven Chinas erkennen lässt. Die Argumentation für eine weitere Abwertung dürfte für die USA daher sehr schwierig sein.

These 20: Gegenmaßnahmen Chinas und Mexikos werden kommen, aber weniger stark ausfallen.

Allein schon aus Angst vor politischem Gesichtsverlust ist davon auszugehen, dass China und Mexiko es nicht tatenlos hinnehmen werden, von den USA mit Zöllen belegt zu werden. Äußerungen aus chinesischen Regierungskreisen deuten auch unmissverständlich darauf hin, dass China protektionistische Maßnahmen der USA entsprechend beantworten wird.

China könnte gezielt für einige Warengruppen Zölle einführen, die die USA besonders treffen würden. Auch eine Abwertung des Renminbi als Gegenmaßnahme liegt nahe, die die Effekte der US-Zölle auf Waren aus China unterminieren würde und der chinesischen Wirtschaft zusätzlich Wettbewerbsvorteile gegenüber US-Konkurrenten in Drittländern bringen könnte. China könnte schließlich dadurch Druck ausüben, dass es bei wichtigen Technologiebauteilen, bei denen es eine starke Marktposition hat, die USA nicht mehr beliefert. Dadurch könnten Produktionsketten der US-Technologiehersteller durchbrochen werden. Auch sind die USA auf die Lieferung seltener Erden angewiesen, für die China ein Quasi-Fördermonopol besitzt.

Ein Risiko bei diesen Gegenmaßnahmen ist, dass die chinesischen und/oder mexikanischen Handelsbeschränkungen weitere Maßnahmen der USA provozieren könnten. Auch wenn viel dafür spricht, dass

Trump nicht alles umsetzen wird, wovon im Wahlkampf die Rede war, ist ein Handelskrieg daher nicht ganz auszuschließen. Aus ähnlichen Gründen wie die USA können China und Mexiko allerdings selbst kaum ein Interesse daran haben, mit zu hohen Zöllen zu antworten, denn auch Mexiko und China könnten wirtschaftlich und gesellschaftlich stark unter einem Handelskrieg leiden.

Zusammenfassend rechnen wir mit folgendem konkreten Szenario für die US-Handelspolitik unter Donald Trump:

- Protektionistische Maßnahmen der USA werden kommen.
- Die Maßnahmen beschränken sich auf China und Mexiko, aber nicht gegen Europa.
- Zölle werden nur in einzelnen Branchen eingeführt.
- Dazu werden die WTO-Anti-Dumping-Regeln genutzt.
- Die Zölle werden geringer sein, als im Wahlkampf angekündigt.
- China und Mexiko werden Gegenmaßnahmen ergreifen.
- Die Gegenmaßnahmen werden begrenzt sein.

These 21: Die konjunkturellen Auswirkungen des Protektionismus in den USA werden begrenzt bleiben. Langfristig werden sie allerdings das Wachstum belasten. Einzelne Sektoren verspüren hingegen deutliche Auswirkungen des US-Protektionismus.

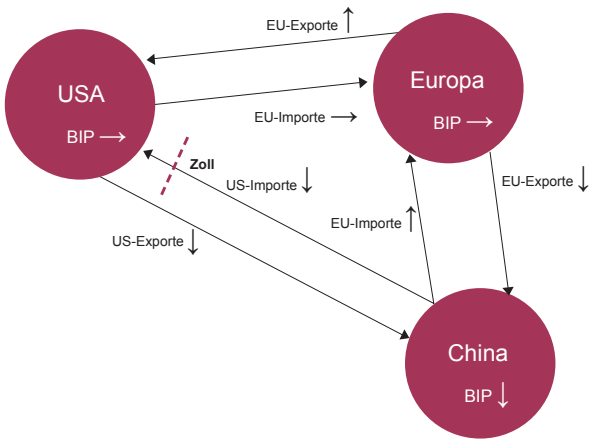
Kurzfristig rechnen wir nicht mit starken Auswirkungen der Handelspolitik Trumps auf Weltwirtschaft und Konjunktur. Die Wirkung handelspolitischer Maßnahmen entfaltet sich nämlich größtenteils erst mittel- und längerfristig, so dass kurzfristig andere Entwicklungen in der Weltwirtschaft und auch in der US-Politik, wie etwa Trumps angekündigte Steuersenkungen und Infrastrukturinvestitionen, für die Konjunktur bedeutsamer sind. Zudem gehen wir entsprechend unserem Szenario von protektionistischen Maßnahmen aus, die im Umfang, in der Anzahl der Länder, die sie zu spüren bekommen, und in der Anzahl der Branchen, die sie betreffen, begrenzt sind. Auch deshalb ist das zu erwartende Ausmaß der Effekte des Protektionismus auf die Konjunktur kurzfristig gering.

Da die Wirkungen handelspolitischer Maßnahmen sich vor allem längerfristig zeigen, ist auf Dauer gemäß unserem moderaten Szenario mit einem leichten Rückgang beim Wachstum sowohl in den USA als auch in den vom Protektionismus betroffenen Ländern wie China und Mexiko und – über eine verringerte Nachfrage aus den USA und diesen Ländern – auch in Drittländern zu rechnen.

Während diese langfristigen Auswirkungen auf das BIP für alle Länder eindeutig negativ sind, könnte das BIP in den USA in der Theorie kurzfristig vom Protektionismus sogar noch leicht profitieren. Dies liegt daran, dass sich die sogenannten „Terms of Trade“, d.h. die Handelsbedingungen in Form der relativen Preise im Welthandel, für die USA durch Protektionismus zumindest solange verbessern, bis die betroffenen Staaten Gegenmaßnahmen einleiten. Diese vorübergehende Verschiebung der Handelsbedingungen zugunsten der USA könnte gemäß einer Analyse der Canadian National Bank bei Einführung von US-Zöllen auf alle Güter gegen China und Mexiko ohne Gegenmaßnahmen einen zeitlich begrenzten konjunkturellen Aufschwung in den USA bewirken. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die US-Konjunktur zum einen wegen der nur auf einzelne Branchen möglichen Einführung von Zöllen und zum anderen wegen der wahrscheinlichen Gegenmaßnahmen auch kurzfristig bestenfalls neutral entwickeln wird.

Die Grafik illustriert die Verschiebung der Handelsströme, die mit diesem Terms-of-Trade-Effekt in der Übergangszeit einhergehen, bevor die Handelspartner der USA selbst mit protektionistischen Maßnahmen antworten.

US-Protektionismus – kurzfristig



Obwohl wir die negativen konjunkturellen Auswirkungen des Szenarios, das wir für das wahrscheinlichste halten, im Umfang als eher gering (oder im Fall der USA zumindest kurzfristig sogar als neutral) einschätzen, darf man nicht vergessen, dass protektionistische Maßnahmen von nennenswertem Umfang erheblichen Schaden für Konjunktur und Wachstum anrichten können. Sollte der handelspolitische Konflikt, den Donald Trump unweigerlich suchen wird, also entgegen unseren Erwartungen doch eskalieren, so muss gerade längerfristig mit deutlichen Wachstumseinbußen gerechnet werden. Von der Unsicherheit über Trumps weiteres Vorgehen gehen damit bedeutende Risiken für die Weltwirtschaft aus, die man in den kommenden Monaten und Jahren im Auge behalten muss.

Einzelne Branchen werden allerdings auch in dem vergleichsweise moderaten Szenario, das wir für das wahrscheinlichste halten, vom Protektionismus deutlich betroffen sein. Eine Studie des Münchener ifo-Instituts (Felbermayr, Gabriel und Marina Steininger, Wie gefährlich ist die angekündigte Handelspolitik von Donald Trump, 2016) gibt Aufschlüsse darüber, welche sektoralen Effekte besonders bedeutend sein werden. Von US-Zöllen gegenüber Kanada und Mexiko (etwa im Rahmen einer Aufkündigung von NAFTA) würde der Textilsektor in den USA profitieren. Von Zöllen gegenüber China und Mexiko würden nach der Studie Elektronik und Industriegüter in den USA profitieren. Allerdings würde die Automobilbranche in den USA negative Konsequenzen von jeglicher Art von Zöllen verspüren, da diese höhere Preise von importierten Komponenten bedeuteten, die die Autopreise in den USA erhöhten, so dass der Gesamtabsatz sänke.

Der Elektroniksektor in Deutschland wird vom ifo-Institut in verschiedenen Szenarien als ein Gewinner von US-Protektionismus gesehen. Nach der Studie würden Automobilbau und Maschinenbau in Deutschland von US-Zöllen gegenüber China und Mexiko ebenfalls profitieren. Die Gründe dafür liegen in Handelsumlenkungseffekten: Wenn China und die USA weniger miteinander handeln, verlagern sie Teile ihrer internationalen Geschäfte auf andere Handelspartner wie Deutschland. Außer den drei genannten Sektoren werden alle anderen Sektoren in Deutschland vom ifo-Institut jedoch als Verlierer von US-Protektionismus eingeschätzt, was mit den langfristig negativen gesamtwirtschaftlichen Effekten des Protektionismus und der damit sinkenden Gesamtnachfrage in den USA und China zu tun hat.

An den Aktienmärkten werden die Auswirkungen des US-Protektionismus unserem Szenario folgend angesichts der im Jahr 2017 begrenzten gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen insgesamt überschaubar bleiben. Da einzelne Branchen jedoch voraussichtlich stark von Protektionismus betroffen sein werden, könnten einzelne Aktientitel oder Branchen am Aktienmarkt deutliche Konsequenzen zu spüren bekommen. Die Aktienmärkte preisen Risikoabschläge für potenziell betroffene Branchen ein. Die US-Handelspolitik unter Donald Trump führt tendenziell auch zu steigenden Inflationsraten. Aber auch die Auswirkungen auf die Inflation und die Zinsen bleiben angesichts unseres moderaten Szenarios für Trumps tatsächliches Vorgehen begrenzt. In unseren ausführlichen Analysen zu den Aktien-, Devisen-, Renten- und Rohstoffmärkten in diesem Jahresausblick gehen wir auf das Thema US-Protektionismus im Kontext der einzelnen Vermögensklassen nochmals detailliert ein.

Die zukünftige Handelspolitik der EU

These 22: Es besteht wenig Anlass zu Optimismus für die weitere Handelspolitik der EU.

Die fiskalischen Impulse der Trump-Administration dürften auch dazu führen, dass der transatlantische Handel trotz diverser zu erwartender neuer Handelshemmnisse auf US-Seite weiter wachsen wird. Eine Hinauszögerung oder gar ein Stopp von TTIP wird keinen Einbruch im transatlantischen Handel bedeuten, sondern stellt eher eine verpasste Chance dar, den Handel und damit den Wohlstand im Allgemeinen auf beiden Seiten des Atlantiks auf ein neues Niveau zu heben: Einer entsprechenden Studie des Münchener ifo-Instituts (Felbermayr, Gabriel, Benedikt Heid und Mario Larch, TTIP: Small Gains, High Risks 2014) zufolge würde TTIP einen Anstieg beim realen Einkommen von 3,9 % in der EU und von 4,9 % in den USA bedeuten, was für die EU einen Einkommenszuwachs von 1.118 Euro pro Kopf und Jahr hieße.

Allerdings könnte ein geopolitischer Aspekt noch zu einem Umdenken Washingtons in Sachen TTIP führen. Bei

diesem Abkommen geht es ebenso wie bei dem transpazifischen Pendant TPP nicht zuletzt auch um die Frage, wer künftig Standards im Welthandel setzt. TTIP und das transpazifische Abkommen TPP, das China ausschließt, wären dabei ein bedeutender Schritt zur Durchsetzung „westlicher“ Standards im Welthandel des 21. Jahrhunderts. Gerade Fortschritte bei den Bestrebungen um das asiatische Freihandelsabkommen RCEP, das mit China, Japan, Indien, Indonesien und Südkorea auch die bedeutendsten Volkswirtschaften Asiens umfasst, aber nicht über den Pazifik reicht, könnten die Trump-Administration noch zu einem Umdenken bewegen.

Da die EU intern bereits viel Potenzial für Wohlstandszuwächse durch Handel gehoben hat, nehmen Freihandelsabkommen der EU mit anderen Staaten eine zentrale Rolle für die Handelspolitik ein. Aktuell bestehen etwa 40 Freihandelsabkommen der EU mit Drittstaaten wie zum Beispiel mit Südkorea, Mexiko, Chile oder der Türkei. Zwar laufen neben den USA mit vielen anderen Ländern Verhandlungen zu Freihandelsabkommen. Dazu zählen zum Beispiel Japan, Malaysia, die Philippinen, Indonesien oder einige Staaten des südamerikanischen Handelsbündnisses Mercosur. Rasche Erfolge dieser Verhandlungen sind aber nicht absehbar. Andere Verhandlungen, wie etwa mit Singapur oder Vietnam, sind ähnlich wie die zum Abkommen mit Kanada (CETA) bereits abgeschlossen, aber die entsprechenden Abkommen sind noch nicht in Kraft getreten. Gerade die Tatsache, dass CETA im Herbst 2016 fast am Veto der belgischen Region Wallonien gescheitert wäre, zeigt, dass es vom Abschluss der Verhandlungen bis zum Inkrafttreten eines Abkommens ein weiter Weg ist, bei dem die Interessen vieler europäischer Regionen und Interessengruppen in Einklang zu bringen sind.

Auf die EU kommt im Zuge des Brexits zudem die Neuregelung der Handelsbeziehungen zu Großbritannien zu. Auf dieses Thema gehen wir an anderer Stelle näher ein. Ebenso werden wir an anderer Stelle genauer auf die interne Situation in der EU und insbesondere auf die Frage eingehen, inwiefern von den anstehenden (Neu-)Wahlen in Frankreich und Italien eine Gefahr für das europäische Projekt und seine handelspolitischen Errungenschaften (Binnenmarkt, Euro, usw.) und die damit zusammenhängenden Wohlstandsgewinne ausgeht.

Fazit und Ausblick

Vielerorts hat sich der Protektionismus schon in den letzten Jahren verdeckt ausgebreitet und begonnen die Globalisierung auszubremsen. Der in vielen Ländern zu beobachtende politische Stimmungswechsel hin zu Nationalismus wird diesen Trend zu protektionistischen Maßnahmen und den Versuch, die Globalisierung rückgängig zu machen, weiter beschleunigen. Vor allem in Großbritannien und in den USA hat sich mit dem Brexit bzw. der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten eine ganz neue Dynamik in dieser Richtung entwickelt. Ob es zu ausgeprägten Handelskriegen mit deutlich negativen Folgen für das Weltwirtschaftswachstum kommen wird, ist nicht abzusehen, jedoch werden höchstwahrscheinlich viele kleine Maßnahmen vor allem aus dem nichttarifären Bereich in wichtigen Volkswirtschaften eine empfindliche Wirkung entfalten.

Kurzfristig wird sich der zunehmende Protektionismus nicht maßgeblich auf die Weltkonjunktur auswirken. Allerdings werden einzelne Branchen auch schon sehr zeitnah deutlich betroffen sein. Zudem wird der Protektionismus in den entwickelten Volkswirtschaften für zunehmenden Inflationsdruck sorgen und damit Staatsanleihen unter Druck setzen. Langfristig werden auch Auswirkungen auf Wachstum und Unternehmensgewinne zu spüren sein, da der Protektionismus die Produktivitätssteigerungen und Effizienzgewinne, die die Globalisierung gebracht hat, gefährdet. Dementsprechend wird der Protektionismus gerade langfristig die wirtschaftlichen Probleme, aus denen er erwächst, nur verstärken anstatt sie zu lösen, so dass mit einem Anhalten der Globalisierungsskepsis vieler Wähler zu rechnen ist und dies Populisten auf längere Zeit einen fruchtbaren Boden für ihre Parolen erhalten sollte.

Eine nachhaltige Besserung der Lage kann nur von der notwendigen Erkenntnis ausgehen, dass die Globalisierung zwar insgesamt immense Wohlstandszuwächse bringt, aber dass der Markt nur im Zusammenspiel mit gezielten politischen Maßnahmen dafür sorgt, dass auch breite Teile der Wählerschaft Anteil an diesen Wohlstandszugewinnen haben. Bei solchen Maßnahmen besteht teils erheblicher Nachholbedarf. Ein Verbessern der Globalisierung in diesem Sinne würde allen

mehr helfen als eine Rückabwicklung durch Protektionismus.

Obwohl an vielen Schauplätzen noch gar nicht klar ist, zu wie viel Protektionismus es überhaupt kommen wird, und obwohl sich protektionistische Maßnahmen nach ihrer Umsetzung erst mit Verzögerung auf die Konjunktur auswirken, ist es für den Anleger von großer Wichtigkeit, sich bereits jetzt genau mit den Auswirkungen des sich abzeichnenden globalen Anstiegs des Protektionismus auseinanderzusetzen. An den Kapitalmärkten reicht oftmals schon die Ankündigung oder auch die bloße Erwartung von Maßnahmen, um zu einer deutlichen Reaktion zu führen. Kapitalmärkte nehmen folglich die Auswirkungen des Protektionismus vorweg und daher ist es für den Anleger wichtig, den allgemeinen Trend zu verstärktem Protektionismus bei seinen Entscheidungen im Hinterkopf zu haben und die Auswirkungen protektionistischer Maßnahmen konsequent durchdacht zu haben, noch bevor diese überhaupt umgesetzt werden.

EUROPAPOLITIK

Europa vor der Bewährungsprobe

Europa steht im Jahr 2017 vor einer großen Bewährungsprobe. Die Europäische Union befindet sich von innen durch den Aufstieg links- und rechtspopulistischer Parteien unter großem Druck. Aber auch von außen werden Spannungen in die EU getragen. Die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten, das Wiedererstarken Russlands sowie die Zuwanderung zahlreicher Flüchtlinge verunsichern die Menschen und machen sie anfällig für einfache Politikangebote, die den Liberalismus in Europa bedrohen.

Im Jahr 2017 gibt es in Europa zahlreiche politische Ereignisse, die Gefahren bergen und Auswirkungen auf die Kapitalmärkte haben können. Schlimmstenfalls könnten politische Unruhen im Umfeld der wahrscheinlichen Neuwahlen in Italien den Euro erneut in Frage stellen. Aus diesem Grund möchten wir in diesem Kapitel versuchen, durch eine tiefgehende Analyse der potentiellen Krisenherde die bestehenden Ängste besser zu verstehen.

Viele Anleger machen sich vor allem Sorgen um ein Ausscheiden Italiens aus dem Euroraum. Wir beleuchten daher die ökonomische Situation in dem Land und zeigen auf, dass Italien zwar Probleme hat, die aber durch Reformwillen zu lösen und nicht alleine am Euro festzumachen sind. Wir diskutieren zudem die politische Lage und stellen dar, welche Schritte notwendig wären, bevor das Land den Euroraum verlassen würde. Die Hürden und Kosten hierfür wären viel höher, als es die meisten erwarten. Zudem erörtern wir die Probleme im italienischen Bankensektor, für die sich im Jahr 2017 eine Lösung abzeichnet.

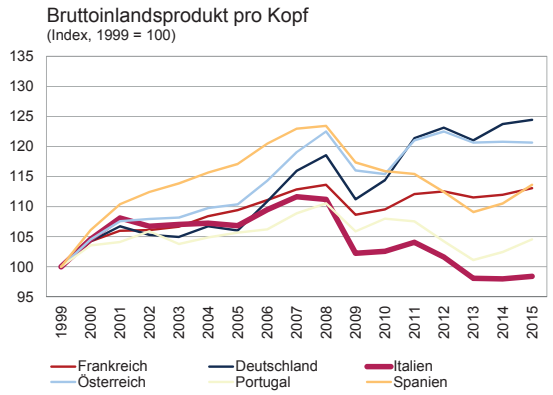
Daran anschließend erläutern wir, wie der weitere politische Prozess zwischen Großbritannien und der EU ablaufen könnte. Die Modalitäten des Austritts des Landes aus der europäischen Gemeinschaft dürften eine hohe Relevanz für die Kapitalmärkte haben.

Als letzten Punkt beleuchten wir die politische Lage in Frankreich rund um die Präsidentschaftswahl im kommenden April und Mai.

Italien

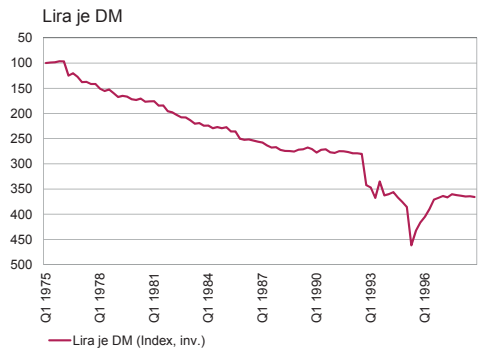
These 1: Ein Euro-Austritt Italiens würde der italienischen Wirtschaft statt eines nachhaltigen Wachstums nur die „alten“ Probleme wie eine hohe Inflation und eine wachsweiche Währung zurückbringen.

Die Situation der italienischen Wirtschaft ist besorgniserregend. Ein Blick auf die Entwicklung des BIP pro Kopf seit 1999 zeigt, dass die italienische Volkswirtschaft im Ergebnis sogar geschrumpft ist. Bis zur Finanzmarktkrise 2008 ist Italien zwar auch in den ersten Jahren des Euro in ähnlichem Maße wie Deutschland und Frankreich gewachsen. Die Finanzmarktkrise hat jedoch alle Volkswirtschaften in Europa massiv getroffen und Italien hat sich als einzige unter den großen Volkswirtschaften der Eurozone nicht von diesem Rückschlag erholt. Im Zuge der Staatsschuldenkrise musste Italien zudem noch weitere Einbußen beim Pro-Kopf-Einkommen verzeichnen.



Selbst wenn man naiverweise glauben würde, dass ein Euro-Austritt Italiens nicht mit erheblichen wirtschaftlichen Problemen verbunden wäre, wären kaum positive Konsequenzen für das italienische Wirtschaftswachstum zu erwarten. Dies liegt daran, dass eine Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit durch eine Abwertung der Währung nur einen Basiseffekt hat, nicht aber dauerhaft zu wirtschaftlichem Wachstum beiträgt. Das bedeutet, dass das BIP infolge einer einmaligen Abwertung im besten Fall um ein paar Punkte nach oben springt. Allerdings würde es von dort ohne weitere Abwertungen nicht weiter wachsen. Um mittels Abwertungen dauerhaftes Wachstum zu kreieren, müsste Italien

seine Währung also beständig weiter abwerten, wie es bereits unter der Lira der Fall war.



Dies würde der italienischen Wirtschaft aber ein „altes" Problem zurückbringen. Da Währungsabwertungen über höhere Importpreise unweigerlich mit Inflation einhergehen, würde diese definitiv zurückkehren, sobald Italien den Euro verließe und die Lira wieder abzuwerten begänne, um Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. Gerade in den 1970er und 1980er Jahren hatte die Inflation in Italien schwindelerregende Höhen erreicht und blieb mit etwa fünf Prozent auch in der ersten Hälfte der 1990er Jahre vergleichsweise hoch. Dies änderte sich mit der Einführung des Euro im Januar 1999, wodurch die Geldpolitik von der Europäischen Zentralbank übernommen wurde, die nach dem Vorbild der Bundesbank geschaffen wurde, die international für Preisstabilität und Glaubwürdigkeit angesehen war.

Hohe Inflation ist aus mehreren Gründen problematisch. Einerseits schadet sie über Preissteigerungen den Konsumenten. Der italienische Konsum würde also leiden und damit die Binnennachfrage, was negativ für die Konjunktur ist. Andererseits schadet Inflation aber auch den Unternehmen, da sie Importe insbesondere von Rohstoffen durch die Abwertung der Währung teurer macht und damit den Gewinn an Wettbewerbsfähigkeit durch Abwertung zumindest teilweise wieder aufzehrt. Zudem müssen Unternehmen bei hoher Inflation die Preisaufschläge auf ihre Stückkosten erhöhen, damit sie ausreichende Einnahmen generieren, um die durch Inflation steigenden Kreditzinsen zahlen zu können. Höhere Preisaufschläge wirken aber hemmend auf die Wirtschaft.

Mit Abwertungen und Inflation würden auch das Wechselkurs- und das Zinsrisiko wieder zurückkehren. Das Wechselkursrisiko würde vor allem den Handel Italiens mit den verbleibenden Euro-Ländern hemmen. Dieser Effekt würde durch die Transaktionskosten verstärkt, die bei den Währungsgeschäften zum Tragen kämen, da sie nach einem Euro-Austritt im Handel Italiens mit den verbliebenen Euro-Ländern wieder anfielen. Über 20 % der Exporte Italiens gehen jedoch allein nach Deutschland und Frankreich. Schließlich spielen erhöhte Zins- und Wechselkursrisiken auch eine Rolle für die Bereitschaft von internationalen Investoren, Kapital in Italien anzulegen. Mangelnde Investitionsbereitschaft aus dem Ausland würde den nötigen Strukturwandel in der italienischen Wirtschaft zusätzlich erschweren.

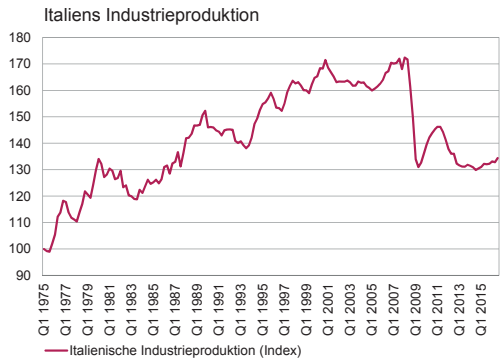
Wer mit einem Euro-Austritt Italiens liebäugelt, sollte neben den Risiken durch Staatsbankrott und Bankenpleiten, die wir weiter unten beleuchten, auch diese „alten" Probleme nicht außer Acht lassen, die maßgeblich zu Italiens Entscheidung zur Mitgliedschaft im Euro beitrugen. Zudem wäre es naiv zu glauben, dass Italien nach einem Euroaustritt und Abwertung der Lira überhaupt mehr exportieren könnte. Die Finanzierung von Exporten erfordert nämlich Kredite, aber mit einem nach einem Euro-Austritt zusammengebrochenen Bankensystem und einer langjährigen Trennung Italiens von internationalen Kapitalmärkten ist fraglich, woher diese kommen sollen.

Schließlich ist es zweifelhaft, dass die italienischen Exporte überhaupt auf einem zu niedrigen Niveau sind. Das Verhältnis von Exporten zum BIP in Italien befand sich nach Daten der Weltbank im Jahr 2015 mit 30,1 % auf einem ähnlichen Niveau wie das Frankreichs (30,0 %) oder

Großbritanniens (27,2 %), das über eine eigene Währung verfügt. Zwar wies Deutschland mit 46,8 % im Jahr 2015 einen erheblich höheren Wert auf, aber in den USA und in Japan lag der Wert mit 12,6 % bzw. 17,9 % noch deutlich niedriger.

These 2: Die wichtigste Ursache der Wachstumsschwäche in Italien ist die schwache Entwicklung der italienischen Industrie.

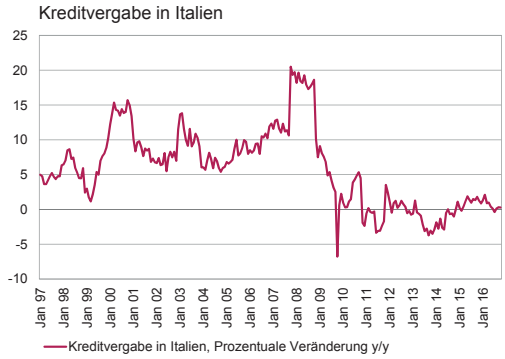
Langfristig bestimmt die Angebotsseite das wirtschaftliche Wachstum. Nachhaltiges Wachstum beim BIP pro Kopf kann daher nur durch eine Erhöhung der Produktivität oder durch Investitionen in den Kapitalstock einer Volkswirtschaft entstehen. Das Produzierende Gewerbe nimmt dabei eine Schlüsselrolle ein. Beim Anteil des Verarbeitenden Gewerbes belegt Italien unter den großen Volkswirtschaften in der EU hinter Deutschland Rang zwei. Das Produzierende Gewerbe trägt ca. 19 % zur Bruttowertschöpfung der italienischen Volkswirtschaft bei. Italien verfügt damit über eine sehr breite industrielle Basis. Dies sind gute Voraussetzungen für permanentes wirtschaftliches Wachstum.



Allerdings hat sich die italienische Industrie zuletzt nicht gut entwickelt: Die Industrieproduktion ist im Zuge der globalen Finanzkrise um das Jahr 2008 massiv eingebrochen und stagniert seither auf einem Niveau, das bereits in den 1980er Jahren erreicht worden war.

These 3: Die schwache Entwicklung der italienischen Industrie hat strukturelle Gründe, die nichts mit der Währung zu tun haben.

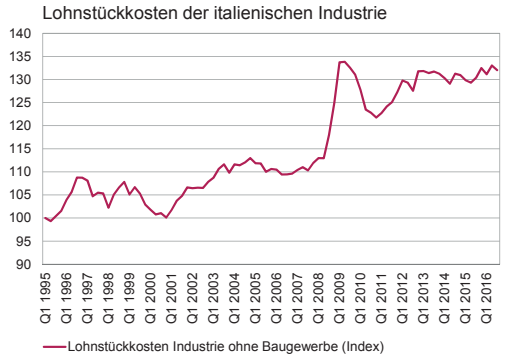
Der Einbruch der Wirtschaft und besonders der Industrie Italiens um das Jahr 2008 resultierte aus einer erheblichen Verringerung der Kreditvergabe italienischer Banken (und ausländischer Banken) wegen der dramatischen Lage im globalen Finanzsystem. Auch hat sich seither die Kreditvergabe nicht bedeutend verbessert, da gerade das italienische Finanzsystem im internationalen Vergleich weiterhin mit großen Problemen zu kämpfen hat. Die monatlichen Wachstumsraten bei der Kreditvergabe, die vor der Finanzkrise das italienische Wachstum ermöglichten und viele strukturelle Probleme in der italienischen Wirtschaft überdeckten, wurden seit der Finanzkrise nicht annähernd wieder erreicht. Eine wichtige Voraussetzung, um wieder dorthin zu kommen, wäre eine nachhaltige Sanierung des italienischen Bankensektors.



Die Probleme im Bankensektor würden durch einen Euro-Austritt Italiens verschärft und würden also auch unter der Lira wachstumshemmend wirken.

Maßgeblich zu der schwachen Entwicklung in der italienischen Industrie hat auch ein sprunghafter Anstieg der Lohnstückkosten im Zuge der Finanzkrise beigetragen. Obwohl das Bruttoinlandsprodukt und die Industrieproduktion in den Jahren 2008 und 2009 massiv einbrachen, stieg die Arbeitslosigkeit vergleichsweise wenig an. Erst ab 2011 begann die Arbeitslosenquote in Italien wieder über Niveaus zu steigen, die zum Beispiel 2004 während einer Phase wirtschaftlichen Wachstums bestanden. Obwohl die Produktion sank, bauten italienische Unternehmen folg-

lich nur in moderatem Maße Beschäftigung ab, sodass Leerkapazitäten entstanden.

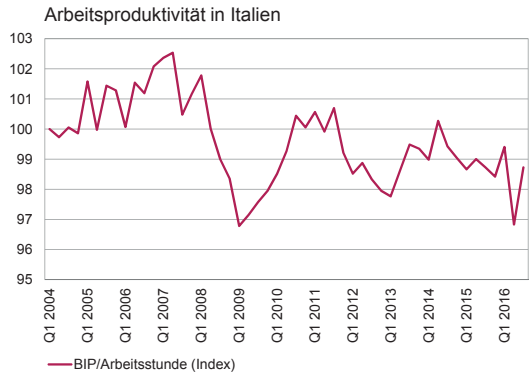


Der Grund dafür ist vor allem in den bis zu Renzis Reform Anfang 2015 sehr rigiden Regeln beim Kündigungsschutz zu suchen. Der Aufbau von Leerkapazitäten erhöhte die Lohnstückkosten, die seither auf einem sehr hohen Niveau verharren. Das ausbleibende Absinken der Lohnstückkosten trotz steigender Arbeitslosigkeit erklärt sich ebenfalls in nicht unerheblichem Maße aus der mangelnden Flexibilität der italienischen Arbeitsmärkte.

Aus höheren Lohnstückkosten ergibt sich unweigerlich auch eine geringere Wettbewerbsfähigkeit, welcher mit einem Euro-Austritt und der folgenden Lira-Abwertung entgegengewirkt werden könnte. Allerdings sehen wir in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit nicht das Hauptproblem für die Misere der italienischen Industrie. Ein Blick auf die Entwicklung der italienischen Güterexporte zeigt nämlich, dass diese trotz der gefallenen und stagnierenden Industrieproduktion weiter stark wachsen.

Dabei wuchsen nach Zahlen des Kieler Instituts für Weltwirtschaft (IFW) im Zeitraum von 1999 bis 2016 die Exporte in den Bereichen Chemieprodukte und Kunstfaser, Metalle und Metallprodukte, Holz- und Holzprodukte, Lebensmittel und Pharmazeutische Erzeugnisse sogar um über 50 %. Auch im Maschinenbau gab es Zuwächse. Nur Textilien und Kleidung sowie Computer- und Elektroartikel waren rückläufig. Die schwache Entwicklung der italienischen Wirtschaft und der italienischen Industrie kann also nicht in erster Linie auf mangelnde Erfolge beim Export zurückgeführt werden, die einen Euro-Austritt nahelegen würden. Eher müsste bei einem Wachstum der Exporte bei gleichzeitig rückläufiger oder stagnierender Industrieproduktion die Ursache der Misere in der Binnennachfrage gesucht werden.

Neben den strukturellen Problemen im Bankensektor und am Arbeitsmarkt spielt eine schwache Produktivitätsentwicklung die Schlüsselrolle zum Verständnis der Probleme Italiens. Wie die nächste Abbildung zeigt, ist die Arbeitsproduktivität in Italien gemessen als Bruttoinlandsprodukt pro Arbeitsstunde seit mehr als einem Jahrzehnt nicht mehr gewachsen. Nach Berechnungen des IFW ist die Gesamtproduktivität der italienischen Wirtschaft, die noch weitere Produktionsfaktoren neben Arbeit einbezieht, von 2000 bis 2015 sogar um mehr als 5 % zurückgegangen.



Wächst die Produktivität in der Industrie nicht, so ist dauerhaftes Wirtschaftswachstum nicht möglich – egal mit welcher Währung. Als Gründe für das schwache Produktivitätswachstum in Italien sehen wir zwei Aspekte der Struktur der italienischen Industrie als entscheidend an.

Erstens spielt die sektorspezifische Aufstellung der italienischen Industrie eine Rolle. Die Zahlen der europäischen Kommission aus dem Länderreport zu Italien von 2015 belegen, dass im Jahr 2013 nur etwa 8,4 % der Wertschöpfung im Produzierenden Gewerbe in Italien in Branchen erbracht wurden, die dem Hochtechnologiebereich zuzuordnen sind. Etwa 30 % entfallen auf das gehobene Technologiesegment, aber rund 60 % der Wertschöpfung werden in Branchen im niedrigen oder mittleren Technologiesegment erbracht.

Größte Sektoren im Verarbeitenden Gewerbe nach Anteil an der Bruttowertschöpfung

Sektor	Anteil
Industriemetalle	15,7 %
Maschinen und Ausrüstungsgegenstände	14,0 %
Nahrungsmittel und Getränke	11,9 %
Textilien und Leder	9,7 %
Kunststoff- und Plastikprodukte	8,7 %

Quelle: Länderreport 2015 der EU-Kommission zu Italien

Seit 1995 hat sich die italienische Wirtschaft nur sehr langsam in Richtung höhertechnologischer Branchen gewandelt, denn das gehobene und das hohe Technologiesegment haben über die letzten 20 Jahre nur um etwa fünf Prozentpunkte am Wertschöpfungsanteil zugelegt. Insbesondere die Hochtechnologie ist jedoch der entscheidende Treiber für Innovation und Produktivitätswachstum und damit für das Wirtschaftswachstum. Italien muss für nachhaltiges Wachstum schneller für einen Umbau seiner Wirtschaft sorgen. Außerdem würde dies auch dem Export helfen. Denn obwohl das gehobene und hohe Technologiesegment nur etwa 40 % der industriellen Wertschöpfung ausmachen, entfielen auf diese Bereiche im Jahr 2013 etwa 50 % der italienischen Güterexporte. Auch dieser Wert ist jedoch seit Mitte der 1990er Jahre durch den mangelnden Strukturwandel nicht nennenswert gestiegen.

Zweitens spielen große, im internationalen Wettbewerb stehende Unternehmen zusammen mit Unternehmen, die an der vordersten Front der technologischen Entwicklung stehen, die Hauptrolle für Innovation und Produktivitätswachstum und damit für Wirtschaftswachstum. Auch hier ist Italien bislang nicht gut aufgestellt. Der EU-Länderreport 2015 stellt fest, dass die italienische Wirtschaft einen vergleichsweise hohen Anteil kleiner und kleinster Unternehmen aufweist. Die Produktivität kleiner Unternehmen ist allerdings vergleichsweise gering, sie tragen kaum zu Innovation und Produktivitätsfortschritt bei und exportieren außerdem in der Regel nur sehr wenig. Diese relativ stark von Klein- und Kleinstunternehmen gekennzeichnete Wirtschaftsstruktur steht damit sowohl Innovation und Produktivitätswachstum als auch Erfolg auf den internationalen Märkten erheblich im Wege.

Diese strukturellen Probleme verhindern nachhaltiges Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum in Italien und lassen sich auch mit einem Euro-Austritt nicht lösen. Stattdessen müssten zur Beschleunigung des notwendigen strukturellen Wandels Reformen eingeleitet werden, die Unternehmen das Wirtschaften in Italien erleichtern. Hier hat Italien erhebliche Defizite. So landet das Land im „Ease of Doing Business“-Ranking der Weltbank aktuell nur auf Platz 50 (zum Vergleich: Deutschland belegt Rang 17, Frankreich Rang 29). Vor allem bei der Vertragssicherheit (Rang 108), beim Thema Steuern (Rang 126), bei den Baugenehmigungen (Rang 86) und beim Zugang zu Krediten (Rang 101) liegt das Land weit hinten. Daneben hindert auch der wenig flexible Arbeitsmarkt einen Wandel der italienischen Wirtschaft zu einer Struktur, die mehr Wachstum ermöglicht.

Auch im Bildungssystem muss Italien nachbessern, um dauerhaft Wachstum und Erfolge auf den internationalen Märkten zu erzielen. Im jüngsten PISA-Ranking der OECD bleibt Italien sowohl in den Naturwissenschaften als auch in der Mathematik und auch im Lesen deutlich hinter Frankreich und Deutschland zurück. Der EF English Proficiency Index zeigt zudem auf, dass auch die Englischkompetenz der Italiener im europäischen Vergleich nur durchschnittlich ist. Fremdsprachenkompetenz stellt aber eine wichtige Voraussetzung für erfolgreiche Exporte dar. Überdies leidet auch die Innovationskraft eines Landes unter Bildungsdefiziten. Der Global Innovation Index 2016 der INSEAD Business School mit der Cornell University und der Weltorganisation für geistiges Eigentum (WIPO) der Vereinten Nationen listet Italien nur auf Rang 29 (zum Vergleich: die USA nehmen Rang 4 ein, Deutschland kommt auf Rang 10, Japan auf Rang 16, Frankreich auf Rang 18). Dies verdeutlicht nochmals die

Notwendigkeit eines Wandels der italienischen Wirtschaft zu höhertechnologischen Branchen. Dieser wird ohne Fortschritte im Bildungssystem allerdings schwierig möglich sein.

These 4: Die Hürden und möglichen Kosten für einen Austritt Italiens aus dem Euroraum sind zu hoch.

Ein Ereignis mit potentiell gravierenden Auswirkungen für 2017 besteht nach wie vor darin, dass Italien sich dazu entschließen könnte, den Euroraum zu verlassen. Dieses Szenario ist aus unserer Sicht irrational und mit hohen Kosten verbunden. Trotzdem ist die Eintrittswahrscheinlichkeit in den letzten Monaten angestiegen. Denn es ist nicht sicher, dass die Wähler immer rational entscheiden, wie das Jahr 2016 gelehrt hat. Bis Italien aber wirklich den Euroraum verlässt, sind mehrere teils sehr hohe Hürden zu nehmen.

Erstens müsste in Italien zunächst eine neue, antieuropäische Regierung ins Amt kommen. Zwar liegen die Demokratische Partei Renzis sowie die Fünf-Sterne-Bewegung Grillos in Umfragen etwa gleichauf. Doch die von den meisten Parteien im Parlament gewünschte Modifizierung des Wahlrechts dürfte eine Regierung der Fünf-Sterne-Bewegung erschweren. In Zukunft sollen auch Wahlbündnisse von der Regelung profitieren, wonach diejenige Partei, die in der ersten Wahlrunde mehr als 40 % der Sitze bekommt oder in der Stichwahl gewinnt, die absolute Mehrheit sowohl im Abgeordnetenhaus als auch im Senat erhält.

Mit der Neuregelung soll die Machtübernahme der Fünf-Sterne-Bewegung Grillos erschwert werden, denn andere Parteien könnten dies mit der Bildung von Wahlbündnissen verhindern, während die Fünf-Sterne-Bewegung lediglich ein Zusammenschluss mit der rechtsnationalen Lega Nord übrig bleiben würde. Beachtet werden sollte zudem, dass der als europafreundlich geltende Matteo Renzi bei Neuwahlen wieder als Spitzenkandidat der Demokratischen Partei antreten könnte, deren Vorsitzender und populärster Politiker er nach wie vor ist.

Trotz seiner Beliebtheit deuten die aktuellen Umfragen aber darauf hin, dass die Partei Grillos bei möglichen Neuwahlen Chancen hätte zu gewinnen. Aus Kapitalmarktsicht ist bereits entscheidend, wie sich Grillo in einem Wahlkampf bei möglichen Neuwahlen positionieren wird. Er wird die Frage beantworten müssen, wie er zur Euromitgliedschaft Italiens steht. Sollte er im Wahlkampf ein Wahlbündnis mit der Lega Nord schließen oder ein Referendum über einen Austritt des Landes aus dem Euroraum fordern, wäre dies bereits ein Zeichen, die Anlagepolitik vorsichtiger zu gestalten.

Sollte es schließlich zu einer Regierungsübernahme durch die Fünf-Sterne-Bewegung kommen, müsste diese als **zweite Hürde** auf einen offen antieuropäischen Kurs einschwenken und ein zuvor angekündigtes Referendum abhalten. Ein Ausscheiden des Landes aus der Europäischen Union oder ein Verlassen des Euroraums werden aber momentan nicht aktiv gefordert. Es werden lediglich der Euro und die Europäische Union kritisiert. Eine klare Position ist aber noch nicht zu erkennen. Ein Risiko könnte aber sein, dass Beppe Grillo im Wahlkampf versucht, mit starker Polemik gegen Deutschland Wählerstimmen zu erhalten. Er könnte zum Beispiel den Austritt Italiens als Druckmittel benutzen, um im Wahlkampf weiterreichende Zugeständnisse der europäischen Partner zu verlangen.

Drittens müsste die Fünf-Sterne-Bewegung den politischen Mut aufbringen, tatsächlich ein Referendum abzuhalten. Da ein alleiniger Austritt aus dem Euroraum, ohne die Europäische Union zu verlassen, rechtlich nicht vorgesehen ist, müsste ein Referendum über beide Fragen abgehalten werden. Denn aus rechtlicher Sicht kann Italien den Euro nur verlassen, wenn das Land auch die Mitgliedschaft in der Europäischen Union beendet. Zwar könnten die Verträge der Europäischen Union theoretisch auf Wunsch Italiens so modifiziert werden, dass ein geordneter Euro-Austritt des Landes gelingt, ohne die Mitgliedschaft in der EU aufzugeben, aber die Verträge der EU können nur einvernehmlich angepasst werden. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, ist dies oftmals an der Weigerung von Staaten gescheitert. Auch das Argument, wonach niemand Italien hindern könnte, einseitig den Euro aufzugeben, halten wir für problematisch. Schließlich ist Italien ein Rechtsstaat. Spätestens das italienische Verfassungsgericht könnte einem Euro-Austritt, der nicht vom geltenden Recht gedeckt ist, einen Riegel vorschieben.

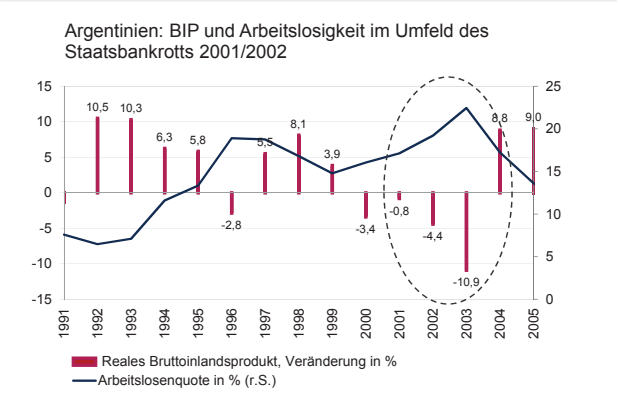
Jedoch wurde in der Vergangenheit die Erfahrung gemacht, dass Verträge im Zweifel gebogen oder wie bei den Maastricht-Kriterien jahrelang verletzt werden können, ohne dass dies Konsequenzen gehabt hätte. Anleger sollten trotz der rechtlich klaren Lage nicht einkalkulieren, dass Verträge in jedem Fall eingehalten werden. Ein Referendum abhalten zu wollen, das über die Frage eines Austritts des Landes sowohl aus dem Euro als auch aus der EU entscheidet, ist zudem aus einem anderen Grund politisch heikel. Denn während die Italiener den Euro durchaus kritisch sehen, gilt dies nicht für die Europäische Union. Schließlich war Italien eines von sechs Gründungsmitgliedern der sogenannten Montanunion, dem Kern der späteren Europäischen Union, worauf viele Italiener stolz sind.

Es sollte an dieser Stelle bedacht werden, dass bereits das Spielen mit dem Gedanken, möglicherweise den Euro aufgeben zu wollen, oder gar die Ankündigung eines Referendums durch Beppe Grillo dramatische Folgen haben könnte. Eine mögliche Kapitalflucht und ein sehr schmerzhafter Anstieg der Renditen auf italienische Staatsanleihen könnten die Auswirkungen sein, welche die europäischen Institutionen zwar unter großem Einsatz begrenzen könnten. Eine Verselbstständigung der Ereignisse wäre aber ebenfalls möglich. Vor allem die italienischen Banken und der Markt für italienische Staatsanleihen könnten bei unklugen Worten eines möglichen Ministerpräsidenten Grillo so stark unter Druck geraten, dass ein Euro-Austritt des Landes nur mit großer Anstrengung aufzuhalten wäre.

Sollte es aber dennoch zu einem Referendum kommen und sollten die Märkte bis zur Abstimmung durch geeignete Maßnahmen beruhigt werden können, müssten die Italiener dem EU- und Euro-Austritt **viertens** in dem Referendum zustimmen. Das Verlassen des Euroraums und der EU würde der Wirtschaft Italiens aber einen großen und möglicherweise irreparablen Schaden zufügen. Schließlich ist Italien innerhalb des Euroraums das am höchsten verschuldete Land, obwohl es nach Deutschland und Frankreich nur die drittgrößte Volkswirtschaft hat. Die Staatsschulden Italiens belaufen sich auf 2,2 Bio. Euro. Diese Schulden würden auch bei einem Ausscheiden des Landes aus der EU und dem Euroraum in Euro fortbestehen, müssten jedoch mit einer abgewerteten neuen Lira bedient werden. Die EZB scheidet in einem solchen Szenario als Käufer italienischer Staatsanleihen vermutlich aus. Auch Institutionen wie der Europäische Stabilisierungsmechanismus und der Internationale Währungsfonds würden Italien wahrscheinlich nicht unterstützen, sondern sich auf die Bekämpfung der Folgen in den übrigen Staaten fokussieren.

In diesem Umfeld wird das Land seine Schulden nicht mehr bedienen können und unweigerlich einen Staatsbankrott erklären müssen. Alleine eine Abwertung der Lira um zum Beispiel 50 % würde die realen Schulden des Landes verdoppeln, so dass der Schuldendienst untragbar werden würde. Selbst wenn die inländischen Halter von Staatsanleihen einem Umtausch in die neue Währung kaum widersprechen könnten, besteht trotzdem noch eine hohe externe Verschuldung von ca. 60 % des Bruttoinlandsprodukts, die in Euro weiter existieren würde. Mit einem Staatsbankrott, der im Gegensatz zum griechischen Default ohne internationale Hilfe ablaufen würde, wäre die Kreditwürdigkeit des Landes wahrscheinlich für lange Zeit zerstört.

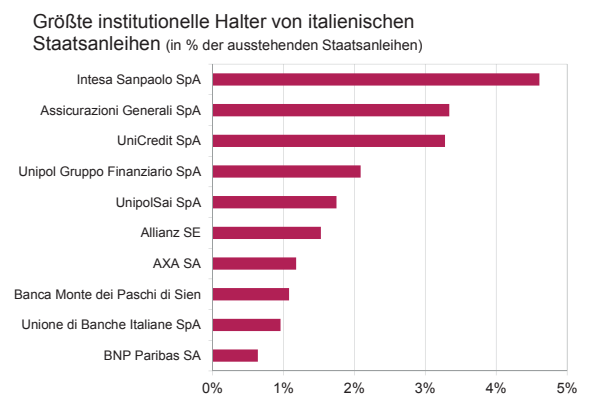
Am Beispiel Argentiniens, das im Jahr 2001 einen Staatsbankrott erlitt, kann man die potentiell dramatischen Folgen ableiten.



Hier ist das Wachstum nach dem Staatsbankrott stark eingebrochen und die Arbeitslosigkeit spürbar angestiegen. Der Peso hat um über 70 % abgewertet, die Inflation ist auf über 25 % angestiegen. Kontoguthaben wurden in festverzinsliche Anleihen mit acht Jahren Laufzeit getauscht, was bei den hohen Inflationsraten einer Enteignung gleich kam. Konten, die auf US-Dollar lauteten,

wurden mit der abgewerteten Währung zwangskonvertiert. Da die US-Gerichte den Staatsbankrott Argentiniens nicht anerkannt haben, konnte sich das Land bis in das letzte Jahr, in dem es zu einer Einigung mit den Altgläubigern kam, nicht am Kapitalmarkt refinanzieren, da Kapitalzuflüsse aus Neuemissionen sofort gepfändet worden wären. Sollte also tatsächlich ein Referendum in Italien anberaumt werden, müssten die Konsequenzen auch anhand des abschreckenden Beispiels Argentinien in der italienischen Öffentlichkeit diskutiert werden. Bisher scheint der Glaube daran, dass der Euro-Austritt relativ problemlos verlaufen könnte, in Teilen der Bevölkerung noch hoch zu sein. Einige hoffen sogar, nach der Abwertung einer neuen Lira mit Hilfe von im Ausland gehaltenen Geldern in Euro günstig in Italien einkaufen oder investieren zu können. Doch diese Hoffnung dürfte trügen, da der Staat zu repressiven Maßnahmen gezwungen wäre.

Auch das Bankensystem Italiens würde in der Diskussion vor einem möglichen Referendum eine wichtige Rolle einnehmen. Denn die ohnehin angeschlagenen italienischen Banken würden aufgrund der nicht mehr werthaltigen italienischen Staatsanleihen auf ihren Büchern das Vertrauen der Bürger rasch verlieren, sollte das Land den Euroraum verlassen. Eine massive Kapitalflucht würde einsetzen. Viele Italiener würden versuchen, ihr Geld zu retten, bevor es in eine abgewertete Lira umgetauscht wird.



Ein „Bank Run“ könnte die Folge sein. Ob der italienische Staat dann noch in der Lage wäre, die Banken zu retten, ist äußerst fraglich. Eine Insolvenzwelle der italienischen Banken würde die Spareinlagen der Italiener deutlich dezimieren. Eine schwere, langanhaltende Rezession wäre die wahrscheinliche Folge eines Austritts des Landes aus dem Euroraum. Zudem würde ein Staatsbankrott Italiens auch auf andere Länder wie Frankreich, aber auch Deutschland, übergreifen und damit den Abschwung weiter verstärken. So sind auch französische und deutsche Finanzkonzerne bedeutende Gläubiger Italiens.

Zwar könnte Italien mithilfe der eigenen Notenbank möglicherweise das Schlimmste abwenden, indem unbegrenzt Zentralbankgeld bereitgestellt wird, aber die Folgen wären nicht weniger dramatisch. Eine hohe Inflation sowie eine drastische Abwertung der neuen Währung würden die Konsummöglichkeiten der Bürger des Landes spürbar einschränken. Italien verfügt über wenige natürliche Ressourcen und müsste Güter wie Treib- und Brennstoffe teuer importieren.

Wir halten einen Staatsbankrott Italiens als Folge eines Euro-Austritts für gravierender als den Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008, der die globale Finanzmarktkrise ausgelöst hat. Dies sollte als Drohkulisse jeden Regierungschef davon abhalten, einen Austritt tatsächlich zu vollziehen.

Denn einen Austritt tatsächlich durchzuführen, wenn ein Referendum dies verlangt, wäre die **fünfte** Hürde. Dass diese Hürde eine ebenfalls nicht zu unterschätzende Bedeutung hat und vermutlich sogar die am schwersten zu nehmende wäre, veranschaulicht das Beispiel Griechenland. Hier wurde im Jahr 2015 ebenfalls ein Referendum abgehalten, bei dem die Griechen für oder gegen die Fortführung der Sparmaßnahmen abstimmen konnten. Da die europäischen Partner vor der Abstimmung unmissverständlich klar gemacht hatten, dass ein Nein zu weiteren Sparmaßnahmen nicht mit einer Fortführung der Mitgliedschaft im Euroraum vereinbar sei, wurde das Referendum auch als Abstimmung über einen Verbleib im Euroraum gesehen. Das griechische Volk stimmte gegen die Sparmaßnahmen, welche aber dennoch ohne Kompromissformel im Anschluss vom griechischen Parlament umgesetzt wurden.

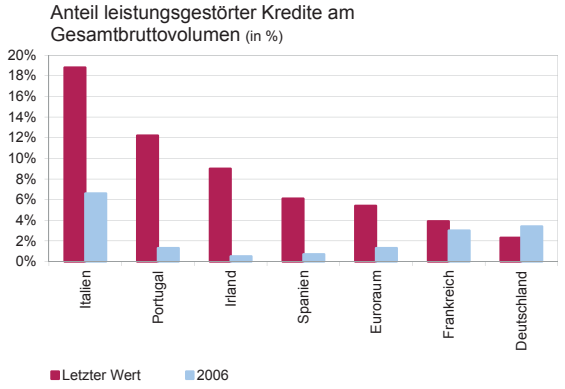
Griechenland trat nicht aus dem Euro aus, musste aber trotzdem Kapitalverkehrskontrollen einführen und Abhebungen von Girokonten stark rationieren. Denn der Zugang zu Zentralbankliquidität wurde limitiert, während

gleichzeitig massiv Kapital von den Banken abgezogen wurde. Die Kapitalverkehrskontrollen wieder aufzuheben, dauert lange, meist sogar länger als erwartet. Erst seit kurzem sind die meisten Kontrollen wieder aufgehoben. Allein der Mangel an Liquidität und an Krediten hat der griechischen Wirtschaft massiven Schaden zugefügt und die Rezession verschärft. Nichtsdestotrotz ist Griechenland weiterhin Mitglied des Euroraums, obwohl sie die Sparmaßnahmen abgelehnt haben. Am Ende haben sich die Politiker im Parlament angesichts der wirtschaftlichen Verwerfungen nach dem Referendum gegen das Volk gestellt, um einen noch größeren Schaden vom Land abzuwenden.

Da ein Austritt Italiens wirtschaftlich kaum abschätzbare Folgen hätte, werden Anleger die Entwicklung in dem Land aufmerksam verfolgen. Dabei bedeutet jede übersprungene Hürde eine Zunahme der Nervosität und der Unsicherheit. Sehr früh im Prozess würde ein Anstieg der Risikoaversion bereits ernsthafte wirtschaftliche Schäden anrichten. Am Ende müssen aber vermutlich alle Hürden tatsächlich übersprungen werden, damit das Land den Euro verlässt.

> These 5: Der italienische Bankensektor wird stabilisiert, die Bank Monte dei Paschi erfährt eine Staatsrettung.

Im Zuge der Finanzmarktkrise 2008/2009 sowie im Anschluss an die europäische Schuldenkrise der Jahre 2011/2012 gab es eine Vielzahl von neuen europäischen Gesetzen und Regeln für den Finanzmarkt, um die negativen Folgen bestimmter Handlungen mehr in die Hände derjenigen zu legen, die für die jeweiligen Handlungen verantwortlich sind oder von ihnen profitiert haben. Damit sollte vor allem vermieden werden, dass Finanzinstitutionen zu riskante Geschäfte eingehen, deren Folgen schließlich auf dem Rücken der Steuerzahler ausgetragen werden. Denn die Risiken im Bankensektor sind in einigen Ländern, wie zum Beispiel in Italien, weiter hoch.



Eines der wichtigsten Vorhaben dabei war die im letzten Jahr in Kraft getretene Richtlinie zur Abwicklung und Sanierung von Finanzinstituten, die Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD). Diese sieht vor, dass im Krisenfall generell zunächst die Anteilseigner und im Anschluss die Gläubiger in die Haftung genommen werden, bevor der Staat einspringen darf. Dass dabei jedoch sehr weite Auslegungsspielräume bestehen, zeigt der Fall der italienischen Krisenbank Monte dei Paschi di Siena. Hierbei handelt es sich um die älteste Bank der Welt und das drittgrößte Institut Italiens, welches durch einen Berg fauler Kredite stark in Schieflage geraten ist. Ersichtlich wurden die Probleme des Instituts im Stresstest der EZB. Dabei ergab sich, dass bei dem angenommenen Krisenszenario die Kernkapitalquote von Monte dei Paschi nicht ausreichend wäre. Darauf forderte die EZB eine Kapitalerhöhung von der Bank, die jedoch an mangelndem Investoreninteresse scheiterte. Bei Verschärfung der Lage droht der Bank gem. der BRRD-Richtlinie eine geordnete Abwicklung, bei der zunächst Aktionäre, dann Anleihegläubiger und am Ende große Einleger für mögliche damit verbundene Verluste der Bank aufkommen.

Nun wird die Bank aber nicht abgewickelt, sondern aller Voraussicht nach vom italienischen Staat gerettet, der für Bankenrettungen kürzlich einen Fonds von insgesamt 20 Mrd. Euro aufgelegt hat. Ermöglicht wird dies durch eine wohlwollende Auslegung des Gesetzes, eine Sonderregelung anzuwenden. Demnach ist es Staaten erlaubt, eine „vorsorgliche Rekapitalisierung“ durchzuführen, wenn es sich bei dem Institut um ein eigentlich solventes Haus handelt und damit eine schwere Störung abgewendet werden kann. Der Ausgleich von Verlusten ist dabei explizit ausgeschlossen. Im Falle der Anwendung

kommt es zu einem abgeschwächten Bail-In (Gläubigerbeteiligung), so dass lediglich Aktionäre und Nachranggläubiger Verluste erleiden sollten.

Laut EZB beziffert sich der Kapitalbedarf von Monte dei Paschi auf rund 8,8 Mrd. Euro. Der italienische Staat sieht vor, davon 4,6 Mrd. Euro direkt als Eigenkapital beizusteuern. 4,2 Mrd. Euro sollen aus der Umwandlung von Nachranganleihen in Aktien stammen. Instrumente des Tier 1-Kapitals, welches hauptsächlich von institutionellen Anlegern gehalten wird, sollen zu 75 % Nennwert gewandelt werden. Nachranganleihen des Tier 2-Kapitals, welche vor allem in den Händen von Privatanlegern sind und etwa 2 Mrd. Euro ausmachen, sollen zu 100 % konvertiert werden. Um die rund 40.000 von der Umwandlung betroffenen Privatanleger zu schützen, soll diesen jedoch im Anschluss angeboten werden, ihre Aktien in Senior-Anleihen zum vollen Nennwert der vorher gehaltenen Nachranganleihen zu tauschen. Die Aktien würde dann ebenfalls der italienische Staat übernehmen.

Es ist zu erwarten, dass die EZB und die europäische Kommission zustimmen werden. Dabei ist jedoch nicht unumstritten, ob die Bank Monte dei Paschi für die temporäre Rettung über den Mechanismus der „vorsorglichen Rekapitalisierung“ in Frage kommt. So mahnt zum Beispiel Bundesbankpräsident Dr. Jens Weidmann an, dass diese Sonderregelung eigentlich nur für im Kern gesunde Banken gedacht sei und zudem nicht dazu diene, absehbare Verluste zu decken. Er betont, dass beide Punkte im Fall Monte dei Paschi zumindest einer sorgfältigen Prüfung zu unterziehen seien.

Im Grundtenor ist die BRRD-Richtlinie tatsächlich nicht darauf ausgerichtet, Kleinanleger für die Bankrisiken haften zulassen. Hierfür sprechen die vielen Ausnahmen zum Einlageschutz, auch über die gesetzlichen Höchstgrenzen hinweg. Der Schutz der privaten Nachranggläubiger steht der Idee des Gesetzes an sich also nicht entgegen. Am Ende könnte dies auch die EU-Kommission bewegen, dieser Ausgestaltung wenig entgegenzusetzen oder nur kosmetische Auflagen zu verlangen.

Insgesamt scheint die Rettung einer ökonomisch eher unbedeutenden, aber als älteste Bank der Welt emotional wichtigen Institution für viele Italiener jedoch politisch motiviert zu sein. Eine harte Linie der EU in diesem Fall könnte die ohnehin schon eurokritische Stimmung in Italien weiter aufheizen und den Populisten in die Hände spielen. Da hieran weder die EU noch die aktuelle italienische Regierung ein Interesse haben können, erwarten wir, dass es nicht nur in diesem Fall, sondern auch in möglichen Folgefällen zu einer sehr wohlwollenden Interpretation der bestehenden Regeln durch die EU-Institutionen kommen wird.

Großbritannien

These 6: Am Ende des Jahres 2017 wird ersichtlich werden, dass es im Brexit-Prozess zu einer Übergangslösung kommt.

Ende März 2017 sollen die Verhandlungen zum Brexit beginnen. Es ist bislang aber noch nicht sicher, ob es dazu kommt. Denn erst im Januar entscheidet der Supreme Court in London, ob das britische Parlament einer Aufnahme der Verhandlungen zum Brexit vorher noch zustimmen muss. Zwar wird sich das Parlament voraussichtlich nicht gegen das Ergebnis des Referendums stellen, aber einige Mitglieder des Oberhauses haben angekündigt, im Fall einer Befragung des Parlaments von ihrer Möglichkeit Gebrauch zu machen, die Verabschiedung des Gesetzes zur Aufnahme der Brexit-Verhandlungen um einige Monate hinauszuzögern. Zuletzt wurde noch eine weitere Klage eingereicht, die erreichen will, dass das Parlament auch über die Frage abstimmen soll, ob das Verlassen der EU auch automatisch das Verlassen des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) bedeutet, wie die britische Regierung argumentiert.

Innerhalb der Regierung besteht außerdem bislang keine Einigkeit darüber, welche Form des Austritts angestrebt wird und welche Ziele und welche Strategie in den Verhandlungen mit der EU verfolgt werden sollen. Der britische Minister für den Brexit, David Davis, hat angekündigt, erst im Februar ein Konzept hierzu vorzulegen.

Nach Beginn werden sich die Verhandlungen mindestens über zwei Jahre erstrecken. Dies ist der nach Artikel 50 der EU-Verträge vorgesehene Zeitraum für einen Austritt. Effektiv ist der Verhandlungszeitraum aber erheblich kürzer, denn die Ratifizierung der Verhandlungsergebnisse durch das EU-Parlament, die 27 verbleibenden Mitgliedsstaaten und durch die britische Seite wird so viel Zeit in Anspruch nehmen, dass nach Ansicht des Chefverhandlers der EU für den Brexit, Michel Barnier, nur 18 Monate für die Verhandlungen bleiben. Außerdem werden angesichts der Wahlen in Frankreich und Deutschland im Frühjahr bzw. Herbst 2017 die Verhandlungen vor Ende des Jahres 2017 kaum erhebliche Fortschritte bringen können. Die europäische Seite strebt zudem einen Vollzug des Brexit vor der nächsten Europawahl im Frühjahr 2019 an, damit im nächsten Europaparlament keine britischen Parlamentarier mehr sitzen würden. Vor diesem Hintergrund gilt eine Verlängerung des Verhandlungszeitraums, der des einstimmigen Votums der Mitgliedsstaaten bedürfte, als ausgeschlossen.

Derzeit befassen sich die britischen Behörden mit etwa 500 Projekten zu den verschiedenen Details der Trennung von der EU. Zur raschen Bewältigung dieser Projekte würden die britischen Behörden nach Schätzungen etwa 30.000 zusätzliche Beamte benötigen. Für eine Regelung der weiteren Beziehungen zwischen Großbritannien und der EU dürfte während dieser 18 Monate also kaum Zeit übrig bleiben. Der Anfang Januar 2017 zurückgetretene britische EU-Botschafter Ivan Rogers geht davon aus, dass sich die Verhandlungen tatsächlich bis zu zehn Jahre hinziehen könnten.

So viel Zeit erlaubt die gültige Rechtslage aber nicht. Besteht zu Ende der Verhandlungszeit kein neues Abkommen über die weiteren Beziehungen, so würde der Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU sofort nur noch auf WTO-Grundlage stattfinden können, was mit erheblichen Einschränkungen verbunden wäre. Damit es nicht automatisch zu so drastischen wirtschaftlichen Einschnitten kommt, wenn die Verhandlungen nicht binnen zwei Jahren beendet sein werden, hat der britische Finanzminister Philip Hammond bereits eine Übergangslösung ins Spiel gebracht, wonach Großbritannien vorübergehend Zugang zum Binnenmarkt behielte und dafür mitunter weiter in den europäischen Finanztopf einzahlen würde. Auch der Chef der britischen Notenbank und Premierministerin May haben bereits von der Möglichkeit einer Übergangslösung gesprochen.

Wir rechnen damit, dass so eine Übergangslösung tatsächlich nach Ablauf der zweijährigen Frist greifen wird, da keine Seite Interesse an einem harten Schnitt haben kann, bevor die langfristigen Beziehungen zwischen beiden Seiten nicht ausreichend geregelt sind. Dies wird bis Ende 2017 offensichtlich werden. Die Grundlagen des Handels mit Großbritannien dürften daher noch einige Jahre nahezu unverändert bleiben.

VORAUSSICHTLICHER ZEITPLAN FÜR DEN BREXIT	
Januar 2017	▪ Entscheidung des Supreme Court zur Befragung des Parlaments
Februar 2017	▪ Brexit-Minister David Davis legt Konzept für die Verhandlungen vor
März 2017	▪ Eröffnung der Verhandlungen zwischen EU und Vereinigtem Königreich
April / Mai 2017	▪ Präsidentschaftswahlen in Frankreich
Sommer 2017	▪ „Großes Aufhebungsgesetz“ im britischen Parlament
September 2017	▪ Bundestagswahl in Deutschland
Herbst 2018	▪ Vorläufiger Abschluss der Verhandlungen ▪ Beginn der Ratifizierung der Verhandlungsergebnisse
Frühjahr 2019	▪ Europawahl ▪ Vollzug des Brexit ▪ Wahrscheinlich Inkrafttreten einer Übergangslösung

These 7: Während der Verhandlungen werden noch mehrfach kritische Phasen auftreten, die für Unruhe an den Devisen- und Finanzmärkten sorgen werden.

Die Briten stehen in Sachen des Brexit vor einem grundlegenden Dilemma: Theresa May hat unmissverständlich deutlich gemacht, dass sie im Rahmen des Brexit der freien Zuwanderung aus der EU ein Ende setzen will. Aber selbst Brexit-Hardliner fordern unisono einen Zugang zum europäischen Binnenmarkt für Großbritannien auch nach dem Austritt.

Demgegenüber haben die EU in Person ihres Brexit-Chefunterhändlers Michel Barnier und verschiedene nationale Politiker wie der irische Ministerpräsident Enda Kenny erklärt, dass es einen Binnenmarktzugang ohne Fortbestand der Arbeitnehmerfreizügigkeit nicht geben werde.

Es spricht einiges dafür, dass die EU diese Linie durchhalten wird. Auch David Cameron konnte im Vorwege zum Referendum keine weiteren Zugeständnisse der europäischen Partner im Bereich der Arbeitnehmerfreizügigkeit erreichen. Hätte die EU also ein Interesse daran, Großbritannien auch ohne Arbeitnehmerfreizügigkeit im Binnenmarkt zu halten, so hätte sie dies mit Cameron bereits vereinbaren können und hätte den Brexit so wahrscheinlich vermieden. Aus Camerons damaligem Umfeld wird vor allem der deutschen Bundeskanzlerin vorgeworfen, in der Frage der Arbeitnehmerfreizügigkeit nicht zu Kompromissen bereit gewesen zu sein. Da nach derzeitigem Stand der Umfragen Angela Merkel die Brexit-Verhandlungen maßgeblich mitprägen dürfte, ist mit einer Änderung dieser Position nicht zu rechnen. Die britische Regierung scheint jedoch noch darauf zu hoffen, dass Angela Merkel ihre Position nach der nächsten Bundestagswahl ändern könnte. Theresa May könnte somit in der Einschätzung Merkels derselbe Fehler unterlaufen wie David Cameron. Cameron hatte erkennbar keinen alternativen Plan zum Aushandeln eines Pakets, das den Briten Einschränkungen der Freizügigkeit innerhalb des Binnenmarkts ermöglicht hätte. Theresa May hat bislang auch keinen vorlegen können.

Zudem ist die EU in einer stärkeren Verhandlungsposition als die Briten. Dies liegt an der Größe des britischen Markts relativ zum europäischen Binnenmarkt. Für die kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften hat der barrierefreie Zugang zum britischen Markt daher eine weitaus geringere wirtschaftliche Bedeutung als der Zugang zum europäischen Binnenmarkt für die britische Volkswirtschaft. Einem neuen Freihandelsabkommen der Briten mit dem Rest der EU müssten alle Nationalstaaten einzeln zustimmen. Schon das Freihandelsabkommen mit Kanada, CETA, wäre im Herbst 2016 fast an dieser Hürde gescheitert. Es ist also nicht einmal sicher, ob Großbritannien ohne Binnenmarktzugang überhaupt einen neuen Handelsvertrag mit der EU zustande bringen würde.

Die Briten werden versuchen, ihre Verteidigungskapazitäten als Pfund in die Waagschale der Verhandlungen zu werfen. Gerade weil Donald Trump von den Europäern fordert, mehr für die eigene Sicherheit zu tun, kommt Großbritannien als einer von zwei Atommächten in Europa neben Frankreich eine Schlüsselrolle zu. Dies könnte die britische Regierung nutzen, um in den Verhandlungen zum Brexit Zugeständnisse zu erreichen. Großbritannien könnte mit dem Versprechen von Sicherheitsgarantien für Länder in Süd- und Osteuropa beispielsweise versuchen, diese gegen mittel- und westeuropäische Staaten auszuspielen und so einen Keil in die kontinentaleuropäische Verhandlungsfront zu treiben.

Dennoch werden die Briten für sich grundsätzlich klären müssen, ob sie den Binnenmarktzugang zugunsten einer Beschränkung des Zuzugs opfern würden. Widersprüchliche und unkoordinierte Äußerungen verschiedener mit dem Brexit betrauter britischer Minister deuten darauf hin, dass die Regierung in London noch keine Position gefunden hat. Im Laufe der Verhandlungen dürften daher sowohl innerhalb Großbritanniens als auch zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU noch einige harte Konflikte drohen, die zu kritischen Phasen auch an den Finanz- und Devisenmärkten führen könnten. Dazu trägt nicht zuletzt auch die Bestrebung der schottischen Ministerpräsidentin bei, Schottland auch dann im Binnenmarkt zu halten, wenn Großbritannien austreten sollte. Eine erste Krise droht mitunter schon im Sommer 2017, wenn die Regierung ein „Großes Aufhebungsgesetz“ in das Parlament einbringen will. Dieses soll alle EU-Gesetze zum Zeitpunkt des Austritts in

britisches Recht umwandeln, um bis zur weiteren Klärung vieler rechtlicher Fragen die Rechtssicherheit in Großbritannien zu gewährleisten.

Sollte Großbritannien im Binnenmarkt bleiben wollen, werden – anders als von den Befürwortern des Brexit im Wahlkampf postuliert – kaum Einsparungen bei den Zahlungen an die EU zu realisieren sein: Die britischen Nettozahlungen an die EU betrugen zuletzt etwa 89 Euro pro Kopf im Jahr. Norwegen zahlt als Nicht-EU-Mitglied ca. 76 Euro pro Kopf im Jahr an die EU. Die Einsparungen, die mit einem EU-Austritt bei Verbleib im Binnenmarkt verbunden wären, lägen also unter der Annahme, dass Großbritannien so viel zahlen müsste wie Norwegen, bei etwa 850 Mio. Euro im Jahr. Norwegen respektiert jedoch die Arbeitnehmerfreizügigkeit im EU-Binnenmarkt. Sollte Großbritannien hierbei Einschränkungen aushandeln können und dennoch Mitglied im Binnenmarkt bleiben, dürfte die EU von den Briten erheblich höhere Beiträge als von den Norwegern fordern, womit die Mitgliedschaft im Binnenmarkt für Großbritannien außerhalb der EU teurer werden könnte als die Vollmitgliedschaft in der EU. Außerdem hat Großbritannien geschätzte Verbindlichkeiten aus ausstehenden Beitragszahlungen und Pensionsverpflichtungen für britische EU-Beamte von etwa 60 Mrd. Euro. Diese werden beim Austritt durch die EU eingefordert. Diese Summe entspricht einem Vielfachen der britischen Nettozahlungen in den EU-Haushalt, die je nach Berechnungsweise in den letzten Jahren ohne Sondereffekte zwischen fünf und neun Mrd. Euro pro Jahr betrugen.

Nicht nur bei den Verhandlungen mit der EU werden die Briten zu spüren bekommen, dass ihre Macht in Handelsverhandlungen durch den EU-Austritt abgenommen hat. Dies wird auch im Rahmen der zukünftigen Gestaltung der britischen Handelsbeziehungen zu Staaten, die bislang durch ein Abkommen der EU mit diesen Staaten geregelt waren, zu Tage treten. Dazu zählen vor allem die etwa 40 Freihandelsabkommen der EU mit Drittstaaten. Vertreter der britischen Regierung sprechen zwar oft davon, dass man die Handelsbeziehungen zu diesen Staaten nach dem Brexit völlig neu und zugunsten Großbritanniens umgestalten könne, jedoch muss hier ein dickes Fragezeichen gesetzt werden. Die EU als einer der größten Wirtschaftsräume der Welt verfügt nämlich über ein beträchtlich höheres Verhandlungsgewicht als ein allein auftretendes Großbritannien. Zwar könnte Großbritannien sicherlich einige spezielle Konditionen solcher Abkommen umgestalten, die vor allem anderen EU-Staaten genutzt haben. Ob dies jedoch die gesunkene Verhandlungsmacht aufwiegen kann, ist fraglich. Überdies wird das Neuverhandeln aller dieser Abkommen mehrere Jahre erfordern. Und dass es auch hier zu einer Übergangslösung kommt, ist nicht zwangsläufig klar, da offen ist, ob Verträge von Drittstaaten mit der EU auch ohne Weiteres von Großbritannien im Rahmen eines „Großen Aufhebungsgesetzes“ oder eines ähnlichen unilateralen Akts in bilaterale Verträge umgewandelt werden können. Hier droht also gegenüber mehreren Dutzend Ländern mit Vollzug des Brexit ein Rückfall der Handelsgrundlagen Großbritanniens auf WTO-Standards. Dies würde die britische Wirtschaft weiter zurückwerfen.

Frankreich

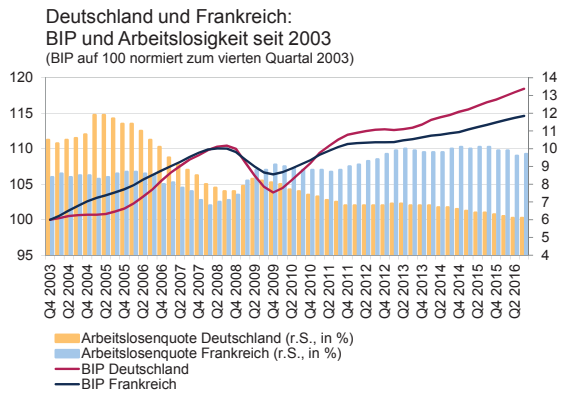
> These 8: Frankreich hat das Potenzial, nach einem Wahlsieg Fillons positiv zu überraschen, doch dies wird nicht vor 2018 erfolgen.

In Frankreich stehen im April bzw. Mai 2017 Präsidentschaftswahlen an. Eine besondere Gefahr geht dabei vom rechtsextremen „Front National“ um die Präsidentschaftskandidatin und Parteivorsitzende Marine Le Pen aus, die mit ihrer Partei den Austritt Frankreichs aus dem Euro und aus der EU fordert. Nach dem Brexit im Sommer 2016 sprach sich jedoch eine klare Mehrheit der Franzosen in allen Umfragen für einen Verbleib in der EU und im Euro aus. Ob Marine Le Pen einen Austritt Frankreichs aus den europäischen Einigungsprojekten erreichen könnte, ist daher fraglich.

Angesichts der zersplitterten Linken in Frankreich und der aktuellen Umfragewerte erscheint eine Stichwahl zwischen Marine Le Pen und François Fillon, dem Kandidaten der Republikaner, wahrscheinlich. Aber es dürfte für Le Pen schwer werden, aus dieser Stichwahl als Siegerin hervorzugehen. In einer repräsentativen Befragung für das französische Magazin „Figaro“ wünschten sich im Dezember 2016 41 % der Befragten, dass François Fillon

künftig eine wichtige Rolle in der französischen Politik spielen solle, während sich nur 23 % eine bedeutende Rolle für Marine Le Pen wünschten. In Umfragen zu möglichen Stichwahlen zwischen den beiden hat zudem der konservative Kandidat einen deutlichen Vorsprung. So schwanken die Zustimmungswerte Fillons zwischen 60 % und 65 %, während Marine Le Pen einen Wähleranteil zwischen 29 % und 40 % mobilisieren könnte. Wir halten eine Wahl Fillons zum nächsten französischen Präsidenten daher für das wahrscheinlichste Szenario.

Fillon hat wirtschaftspolitisch einen sehr liberalen Kurs mit ambitionierten Reformen angekündigt. Dabei möchte er vor allem direkte Steuern senken. Sein Programm sieht Steuersenkungen für Unternehmen im Umfang von 40 Mrd. Euro und für Privathaushalte im Umfang von zehn Mrd. Euro vor. Dies soll zum Teil durch die Anhebung indirekter Steuern finanziert werden, da Fillon eine Anhebung der Mehrwertsteuer um 2 % vorschlägt. Daneben hat Fillon eine Reihe von Maßnahmen angekündigt, die sowohl den Staatshaushalt entlasten und somit zur Finanzierung der Steuersenkungen beitragen, als auch die öffentliche Verwaltung effizienter machen sollen. Hierzu zählen unter anderem eine Reduzierung der Staatsausgaben um mindestens 100 Mrd. Euro über die nächsten fünf Jahre, das Streichen von 500.000 Stellen und die Wiedereinführung der 39- Stunden-Woche im öffentlichen Dienst sowie eine Teilprivatisierung der staatlichen Krankenversicherung. Zudem schlägt der Kandidat der Republikaner eine Anhebung des Renteneintrittsalters und Kürzungen bei den Leistungen der Sozialkassen vor. Der Staatshaushalt soll gegen Ende der Amtszeit ausgeglichen werden.



Eine Vielzahl der Maßnahmen ist vergleichbar mit der von der Rot-Grünen Bundesregierung im Jahr 2003 beschlossenen Agenda 2010. Diese gilt in Deutschland als eines der Schlüsselelemente zur guten wirtschaftlichen Entwicklung der letzten Jahre. Wie stark sich die beiden Länder seit der Verabschiedung der Agenda 2010 auseinander entwickelt haben, zeigt ein Blick auf das Wirtschaftswachstum sowie die Arbeitslosenzahlen. Während die Erwerbslosigkeit zu Anfang des Jahrtausends in Deutschland deutlich über der in Frankreich lag, hat sich das Bild heute umgedreht. Die Arbeitslosenzahlen in Frankreich stagnieren seit längerem auf hohem Niveau. Auch die Entwicklung des realen Bruttoinlandsproduktes war vor allem seit der Finanzmarktkrise in Deutschland deutlich stärker als in Frankreich, was sicherlich auch an einem der Agenda 2010 zu verdankenden arbeitgeberfreundlicheren Arbeitsmarktumfeld lag.

Sollte die Implementierung der von François Fillon in Aussicht gestellten Maßnahmen gelingen, könnten in Frankreich ähnlich positive Effekte wie nach der Agenda 2010 in Deutschland möglich sein.

Allerdings ist zweifelhaft, inwiefern und wie schnell Fillon diese Reformvorhaben umsetzen können wird. Nicht zuletzt im Zuge der Arbeitsmarktreform des scheidenden Präsidenten François Hollande wurde im Jahr 2016 deutlich, dass erhebliche Widerstände verschiedener gesellschaftlicher Gruppen gegen solche Projekte zu erwarten sind. Die Umsetzung ist daher nicht vor dem Jahr 2018 zu erwarten. Die Erwartung an die günstigeren Rahmenbedingungen kann jedoch bereits im Vorfeld zu einer Stimmungsaufhellung in den Unternehmen und zu mehr Investitionen aus dem In- und Ausland führen.

JAHRESAUSBLICK 2017: VOLKSWIRTSCHAFT, GELDPOLITIK UND WÄHRUNGEN

Weltkonjunktur: Wirtschaftliche Dynamik trotz US-Zinserhöhungen und politischer Unsicherheiten

> These 1: Der Trend zu Protektionismus und Nationalismus dämpft das langfristige Wachstum, gefährdet aber nicht den zyklischen Aufschwung im Jahr 2017.

Der Trend zu einer Abschottung der Heimatmärkte vor ausländischen Produkten und Zuwanderung, wie er sich in den USA und in Großbritannien in den Abstimmungsergebnissen zur Präsidentschaftswahl bzw. zum Austritt aus der EU ausgedrückt hat, gärt in vielen Staaten. Es drohen Rückschritte in der Globalisierung und damit verbunden langfristige Wachstumseinbußen.

Allerdings darf dies nicht dahingehend interpretiert werden, dass diese Konsequenzen kurzfristig zu starken wirtschaftlichen Einbußen führen oder gar eine Rezession auslösen können. Für das Jahr 2017 sind aus verschiedenen Gründen noch keine gravierenden Effekte auf die wirtschaftliche Entwicklung zu erwarten.

Erstens bedeutet die Aufkündigung ausgehandelter oder geplanter, aber noch nicht umgesetzter Handelsabkommen, wie TTP (Transpazifische Partnerschaft) oder TTIP (Transatlantisches Freihandelsabkommen), noch keinen Rückschritt für das globale Wachstum, sondern nur keinen Fortschritt.

Zweitens hat der Brexit bereits heute durch Wechselkursveränderungen, Unternehmensverlagerungen oder Investitionsverschiebungen zwar Umwälzungen zur Folge, aber noch keinen gravierenden Handelseffekt, da Zölle und andere Handelshemmnisse frühestens im Jahr 2019 eingeführt werden. Bisher resultieren die geringeren Exportzahlen Europas in das Vereinigte Königreich in erster Linie aus dem Wechselkurseffekt der Abwertung des Britischen Pfund.

Drittens werden bestehende Handelsabkommen wie die NAFTA (North American Free Trade Agreement) kaum schon im Jahr 2017 komplett aufgekündigt. Wahrscheinlicher sind langwierige Nachverhandlungen oder erste Nadelstiche zur Verbesserung der Handelsposition.

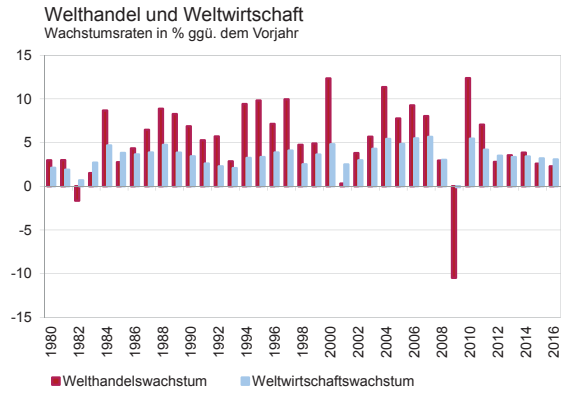
Viertens entsteht eine protektionistische Haltung erst langsam. Kleinere Maßnahmen reichen zunächst aus, um politische Unterstützung im Inland zu erhalten. Das dürfte auch für Donald Trump in den USA gelten.

Fünftens haben die Sanktionen gegen Russland gezeigt, dass es zwar zu deutlichen Einschränkungen im bilateralen Handel mit der sanktionierten Volkswirtschaft kommt, die Unternehmen aber andere Handelsverbindungen vertiefen und so einen Teil der Exportverluste ausgleichen können.

Sechstens gleichen Wechselkursverschiebungen viele protektionistische Maßnahmen kurzfristig aus. Exportverluste Chinas durch US-Zölle auf chinesischen Stahl werden dadurch ausgeglichen, dass der US-Dollar gegenüber dem Yuan aufwertet und andere Produktgruppen profitieren.

Siebtens ist die zyklische Dynamik in der kurzen Frist ein viel stärkerer Faktor für das Wachstum als politische Einflüsse.

Achtens war schon in den vergangenen Jahren der Welthandel nicht mehr der Treiber der Weltwirtschaft. So fielen die Wachstumsraten des Welthandels anders als in den meisten Vorjahren deutlich niedriger aus als das Weltwirtschaftswachstum.

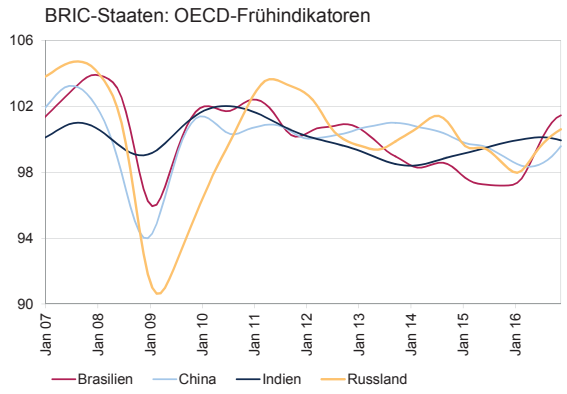


Wir sehen den zunehmenden Protektionismus und Nationalismus daher zwar mit großer Sorge für das Poten-

zialwachstum der Weltwirtschaft, erwarten aber für 2017 nur geringe negative Effekte. Im Gegenteil: 2017 kann nochmal ein richtig dynamisches Jahr werden, ehe der politische Gegenwind langsam stärker wird.

> These 2: Die Schwellenländer werden von der anziehenden Nachfrage in den Industrieländern gestützt und erzielen trotz des belastenden US-Zinsanstiegs ein höheres Wachstum als im Vorjahr.

Die Schwellenländer gehen nach zwei wirtschaftlich schwierigen Jahren mit einer besseren konjunkturellen Dynamik in das Jahr 2017. So haben sich die OECD-Frühindikatoren für die BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien und China) von ihren Tiefpunkten um den Jahreswechsel 2015/2016 sukzessive erholt und befinden sich seitdem in einem dynamischen Aufwärtstrend.



Dabei profitieren viele Schwellenländer von einer Stabilisierung der Rohstoffpreise. Die Notierungen für Rohöl, Eisenerz, Kohle oder Zink haben sich von ihren Jahrestiefständen Anfang 2016 bis zum Jahresende in etwa wieder verdoppelt. Andere Industriemetalle wie Kupfer, Nickel oder Zinn weisen ebenfalls Wertsteigerungen zwischen 25 % und 60 % auf. Die großen Rohstoffförderer Russland und Brasilien werden daher die zweijährige Rezession verlassen und erstmals wieder positive Wachstumsraten erreichen.

Für die Rohstoffimporteure in Ostasien sowie Indien halten sich die Belastungen bei der Verschlechterung der Terms of Trade (preisliche Wettbewerbsfähigkeit) in Grenzen, da sie ihrerseits einen starken Nachfrageanstieg für ihre Exportgüter aus den USA und aus Europa erfahren. Mögliche protektionistische Maßnahmen der neuen US-Regierung werden sich im Jahr 2017 noch nicht auf die Exporte auswirken bzw. können durch die Ausfuhr in andere Regionen kompensiert werden. China, dessen Dumping-Preise bei einigen Gütern, wie z. B. Stahl, im besonderen Fokus von US-Präsident Trump und seiner Administration stehen, ist dank eines stark gewachsenen Binnenmarkts längst nicht mehr so abhängig von den Exporten wie noch vor zehn Jahren. Indien ist traditionell sehr binnenorientiert und profitiert zudem von der sehr wirtschaftsfreundlichen Politik von Premierminister Modi, der z. B. eine Vereinheitlichung der Mehrwertsteuer in allen 29 Bundesstaaten erreicht hat, die rund 2 % Wachstum bringen und noch im Laufe des Jahres 2017 umgesetzt werden könnte. Das Wachstum in Indien wird mit knapp 7 % in etwa die Höhe des Vorjahres erreichen, obwohl zu Jahresbeginn noch die Nachwirkungen einer umstrittenen Bargeldreform belasten.

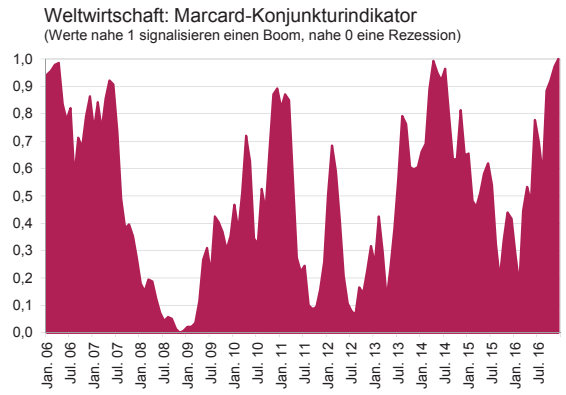
In vielen Schwellenländern wirkt sich zunächst positiv aus, dass die Zentralbanken ihre Leitzinsen wieder gesenkt haben. Dieser Trend dürfte angesichts moderater bis relativ niedriger Inflationsraten auch noch anhalten und die Konjunktur anschieben. Allerdings steigt im Laufe des Jahres der Druck auf die Zentralbanken, wenn die US-Notenbank weiter an der Zinsschraube dreht. Denn dies führt zu Kapitalflüssen von den aufstrebenden Volkswirtschaften in die USA. Infolgedessen können Wechselkursabwertungen sowie mögliche Zinsanhebungen zur Stabilisierung der heimischen Währung die mittlerweile recht hoch und häufig in US-Dollar verschuldeten Schwellenländerunternehmen belasten.

Wir erwarten zwar im Jahr 2017 keine allgemeine Schwellenländerkrise, da die meisten Volkswirtschaften solide makroökonomische Daten aufweisen und zudem von der starken Konjunktur in den Industrieländern gestützt werden. Aber einzelne Staaten mit politischen Instabilitäten, wie die Türkei oder Mexiko, das neben einer zyklischen Abschwächung wohl unter der protektionistischen Politik von Donald Trump leiden wird, könnten in eine Rezession rutschen.

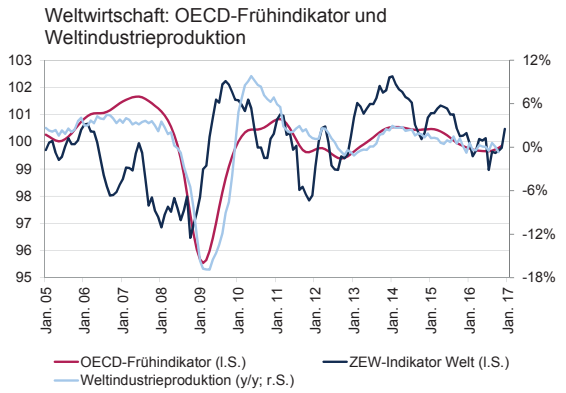
Für die Weltwirtschaft kommen im Jahr 2017 jedoch vorwiegend positive Impulse aus den Schwellenländern.

These 3: Das Weltwirtschaftswachstum wird im Jahr 2017 höher ausfallen als im Vorjahr.

Die Stimmungsindikatoren zeigen für die Weltwirtschaft zu Jahresbeginn ein sehr positives Bild. Unser Marcard-Konjunkturindikator, der ein breites Spektrum von insgesamt 69 Frühindikatoren aus der ganzen Welt auswertet, weist mit einem Wert von 1,00 den höchsten Wert der letzten zwölf Jahre auf.



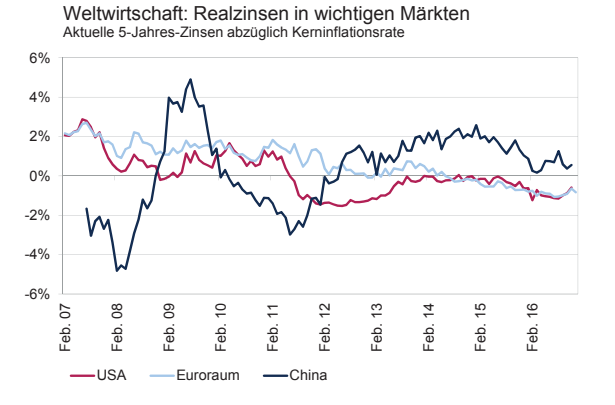
Andere wichtige Weltwirtschaftsindikatoren wie der OECD-Frühindikator oder der ZEW-Weltindex zeigen ebenfalls ein optimistisch stimmendes Bild für den Start in das Jahr 2017. Der OECD-Frühindikator hat seit einigen Monaten die Talsohle überwunden, was in der Regel mit einer längeren Aufschwungphase einhergeht. Der volatilere, aber dafür frühzeitiger verfügbare ZEW-Weltindex zeigt bereits eine spürbare Belebung des Weltwirtschaftswachstums an.



Neben einer zyklischen Belebung, die diesmal zwar nicht von den USA ausging, die Vereinigten Staaten aber zuletzt mit erfasst hat, treibt eine expansiver werdende Fiskalpolitik die Weltwirtschaft an. Sowohl in Europa als auch mit dem neuen Präsidenten in den USA steht eine lockere Haushaltspolitik an. Allerdings sollten die Erwartungen an Donald Trump für das Jahr 2017 nicht zu hoch gesetzt werden, da eine Umsetzung von Steuersenkungen und Ausgabenprogrammen Zeit in Anspruch nimmt. Immerhin könnte die Antizipation von stimulierenden Effekten das Wachstum schon im Vorwege ankurbeln.

Die Weltwirtschaft wird von den Zinserhöhungen der Federal Reserve in den Vereinigten Staaten belastet. Die US-Notenbank ist unverändert der Taktgeber für den globalen Zins, dem sich viele unterordnen müssen. Immerhin können sich inzwischen einige große Staaten mit einem Leistungsbilanzüberschuss und hohen Devisenreserven abkoppeln. Bestes Beispiel der Vergangenheit ist Japan, wo die Zinsen selbst bei US-Zinsanstiegen tief geblieben sind. Mittlerweile dürfte das auch für die Europäische Währungsunion gelten. Unsicher ist die Lage in China, denn auf der einen Seite verfügt das Land über immer noch sehr hohe Devisenreserven im Volumen von über drei Billionen US-Dollar. Auf der anderen Seite stellt die Quasi-Wechselkurskopplung des Yuan an den US-Dollar ein Problem dar, da der Wechselkurs so nicht ausgleichend auf die Zinsanstiege in den USA reagieren kann. Die jüngsten Kapitalabflüsse könnten perspektivisch eine Zinsanhebung erzwingen.

Wir gehen jedoch davon aus, dass die US-Notenbank die Zinsschritte nur sehr behutsam vornimmt. Entscheidend ist dabei, dass es nicht zu einem starken Anstieg der Realzinsen kommt, denn erst diese würden die konjunkturelle Dynamik stärker belasten. Zuletzt sind die Realzinsen in den USA schon angestiegen, aber immerhin auf der Basis fünfjähriger Staatsanleihen unverändert negativ. Damit ist die Geldpolitik noch expansiv ausgerichtet. Der jüngste Anstieg dürfte sich zudem erst mit Zeitverzug bemerkbar machen. Im Euroraum und in China bleiben die Realzinsen nach wie vor vergleichsweise niedrig und damit konjunkturstützend.



Das Bruttoinlandsprodukt der Weltwirtschaft dürfte insgesamt etwas stärker zulegen als im Vorjahr, wobei der Haupteffekt aus den USA und aus den rohstoffproduzierenden Schwellenländern wie Brasilien und Russland kommt. Die hohen Wachstumsraten Chinas und Indiens können nicht ganz gehalten werden, bleiben aber ein wesentlicher Treiber des Weltwirtschaftswachstums. Vor dem Hintergrund der Belastungen aus dem Brexit wird das Vereinigte Königreich eine Wachstumsverlangsamung erleiden, obwohl das schwache Britische Pfund und die negativen Realzinsen das Wachstum auf der Insel stützen.

Weltwirtschaft – Wachstumsprognosen in %

Region	2015	2016	2017				
			IWF	OECD	SVR	Konsens	Marcard
Welt (Kaufkraftparität)	3,2	3,1	3,4		3,4		3,3
USA	2,6	1,6	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2
Euroraum	2,0	1,7	1,5	1,6	1,4	1,4	1,6
Japan	0,5	1,0	0,6	1,0	0,7	1,0	1,0
Großbritannien	2,2	1,8	1,1	1,2	1,4	1,3	1,4
Russland	-3,7	-0,8	1,4	0,8	1,2	1,2	1,5
China	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3	6,4	6,4
Indien	7,2	7,3	7,6	7,6	7,4	7,1	7,0
Brasilien	-3,8	-3,3	0,5	0,0	0,2	0,4	0,7

US-Konjunktur: Auch ohne Steuersenkungen und Ausgabenprogramme im Aufwind

These 4: Die von US-Präsident Trump angekündigte expansive Fiskalpolitik wird weniger stark ausfallen und langsamer wirken als allgemein erwartet.

Die Erwartungen an US-Präsident Trump sind hoch. Es wird insbesondere eine Ankurbelung der US-Wirtschaft durch ein Bündel von Maßnahmen antizipiert. Dazu gehören Steuersenkungen sowohl bei den Unternehmen als auch bei den Haushalten, massive staatliche oder staatlich geförderte Infrastrukturinvestitionen sowie der Schutz von US-Unternehmen vor ausländischen Produkten mit vermeintlichen Dumping-Preisen. Allein die Steuersenkungen könnten gemäß der US Tax Foundation die Steuereinnahmen um 4,4 bis 5,9 Billionen US-Dollar über zehn Jahre schrumpfen lassen, was durch die gleichzeitig geplante Kürzung der Staatsausgaben um 1,2 Billionen US-Dollar kaum aufgewogen werden würde.

Ein derartig großes Steuersenkungsvolumen dürfte jedoch kaum von dem auf Haushaltsdisziplin getrimmten Kongress ohne Abstriche durchgewinkt werden. Zwar haben die Republikaner die Mehrheit im Repräsentantenhaus und im Senat, doch insbesondere im Senat ist die Mehrheit dünn und von Trump-Gegnern in der eigenen Partei abhängig. Es ist kaum zu erwarten, dass die Ideen in vollem Umfang umgesetzt werden, da ansonsten das Haushaltsdefizit zu stark ansteigen würde.

Dennoch ist mit erheblichen Steuererleichterungen zu rechnen, die sich zunächst positiv auf das US-Wachstum auswirken werden. Doch die entscheidende Frage ist, wann die Effekte wirksam werden. Erfahrungen aus der Vergangenheit unter den US-Präsidenten Ronald Reagan

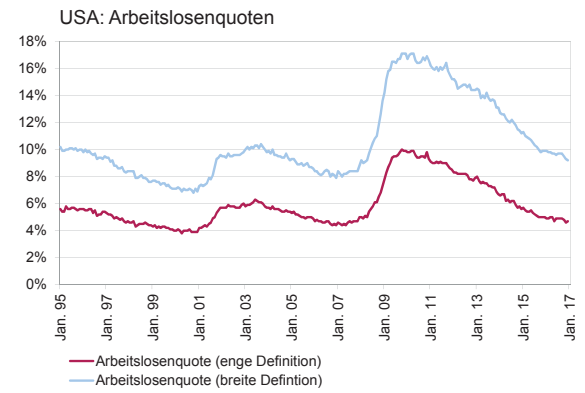
oder George Bush belegen, dass sich selbst unter günstigen Umständen das Gesetzgebungsverfahren und die Umsetzung der Gesetze so lange hinziehen, dass frühestens zum vierten Quartal 2017 mit dem Beginn von Steuererleichterungen zu rechnen wäre. Infrastrukturausgaben würden vermutlich eine noch längere Vorlaufzeit benötigen, da sie zunächst geplant und dann ausgeschrieben werden müssten.

Theoretisch könnte jedoch bereits die Ankündigung wachstumsfördernd wirken, weil sich Unternehmen in Erwartung von Steuererleichterungen oder zusätzlichen Aufträgen positionieren und Investitionen tätigen. Doch zunächst müssen zumindest gewisse Rahmenvereinbarungen erkennbar werden, ehe insbesondere große Unternehmen ihre Geschäftspolitik anpassen.

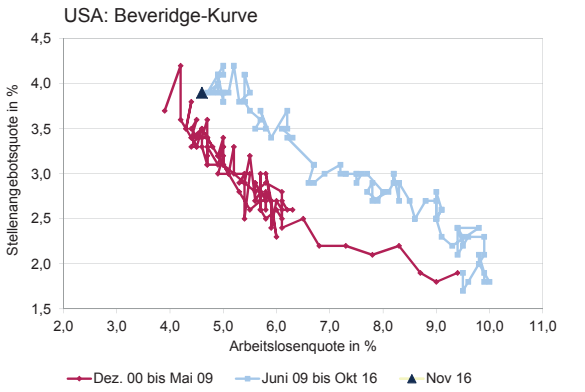
Insofern dürfte der Hauptteil der möglichen positiven Impulse auf das Wachstum und die Begleiteffekte bei der Inflation erst im Jahr 2018 und später wirksam werden. Das Wachstum im Jahr 2017 dürfte nur wenig um ein bis zwei Zehntelprozentpunkte positiv beeinflusst werden.

These 5: Die US-Arbeitslosenquote wird weiter sinken und zum Jahresende die Marke von 4,3 % erreichen. Die Lohnzuwächse steigen sukzessive an, bleiben aber moderat.

Die Arbeitslosenquote hat mit 4,7 % zum Jahresende 2016 bereits ein Niveau erreicht, das weit unter dem Durchschnitt von knapp 6 % liegt. Gleichzeitig ist auch der Abbau der versteckten Arbeitslosigkeit deutlich vorangekommen. Die Arbeitslosenquote in der weiten Definition, bei der auch Personen berücksichtigt werden, die ungewollt weniger arbeiten oder die sich temporär vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, weil sie von der Arbeitssuche frustriert sind, ist mit 9,2 % nicht mehr weit von dem Tief vor der Finanzmarktkrise entfernt (7,9 %).



Dieser Trend wird sich dieses Jahr fortsetzen, denn Arbeitskräfte werden nach wie vor stark gesucht. Die Stellenangebotsquote liegt mit rund 4 % schon heute weit über dem Niveau der Boomphase 2006/2007 von 3,5 %. Allerdings geht das hohe Stellenangebot nicht mit entsprechend vielen Einstellungen einher, denn die Einstellungsquote befindet sich mit 3,9 % anders als die Stellenangebote lediglich im historischen Mittel. Hierfür dürften strukturelle Gründe die Ursache sein. Offensichtlich passen die Qualifikationen der Arbeitsuchenden und die Stellenangebote inzwischen weniger gut zusammen als noch vor rund zehn Jahren. Die zunehmende Digitalisierung könnte mitverantwortlich dafür sein, dass sich die Beveridge Kurve, die den Zusammenhang von Arbeitslosenquote und Stellenangeboten zeigt, gegenüber dem letzten Konjunkturzyklus sichtbar verschoben hat.



Das bedeutet, dass es schon heute zu einem Fachkräftemangel gekommen sein könnte. Eine Mehrheit der Notenbankdistrikte in den USA meldete entsprechend einen angespannten Arbeitsmarkt. Allerdings scheint dieser

Prozess noch nicht so gravierend zu sein, denn sonst müsste die Zahl der Überstunden über dem noch unkritischen Niveau von aktuell 4,4 Stunden pro Woche liegen.

Eine Anspannung in einigen Teilen des Arbeitsmarkts kann sich jedoch rasch ergeben, wenn US-Präsident Trump massive Infrastrukturprogramme ausrollt. Denn bereits heute ist das Baugewerbe recht hoch ausgelastet. Staatliche Bauprojekte würden daher rasch zu Lohnsteigerungen und entsprechend zu einer Verdrängung privater Bauinvestitionen führen. Allerdings kommt dies wohl eher im Jahr 2018 zum Tragen.

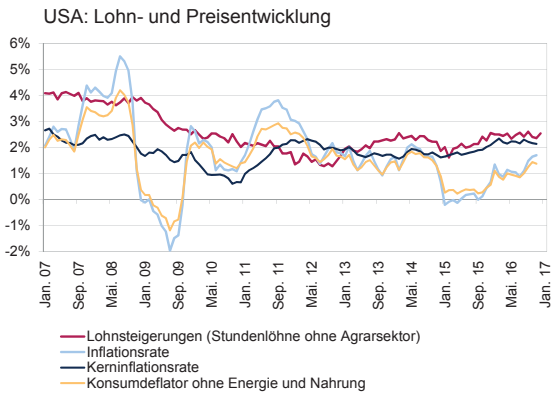
Wir rechnen damit, dass die Arbeitslosenquote in ihrer engen Definition von heute 4,7 % noch etwas weiter auf 4,3 % sinkt. Etwas stärker sollte die Arbeitslosenquote in ihrer weiten Abgrenzung fallen. Hier sind noch Reserven an Facharbeitern, vor allem unter den Frauen, die sich temporär zugunsten der Kindererziehung vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, zu finden.

Die Lohnentwicklung war unterdessen bislang schwächer ausgeprägt als in den vorherigen Konjunkturzyklen. Der von der US-Notenbank viel beachtete Employment Cost Index stieg zuletzt auf 2,2 % und lag damit niedriger als in früheren Konjunkturzyklen, als er zumeist Werte von über 3 % erreichte. Die Stundenlöhne zogen erst zum Jahresende mit 2,9 % so kräftig wie in anderen Aufschwungsphasen an. Verdiener mit geringen oder mittleren Einkommen verzeichnen jedoch nur mäßige Lohnsteigerungen. Ein Grund für diese zögerliche Lohnentwicklung könnte die reduzierte Macht der US-Gewerkschaften und die Konkurrenz ausländischer Produkte angesichts des sehr festen US-Dollar sein

> These 6: Die US-Inflationsrate erreicht im Jahresdurchschnitt 2,3 %.

Aufgrund der moderaten Lohnsteigerungen fällt der zugrundeliegende Inflationsdruck gering aus. Darüber hinaus liegt die Kapazitätsauslastung mit 75 % unterhalb des langjährigen Mittelwertes von 79 %, so dass die Preissetzungsspielräume der Unternehmen noch begrenzt sind.

Die Inflationsrate in den USA blieb mit zuletzt 1,7 % im moderaten Bereich. Ein kleiner Teil der mäßigen Dynamik geht auf die Preisentwicklung für Energie und Nahrungsmittel zurück. Die Kerninflationsrate, bei der diese beiden volatilen Komponenten herausgerechnet werden, liegt jedoch mit 2,1 % im Zielkorridor der US-Notenbank von 2 % bis 2,5 %. Allerdings betrachtet die US-Notenbank verstärkt den Konsumdeflator. Hierbei handelt es sich um ein alternatives Inflationsmaß, das auf die Preisentwicklung des gesamten Konsumanteils am Bruttoinlandsprodukt abzielt statt auf den Warenkorb eines durchschnittlichen Verbrauchers. Dessen Rate beträgt mit allen Preisgruppen 1,4 % sowie ohne Energie und Nahrung 1,6 %. Er liegt damit aktuell niedriger als die Verbraucherpreisindizes.



Aus unserer Sicht ergeben sich für das Jahr 2017 weiterhin selbst durch eine möglicherweise recht expansive Fiskalpolitik von der Regierung unter Donald Trump keine größeren Inflationsgefahren. Denn die avisierten Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben müssen zunächst durch den Gesetzgebungsprozess und dann auch erst noch umgesetzt werden. Schließlich findet die Preisüberwälzung auch nur langsam statt, sodass die wesentlichen Auswirkungen frühestens im Jahr 2018 spürbar sein dürften.

Dennoch dürften die Inflationsraten im Frühjahr zunächst energiepreisbedingt deutlich über die Marke von 2 % ansteigen. Dazu trägt auf der einen Seite der niedrige Ölpreis des Vorjahres und auf der anderen Seite die stark anziehende Rohstoffnachfrage zu Jahresbeginn bei. Im Verlauf des Jahres wird dieser basisbedingte Effekt jedoch wieder nachlassen.

Wir erwarten, dass die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2017 insgesamt 2,3 % betragen wird. Die Kerninflationsrate liegt im Jahresmittel etwas niedriger bei 2,2 %. Die Rate des Konsumdeflators dürfte im Jahr 2017 erneut unterhalb der Verbraucherpreisentwicklung liegen. Die aktuelle Prognose der US-Notenbank für die Kernrate geht von 1,8 % aus.

These 7: Die US-Notenbank erhöht die Zinsen in zwei Schritten nur auf 1,25 %.

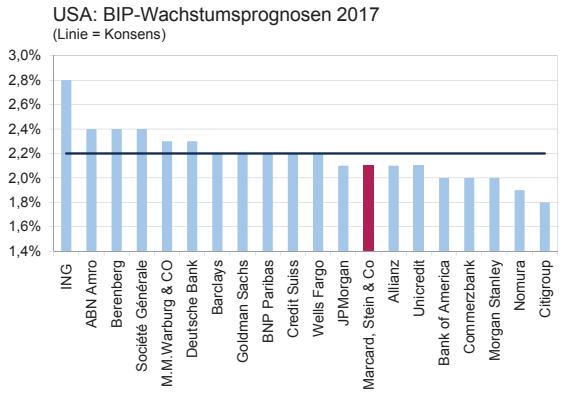
Direkter Inflationsdruck wird die US-Notenbank nicht zu weiteren Zinsschritten zwingen. Entsprechend vorsichtig kann die US-Notenbank vorgehen, indem sie nur bei starken konjunkturellen Indikatoren weitere Zinsschritte vornimmt. Die Projektionen der Fed-Mitglieder sehen zwar drei Zinsschritte zu je 25 Basispunkten vor, doch dass es anders kommen kann, belegen die Erfahrungen des Vorjahres. Damals wurden sogar vier Zinsschritte avisiert, erfolgt ist nur einer kurz vor dem Jahresende.

Die besten Voraussetzungen dürften hierfür im Frühjahr gegeben sein, darauf deuten die sich verbessernden Frühindikatoren hin. Doch der Aufschwung verläuft insgesamt recht holprig, sodass in der zweiten Jahreshälfte bereits wieder weniger Rückenwind für eine geldpolitische Straffung kommen kann. Insbesondere könnten Risiken aus dem Ausland, auf die die Federal Reserve seit einiger Zeit vermehrt achtet, Zinsanpassungen verhindern. Dazu gehören möglicherweise Krisen in einzelnen Schwellenländern, Sorgen um einen möglichen Euro-Austritt Italiens oder Devisenturbulenzen infolge der Unsicherheiten über den Status Großbritanniens gegenüber der EU nach dem Brexit.

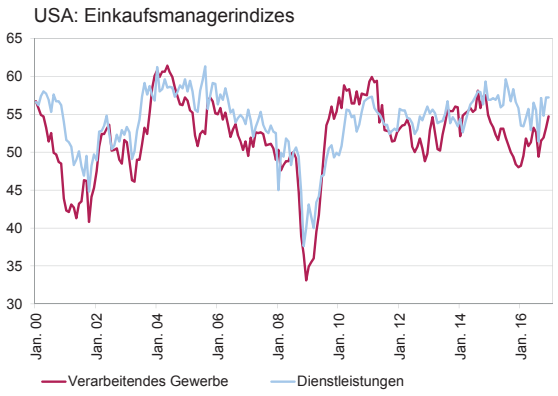
Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen weniger stark angehoben werden. Wir erwarten, dass die US-Notenbank eine Zeit lang mit einer Anhebung warten und die Zinsen nur in zwei Schritten auf 1,25 % erhöhen wird.

These 8: Die US-Wirtschaft wird mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,2 % weiter wachsen.

Die Prognosen der Banken und Institute für die USA zeigen aktuell ein Wirtschaftswachstum von im Schnitt rund 2,3 % an. Das Spektrum ist dabei mit Schätzungen zwischen 1,7 % und 3,0 % relativ breit. Dies ist in erster Linie davon abhängig, als wie wirksam die zu erwartenden Maßnahmen von US-Präsident Trump eingestuft werden.



Wir glauben, dass die US-Wirtschaft zunächst mit einer erhöhten Dynamik in das Jahr 2017 geht. Darauf deuten die Stimmungsverbesserungen unter den Einkaufsmanagern sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch bei den Dienstleistern hin.



Dies fußt zum einen auf einem Anziehen der Rohölpreise, die dank des Fracking ein wichtiger Faktor bei der Investitionsneigung in Teilen der Wirtschaft geworden sind. Zum anderen ist der Abbau der Lagerbestände, der das ganze Jahr 2016 über die Wirtschaft belastet hat, mitt-

lerweile abgeschlossen. Daraus entwickelt sich rein zyklisch durch Neubestellungen zum Lageraufbau eine stärkere wirtschaftliche Dynamik.

Unsere Wachstumsprognose von 2,2 % basiert in erster Linie auf der Erwartung einer weiterhin starken Expansion des privaten Konsums. Die privaten Investitionen werden nach einem leichten Rückgang im Vorjahr wieder merklich um rund 2,5 % zulegen, da nicht nur die Energiebranche, sondern auch andere Sektoren wieder positiver in die Zukunft schauen. Der Außenbeitrag wird auf der einen Seite durch den starken US-Dollar belastet, auf der anderen Seite könnten Maßnahmen der neuen US-Regierung zur Abschottung des US-Marktes das Außenhandelsdefizit etwas entlasten.

China: Zunächst noch hohe wirtschaftliche Dynamik mit wachsenden Risiken

These 9: Die Abhängigkeit von einer expansiven Kreditvergabe bleibt bestehen und zeigt unerwünschte Nebenwirkungen.

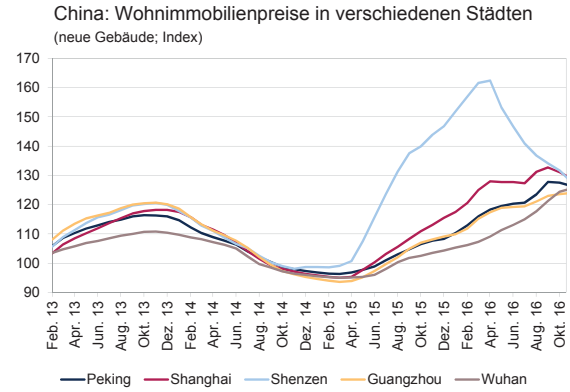
Die chinesische Volkswirtschaft funktioniert in vielen Bereichen mittlerweile wie eine Markwirtschaft. Angebot und Nachfrage bestimmen die Preise für die meisten Güter sowie für Vermögenswerte wie z. B. Immobilien. Der chinesische Yuan wurde Anfang Oktober 2016 sogar in den elitären, bisher nur aus dem US-Dollar, Euro, Yen und Britischen Pfund bestehenden Club der Reservewährungen beim Internationalen Währungsfonds aufgenommen.

Doch in gewissen Bereichen bleibt China ein staatlich gelenkter Wirtschaftsraum. Dazu gehört insbesondere die Kontrolle des Wechselkurses, der Kreditvergabe der Banken und des Sparzinses. In den vergangenen Monaten hat sich jedoch gezeigt, dass das Management dieser drei Faktoren sehr viel Fingerspitzengefühl erfordert und es mittlerweile schwierig geworden ist, alles gleichzeitig unter Kontrolle zu halten.

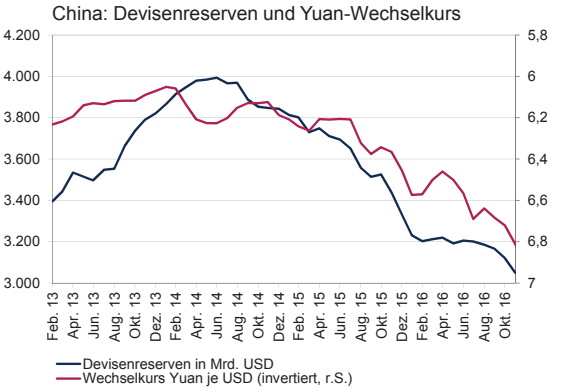
China hatte die zwischenzeitlich recht rigide Kreditvergabe aus Angst vor einer harten Landung der Wirtschaft Anfang 2015 wieder gelockert. Dank der staatlich gelenkten Banken lässt sich das Kreditvolumen vergleichsweise einfach regulieren. Die expansive Geldpolitik hatte auf der einen Seite den gewünschten Effekt, dass die Nachfrage wieder belebt wurde. So konnte der Abschwung am Immobilienmarkt ebenso abgefangen werden wie der schleichende Rückgang der Wachstumsraten bei den Einzelhandelsumsätzen und der Industrieproduktion.

Dafür zeigten sich jedoch auch unerwünschte Nebenwirkungen. Zum einen stiegen die Immobilienpreise in einigen Städten wie z. B. Shenzen oder Shanghai fast sprunghaft an, so dass erneut eine Immobilienblase drohte. Zum anderen suchten viele chinesische Anleger nach Anlagealternativen. Da die administrativ festgelegten, einheitlichen Sparzinsen wenig attraktiv waren, viele Anleger sich am Aktienmarkt gerade erst die Finger an einer geplatzten Spekulationsblase verbrannt hatten,

die Immobilienpreise zu schnell haussierten und andere Alternativen im Inland Mangelware waren, versuchten viele Chinesen, ihr Geld im Ausland anzulegen. Der einsetzende Kapitalexport führte wiederum zu Druck auf die chinesische Währung bzw. auf die Devisenreserven, da die Bank of China am Devisenmarkt intervenierte, um den Wechselkurs stabil zu halten.

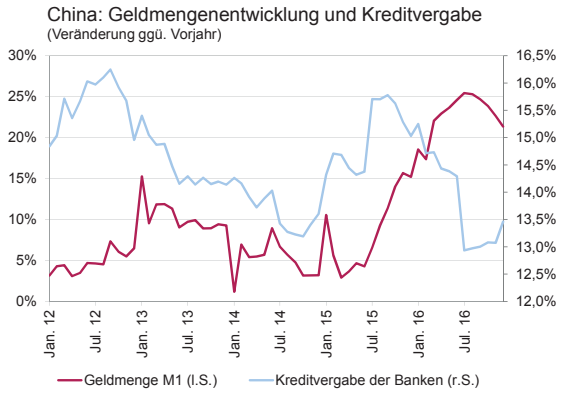


Zuletzt schrumpften die Devisenreserven so sehr, dass die Regierung zusätzliche Restriktionen einführte, um die Kapitalflucht einzudämmen. Angesichts dessen werden immer neue Tricks gesucht, um Kapital außer Landes zu bringen. Selbst die Kryptowährung Bitcoin wurde zuletzt als Fluchtmittel verstärkt verwendet.



Im Jahr 2017 dürfte sich der Druck eher erhöhen als zurückgehen. Steigende US-Zinsen und eine schleichende Aufwertung des Greenback machen Kapitalanlagen im Ausland noch attraktiver. Zudem scheint der chinesische Immobilienmarkt seinen Höhepunkt überschritten zu haben, so dass weiteres Kapital ein Anlageziel sucht.

Die Regierung hat bereits reagiert und die Kreditvergabe wieder restriktiver gestaltet, so dass die Kreditwachstumsraten sogar unter das Niveau von Ende 2014 gefallen sind. Damit steigt jedoch das Risiko, dass der gerade erst begonnene Aufschwung rasch wieder zum Erliegen kommt. Das zuletzt noch kräftige Wachstum des Geldmengenaggregats M1, zu dem Bargeld und Sichtguthaben gehören, bereitet jedoch Hoffnung, dass zumindest im Jahr 2017 noch keine harte Landung droht. Zum Ende des Jahres können jedoch wieder verstärkte Sorgen um die chinesische Wirtschaft aufkommen. Denn aus dem Dilemma, nicht alles gleichzeitig kontrollieren zu können, kommt die chinesische Regierung nicht heraus. China bleibt daher ein potenzieller Unsicherheitsfaktor.

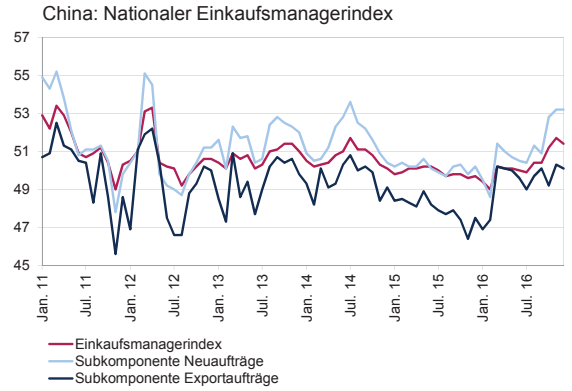


These 10: Das Bruttoinlandsprodukt Chinas wird gegenüber dem Vorjahr nur wenig vermindert um 6,4 % zulegen.

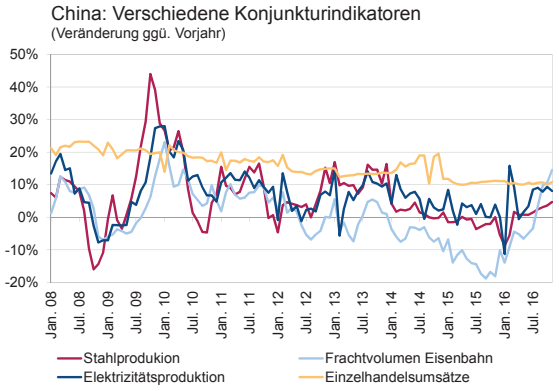
Das Jahr 2017 beginnt jedoch mit positiven Aussichten. Die Einkaufsmanager zeigen sich erstmals seit Mitte 2014 in der überwiegenden Mehrheit wieder optimistisch. Vor allem werden wieder vermehrt Neubestellungen verzeichnet. Noch sind die Erwartungen an die Exportaufträge zwar eher gering, doch dürfte die anziehende globale Nachfrage auch die chinesische Wirtschaft stützen.

Ein Risiko für den Verlauf des Jahres stellt jedoch die Handelspolitik der USA dar. Die Ernennung von Peter Navarro, einem starken China-Kritiker, zum Handelsberater von Donald Trump kann als Indiz für eine strengere Handelspolitik gegenüber der chinesischen Volkswirtschaft interpretiert werden. Insofern dürften Import-

beschränkungen für chinesische Waren in den USA keine Überraschung darstellen. Allerdings ist die chinesische Wirtschaft längst nicht mehr so abhängig von der US-Nachfrage wie noch vor zehn Jahren. Inzwischen gehen mehr Exporte in die EU und nach Japan zusammen als in die USA. China hat es zuletzt sogar recht gut verkraftet, dass die Exporte insgesamt um über 6 % zurückgegangen sind. Insofern erwarten wir durch Handelsrestriktionen keinen wirtschaftlichen Einbruch in China.



Die inländische Nachfrage hat in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen und sich schon deutlich belebt. Erkennbar ist dies an dem kräftigen Anstieg des Eisenbahnfrachtvolumens und an den positiven Wachstumsraten bei der Stahl- und Elektrizitätsproduktion. Auch die Einzelhandelsumsätze legen unverändert zu.

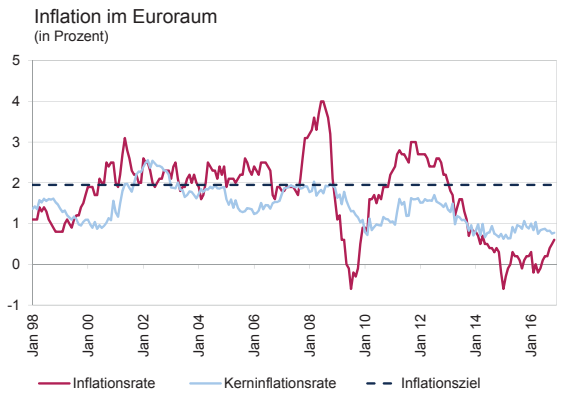


Wir sehen vor allem im ersten Halbjahr noch kräftige Zuwachsraten beim. Insgesamt prognostizieren wir für das Jahr 2017 trotz eines langfristigen Abwärtstrends bei den Zuwachsraten ein nur etwas niedrigeres Wachstum als im Vorjahr von 6,4 % und liegen damit im Konsens.

Europa-Konjunktur: EZB und zyklische Dynamik stützen bei politischen Problemen

These 11: Das Anleihekaufprogramm der EZB wird planmäßig bis Dezember 2017 durchgeführt und nicht nochmals angepasst werden. Der Einlagenzinssatz von -0,4 % und der Leitzinssatz von 0 % werden nicht verändert.

Die EZB hat ihr Anleihekaufprogramm im Dezember 2016 modifiziert und bis Dezember 2017 verlängert. Dabei wurde beschlossen, erstens das Volumen der monatlichen Aufkäufe ab April 2017 von 80 Mrd. Euro auf 60 Mrd. Euro zu reduzieren. Zudem kann die EZB nun bei Bedarf auch Anleihen erwerben, deren Rendite unterhalb des Einlagensatzes liegt. Da die Konjunktur mit Rückenwind in das neue Jahr geht, sehen wir keinen Grund für eine Ausweitung des Programms. Auch die Zinsen dürften nicht angepasst werden. Der Leitzinssatz, der aktuell bei 0 % liegt, kann nur unter Inkaufnahme negativer Effekte weiter reduziert werden. Auch der Einlagensatz bei -0,4 % dürfte nicht weiter gesenkt werden, da dies die Banken zusätzlich belasten würde.



Ein Blick auf die Konjunktur verdeutlicht, dass weite Teile des Euroraums auf eine anhaltend expansive Geldpolitik angewiesen sind. Bedeutende Länder des Euroraums wie Frankreich und Italien erholen sich nur langsam von den Folgen der Finanzmarkt- und europäischen Schuldenkrise. Insgesamt ist nach wie vor festzustellen, dass die Industrieproduktion und die Beschäftigung weit von den Vorkrisenniveaus entfernt sind. Dies führt dazu, dass ein nachhaltiger Anstieg der Inflationsrate in Richtung des Zielwertes der Notenbank von etwas unter 2 % kaum zu

erwarten ist. Das Verfehlen des Inflationsziels wird vermutlich das entscheidende Argument für die EZB sein, die Geldpolitik weiterhin expansiv zu gestalten.

These 12: Die EZB wird bekanntgeben, dass das im Dezember 2017 auslaufende Anleihekaufprogramm verlängert, aber im Umfang deutlich reduziert wird. Darüber hinaus dürfte sie lang laufende Tendergeschäfte beschließen, die schon im Jahr 2017 starten könnten. Griechische Staatsanleihen werden wieder aufgekauft.

Die EZB steht vor einer besonderen Herausforderung: Im Dezember 2017 wird das Anleihekaufprogramm auslaufen. Eine Fortsetzung im bestehenden Umfang ist sehr unwahrscheinlich, da eine selbstgesetzte Grenze erreicht werden wird. Aus rechtlichen Gründen wird die EZB vermutlich nicht mehr als 33 % der Emissionen eines Landes erwerben, wie EZB-Präsident Mario Draghi auf der Pressekonferenz am 8. Dezember 2016 betont hat. Denn ab dieser Größenordnung greifen sogenannten Collective Action Clauses (CAC). Diese räumen Anleihebesitzern mit einem Anteil von in der Regel mehr als 33 % der Anleihe eine Sperrminorität ein, falls Anleihebedingungen aufgrund einer Schuldenrestrukturierung geändert werden müssen. Die Notenbank will aber unbedingt vermeiden, als bedeutender Akteur bei Schuldenrestrukturierungen aufzutreten, um nicht in einen Konflikt zu geraten.

Die Zentralbank reagiert damit auf ein Urteil des Europäischen Gerichtshofs vom 16.6.2015, das im Grundsatz zwar Staatsanleihekäufe für rechtlich zulässig erachtet, gleichzeitig aber unmissverständlich verdeutlichte, dass eine monetäre Staatsfinanzierung nicht zulässig ist. Solange die Grenze von 33 % eingehalten wird, ist nach der Interpretation der EZB diese Vorgabe erfüllt. Wir rechnen daher damit, dass die EZB ankündigen wird, ihr Aufkaufprogramm im Umfang deutlich zu reduzieren. Sie wird aber kaum dazu übergehen können, die unkonventionellen Maßnahmen komplett zu beenden und damit ihre Geldpolitik restriktiver zu gestalten.

Anleihekaufprogramm der EZB

Land	Erwerbbares Volumen in Mrd. Euro	Bereits ausgeschöpft in Mrd. Euro	Bereits ausgeschöpft in %	33 %-Grenze erreicht (Schätzung)
Italien	1.627	200	12 %	Apr 18
Frankreich	1.563	230	15 %	Jul 19
Deutschland	1.134	290	26 %	Okt 17
Spanien	812	144	18 %	Apr 18
Belgien	357	40	11 %	Aug 20
Niederlande	337	65	19 %	Feb 18
Österreich	216	32	15 %	Sep 18
Irland	111	18	16 %	Mai 18
Portugal	108	24	22 %	Apr 17
Finnland	85	20	24 %	Mrz 17
Summe	6.350	1.063	17 %	

Dabei dürfte es der EZB weniger darauf ankommen, die Zinsen niedrig zu halten. Einen moderaten Anstieg des Zinsniveaus im Einklang mit etwas höheren Inflationsraten können Staaten wie Italien und Spanien durchaus vertragen, da ein Anstieg des Zinsniveaus in der Regel mit einem höheren nominalen Wachstum einhergehen sollte. Denn der Staatshaushalt wird zuerst durch steigende Steuereinnahmen entlastet, während die Belastung durch steigende Zinsen mit einer zeitlichen Verzögerung auftritt, da nur ein kleiner Teil der Anleihen zu höheren Zinskosten neu begeben wird. Der EZB muss es aber Sorgen bereiten, wenn die Anleihespreads ansteigen. Denn steigende Spreads bedeuten für die Peripheriestaaten einen Anstieg des Realzinsniveaus, was wiederum einen Anstieg der Kreditvergabe verhindern würde.

Vor diesem Hintergrund erscheint uns die Auflegung einer Serie von Tendern mit langer Laufzeit von bis zu fünf Jahren eine gut mögliche geldpolitische Maßnahme zu sein. Bei den Tendergeschäften können sich die Banken an festzulegenden Terminen für einen garantiert festen Zinssatz, der sich am Leitzinssatz orientiert, für eine bestimmte Laufzeit Liquidität bei der EZB besorgen. In der Vergangenheit hat die EZB dies oftmals an Auflagen geknüpft, die Gelder für die Ausweitung der Kreditvergabe zu verwenden. Beginnen könnten die Maßnahmen noch im Jahr 2017 als Ergänzung zum Anleihekaufprogramm. Dass auch hiermit sehr hohe Volumen von mehr als 1 Bio. Euro Zentralbankliquidität in Umlauf gebracht werden können, hat die EZB in der Vergangenheit bereits gezeigt. Der große Vorteil ist, dass diese Mittel wesentlich zielgerichteter von den Banken

für die Kreditvergabe genutzt werden können als die Liquidität, die die Notenbank über den Ankauf von Anleihen in den Markt bringt. Der Nachteil ist, dass die EZB die Maßnahmen nicht wie bei den Anleihekäufen wieder rückgängig machen kann, wenn zum Beispiel die Inflationsrate rasch anzieht.

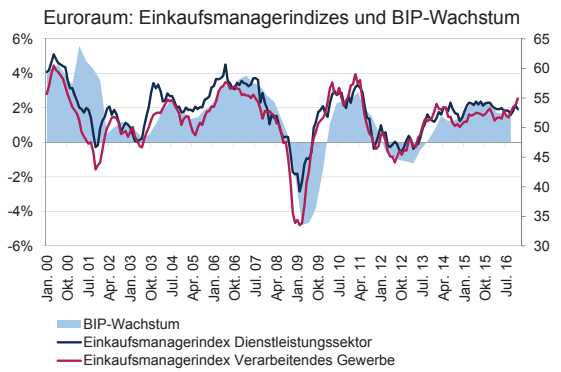
Die Idee ist, dass die Banken sich bei der EZB zu sehr günstigen und langfristig fixierten Konditionen Geld beschaffen, das sie benutzen können, um neue Kredite auszureichen. Da die Refinanzierung sehr günstig ist, die Kreditzinsen aber höher liegen, entsteht eine attraktive und dauerhafte Zinsmarge für die Banken. Problematisch dabei ist allerdings, dass die Banken diese neuen Kredite mit knappem Eigenkapital unterlegen müssen. Mit der spürbaren Erholung der Kurse vieler Bankaktien seit September 2016 könnte es aber hier zu einer gewissen Entspannung kommen, da Investoren wieder bereit sind, vermehrt Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Im aktuellen Bank Lending Survey der EZB haben viele Banken zudem positive Effekte der vergangenen Tender auf die Kreditvergabe vermeldet.

Eine andere Möglichkeit der Nutzung der Mittel aus den Tendergeschäften für die Geschäftsbanken wären Staatsanleihekäufe, wenn die EZB die Bedingungen entsprechend gestaltet. Mit der günstigen Refinanzierung durch die EZB können die Banken Anleihen Spaniens oder Italiens aufkaufen und die Zinsmarge vereinnahmen. Durch die lange Laufzeit der Tendergeschäfte und die Tatsache, dass Staatsanleihen nicht mit Eigenkapital zu unterlegen sind, ergibt sich für die Banken eine interessante Möglichkeit, Gewinne mit einem relativ geringen Risiko zu erzielen, solange die Anleihen im Anlagebestand liegen und nicht „mark to market“ bewertet werden müssen. Da dies aufgrund der sehr niedrigen Renditen von Bundesanleihen wohl nur mit Anleihen der Peripheriestaaten möglich wäre, ist diese Maßnahme auch geeignet, um die Anleihespreads unter Kontrolle zu behalten, während das Zinsniveau im Euroraum dadurch eher ansteigen dürfte. Die Banken würden die EZB an der Kauffront vor allem für Peripherieanleihen ablösen.

Im Bereich des Möglichen sehen wir zudem eine Wiederaufnahme griechischer Staatsanleihen in das Anleihekaufprogramm. Denn Griechenland macht wirtschaftliche Fortschritte und konnte die Konsolidierungsziele mit den internationalen Kreditgebern übertreffen. Die Wirtschaft profitiert zudem von der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und dem Tourismus, der durch die vielen geopolitischen Sorgen in anderen südlichen Urlaubsländern boomt. Mit Zinsen um 7 % im zehnjährigen Bereich rückt auch ein erster Test des Primärmarktes in greifbare Nähe, was die Voraussetzung von Aufkäufen durch die EZB wäre. Auch wenn das Volumen in Frage kommender Titel sehr überschaubar wäre, könnte die EZB mit der Wiederaufnahme Griechenlands ein Signal der Geschlossenheit senden wollen.

These 13: Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im Jahr 2016 um 1,6 % zulegen und dabei von einer expansiveren Fiskalpolitik gestützt werden.

Das Wachstum im Euroraum ist zwar unter den Volkswirtschaften sehr heterogen, entwickelte sich im gesamten Währungsraum jedoch seit knapp drei Jahren recht stabil zwischen 1,5 % und 2,5 %. Dabei ist die Zuwachsrate anhand der Umfragewerte unter den Einkaufsmanagern recht gut prognostizierbar. Angesichts der jüngsten Stimmungsaufhellung unter den Einkaufsmanagern im Verarbeitenden Gewerbe, das oft noch einen kleinen Vorlauf vor dem Dienstleistungssektor aufweist, dürfte das erste Halbjahr einen Wachstumsschub von etwas über 2 % bringen.



Dabei wird das Wachstum sowohl vom Konsum als auch von den Investitionen und dem Außenbeitrag gleichermaßen getragen. Der Konsum profitiert in erster Linie von einem weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit. So sollte

die saisonbereinigte Arbeitslosenquote im Jahr 2017 von 9,7 % auf 9,3 % zurückgehen. Dafür spricht unter anderem, dass sich die Einstellungsbereitschaft der Unternehmen auf dem höchsten Niveau der letzten fünf Jahre bewegt. Gleichzeitig dürften die Löhne insgesamt wieder etwas kräftiger zulegen. Gegenüber dem Vorjahr erhöht sich das real verfügbare Einkommen jedoch etwas weniger stark, weil steigende Energiekosten den Kaufkraftzuwachs teilweise mindern. Insgesamt verbleibt bei ungefähr konstanter Sparquote dennoch ein spürbarer Zuwachs des privaten Konsums von 1,4 %.

Positiv überraschen könnten die Investitionen. Nachdem die Kapazitäten jahrelang überwiegend unausgelastet waren, ist der Auslastungsgrad zuletzt auf 82,3 % und damit auf das höchste Niveau seit Mitte 2008 gestiegen. Insbesondere in der Baubranche gibt es nicht nur in Deutschland, sondern auch in mehreren anderen Ländern Engpässe. Die Finanzierungsbedingungen sind angesichts reichlich vorhandener Liquidität und niedriger Renditen bei Unternehmensanleihen eher günstig.

Zu steigenden Investitionen tragen auch diverse staatliche Programme bei. Zum einen läuft das Investitionsprogramm der EU-Kommission im Volumen von 315 Mrd. Euro weiter, und zum anderen dürften mehrere Staaten ihre Fiskalpolitik zusätzlich lockern. Bereits im Jahr 2016 kam gemäß Schätzungen der EU-Kommission ein fiskalischer Impuls von 0,4 % des Bruttoinlandsprodukts zustande, wobei Spanien, Österreich und Italien die größten Impulse gaben. Da selbst die EZB für eine expansive Fiskalpolitik wirbt, keine Sanktionen der EU-Kommission wegen des Überschreitens der Defizit- und Verschuldungsgrenzen zu befürchten sind und das höhere Wirtschaftswachstum mehr Spielraum bietet, dürfte der Fiskalimpuls ähnlich hoch liegen wie im Vorjahr. Insbesondere von Italien, wo steuerliche Investitionsanreize gegeben sind, Spanien und Deutschland geht der Großteil des Effektes aus.

Die Exporte werden dank der anziehenden Wirtschaft in vielen Schwellenländern und in den USA im Jahr 2017 florieren. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit hat sich unterdessen trotz des festen US-Dollar nur geringfügig verbessert, weil andere Währungen wie das Britische Pfund oder die Türkische Lira abgewertet haben. Der höhere Ölpreis wird die Investitionstätigkeit in den Ölförderstaaten wieder anregen und insbesondere den Exporteuren von Investitionsgütern wie Deutschland oder Italien zugutekommen. Einzig von der Türkei und vermutlich auch von Großbritannien dürfte unter den Hauptabsatzmärkten eine deutlich schwächere Exportnachfrage kommen.

Wir rechnen damit, dass das Bruttoinlandsprodukt insgesamt um 1,6 % etwas kräftiger zulegt, als es die Analysten im Durchschnitt erwarten. Wir sind optimistischer für die meisten Volkswirtschaften. Insbesondere Frankreich könnte angesichts guter Frühindikatoren positiv überraschen. Insgesamt werden alle Staaten, also auch Griechenland, einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts erreichen.

Deutschland-Konjunktur: Boomphase setzt sich fort

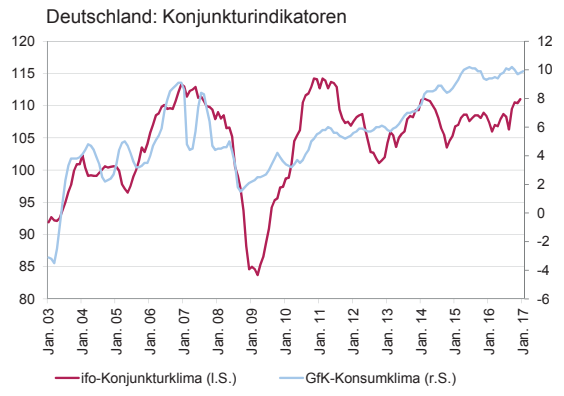
These 14: Das Bruttoinlandsprodukt wird um 1,5 % zulegen und dabei von allen volkswirtschaftlichen Komponenten gestützt.

Drei echte Feiertage mehr als im Vorjahr werden der einzige Wachstumsdämpfer im Jahr 2017 sein. Die arbeitnehmerfreundlichere Verteilung der Feiertage auf Wochentage und der zusätzliche Gedenktag an 500 Jahre Reformation werden das Bruttoinlandsprodukt um knapp 0,3 Prozentpunkte nach unten drücken. Davon abgesehen werden alle Verwendungskomponenten des Bruttoinlandsprodukts, wie der private und der staatliche Konsum, die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen sowie der Außenhandel, positiv zum Wachstum der deutschen Volkswirtschaft beitragen.

Der private Konsum wird erneut der größte Treiber der wirtschaftlichen Expansion sein. Dazu tragen die gegenüber dem Vorjahr leicht erhöhten Tariflohnsteigerungen von 2,3 % bei. Die Effektivlöhne steigen sogar etwas stärker, weil zum einen der Mindestlohn um 4 % erhöht wird und zum anderen die gute konjunkturelle Entwicklung zu höheren Sonderzahlungen führen dürfte. Die hohe Zahl an offenen Stellen lässt zudem einen Anstieg der Erwerbstätigen um 350.000 Personen erwarten. Eine leichte Entlastung bei den Steuergrundfreibeträgen wird durch eine Erhöhung der Beitragssätze zur Pflegeversicherung neutralisiert. Der Konsum wird daher von staatlicher Seite weniger über eine Entlastung der Bürger als vielmehr durch einen Anstieg der monetären Sozialleistungen gestützt. Dazu gehört auch ein Anstieg der Renten um rund 2 %.

Wir rechnen mit einer deutlichen Zunahme der nominal verfügbaren Einkommen um 2,6 % im Jahr 2017. Bei einer erwarteten Inflationsrate von 1,4 % verbleibt ein ordentlicher Zuwachs der real verfügbaren Einkommen von 1,2 %.

Dies sollte sich auch in einem entsprechenden Anstieg der privaten Konsumausgaben um 1,2 % bemerkbar machen. Denn die Sparquote dürfte in etwa konstant bleiben. Der GfK-Konsumklimaindex lässt auf der einen Seite eine sehr hohe Konsumlaune erkennen, auf der anderen Seite zwingen die niedrigen Renditen die Haushalte zu verstärkten Sparanstrengungen, um die Altersvorsorge konstant zu halten.

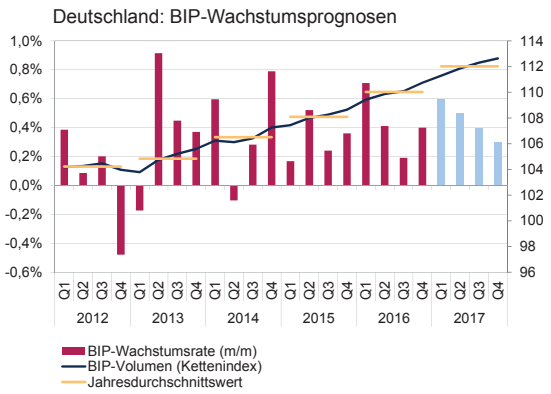


Der Staatskonsum ist im Vorjahr mit einer Rate von 4,2 % fast sprunghaft gestiegen. Verantwortlich hierfür waren in erster Linie die Sachleistungen für die Versorgung, Unterbringung und Integrationsmaßnahmen für Flüchtlinge. Diese werden im Jahr 2017 vorwiegend durch monetäre Leistungen abgelöst, die nicht im Staatskonsum verbucht werden. Wird unterstellt, dass die Zuwanderung auf dem Niveau der letzten Monate bleibt, dann dürfte das Wachstum des Staatkonsums auf 2,5 % zurückgehen.

Die Exporte werden um rund 3 % und damit nur wenig schwächer als die Einfuhren zulegen, so dass sich aufgrund des höheren Exportvolumens ein kleiner positiver Außenbeitrag ergibt. Dabei kompensiert die höhere Nachfrage aus den Schwellenländern und aus den USA eine schwächere Nachfrage aus Großbritannien. Das bevorstehende Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union stellt zwar eine Belastung für die deutschen Exporteure dar. Schätzungen des ifo-Instituts und des Kieler Weltwirtschaftsinstituts zufolge dürfte der Effekt des Brexit im Jahr 2017 jedoch begrenzt bleiben und den Export hauptsächlich über die Abwertung des Britischen Pfund belasten. Der gegenüber dem US-Dollar schwache Euro führt jedoch dazu, dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Unternehmen insgesamt unverändert bleibt. Die deutschen Unternehmen profitieren zudem überproportional davon, wenn aufgrund der Erholung der Rohstoffpreise die Investitionsnachfrage wieder ansteigt, da die deutsche Industrie bei Investitionsgütern über einen hohen Marktanteil verfügt.

Die Erwartungen der Experten für Deutschland – Wachstumsprognosen für 2017

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



Der ifo-Index signalisiert insgesamt einem hohen Optimismus in der deutschen Wirtschaft, der für deutlich zunehmende Ausrüstungsinvestitionen spricht. Ein Kapazitätsengpass ist dabei auf breiter Ebene über verschiedene Sektoren noch nicht erkennbar. Zudem wirken die politischen Unsicherheiten in Europa investitionshemmend, so dass erneut nur ein kleines Plus von 1,6 % bei den Ausrüstungsinvestitionen verzeichnet werden wird. Die Bauindustrie expandiert angesichts der niedrigen Zinsen und der Zuwanderung weiter. Vor allem im Wohnungsbau sind die Bauaufträge stark gestiegen und befinden sich auf dem höchsten Niveau seit dem Jahr 2000. Der Wirtschaftsbau bleibt dagegen recht schwach in etwa auf dem Niveau des Vorjahres, da die Unternehmen noch freie Produktionskapazitäten haben. Insgesamt dürfte es bei den Bauinvestitionen zu einem Plus von 2,0 % kommen.

Für das Gesamtjahr ergibt sich daraus ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,5 %. Damit liegen wir oberhalb der Konsens-Schätzungen von aktuell 1,4 %, da wir aufgrund der starken Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft zu Jahresbeginn optimistischer für den Beitrag des Außenhandels zum Bruttoinlandsprodukt sind.

Devisenmarkt: Der US-Dollar sollte kurzfristig noch weiter aufwerten können

These 1: Der US-Dollar wird sich weiter von seinem langfristigen Gleichgewicht entfernen und im Jahr 2017 die Parität zum Euro anstreben.

Der US-Dollar hat mit einem Wechselkurs von 1,04 US-Dollar je Euro bereits ein sehr hohes Bewertungsniveau erreicht. Klassische ökonomische Modelle zur Erklärung von Wechselkursveränderungen zeigen bereits seit geraumer Zeit eine starke Abweichung des US-Dollar von seinem Gleichgewichtskurs an.

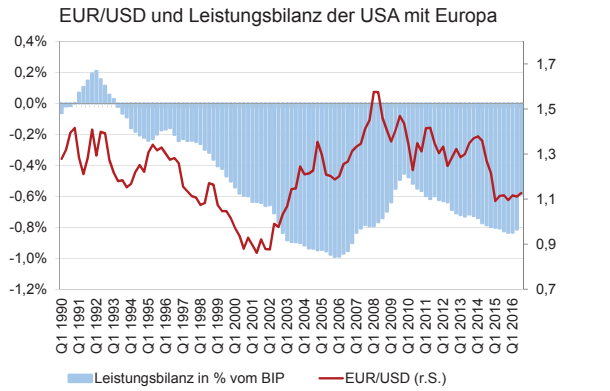
Wird zum Beispiel die Gültigkeit der Kaufkraftparität unterstellt, das heißt in einem internationalen Umfeld sollten gleichwertige Güter und Dienstleistungen auch zu denselben Preisen erhältlich sein, beträgt der Gleichgewichtswechselkurs, gemessen anhand des Marcard-Konzeptes, bei dem verschiedene Varianten der Berechnungsweise der Kaufkraftparität kombiniert werden, aktuell etwa 1,25 US-Dollar je Euro. Dies impliziert eine Überbewertung des US-Dollar gegenüber dem Euro um etwa 20 %.

Währung		Wechselkurs	Kaufkraftparität	Überbewertung
Australischer Dollar	AUD	1,46	1,70	16,8 %
Kanadischer Dollar	CAD	1,41	1,54	9,0 %
Schweizer Franken	CHF	1,07	1,41	32,0 %
Dänische Krone	DKK	7,43	8,43	13,4 %
Britisches Pfund	GBP	0,85	0,85	-0,8 %
Japanischer Yen	JPY	122,60	117,42	-4,2 %
Norwegische Krone	NOK	9,09	10,33	13,6 %
Neuseeland-Dollar	NZD	1,52	1,80	18,4 %
Schwedische Krone	SEK	9,65	10,14	5,1 %
US-Dollar	USD	1,04	1,25	20,1 %

Auch wenn das Konzept der Kaufkraftparitäten in der langen Frist einigermaßen gut funktioniert, gibt es einige Schwachstellen, die Abweichungen vom Gleichgewichtswechselkurs auch über eine längere Frist ermöglichen. Das gilt insbesondere für nicht-handelbare Güter wie Dienstleistungen oder Immobilien, da das theoretische Konzept einen friktionslosen Austausch über Ländergrenzen hinweg annimmt. Hohe Transaktionskosten oder Handelsbeschränkungen können aber auch den Warenverkehr von eigentlich gut handelbaren Gütern unmöglich oder prohibitiv teuer machen.

Aufgrund dieser mangelnden perfekten Substituierbarkeit vieler Güter und Dienstleistungen können Preisangleichungen erschwert werden und Unterbewertungen über einen längeren Zeitraum durchaus bestehen bleiben.

Nichtsdestotrotz wirkt sich die aktuelle Überbewertung des US-Dollar auf die Leistungsbilanz der USA aus. Denn ein starker US-Dollar macht den Import ausländischer Waren für US-Konsumenten billiger, während es für Ausländer teurer wird in den USA einzukaufen. Dies zeigt sich in dem Außenhandelsdefizit der USA mit ihren europäischen Handelspartnern.



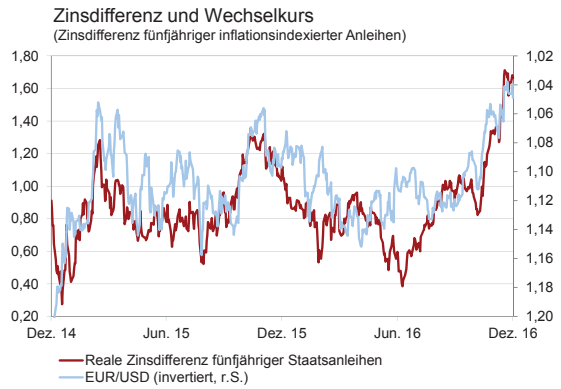
Der Theorie folgend sollte der handelsbedingte Nachfrageüberhang des Euro gegenüber dem US-Dollar ab einem bestimmten Zeitpunkt Druck auf den Wechselkurs ausüben und schließlich wieder zu einem Erstarken des Euro führen. Hinzu kommt, dass die Inflationserwartungen in den USA für das Jahr 2017 um knapp einen Prozentpunkt über denen in Europa liegen. Um der Kaufkraftparität gerecht zu werden, müsste der US-Dollar dementsprechend jährlich knapp einen Prozentpunkt gegenüber dem Euro abwerten.

Klassische, ökonomische Theorien zur Wechselkurserklärung beziehen sich in der Regel jedoch einzig auf den realen Austausch von Gütern und Dienstleistungen und lassen dabei das Angebots- und Nachfrageverhalten der Marktteilnehmer am Kapitalmarkt völlig außen vor.

Für die Wechselkursentwicklung sind heutzutage Bewegungen am Kapitalmarkt jedoch weit entscheidender als reale Handelsströme. Dies wird bei einer Betrach-

tung des Welthandelsvolumens im Verhältnis zum weltweiten Währungsmarkt deutlich. So betrug der weltweite Güterhandel aller WTO-Mitglieder im Jahr 2015 rund 16,2 Billionen US-Dollar. Dienstleistungen wurden im Wert von 4,75 Billionen US-Dollar umgesetzt. An den weltweiten Devisenmärkten wird pro Tag ein Handelsvolumen von 5,1 Billionen US-Dollar gehandelt, von dem über 80 % den US-Dollar betreffen. Das heißt, dass innerhalb von vier Handelstagen an den Devisenmärkten ein Volumen umgesetzt wird, das dem weltweiten Jahreshandelsvolumen der WTO-Mitglieder entspricht. Daran wird deutlich, dass nicht reale Handelsströme, sondern vielmehr die Kapitalmärkte für die Wechselkursbildung hauptverantwortlich sind.

Investoren verschieben ihr Kapital in diejenigen Märkte, in denen sie aus ihrer Sicht das attraktivste Rendite-Risiko-Profil vorfinden. Im Falle Europas und Nordamerikas sind die Staatsanleihen Deutschlands und der USA aus Bonitätsgesichtspunkten quasi risikolos. Änderungen der Zinsdifferenzen (real, nach Abzug der Inflationserwartungen) führen hier also direkt zu Verschiebungen der relativen Attraktivität.

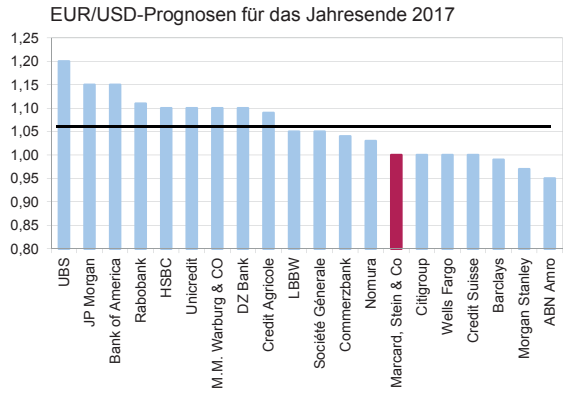


Das generelle Zinsniveau wird wiederum entscheidend von den Notenbanken mit geprägt. Während die US-amerikanische Fed im Dezember 2016 mit der zweiten Zinserhöhung seit der Finanzmarktkrise den Weg frei gemacht hat für einen neuen Zinserhöhungszyklus, hat die EZB um Mario Draghi ihr Anleiheaufkaufprogramm nochmals bis Ende 2017 verlängert und ein endgültiges Ende der Aufkäufe weiter offen gelassen. Im Ergebnis führt dies dazu, dass die restriktivere Geldpolitik in den USA die Zinsen dort steigen lassen sollte, während die weiter geöffneten Schleusen der europäischen Zentralbank das Zinsniveau in Europa gering halten. Wir erwarten, dass sich die bereits sehr hohe Zinsdifferenz zwischen Europa und den USA im Jahr 2017 ausweiten wird. Im Ergebnis wird die Attraktivität US-amerikanischer Anlagen im Vergleich zu europäischen Investmentalternativen erhöht, was noch mehr Anleger dazu bewegen sollte, ihr Kapital aus dem Euroraum in Richtung US-Dollar-Investments umzuschichten.

Die Zunahme der Zinsdifferenz aufgrund der divergierenden Zentralbankpolitik sollte dazu führen, dass der US-Dollar trotz seiner bereits hohen Bewertung nochmals gegenüber dem Euro zulegen sollte. Das Aufwärtspotenzial ist jedoch begrenzt, da viele Euroanleger bereits im US-Dollar investiert und nicht bereit sind, unbegrenzte Währungsrisiken auf sich zu nehmen.

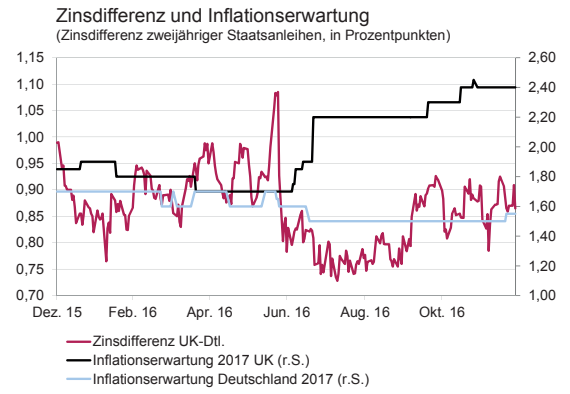
Die Effekte auf den EUR/USD-Wechselkurs einer möglicherweise protektionistischeren US-Handelspolitik sollten begrenzt ausfallen. Die Realzinsen in den USA dürften sich hierdurch nicht nachhaltig verändern. So würde es zwar bei Einführung von Handelsbeschränkungen temporär zu einem deutlichen Anstieg der Inflation und damit zu einem Rückgang der Realzinsen kommen, dieser wäre aber bereits im Folgejahr durch den Basiseffekt wieder aus den Inflationsraten verschwunden. Auch eine Produktionsverlagerung von Unternehmen in die USA könnte zwar kurzfristig das Realzinsniveau anheben, längerfristig würden jedoch Gegenmaßnahmen anderer Länder die Wertschöpfungsketten von US-Unternehmen betreffen und wiederum zu Wachstumsrückgängen führen, die das Realzinsniveau sinken lassen. Im Falle der USA schätzen wir daher die protektionistisch bedingten Wechselkurseffekte als nicht nachhaltig ein. Ausgeprägte Effekte sind eher durch die angekündigten Investitionsprojekte zu erwarten, die das Realzinsniveau erhöhen sollten und damit den US-Dollar stärken.

Wir erwarten, dass bis zum Ende des Jahres 2017 die Parität der beiden Währungen erreicht wird. Damit liegen wir unter der Konsensschätzung von 1,06 EUR/USD.



These 2: Wir erwarten zum Jahresende einen Kurs des Britischen Pfund von 0,88 EUR/GBP.

Der Zinsvorteil zweijähriger britischer Staatsanleihen im Vergleich zu ihren deutschen Pendants beträgt aktuell 87 Basispunkte. Dies spricht eigentlich für eine erhöhte Bewertung des Britischen Pfund gegenüber dem Euro.



Dem stehen jedoch deutlich höhere Inflationserwartungen im Vereinigten Königreich entgegen, die wiederum für einen schwächeres Britisches Pfund sprechen. Die höheren Inflationserwartungen haben sich im Anschluss an das Brexit-Votum herausgebildet. Der Markt erwartet, dass es zumindest teilweise zu Beschränkungen des freien Austauschs von Waren und Dienstleistungen kommen wird. Diese würden die Importe in das Vereinigte Königreich verteuern. Britische Unternehmen könnten bei einem EU-Austritt zudem höheren Produktionskosten ausgesetzt sein, da zum Beispiel die Anstellung billigerer Arbeitskräfte aus dem Ausland erschwert wird oder aber im Ausland produzierte Zwischenprodukte nur schwieriger oder zu höheren Kosten auf die Insel importiert werden können.

Hinzu kommt, dass das Brexit-Votum die Attraktivität des Vereinigten Königreiches als Investitionsstandort verringert hat. Projekte werden neu evaluiert oder sogar auf Eis gelegt. Insbesondere Unternehmen aus Übersee, die Großbritannien zwar aufgrund der wirtschaftsfreundlichen Politik präferieren, jedoch ebenso einen Zugang zum europäischen Binnenmarkt benötigen, werden ihre Präsenz auf der britischen Insel überdenken. Die Investitionszurückhaltung und ein Abzug von Kapital haben bereits zu einer deutlichen Abwertung des Britischen Pfund geführt. Diese Abwertung führt zu einer Erhöhung der Inflationsrate, da zum Beispiel Importe aus dem Ausland teurer werden.

Aktuell wird von den Analysten eine Inflationsrate von 2,4 % für Großbritannien im Jahr 2017 erwartet. Für Deutschland liegt die Erwartung bei 1,6 %. Während wir die Einschätzung für das Vereinigte Königreich teilen, erwarten wir jedoch in Deutschland eine geringere Inflationsrate von lediglich 1,4 %. Unter Berücksichtigung der geringer erwarteten Inflationsrate in Deutschland haben deutsche Bundesanleihen damit trotz des nominal geringeren Renditeniveaus einen realen Zinsvorteil, der vom Markt noch nicht eingepreist ist.

Im Jahresverlauf sollte dieser jedoch nach und nach berücksichtigt werden, was das Britische Pfund im Vergleich zum Euro nochmal unter Druck setzen könnte. Daher erwarten wir zum Jahresende einen Wechselkurs von 0,88 Britische Pfund je Euro.

Die große Unbekannte bleibt jedoch die Ausgestaltung des Brexit. Dabei gibt es drei generelle Szenarien, die sich auf den Wechselkurs unterschiedlich auswirken sollten.

1. Harter Brexit: Es kommt zu Handelsbeschränkungen, welche Großbritannien für ausländische Investoren unattraktiv machen. Das Britische Pfund sollte weiter unter Druck geraten.
2. Weicher Brexit: Großbritannien darf Teil des europäischen Binnenmarktes bleiben. Der Wechselkurs könnte in diesem Fall wieder die Niveaus von vor dem Brexit-Votum annehmen.

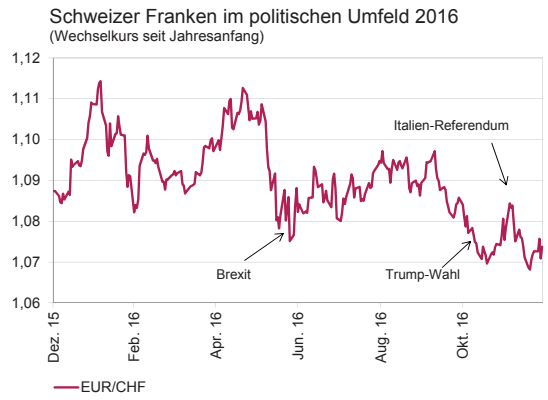
3. Übergangsszenario: Großbritannien wird mehr Zeit gegeben und es kommt zu einer Übergangsregelung, bei der es zwar zu einigen Einschränkungen kommt, beide Seiten aber versuchen werden, eine vernünftige Lösung zu finden. Das Britische Pfund sollte zunächst nahe an seinem aktuellen Niveau bleiben.

Aktuell gehen wir von einem Übergangsszenario aus, da keine der beiden Seiten ein wirtschaftliches Interesse an einem harten Ausscheiden haben kann, die EU auf der anderen Seite aber auch Großbritannien aus politischen Gründen nicht alle Privilegien des EU-Binnenmarktes gewähren kann.

Zinserhöhungen der Bank of England, die dem Pfund Auftrieb verleihen könnten, erwarten wir trotz der gestiegenen Inflationserwartungen nicht. Grund hierfür sind die weiterhin hohen Unsicherheiten in Bezug auf den Brexit und die geringeren Wachstumserwartungen im Jahr 2017.

These 3: Der Schweizer Franken wird zum Jahresende 2017 bei 1,09 EUR/CHF notieren.

Der Schweizer Franken fungiert weiter als Hort der Sicherheit. So zeigte er auch im Jahr 2016 insbesondere beim Aufkommen politischer Risiken Stärke.



Für das Jahr 2017 erwarten wir, dass die politischen Risiken in Europa zwar weiter erhöht bleiben, diese aber im Vergleich zum Jahresanfang 2017 nicht signifikant steigen dürften. Daher sollte in diesem Jahr zumindest von dieser Seite kein weiteres Aufwertungspotenzial des Schweizer Franken zu erwarten sein.

Auch von Seiten der Zentralbank sollte das Aufwertungspotenzial des Schweizer Franken insgesamt begrenzt sein. Die Währungshüter schätzen die aktuelle Bewertung des Franken als signifikant überbewertet ein und haben sich auf ihrer letzten Sitzung dafür ausgesprochen, notfalls im Devisenmarkt aktiv zu werden, um eine weitere Aufwertung der Währung zu verhindern oder zumindest abzuschwächen. Bereits im Jahr 2016 hat die Schweizer Notenbank in signifikantem Umfang Schweizer Franken verkauft, um die Währung der Eidgenossen zu schwächen. So sind die Devisenreserven der Schweizer Nationalbank alleine in den ersten neun Monaten des vergangenen Jahres um gut 11 % angestiegen.

Mögliche Zinserhöhungen, die dem Schweizer Franken Auftrieb verleihen könnten, sind in naher Zukunft nicht abzusehen, da die Inflationsrate im Jahr 2016 und auch die Inflationserwartungen der Zentralbank für 2017 mit Werten von -0,3 % bzw. 0,1 % weit von dem geldpolitischen Ziel einer Teuerungsrate von knapp unter 2 % entfernt sind.

Einzig die deutlich niedrigere Inflationserwartung in der Schweiz im Vergleich zu den Ländern aus dem Euroraum spricht entsprechend der Kaufkraftparität für einen noch stärkeren Schweizer Franken im nächsten Jahr. Ein Blick auf die lange Frist relativiert diesen Eindruck jedoch. So ist der Schweizer Franken nach unserem Marcard-Kaufkraftparitätenmodell um rund 32 % gegenüber dem Euro überbewertet. Zudem sollten die Zentralbankinterventionen einen dominierenden Effekt haben. Im Ergebnis erwarten wir den Schweizer Franken zum Ende 2017 bei 1,09 EUR/CHF.

Devisenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: US-Dollar-Engagements bei Wechselkursen unter 0,98 EUR/USD verkaufen, bei Kursen über 1,05 EUR/USD aufstocken

Aufgrund der bereits signifikanten Abweichung des US-Dollars von seinem Gleichgewichtspreis lohnt es sich für das Jahr 2017 über taktische Aktionen im Portfolio nachzudenken. So spricht zwar vieles für eine weitere Aufwertung des US-Dollar im nächsten Jahr, in der längeren Frist könnte der Greenback jedoch im Vergleich zum Euro wieder unter Druck geraten.

Ein Abrutschen des Wechselkurses unter die Parität stellt für uns ein gutes Verkaufssignal dar, da das hohe Bewertungsniveau des US-Dollar über die lange Frist wieder etwas nachlassen sollte. Opportunistisch kann sich eine Aufstockung von US-Dollar-Investments bei einer zwischenzeitlichen US-Dollar-Schwäche lohnen. Kurse über 1,05 EUR/USD stellen einen guten Einstiegszeitpunkt dar.

Als Investitionsvehikel eignen sich kurzlaufende US-Staatsanleihen. Diese bieten nach den jüngsten Zinsanstiegen nicht nur eine wieder deutlich positive Rendite, sondern besitzen insbesondere bei sehr kurzen Laufzeiten auch nur geringe Zinsänderungsrisiken. Zudem sind die Handelskosten von US-Staatsanleihen aufgrund der hohen Liquidität im Vergleich zu anderen US-Dollar-Investments relativ gering. Dies ist insbesondere bei taktischen Anpassungen im Portfolio wichtig.

Maßnahme 2: Investitionen in das Britische Pfund bei großen Unsicherheiten um den Brexit vornehmen

Das Britische Pfund könnte durch aufkommende Unsicherheiten um die Ausgestaltung des Brexit unter Druck geraten. Eine erhöhte Nervosität könnte die Märkte überreagieren lassen. In einem solchen Fall lohnt sich ein Einstieg in die britische Währung. Da es aus unserer Sicht nicht sehr wahrscheinlich ist, dass es zu einem harten Brexit kommt, sollte sich auch das Britische Pfund nach einer starken Abwertung wieder erholen.

Maßnahme 3: Schweizer Franken bei Kursen unter 1,04 EUR/CHF verkaufen. Als permanenter Krisenschutz ist der Schweizer Franken aufgrund der tiefen Negativzinsen eher ungeeignet

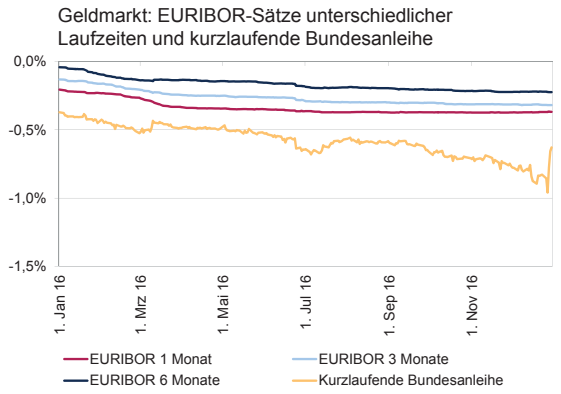
Die Schweizer Zentralbank bekämpft eine weitere Aufwertung des Schweizer Franken. Sollte es dennoch zu einem kurzfristigen Bewertungsanstieg der schweizerischen Währung kommen, bietet dies eine gute Möglichkeit zum Positionsabbau. Eine kleine Position des Schweizer Franken kann als Sicherheitsposition zwar beibehalten werden, allerdings halten wir aufgrund der hohen Negativverzinsung eine Goldquote oder den US-Dollar für den sinnvolleren Krisenschutz.

JAHRESAUSBLICK 2017: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

Geldmarkt: Sinkflug der Zinsen ist beendet

These: Der Rückgang der Zinsen am Geldmarkt ist beendet, sie bleiben aber das ganze Jahr über im negativen Bereich.

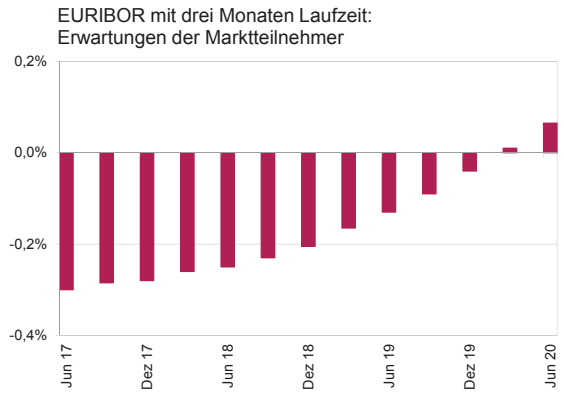
Vor allem die Entscheidung der EZB, auch Staatsanleihen mit einer Laufzeit zwischen einem und zwei Jahren zu erwerben sowie die Aufnahme von Anleihen in das Anleihekaufprogramm, deren Rendite unter dem Einlagenzins von -0,4 % liegen, dürften das ganze Jahr einen Anstieg der Zinsen am Geldmarkt verhindern. Eine nochmalige Absenkung der Zinsen erwarten wir aber nicht, da die negativen Zinssätze die Rentabilität der Banken stark beeinträchtigt haben. Die EZB ist aber auf gesunde Banken angewiesen. Denn ohne eine Ausweitung der Kreditvergabe durch die Banken kommt das niedrige Zinsniveau nicht in der Wirtschaft an.



Dies verdeutlicht ein Blick auf die von den Geschäftsbanken getätigten Einlagen bei der EZB. Durch die Staatsanleiheaufkäufe sind diese Einlagen zuletzt immer weiter angestiegen und liegen mittlerweile bei 423 Mrd. Euro. Die Idee, mittels eines Strafzinses die Banken zur produktiven Verwendung der über das Anleihekaufprogramm bereitgestellten Mittel zu bewegen, ist offensichtlich noch nicht aufgegangen. Da diese Bestände mit dem Einlagensatz von -0,4 % verzinst werden, ergibt sich eine nicht unerhebliche Belastung für die Banken von etwa 1,7 Mrd. Euro pro Jahr.

Die politischen Sorgen dürften viele Anleger dazu bewegen, im Jahresverlauf kurzlaufende Bundesanleihen weiterhin nachzufragen, was zu anhaltend tiefen Zinsen im geldmarktnahen Bereich führen dürfte. Die negative Verzinsung wird mittlerweile als Versicherungsprämie gesehen, da kurzlaufende Bundesanleihen und ein geringes Zinsänderungsrisiko die höchste Sicherheit versprechen.

Obwohl wir aufgrund des sich fortsetzenden Aufschwungs einen leichten Anstieg der Zinsen im Bereich längerer Laufzeiten erwarten, rechnen wir am Geldmarkt mit anhaltend tiefen Renditen. So dürfte der Euribor mit drei Monaten Laufzeit im Bereich von etwa -0,30 % verbleiben. Die Konjunkturerholung führt dazu, dass sich die Situation nicht abermals verschärfen wird. Bis die Zinsen im Euroraum wieder über der Marke von 0 % liegen, wird noch einige Zeit vergehen. Am Terminmarkt wird erst ab dem Jahr 2020 mit positiven Zinsen gerechnet.



Maßnahme: Negative Zinsen auf Tages- und Festgeldern durch Diversifikation über mehrere Banken möglichst vermeiden

Einige bonitätsstarke Institute bieten noch Zinssätze mit wenigen Basispunkten oder eine Verzinsung von 0 % an. Geldmarktfonds kommen wegen der Fondskosten nicht mehr in Frage. Bundesanleihen können in Krisensituationen trotz der negativen Zinsen einen Mehrwert leisten, um das Vermögen zu sichern.

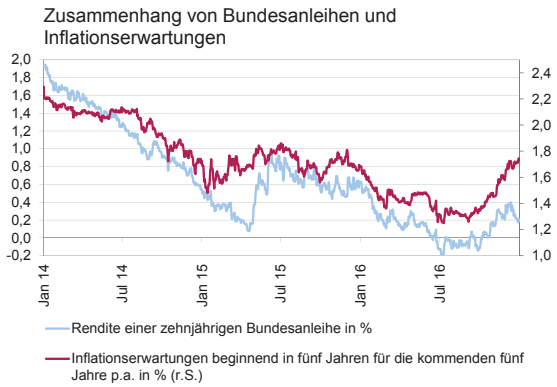
Strategiebeitrag Geldmarkt in 2017

Sicherheit und Fungibilität durch Cash-Haltung sind auch bei Zinsen von 0 % ein wichtiger Strategiebeitrag im Portfoliokontext. Negative Zinsen müssen aber gegebenenfalls in Kauf genommen werden.

Rentenmarkt: Starke konjunkturelle Dynamik führt zu einem Anstieg der langfristigen Renditen

These 1: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende auf 0,7 %.

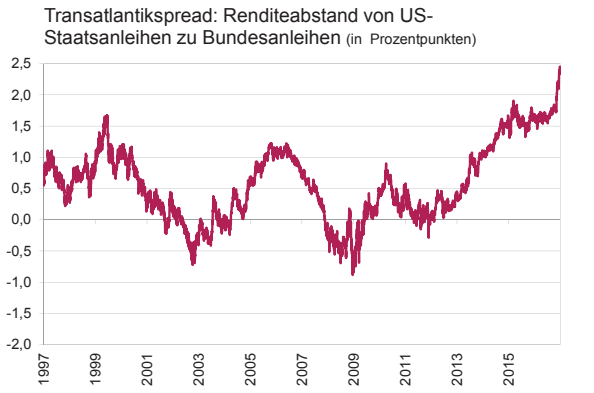
Der Gegenwind bei Bundesanleihen, der in der zweiten Jahreshälfte 2016 zu spüren war, dürfte im kommenden Jahr zunächst anhalten. Dabei sollten die Inflationserwartungen weiter graduell zunehmen und die Renditen steigen lassen. Denn eine höhere Inflation erfordert ein höheres Zinsniveau, da Anleger für die Entwertung durch steigende Preise entschädigt werden wollen.



Wir rechnen damit, dass sich der Anstieg der Inflationserwartungen weiter fortsetzen wird. Denn die konjunkturellen Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich der globale Aufschwung beschleunigen sollte und damit auch die Preise aufgrund einer stärkeren Nachfrage ansteigen dürften. Dazu passt, dass beispielsweise in Deutschland die vom ifo-Institut befragten Unternehmen für die nächsten sechs Monate aufgrund stärker ausgelasteter Kapazitäten mit den höchsten Preisanstiegen seit Anfang 2014 rechnen.

Neben der besseren konjunkturellen Lage trägt auch der Anstieg bei den Ölpreisen zu höheren Inflationsraten bei. Zwar dürfte sich der Anstieg der Preise für Rohöl etwas abschwächen, aber aufgrund einer möglicherweise ansteigenden Nachfrage nach fossilen Energieträgern im Zuge der konjunkturellen Aufwärtsbewegung fortsetzen. Insbesondere zum Ende des Jahres 2016 war ein deutlicher Zusammenhang zwischen dem Zinsniveau und dem Rohölpreis zu erkennen.

Als weiteren Belastungsfaktor für Bundesanleihen erwarten wir einen Anstieg der US-Zinsen. Die US-Notenbank wird vermutlich zwei Zinsschritte im Jahr 2017 vornehmen. In dem konjunkturell starken ersten Halbjahr könnte die Erwartung aber darüber hinausgehen. Da in den USA auch die Kerninflationsrate und die Inflationserwartungen trotz des sehr festen US-Dollar höher liegen, rentieren US-Staatsanleihen bereits jetzt deutlich über ihren deutschen Pendants.



Die Renditedifferenz zwischen US-Staatsanleihen und Bundesanleihen kann aber nicht beliebig weit ansteigen. Denn Portfolioumschichtungen von europäischen zu US-amerikanischen Anleihen sind bei einer derart hohen Renditedifferenz interessant. Bei ansteigenden US-Zinsen wird der Euro zudem weiter abwerten, so dass über eine importierte Inflation das Inflationsniveau im Euroraum ansteigt und die Renditen von Bundesanleihen nach oben gedrückt werden. Wie auch beim Rohölpreisanstieg handelt es sich hierbei allerdings um einen einmaligen Effekt. Die bereits sehr hohen Bestände an US-Dollar-Anlagen vieler Investoren dürften weitere signifikante Kapitalflüsse in die USA aber verhindern, so dass das Aufwertungspotential des US-Dollar begrenzt ist.

Einen großen Einfluss auf die Anleiherenditen hat die Präsidentschaftswahl in den USA gehabt. Trumps Plan, Jobs wieder in die USA zu holen und den US-amerikanischen Gütermarkt abzuschotten, wirkt bei einem ohnehin bereits angespannten Arbeitsmarkt in den USA inflationär und übt damit Druck auf das Zinsniveau aus. In dem von uns angenommenen Szenario, wonach es zumindest in bestimmten Sektoren zu der Einführung von Zöllen vor allem gegenüber China und Mexiko kommen wird, dürften die

Inflationsraten ansteigen. Die höheren Inflationsraten dürften zu einem Renditeanstieg in den USA beitragen, der sich teilweise auf Bundesanleihen auswirken sollte. Da aber die Preise durch die Einführung von Zöllen nur einmalig ansteigen und zudem das Wachstum leiden sollte, bleibt der Einfluss auf die Renditen begrenzt.

Neben den guten Gründen für einen Renditeanstieg im Jahr 2017 gibt es aber auch bedeutende Faktoren, die einen zu starken Renditeanstieg verhindern dürften. So hat die EZB im Dezember 2016 ihr Anleiheaufkaufprogramm nochmals verlängert und im Gesamtvolumen erhöht. Das ohnehin rare Gut bonitätsstarker und hochliquider Anleihen im Euroraum wird dadurch weiterhin sehr knapp bleiben.

Dabei dürften zwei Entscheidungen der EZB dazu führen, dass vor allem kurzlaufende Bundesanleihen auch im Jahr 2017 trotz eines erwarteten Anstiegs der Renditen länger laufender Anleihen weiterhin deutlich im negativen Terrain notieren sollten. Erstens kauft die EZB nun auch Anleihen, die unterhalb des Einlagensatzes von -0,4 % liegen. Und zweitens hat sie beschlossen, auch Anleihen mit kürzeren Laufzeiten zwischen einem und zwei Jahren zu erwerben. Dies hält die Nachfrage in diesem Segment auf einem sehr hohen Niveau. Hinzu kommt, dass viele Anleger aus Furcht vor der weiteren politischen Entwicklung Zuflucht in den kürzeren Laufzeiten suchen. Die negative Verzinsung wird als eine Art Versicherungsprämie in Kauf genommen. Da die EZB frühestens im Jahr 2018 und wahrscheinlich erst im Jahr 2019 oder später die Leitzinsen erhöhen wird, dürften die Renditen kürzer laufender Anleihen kaum ansteigen. Hinzu kommt, dass der Bund bei Neuemissionen verstärkt in lange Laufzeiten gehen wird – und zwar in die 30-jährigen Papiere. Dadurch soll die durchschnittliche Restlaufzeit des Bundesschuldenportfolios angehoben werden. Sie liegt derzeit bei rund 6,6 Jahren und könnte auf über sieben Jahre ansteigen.

Ein wesentlicher Hemmschuh für einen nachhaltigen Renditeanstieg dürfte bleiben, dass die Kerninflationsrate, welche ohne die volatilen Komponenten Energie, Nahrung und Genussmittel berechnet wird, im Euroraum auf tiefen Niveaus verharren sollte. Auf die Kerninflationsrate hat der Anstieg des Ölpreises keinen direkten Effekt. Der Grund für die nach wie vor niedrige Kerninflation liegt in den strukturellen Problemen des Euroraums. Tiefgreifende Reformen in wichtigen Staaten wie Frankreich und Italien sind bisher in zu geringem Umfang umgesetzt worden. In anderen Staaten wie Portugal sind Reformen sogar rückabgewickelt worden. Auch die Perspektiven für die kommenden Jahre weisen eher auf einen anhaltenden Reformstau hin, da Reformen im aktuellen politischen Umfeld kaum noch durchzusetzen sind.

Problematisch ist dies vor allem, weil ohne eine nachhaltige Reform der Sozialsysteme und des Arbeitsmarktes die Arbeitslosigkeit vermutlich nur noch etwas sinken kann. Das Vorkrisenniveau dürfte damit auch bei einer guten Konjunkturlage nicht erreicht werden, da aufgrund des starren Arbeitsmarktes und fehlender Arbeitsanreize die Sockelarbeitslosigkeit, also die Arbeitslosigkeit bei einer vollen Auslastung der Kapazitäten, in weiten Teilen des Euroraums angestiegen sein dürfte. Spürbarer Lohndruck entsteht so kaum. Steigende Löhne sind aber die Voraussetzung für ein Anziehen der Kerninflationsrate durch das Einsetzen von Zweitrundeneffekten.

Eine anhaltend niedrige Kerninflationsrate wird durch eine zunehmend restriktive Kreditvergabe der europäischen Banken begünstigt. Denn diese schränken die Kreditvergabe aufgrund erodierender Gewinne, eines knappen Eigenkapitals und einer zunehmenden Regulierung ein. Aber ohne neue Kredite kommen die niedrigen Zinsen nicht, wie von der EZB erhofft, in der Realwirtschaft an. Der geldpolitische Impuls, über kreditfinanzierte Investitionen für ein höheres Wachstum und damit höhere Inflationsraten zu sorgen, verpufft, solange es den europäischen Banken nicht gut geht.

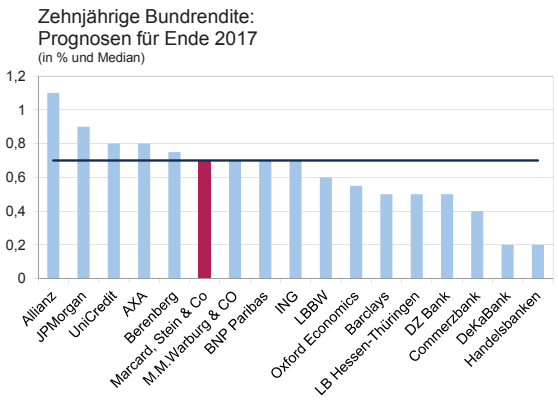
Für weiterhin niedrige Zinsen spricht zudem, dass die Nachfrage nach Bundesanleihen hoch bleiben wird. Neben der EZB haben auch andere Großinvestoren wie Versicherungen, Kapitalsammelstellen und ausländische Zentralbanken einen hohen Bedarf, hochliquide Anleihen von Schuldnern mit dem höchsten Rating zu erwerben. Im Euroraum sind aber Anleihen, die ein Top-Rating aufweisen können, knapper geworden. So hat im Jahr 2016 als weiteres Land Finnland sein Spitzenrating bei Moody's eingebüßt.

Beachtet werden sollte, dass Deutschland als eines der wenigen Industrieländer der Welt große Fortschritte bei

der Sanierung der Staatsfinanzen erzielt hat. Die „Schwarze Null“ im Bundeshaushalt bedeutet, dass netto kein neues Volumen an Bundesanleihen auf den Markt kommt. In der Finanzplanung des Bundesfinanzministeriums bis zum Jahr 2020 ist keine Nettokreditaufnahme eingeplant.

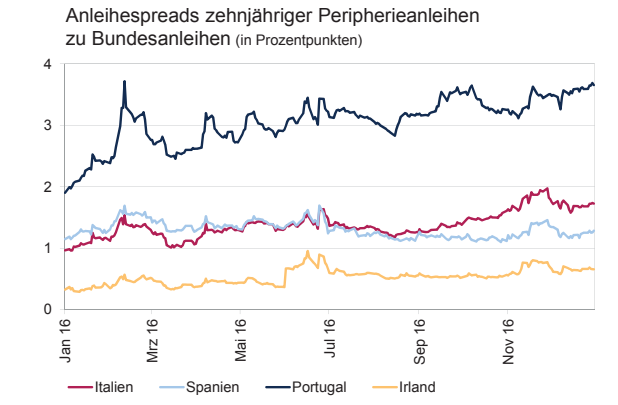
Wir erwarten vor allem für die erste Jahreshälfte einen weiteren Renditeanstieg, wenn das Wachstum noch einmal an Stärke gewinnen sollte und der Basiseffekt aus dem Ölpreisanstieg am stärksten auf die Inflationsraten wirkt. Nach dem Abflachen des ölpreisbedingten Inflationsschubs wird möglicherweise zum Ende des Jahres klar, dass die Inflation im Euroraum aus strukturellen Gründen perspektivisch auf niedrigen Niveaus verharren wird. Das bedeutet auch, dass der Euroraum sich zumindest teilweise von einem möglichen Renditeanstieg in den USA abkoppeln kann. Zudem besteht im gesamten Jahresverlauf das Risiko, dass sich die politische Lage in einem wichtigen Land des Euroraums wie Frankreich oder Italien verschlechtert, was die Nachfrage nach Bundesanleihen auf einem konstant hohen Niveau lassen sollte.

Viele Anleger werden daher weiterhin auf Bundesanleihen setzen. Die Rendite dürfte am Jahresende trotzdem auf 0,7 % ansteigen. Auf Basis der aktuellen Rendite von 0,2 % würde dies für zehnjährige Bundesanleihen eine Wertentwicklung von -4,5 % bedeuten. Wir liegen mit unserer Prognose auf dem Konsens.



These 2: Die EZB verhindert trotz anhaltend hoher politischer Risiken einen signifikanten Anstieg der Renditeaufschläge von Peripherieanleihen.

Peripherieanleihen befinden sich auch im neuen Jahr in einem Spannungsfeld zwischen politischen Risiken auf der einen Seite und der Unterstützung durch die EZB auf der anderen Seite. Auf der Habenseite kommt im Jahr 2017 hinzu, dass die Konjunktur in den meisten Krisenstaaten Schwung aufgenommen hat. Mit Spreadrückgängen rechnen wir aufgrund politischer Unsicherheiten allerdings nicht.

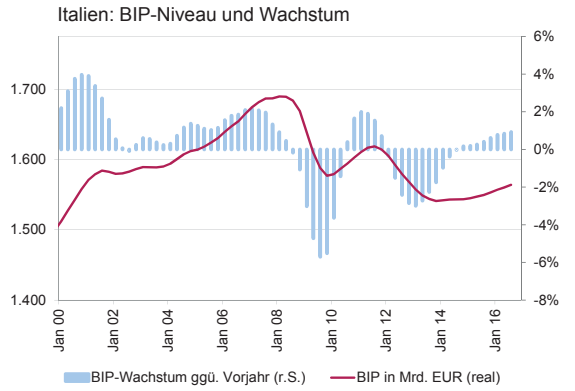


Italien steht vor einem schwierigen Jahr

Italien steht nach dem Rücktritt des Ministerpräsidenten Matteo Renzi und der Bildung einer Übergangsregierung mit dem bisherigen Außenminister Paolo Gentiloni als neuem Regierungschef im Blickpunkt der Kapitalmärkte. Neuwahlen in Italien sind sehr wahrscheinlich und dürften weiteres Unruhepotential bringen.

Die Beurteilung der politischen Lage ist für die richtige Prognose der Entwicklung der Anleihen des Landes daher von großer Bedeutung. Wir erwarten, dass der Populist Beppe Grillo von der Fünf-Sterne-Bewegung bei wahrscheinlichen Neuwahlen nicht Regierungschef werden wird, da erstens der zurückgetretene Ministerpräsident Matteo Renzi im Volk sehr populär ist und zweitens eine Regierungsbildung unter Grillo wahrscheinlich nur gelingen kann, wenn eine der etablierten Parteien mit ihm ein Wahlbündnis eingeht. Aber es ist damit zu rechnen, dass vor den Wahlen die Nervosität an den Anleihemärkten immer weiter zunimmt.

Die Richtung an den Anleihemärkten dürfte daher eher von der konjunkturellen Entwicklung bestimmt werden und der Frage, ob sich in Italien der Aufschwung beschleunigen kann. Die Anzeichen dafür stehen günstig, denn die Konjunktur im Euroraum hat Fahrt aufgenommen. Dies trifft auch auf Italien zu, wo das Bruttoinlandsprodukt langsam, aber stetig anwächst. Die Einkaufsmanager des Landes blicken zudem optimistischer in das neue Jahr. Das Leistungsbilanzdefizit konnte in einen Überschuss umgewandelt werden. Und auch wenn die Staatsverschuldung mit einem Wert von ca. 133 % des BIP sehr hoch ist, konnte das Staatsdefizit in den letzten Jahren unter 3 % des BIP gesenkt werden.



Für die Entwicklung italienischer Staatsanleihen wird wieder einmal die EZB die Richtung vorgeben. Denn spätestens Ende des Jahres 2017 oder zu Beginn des Jahres 2018 wäre die EZB wohl gezwungen, die Anleihekäufe schrittweise einzustellen, da die Grenze von 33 % je Emission erreicht werden dürfte. Die EZB scheut ein Überschreiten dieser Grenze, da sie dadurch bei möglichen Umschuldungen von Anleihen eine Sperrminorität erlangen könnte. Wir halten diese Grenze daher für gesetzt. Aber dies bedeutet nicht, dass die EZB am Ende ihrer Möglichkeiten angelangt ist. Die Zentralbank wird die Peripheriestaaten auch nach einem Auslaufen des Aufkaufprogramms über andere geldpolitische Maßnahmen unterstützen, wenn dies erforderlich sein sollte. Ein Risiko bleibt aber für Italien eine Regierung der Fünf-Sterne-Bewegung sowie eine erneute Schieflage einzelner italienischer Banken. In Bezug auf Anleihen Italiens raten wir daher trotz der konjunkturellen Fortschritte zu einer etwas vorsichtigeren Positionierung.

Portugal bleibt nach Griechenland Krisenkandidat Nummer 1

Anleihen Portugals weisen einen hohen Risikoaufschlag auf. Denn das Land hat den Reformkurs der Vorgängerregierung verlassen. Immerhin konnte die Staatsverschuldung bei etwa 131 % des Bruttoinlandsprodukts stabilisiert werden. Positiv ist auch zu werten, dass das Staatsdefizit im Jahr 2016 in der Nähe der mit der EU vereinbarten 2,2 % gemessen am Bruttoinlandsprodukt bleiben dürfte. Angesichts eines weiterhin moderaten Wachstums, einer hohen Staatsverschuldung und der Probleme im Bankensektor bleibt Portugal aber größter Krisenkandidat des Euroraums nach Griechenland. Anleger sollten beachten, dass das Land im Jahr 2017 insgesamt etwa 16 Mrd. Euro an Staatsanleihen emittieren wird, was angesichts des High Yield-Ratings eine Herausforderung darstellen dürfte. Solange aber die positive Konjunkturentwicklung anhält, dürften die Anleihespreads nicht weiter ansteigen. Denn zehnjährige portugiesische Staatsanleihen rentieren auf einem hohen Niveau und weisen eine höhere Verzinsung als beispielsweise Unternehmensanleihen mit BB-Rating auf.

Spanien und Irland halten Kurs

In Spanien hat sich nach den Neuwahlen eine neue Regierung gebildet. Diese wird weiterhin von Mariano Rajoy angeführt. Allerdings ist der konservative Ministerpräsident der Volkspartei nun Chef einer Minderheitsregierung, die bei neuen Gesetzesvorhaben auf die Mitarbeit der anderen Parteien im Parlament angewiesen ist. Eine Zusammenarbeit mit den Bürgerlichen der Ciudadanos wurde vereinbart, jedoch ist diese Partei nicht in der Regierung vertreten. Zusammen verfügen beide Parteien zudem nicht über die Parlamentsmehrheit. Weitere Reformen können aufgrund dessen nur zaghaft vorangetrieben werden. Dies stellt aber unserer Ansicht nach kein Problem dar, denn der Arbeitsmarkt und das Sozialsystem wurden in den Jahren unter Rajoy umfassend reformiert. Viel wichtiger ist, dass die Reformen Bestand haben und wirken können. Dies dürfte unter Rajoy garantiert sein. So hat er erst kürzlich geäußert, dass die Sparauflagen der Europäischen Union nicht missachtet werden.

Spanien konnte von den Reformen profitieren und gehört nun zu den wachstumsstärksten Ländern des Euroraums.

Das Bruttoinlandsprodukt konnte im dritten Quartal 2016 mit einer Jahresrate von 3,2 % gesteigert werden. Die seit Mitte des Jahres 2013 bestehende hartnäckige Deflation ist vorerst beendet. Die Preise legen wieder moderat zu, was die Entschuldung des Staates und der Haushalte erleichtert. Die spanische Wirtschaft ist aber noch nicht wieder vollständig genesen. Zudem können aufgrund der unsicheren Mehrheitsverhältnisse politische Risiken auftreten, wobei die Partei Rajoys in Umfragen jüngst zulegen konnte.

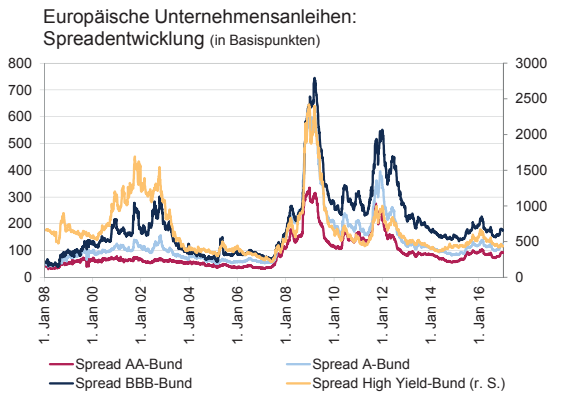
Irland gehört weiterhin zu den wachstumsstärksten Regionen des Euroraums. Das hohe Wachstum von zuletzt 6,9 % p. a. führt dazu, dass sich die Verschuldungskennziffern spürbar verbessern konnten. So ist das Defizit von 120 % am Bruttoinlandsprodukt auf dem Höhepunkt der Schuldenkrise auf unter 80 % gesunken. Auch das Haushaltsdefizit konnte verringert werden. Irland ist auf dem Weg, einen ausgeglichenen Haushalt vorzulegen und wurde dafür von Moody's und Fitch mit einem Rating-Upgrade belohnt. Moody's vergibt zudem einen positiven Ausblick.

Die Renditen für irische Staatsanleihen liegen nur noch geringfügig oberhalb derjenigen von französischen Staatsanleihen. Ein weiterer Rückgang der Anleihespreads ist daher vorerst kaum zu erwarten, zumal die Auswirkungen des Brexit noch unklar sind.

> These 3: Die Anleihespreads von Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade- und High Yield-Bereich dürften sich spürbar einengen.

Das Umfeld für Unternehmensanleihen im Jahr 2017 ist günstig. Zwei Gründe sprechen dafür, dass sich die Anleihespreads in Richtung der Niveaus vor der Finanzmarktkrise 2008 begeben könnten.

Erstens wirken nach wie vor die Anleihekäufe der EZB positiv auf die meisten Unternehmensanleihen. Denn das Kaufprogramm dürfte für eine Verknappung an verfügbaren Unternehmensanleihen sorgen. Die EZB hat das in Frage kommende Universum an Anleihen relativ breit gefasst, um größere Volumen aufkaufen zu können. Es sind u. a. Anleihen mit einem sogenannten Split-Rating erlaubt. Dies sind Anleihen, bei denen eine Ratingagentur ein Investment Grade-Rating vergibt, während eine andere Agentur das Unternehmen dem High Yield-Segment zuordnet. Das Aufkaufprogramm hat also auch einen direkten Einfluss auf das High Yield-Segment. Die Notenbank wird dabei das gesamte Jahr über Unternehmensanleihen aufkaufen und vermutlich im Gegensatz zu Staatsanleihen in diesem Segment den Umfang nicht reduzieren. Die Notenbankkäufe gehen zwar zu Lasten der Liquidität, halten die Anleihespreads aber auf tiefen Niveaus.



Zweitens stehen die meisten Unternehmen finanziell sehr gut dar. Hohe Cash-Positionen der Unternehmen, relativ stabile Ratings und sich aufhellende Gewinnaussichten heben die Qualität des Segments an. Zudem konnte durch die tiefen Zinsen die Zinsbelastung spürbar vermindert werden, was insbesondere Unternehmen mit einem High Yield-Rating für eine Entschuldung genutzt haben. Hinzu kommt, dass es seit Jahren keinen Zahlungsausfall im Investment Grade-Bereich mehr gegeben hat. Auch im High Yield-Bereich liegen die Ausfälle auf europäischer Ebene nach wie vor unter dem historischen Durchschnitt von 4 %. Eine Ausnahme waren zuletzt nur Rohstoff- und Energiewerte.

Mit einem Renditeaufschlag von etwa 90 Basispunkten für europäische Unternehmensanleihen mit dem Rating A halten wir die Verzinsung für attraktiv. Im historischen Kontext rentieren Investment Grade-Unternehmensanleihen auf den durchschnittlichen Spreadniveaus und sind somit fair bepreist. Auf Jahressicht kann der von uns erwartete Rückgang der Spreads den Anstieg des Zinsniveaus wahrscheinlich knapp kompensieren. Im High

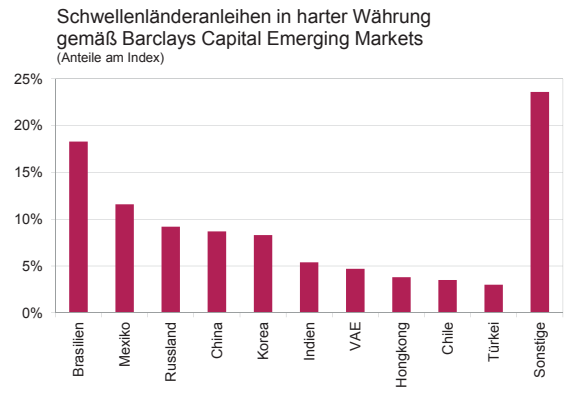
Yield-Bereich dürfte eine Rendite im unteren einstelligen Prozentbereich möglich sein.

> These 4: Schwellenländeranleihen können der Stärke des US-Dollar und dem Anstieg der Zinsen in den USA aufgrund fundamentaler Verbesserungen teilweise trotzen. Wir erwarten eine niedrige einstellige Performance.

Für das Jahr 2017 dürfte für die Anlageklasse der Schwellenländeranleihen vor allem aus den USA Gegenwind zu erwarten sein. Die Geldpolitik der Federal Reserve dürfte Teilsegmente unter Druck setzen.

Wir denken jedoch, dass diese negativ wirkenden Effekte überkompensiert werden können. Denn erstens sollte die Erholung an den Rohstoffmärkten die erdölexportierenden Schwellenländer wie Brasilien stützen. Zweitens hat der Abschwung in den meisten Schwellenländern seinen Tiefpunkt durchschritten. Seitdem ist in den BRIC-Staaten und in vielen anderen Schwellen- und Entwicklungsländern eine spürbare Konjunkturerholung auszumachen. Diese hat drittens dazu beigetragen, die zwischenzeitlich zu hohen Leistungsbilanzdefizite einiger Staaten spürbar sinken zu lassen. Exogene Schocks wie im Jahr 2013, als die Zinsen in den USA abrupt anstiegen, wirken dadurch weniger negativ. Viertens gab es politische Fortschritte in wichtigen Schwellenländern. So wurde die Amtsenthebung der brasilianischen Präsidentin Dilma Rousseff vom Kapitalmarkt überwiegend positiv aufgenommen. Der Friedensvertrag in Kolumbien mit den Farc-Rebellen sowie die Einigung Argentiniens mit den US-Hedgefonds-Gläubigern und die anschließende Umschuldung der ausstehenden US-Dollar-Anleihen sind ebenfalls positive Signale.

Allerdings ist das Segment der Schwellenländeranleihen stark fragmentiert. Im Bereich der Hartwährungsanleihen sind es vor allem die Länder Brasilien, Mexiko und Russland, die einen Großteil des Marktes ausmachen. Während Brasilien sich von der schweren Rezession der letzten Jahre zwar noch nicht vollständig erholen konnte, aber zumindest mit Rückenwind von der Konjunktur ins Jahr starten dürfte, sehen wir Mexiko kritischer. Vor allem von der Präsidentschaft Donald Trumps drohen dem Land Schwierigkeiten. So könnten die USA gegenüber dem südlichen Nachbarland Zölle verhängen und damit die dortige Industrie, die stark auf Exporte in die USA angewiesen ist, nachhaltig treffen. Anleihen des Landes haben bereits nach der Wahl mit empfindlichen Kursverlusten reagiert.



Im Bereich der Lokalwährungsanleihen sehen wir noch größere politische Risiken als bei den Hartwährungsanleihen. Denn hier ist Mexiko am höchsten gewichtet. Auch die Türkei ist ein bedeutender Emittent in dieser Anlageklasse. In diesem Land sind bereits erste Krisenanzeichen zu erkennen. So ist der Kurs einer zehnjährigen Anleihe des Landes seit Anfang Oktober 2016 bereits um 10 % gefallen. Auch die Türkische Lira hat seitdem gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren. Die politischen Spannungen in dem Staat und ein drohender Bürgerkrieg veranlassen Investoren zum Abzug ihrer Mittel. Da auch die Konjunktur am Bosporus nicht mehr rund läuft und das Land seinen Boom zum Großteil über Kredite finanziert hat, erwarten wir für die Türkei ein schwieriges Jahr 2017.

Es kommt in dieser Anlageklasse somit stark darauf an, den richtigen Zeitpunkt für die Über- und Untergewichtung der Länderallokation zu finden. Manager, die dies erfolgreich bewältigen, dürften auch im Jahr 2017 einen kleinen positiven Ertrag erzielen. Chancen bestehen in der guten konjunkturellen Verfassung und dem von uns erwarteten weiteren Rohstoffpreisanstieg, während die Risiken aus der Zinspolitik der Federal Reserve sowie länderspezifischen politischen Unsicherheiten kommen dürften. Da die Grundverzinsung des Segments mit Fälligkeitsrenditen von Anleihen in lokaler Währung auf Indexebene mit 7,6 % und bei Anleihen in harter Währung mit 6,1 % sehr hoch

ist, können zwischenzeitliche Kursrückgänge teilweise kompensiert werden. Schwellenländeranleihen sollten im Rentensegment für positive Erträge sorgen.

These 5: Inflationsindexierte Anleihen werden im Umfeld temporär anziehender Inflationsraten einen Mehrertrag erbringen. Floater bieten sich nicht an, da die EZB keine Zinserhöhungen vornehmen dürfte.

Das Inflationsrisiko spielte für Anleger in den letzten Jahren, die von deflatorischen Tendenzen geprägt waren, eine untergeordnete Rolle. Mit der Wahl Trumps zum US-Präsidenten, dem Ölpreisanstieg, der restriktiveren Geldpolitik der Federal Reserve sowie den sehr guten Daten von der globalen Konjunktur könnte das Thema Inflationsschutz wieder an Bedeutung gewinnen.

In den USA liegt die Inflationserwartung für die kommenden zehn Jahre bereits in der Nähe des Zielwertes der US-amerikanischen Notenbank von 2 % bis 2,5 %. Inflationsschutz ist in den USA damit fair bepreist. Da die Notenbank möglicherweise ein temporäres Überschießen der Inflationsrate über das Inflationsziel hinaus zulassen wird, sind inflationsindexierte US-Staatsanleihen eine vielversprechende Alternative. Im Euroraum liegt die Erwartung an die durchschnittliche Inflation für die nächsten zehn Jahre bei nur 1,2 % p. a. Dies liegt deutlich unterhalb des Zielwertes der EZB von etwas unter 2 %. Inflationsschutz ist vor diesem Hintergrund noch relativ preiswert.

Da wir damit rechnen, dass die Inflation im Euroraum zunächst weiter zulegen sollte, dürften inflationsindexierte Staatsanleihen aus dem Euroraum eine bessere Wertentwicklung aufweisen als ihre nominalen Pendants. Insbesondere zu Jahresbeginn, wenn der Basiseffekt aus dem Ölpreisanstieg am stärksten wirkt, die Konjunkturentwicklung Fahrt aufnimmt und auch die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar nochmals einen von vielen unerwarteten Inflationsschub bringen könnte, sind inflationsindexierte Anleihen die bessere Wahl.

Sobald die temporär inflationstreibenden Effekte vermutlich im Herbst 2017 aber auslaufen, rechnen wir mit einer besseren Entwicklung nominaler Anleihen. Anleger sollten nicht vergessen, dass inflationsindexierte Anleihen ebenfalls ein Zinsrisiko tragen. Allerdings reagieren diese Anleihen nur negativ auf einen Anstieg der realen Zinsen. Steigen Inflation und nominale Zinsen im Einklang miteinander, können inflationsindexierte Anleihen im Gegensatz zu ihren nominalen Pendants einen Mehrwert erbringen.

Floater halten wir nicht für attraktiv. Denn die EZB wird die Zinsen in diesem Jahr nicht erhöhen. Auch der Einlagenzins, der einen noch stärkeren Einfluss auf die Entwicklung des für die Verzinsung der meisten Floater entscheidenden Dreimonats-Euribor hat, wird unserer Einschätzung nach nicht angetastet werden. Aktuell rentieren Floater aus dem Euroraum mit einer durchschnittlichen Verzinsung von -0,05 %.

These 6: Gegenüber Bundesanleihen werden Anleihen in US-Dollar in Euro gerechnet eine Outperformance erbringen.

Auf der Suche nach alternativen Investments für den Sicherheitsbaustein im Rentenportfolio kommen Investoren an US-Staatsanleihen kaum vorbei. So rentiert eine zehnjährige US-Staatsanleihe aktuell bei 2,4 %, während eine Bundesanleihe zu Jahresbeginn gerade mal eine Verzinsung von 0,2 % erbrachte. Hinzu kommt, dass wir das Zinsänderungsrisiko in den USA für etwas geringer als im Euroraum halten. Denn in den USA sind bereits zwei bis drei Leitzinserhöhungen in den Kursen berücksichtigt. Es ist aus unserer Sicht wenig wahrscheinlich, dass die Federal Reserve über diese avisierten Zinsschritte hinausgehen wird. Dagegen dürfte die von uns erwartete weitere Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar für einen positiven Zusatzertrag bei US-Staatsanleihen sorgen und gleichzeitig die Inflationserwartungen im Euroraum unterfüttern, was wiederum die Kurse von Bundesanleihen belasten könnte. Wir denken daher, dass zehnjährige US-Staatsanleihen eine bessere Wertentwicklung erbringen als vergleichbare Bundesanleihen.

Rentenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Anleihen sollten im Portfolio insgesamt untergewichtet werden.

Da wir damit rechnen, dass das Zinsniveau im Euroraum ansteigen wird, sollten Anleihen im Portfolio untergewichtet werden, um Kursverluste zu minimieren. Aufgrund der politischen Risiken insbesondere im Euroraum sollte aber nach wie vor ein signifikanter Anteil an sicheren Anleihen im Portfolio verbleiben, um das primäre Ziel des langfristigen Kapitalerhalts zu gewährleisten.

Maßnahme 2: Kürzer laufende Anleihen sollten bevorzugt werden.

Die starke konjunkturelle Dynamik setzt vor allem Anleihen mit längeren Laufzeiten unter Druck. Anleger sollten dies bei der Zusammenstellung des Anleiheportfolios berücksichtigen und den Schwerpunkt auf kürzer laufende Anleihen bis zu fünf Jahren Laufzeit setzen, da diese weniger stark auf Zinserhöhungen reagieren. Die Durationsrisiken sollten untergewichtet werden. Da die EZB keine Zinsanhebungen beschließen wird, bleibt das kurze Ende der Zinsstrukturkurve vermutlich relativ stabil. Allerdings ist hier in Teilsegmenten mit negativen Fälligkeitsrenditen zu rechnen.

Maßnahme 3: US-Staatsanleihen sollten übergewichtet werden.

Die Zinsdifferenz zwischen US-Staatsanleihen und ihren deutschen Pendants ist momentan so hoch wie lange nicht mehr. Kursverluste durch Zinsanhebungen können durch die hohe Verzinsung und eine Aufwertung des US-Dollar kompensiert werden. Wir empfehlen Anleihen aus dem mittleren Laufzeitensegment, da diese weniger zinsreagibel sind, aber mit 1,9 % für fünfjährige Titel bereits sehr attraktiv verzinst werden. Auch inflationsindexierte US-Staatsanleihen bieten sich an, um sich vor einem Anstieg der Inflationsraten zu schützen, sollte sich die Tendenz zu mehr Protektionismus weiter verschärfen.

Maßnahme 4: Bundesanleihen sollten untergewichtet werden.

Bundesanleihen sind besonders anfällig gegenüber steigenden Zinsen, denn die Grundverzinsung in Form des Kupons ist oftmals sehr gering. Einige Anleihen tragen gar keinen Kupon mehr. Kursverluste können aufgrund kaum vorhandener Kuponzahlungen nicht ausgeglichen werden.

Maßnahme 5: Peripherieanleihen sollten neutral gewichtet werden. Anleger sollten die politischen Ereignisse detailliert verfolgen und die Allokation gegebenenfalls anpassen.

Trotz hoher politischer Risiken halten wir Peripherieanleihen aus Chance-Risiko-Überlegungen für interessant. Bei steigenden Zinsen kann eine Kompensation über Kuponzahlungen Kursverluste teilweise ausgleichen. Allerdings sollten Anleger die politischen Ereignisse im Blick behalten. Vor allem aus Italien drohen Schwierigkeiten. Sollte es hier zu Neuwahlen kommen, empfehlen wir eine Reduzierung der Quote an Peripherieanleihen.

Maßnahme 6: Unternehmensanleihen aus dem High Yield- und Investment Grade-Segment sollten übergewichtet werden.

Unternehmensanleihen bieten im Niedrigzinsumfeld ein faires Bewertungsniveau an. Anleger müssen aber auf eine ausreichende Liquidität beim Kauf achten. Noch besser ist es, in ein Portfolio ausgewählter Unternehmensanleihen zu investieren, die bis zur Fälligkeit gehalten werden. Dadurch kann der Verlust durch den An- und Verkaufsspread, der mittlerweile oftmals eine Kuponzahlung ausmacht, vermieden werden.

Maßnahme 7: Die Gewichtung in Schwellenländeranleihen sollte taktisch erfolgen.

Schwellenländeranleihen bieten sehr hohe Renditen, bringen aber auch unterjährig immer wieder hohe Schwankungen mit sich. Vermutlich wird die Federal Reserve die Zinsen nicht in regelmäßigen Abständen erhöhen, sondern angepasst an die konjunkturelle Entwicklung voranschreiten. Anleger können dies ausnutzen und bei einem Zögern der Fed den Anteil an Schwellenländeranleihen erhöhen und bei einer sich abzeichnenden Zinserhöhung Gewinne realisieren. Da wir mit einer relativen Stärke des Euro gegenüber wichtigen Schwellenländerwährungen rechnen, aber mit einem schwächeren Euro gegenüber dem US-Dollar, halten wir Schwellenländeranleihen in harter Währung für attraktiver.

Sektorallokation	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 2017

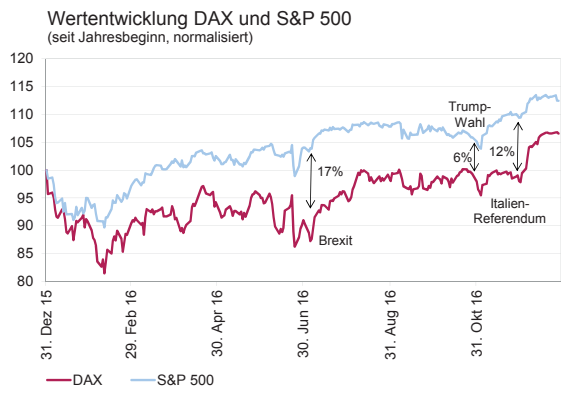
Die Renditeerwartung für den Rentenanteil im Portfolio wird durch den von uns erwarteten Zinsanstieg belastet. In bestimmten Rentenmarktsegmenten kann aber eine positive Rendite erzielt werden. Anleger sollten trotzdem nur mit einer Rendite im Bereich von 0 % rechnen.

Aktienmarkt: Gute Konjunkturlage sorgt weiter für Auftrieb trotz politischer Risiken

Die Aktienmärkte gehen mit vollem Rückenwind von der Konjunktur in das Jahr 2017. Die politischen Risiken bleiben allerdings weiter hoch. So stehen im neuen Jahr mit den Wahlen in Frankreich, den Niederlanden, Deutschland und eventuell Italien die nächsten politischen Weichenstellungen an, die die Aktienmärkte beschäftigen werden. Die Unsicherheiten bezüglich der Umsetzung und der Auswirkungen der politischen Entscheidungen des Vorjahres sollten jedoch zurückgehen.

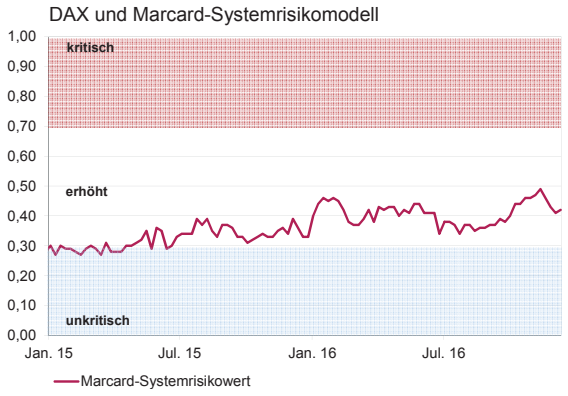
> These 1: Systemische Risiken werden die Bewertungen der Aktien weiterhin negativ beeinflussen. Je mehr Klarheit jedoch in die einzelnen Themen kommt, desto geringer sollten die Kursabschläge werden.

Politische Risiken bestimmen weiter das Bild an den Aktienmärkten. Dabei spiegeln sich Kursabschläge für die erhöhte Unsicherheit vor allem bei den europäischen Aktien wider. Wie hoch diese Abschläge ausfallen, zeigt ein Blick auf die Aktienmarktentwicklung des vergangenen Jahres. Zu den wichtigen Entscheidungen des Vorjahres zählten dabei das Brexit-Votum, die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten sowie das Verfassungsreferendum in Italien.



Die Einflüsse der politischen Ereignisse waren dabei bereits weit im Voraus vor den eigentlichen Entscheidungen spürbar. So begann sich die Wertentwicklung der europäischen Aktienmärkte bereits im Februar, also bei Ankündigung des Datums des Brexit-Votums, von der der US-amerikanischen Aktien abzukoppeln. Direkt nach dem Austrittsvotum am 23. Juni 2016 waren die Unsicherheiten in Europa am größten und die Differenz der Wertentwicklung seit Jahresbeginn zwischen US-amerikanischen Aktien und deutschen Titeln erreichte mit knapp 17 Prozentpunkten ihren Höhepunkt. Eine anschließende Beruhigung der Märkte führte zu einem Rückgang der relativen Abschläge europäischer Titel im Vergleich zu US-amerikanischen Aktien. Die US-Wahlen hatten im Gegensatz zum Brexit-Votum Einfluss auf US-amerikanische und europäische Aktien, weshalb die diesbezüglich bestehenden Unsicherheiten auf beide Märkte kursdämpfend wirkten. Erst nach der Entscheidung setzte in den USA eine Erleichterungsrallye ein, die den europäischen Märkten zunächst jedoch bis nach dem Italienreferendum Anfang Dezember verwehrt blieb. Erst als auch hier die letzte politische Weichenstellung des Jahres entschieden war, konnten auch die europäischen Aktien zu einer deutlichen Kurssteigerung ansetzen. Dennoch gehen europäische Aktien trotz der Erholung zum Jahresende mit einem beträchtlichen Bewertungsabschlag aufgrund politischer Sorgen ins neue Jahr. Ohne das belastende Umfeld würden die guten Konjunkturdaten höhere Aktienkurse an den europäischen Börsen rechtfertigen.

Grund für die unterschiedliche Entwicklung der Märkte dies- und jenseits des Atlantiks sind erhöhte Systemrisiken in Europa. Der Brexit, das Italien-Referendum sowie ein generelles Aufflammen nationalistischer Tendenzen haben die bestehenden wirtschaftlichen und politischen Strukturen auf dem Kontinent in Frage gestellt. Hinzu kommt, dass Europa mit seiner sehr exportorientierten Ausrichtung von einer möglicherweise protektionistischen Politik des neuen US-Präsidenten besonders negativ betroffen sein könnte. Hierdurch haben sich die systemischen Risiken, also diejenigen Einflüsse, die nicht durch eine breite Diversifikation im Portfolio abgemildert werden können, deutlich erhöht.



Erkennbar wird dies in unserem Marcard-Systemrisikomodell. In das Modell gehen vor allem Kapitalmarktdaten wie CDS-Spreads, Anleihespreads und Volatilitäten ein. Der aktuelle Anstieg des Systemrisikos geht dabei vor allem auf Kapitalumverteilungen innerhalb des Euroraums zurück. Demnach wurde Kapital aus Südeuropa abgezogen und in sichere Länder wie Deutschland überwiesen.

Das politische Risiko wird auch im Jahr 2017 weiter auf einem hohen Niveau verbleiben und somit nicht vollständig ausgepreist werden. So bleibt mit dem zunehmenden Protektionismus in der Welt ein Risikofaktor weiter bestehen, der vor allem für exportorientierte Nationen und Unternehmen ein Problem darstellt. Diese könnten unter möglichen Einschränkungen des Welthandels aufgrund ihrer globalen Positionierung besonders leiden.

Dennoch sollten im Verlauf des Jahres 2017 die Bewertungsabschläge europäischer Aktien im Vergleich zu US-amerikanischen Titeln etwas zurückgehen. In Europa belasten vor allem Unsicherheiten über die politische Zukunft des alten Kontinents die Aktienkurse. Aber auch US-Präsident Trump mit seiner nicht vorhersagbaren Handels- und Außenpolitik stellt zumindest für einige europäische Unternehmen ein Risiko dar. Wichtige politische Weichenstellungen im Jahr 2017 könnten helfen, diese Unsicherheiten etwas zu verringern und die künftige Richtung vorhersehbarer zu machen. Dies trifft insbesondere in Bezug auf folgende Themenfelder zu:

1. Wahlen in den Niederlanden: Am 15. März 2017 finden in den Niederlanden Parlamentswahlen statt. Die rechtspopulistische Partei PVV von Geert Wilders liegt zwar laut aktuellen Umfragen mit über 20 % vorne, eine tatsächliche Regierungsbeteiligung scheint jedoch unwahrscheinlich, da keine der anderen Parteien für eine Regierungskoalition mit der PVV zur Verfügung stünde.
2. Wahlen in Frankreich: Am 23. April finden in Frankreich Präsidentschaftswahlen statt. Marine Le Pens rechtspopulistische Front National liegt in aktuellen Umfragen nur knapp hinter der stärksten Partei, den Republikanern. Ein Sieg der Rechtspopulistin ist aber unwahrscheinlich, da sie bei einer möglichen Stichwahl am 7. Mai 2017 höchstwahrscheinlich gegen den konservativen Kandidaten François Fillon antreten müsste, der bei Umfragen zur Stichwahl mit weitem Abstand vor Le Pen führt.
3. Wahlen in Deutschland: Voraussichtlich im September werden Bundestagswahlen durchgeführt. Aktuell liegt die CDU/CSU in den Umfragen klar vorne. Eine negative Überraschung wäre bei einer möglichen Rot-Rot-Grünen Koalition gegeben. Dieser fehlt aber aktuell die Mehrheit. Wahrscheinlicher ist eine erneute große Koalition oder sogar eine Jamaika-Koalition der CDU/CSU mit der FDP und den Grünen. Die AfD wird bei der Regierungsbildung aller Voraussicht nach keine Rolle spielen.
4. US-Wirtschaftspolitik: Mit der Amtsübernahme von Donald Trump als US-Präsident am 20. Januar 2017 sollte die generelle politische Ausrichtung auch anhand der Zusammensetzung seines Kabinetts besser vorauszusagen sein.
5. Brexit: Nach der in Aussicht gestellten Einreichung des Austrittsgesuchs Großbritanniens sollte sich langsam herauskristallisieren, ob es zu einem „harten“ oder „weichen“ Brexit kommt.

Die zu erwartende geringere Unsicherheit zum Jahresende 2017 sollte den Bewertungen etwas Auftrieb verleihen.

> These 2: Durch Donald Trump in Aussicht gestellte protektionistische Maßnahmen werden den Aktienmarkt nur selektiv betreffen.

Protektionistische Maßnahmen der USA unter dem neuen Präsidenten Trump werden sich unseres Erachtens hauptsächlich auf China und Mexiko konzentrieren. Eine wie im Wahlkampf angekündigte flächendeckende Einführung von Zöllen in Höhe von 45 % bzw. 35 % für chinesische

und mexikanische Waren halten wir aber für unrealistisch. Hierfür spricht zum einen, dass eine breite Einführung von Zöllen zu protektionistischen Zwegen gegen die Regeln der WTO verstößt, zu denen sich die USA verpflichtet haben. Zum anderen würde eine solche Handelsbeschränkung wahrscheinlich zu starken Gegenmaßnahmen führen, die bestimmte Schlüsselbranchen in den USA besonders hart treffen könnten.

Wahrscheinlicher ist hingegen, dass einzelne Branchen unter dem Deckmantel der Anti-Dumping-Regeln der WTO mit Zöllen belegt werden. Dies wäre WTO-konform und könnte den Wählern öffentlichkeitswirksam als Erfolg verkauft werden. Von diesen Maßnahmen sollten vor allem international agierende Konzerne betroffen sein, die US-amerikanische Werte repräsentieren und besonders viel im Ausland produzieren lassen, wie zum Beispiel Unternehmen der Auto-, Möbel- oder Textilindustrie.

Zudem könnte gegen einzelne Unternehmen der politische Druck erhöht werden, wieder in den USA produzieren zu lassen. So konnte Donald Trump bereits vor Amtsantritt öffentlichkeitswirksam Unternehmen wie Ford oder Carrier von neuen Fabrikvorhaben in Mexiko abringen.

Einzelne Branchen werden von den Maßnahmen negativ betroffen sein, es wird auf der anderen Seite aber auch Gewinner geben. Hierzu gehören zum Beispiel die auf den US-amerikanischen Binnenmarkt konzentrierten Unternehmen ohne größere globale Verflechtungen, die vor Konkurrenzprodukten aus China oder Mexiko geschützt werden. Zwar wird der Nettoeffekt eines erhöhten Protektionismus auf den gesamten Aktienmarkt leicht negativ sein, dieser sollte jedoch im Jahr 2017 durch die Positiveffekte aus der guten Konjunkturlage, etwaigen Steuervergünstigungen und möglichen Investitionsprogrammen sowohl in Europa als auch in den USA mehr als überkompensiert werden.

These 3: Trotz des US-Zinsanstieges wird 2017 ein positives Aktienjahr.

Neben den erhöhten politischen Risiken stellt die in Aussicht gestellte Straffung der Geldpolitik durch die US-amerikanische Notenbank einen Risikofaktor dar. Nach einem zaghaften ersten Versuch zum Ende 2015 scheint die zweite Leitzinserhöhung im Dezember 2016 mit den drei weiteren in Aussicht gestellten Zinsschritten im Jahr 2017 tatsächlich den Beginn eines neuen Zinserhöhungszyklus in den USA zu markieren. Auch wenn hiermit in der Regel das Ende eines Aufschwungs eingeläutet wird, sollten sich die Negativeffekte im Jahr 2017 jedoch aus den folgenden Gründen in Grenzen halten.

Erstens gibt die Historie Grund genug, Zinserhöhungen in den USA nicht allzu negativ zu sehen. In den letzten 45 Jahren gab es bei sieben Zinserhöhungszyklen im ersten Jahr nach Beginn der restriktiveren Geldpolitik sechsmal eine positive Aktienmarktperformance. Zwar wurde dieser Zeitpunkt faktisch bereits mit der ersten Leitzinserhöhung im Dezember 2015 markiert, allerdings ist das Ausmaß der Zinssteigerungen mit bisher 0,5 Prozentpunkten gering und deutlich unter dem historischen Durchschnitt von gut zwei Prozentpunkten in den ersten zwölf Monaten eines Zinserhöhungszyklus. Die bremsenden Effekte auf die Wirtschaft und damit auch auf die Aktienkurse zeigen sich in der Regel erst bei signifikant gestiegenen Zinsen, die wir für die USA im Jahr 2017 nicht erwarten. Zweitens ist die Zinsstrukturkurve mit rund 120 Basispunkten Differenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen US-Staatsanleihen weiter positiv. Eine Inversion der Zinsstrukturkurve, die das Rezessionsrisiko erhöht, ist auch bei zwei bis drei Leitzinserhöhungen im Jahr 2017 nicht zu erwarten. Drittens erfolgen weitere Zinserhöhungen nur bei einer positiven Entwicklung der US-Wirtschaft, so dass in einem solchen Fall der Konjunkturimpuls den negativen Zinseffekt zumindest zu Beginn überlagern sollte. Viertens befinden sich die Zinsen auch nach den erwarteten zwei bis drei weiteren Zinsschritten im Jahr 2017 auf einem historisch niedrigen Niveau, so dass eine Bremswirkung auf die Wirtschaft erst nach weiteren Zinserhöhungen zu erwarten ist. Fünftens hat die neue US-Administration umfangreiche Infrastrukturinvestitionsprogramme in Aussicht gestellt, die trotz eines Zinsanstieges zu einer erhöhten Nachfrage führen sollten.

Das Hauptrisiko gestiegener Leitzinsen für die entwickelten Märkte besteht für das Jahr 2017 aus unserer Sicht daher weniger in realwirtschaftlichen Effekten. Allerdings könnten die Bewertungen US-amerikanischer Unternehmen etwas Gegenwind erfahren. Dieser Effekt sollte

jedoch nicht vor dem Ende des zweiten Halbjahres beobachtbar sein, da die Konjunktureuphorie und bessere Wachstumserwartungen zunächst überwiegen sollten.

Negativ von steigenden US-Zinsen betroffen könnten jedoch die Aktienkurse in einigen Schwellenländern sein. Historisch niedrige Zinsen haben Investoren auf der Suche nach Rendite zunehmend in Schwellenländermärkte getrieben. Höhere US-Renditen machen jedoch Anlagen in den USA wieder attraktiver. Hinzu kommt, dass sich das Rendite-Risiko-Profil vieler Schwellenländerunternehmen aufgrund erhöhter Ängste vor protektionistischen Maßnahmen des künftigen US-Präsidenten Donald Trump verschlechtert hat. Dies könnte dazu führen, dass Kapital wieder zurück in die USA umgeschichtet wird, was die Aktienkurse in den betroffenen Ländern unter Druck setzen würde. Einzelne Schwellenländer wären von den erhöhten Zinsen und mehr Protektionismus in den USA wahrscheinlich unterschiedlich hart betroffen. Rohstoffexportierende Länder sollten zunächst weniger Negativeffekte verspüren, da für deren Exportgüter oft keine Alternativen bestehen und sie zudem bei der von uns erwarteten Konjunkturbelebung von steigenden Rohstoffpreisen profitieren könnten. Negative Effekte wären vor allem in produzierenden Volkswirtschaften zu erwarten, die ihren Hauptabsatzmarkt in den USA haben. Unternehmen könnten hier gezwungen sein, ihre Produktion aus den Schwellenländern zurück in die USA zu holen. Auch hier hängt jedoch vieles vom Ausmaß der Zinserhöhungen sowie der künftigen US-Handelspolitik ab. In den letzten Jahren konnten viele Schwellenländer hohe Devisenreserven aufbauen, die sich auch aktuell in vielen Ländern noch positiv entwickeln. Die deutet darauf hin, dass ein größerer Kapitalabzug aus Schwellenländern noch nicht eingesetzt hat.

> These 4: Steigende Zinsen werden die Bewertungsmultiplikatoren US-amerikanischer Unternehmen nur wenig beeinflussen.

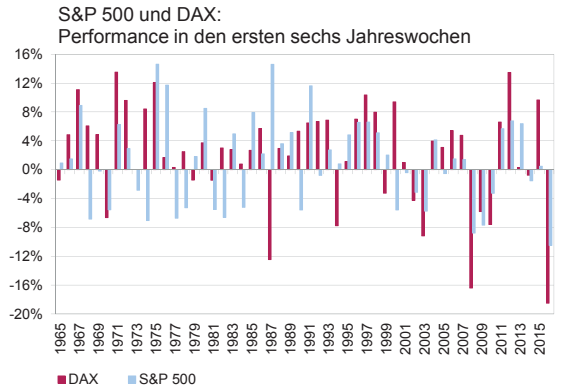
Die Bewertungen des US-amerikanischen Aktienmarktes waren bis zur Dotcom-Blase nach der Jahrtausendwende stark abhängig von der allgemeinen Zinsentwicklung. So entsprach das inverse Kursgewinnverhältnis, welches als Gewinnrendite der US-Aktien interpretiert werden kann, bis zum Jahr 2000 in etwa der Rendite einer zehnjährigen US-Staatsanleihe. Fallende Zinsen bedeuten höhere Bewertungen des Rentenmarktes. Diese gingen einher mit höheren Aktienbewertungen. Umgekehrt bedeuteten steigende Zinsen sinkende Aktien- und Anleihebewertungen.

Diese stringente Zinsabhängigkeit gilt jedoch heutzutage nicht mehr. Dies bedeutet, dass die Aktienbewertung vielmehr von den verlangten Risikoprämien der Anleger abhängt, als vom generellen Zinsniveau. Zudem sind die Risikoprämien insgesamt seit dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 deutlich gestiegen. Hierfür bieten sich zwei mögliche Erklärungen.

1. Erfahrungen der Vergangenheit: In den Phasen nach der Jahrtausendwende sowie nach der Finanzmarktkrise 2008/2009 haben viele Anleger deutliche Kursverluste erfahren, was das höhere Risiko der Aktienanlageklasse im Vergleich zu Staatsanleihen besonders deutlich zu Tage förderte. In der Folge waren Investoren auch nicht mehr bereit, für Aktien Preise auf dem Niveau von Staatsanleihen zu bezahlen.
2. Eine alternde Bevölkerung: Das Durchschnittsalter der Bevölkerung hat sich signifikant erhöht. Die ältere Generation besitzt aber eine geringere Risikotoleranz als jüngere Menschen. Da starke Verluste mitunter bis zum Erreichen des Ruhestandes nicht mehr wettgemacht werden können, stellen diese ein Risiko für den zukünftigen Lebensstandard älterer Menschen dar. Als Konsequenz ist die Aktiennachfrage dieser Bevölkerungsgruppe relativ zu der von Staatsanleihen geringer. Aktienrisiken werden zudem nur bei sehr attraktiven Renditen in Kauf genommen.

Da die Aktienmarktbewertung mittlerweile weniger vom Zinsniveau, als vielmehr von den verlangten Risikoprämien abhängt, sollte auch die Zinserhöhung in den USA nur einen geringen Negativeffekt auf die Bewertungen US-amerikanischer Aktien haben. Hinzu kommt eine von uns erwartete gute konjunkturelle Entwicklung vor allem im ersten Halbjahr 2017, in der oftmals die Risikoaversion vieler Anleger abnimmt. Dies könnte sich sogar nochmals positiv auf die bereits hohen Bewertungsniveaus auswirken.

Allerdings steigt das Enttäuschungspotenzial mit zunehmender Bewertungshöhe an. Erste Konjunkturzweifel können zu deutlichen Kursrückgängen führen. Dies zeigte sich eindrucksvoll zu Beginn des vergangenen Jahres. Aufkommende Konjunkturängste in den USA sowie beunruhigende Daten aus China bescherten den Aktienmärkten die schlechtesten sechs Jahresauftaktwochen in den letzten 50 Jahren.

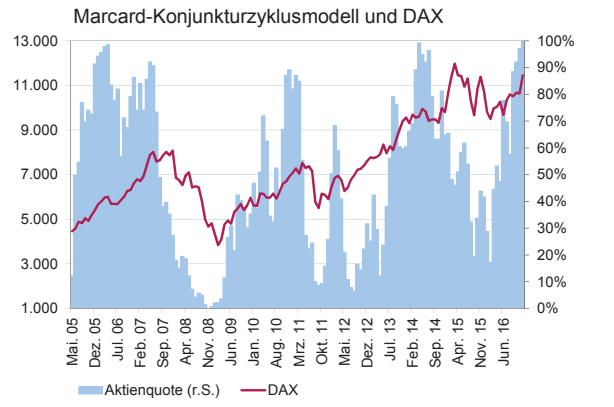


Die Kursabschläge waren dabei deutlich stärker als zum Beispiel nach dem Brexit-Votum Ende Juni oder nach der Präsidentschaftswahl von Donald Trump Anfang November.

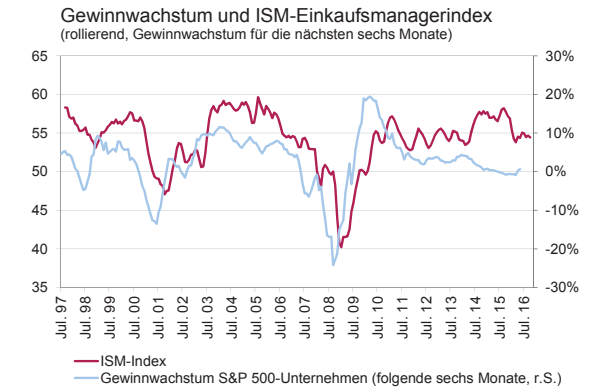
Für das Jahresende 2017 erwarten wir, dass die Konjunktureuphorie auf einem hohen Niveau ein wenig abebben könnte. Hierunter könnten dann auch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse US-amerikanischer Aktien etwas leiden. Unter Berücksichtigung der erwarteten Ausweitungen der Bewertungsniveaus in den ersten sechs Monaten sollten die Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Jahressicht in etwa denen von 2016 entsprechen und wenig von der Zentralbankpolitik beeinflusst sein.

> These 5: Eine Belebung der Weltkonjunktur sollte die Unternehmensgewinne wieder steigen lassen und den Aktienmärkten Rückenwind geben.

Der positive Zusammenhang der Aktienmarktentwicklung mit der weltweiten Konjunktur lässt sich am Marcard-Konjunkturzyklusmodell ablesen. Das Modell wertet eine Vielzahl an Indikatoren aus der ganzen Welt aus, die die wirtschaftliche Entwicklung frühzeitig anzeigen. Mit dem sehr hohen Wert von 1,0 zum Jahresanfang deutet das Modell eine sehr gute wirtschaftliche Entwicklung an.



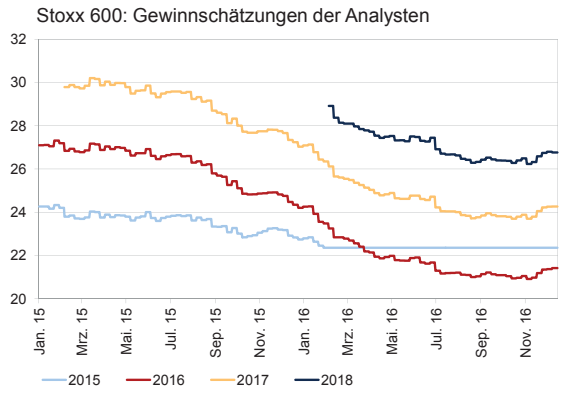
Gute bis sehr gute Daten kamen dabei aus fast allen Teilen der Welt. In Europa konnten sich vor allem die einstigen Sorgenkinder aus Südeuropa weiter verbessern. In den USA sollten die im Wahlprogramm von Donald Trump in Aussicht gestellten Infrastrukturmaßnahmen bei zumindest teilweiser Umsetzung für eine weitere Belebung des Wirtschaftswachstums sorgen. Aber auch in den Schwellenländern hat sich die bereits im Verlauf des letzten Jahres angedeutete wirtschaftliche Stabilisierung weiter fortgesetzt.



Unternehmen profitieren von einer guten konjunkturellen Entwicklung vor allem über eine erhöhte Nachfrage, die sich am Ende in höheren Gewinnen widerspiegelt. Diese sind in der langen Frist die alles entscheidende Determinante für die Aktienkursentwicklung. Dies ist umso bedeutender, da sich die Aktienmarktanstiege sowohl in den USA als auch in Europa im Jahr 2016 vor allem aus Anstiegen der Bewertungen genährt haben. So liegen laut

der I/B/E/S-Datenbank die aktuellen Gewinnschätzungen der Analysten für die Unternehmen des DAX für das Jahr 2016 etwa 2,3 % unter den erreichten Werten im Jahr 2015. Bei den Unternehmen des Euro Stoxx 50 beläuft sich dieses Minus sogar auf über 9 %. Auch die US-amerikanischen Titel des S&P 500 konnten im Jahr 2016 nur sehr geringe Gewinnsteigerungen erfahren. Dies hinderte die Indizes jedoch nicht daran, eine positive Wertentwicklung zu erzielen. So lag das Jahresplus im S&P 500 ohne Einbezug der Dividenden trotz fehlender Gewinnwachstumsraten bei 8,5 %. Auch der DAX konnte immerhin knapp 3,7 % allein aus Kurssteigerungen erzielen.

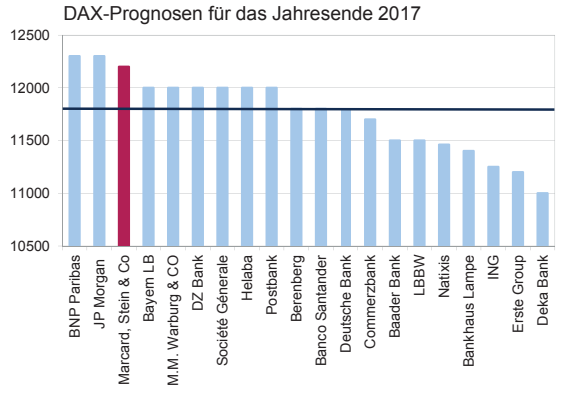
Das Performancepotenzial, welches rein aus Veränderungen von Bewertungen resultiert, ist aber nach oben begrenzt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 liegt schon auf einem historisch hohen Niveau. Einzig während der Dotcom-Blase zu Beginn dieses Jahrtausends und nach der Finanzmarktkrise gab es in den letzten 25 Jahren höhere Werte als heute. Auf europäischer Seite besteht hier zwar noch deutlich mehr Potenzial, die sehr klaren Unterbewertungen des letzten Jahres haben sich aber zumindest im DAX ebenfalls zurückgebildet. Die beste Chance auf ein gutes Aktienjahr resultiert im Jahr 2017 also aus höheren Gewinnen bzw. Gewinnerwartungen.



Wir erwarten, dass sich der aufkommende Konjunkturoptimismus ebenso positiv auf die Gewinnerwartungen auswirken sollte. Die aktuellen Schätzungen spiegeln die erwartete Belebung der Konjunktur noch nicht voll wider. So zeigt zwar der Trend der Schätzungen für die Unternehmen des breit gefassten europäischen Stoxx 600 nach einer langen Durstrecke und vielen negativen Gewinnrevisionen im Verlauf des Jahres 2016 seit dem November erstmals wieder nach oben, das Niveau der Schätzungen ist jedoch weiter gering. Wir erwarten, dass die zuletzt wieder positive Dynamik der Gewinnschätzungen zumindest noch in der ersten Jahreshälfte anhalten kann und die Aktienkurse hiervon profitieren sollten.

These 6: Zum Jahresende 2017 erwarten wir den DAX bei 12.200 Punkten.

Die DAX-Prognose basiert auf einem erwarteten Anstieg der Unternehmensgewinne von 2,9 %. Dies entspricht unserer Schätzung der Wachstumsrate für das nominale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland. Das (nachlaufende) Kurs-Gewinn-Verhältnis wird sich im Jahresverlauf leicht um 0,1 Punkte auf dann 15,0 verbessern. Zum einen könnte zwar ein etwas höheres Zinsniveau in Deutschland etwas Druck auf die Bewertungen ausüben, zum anderen sollten dem jedoch von uns erwartete abnehmende politische Unsicherheiten in Europa gegenüberstehen, die die von Investoren verlangten Risikoprämien auf Aktien wieder etwas zurückgehen lassen sollten. Der Nettoeffekt dürfte dabei leicht positiv ausfallen. Hinzu kommt eine erwartete Dividendenrendite der DAX-Unternehmen von 3,0 %, die im deutschen Aktienmarktindex als Performanceindex bei der Kursbildung mit berücksichtigt wird.



Daraus errechnet sich ein Kursziel für den DAX von 12.200 Punkten zum Jahresende 2017, was einer Steigerung von ca. 6,75 % im Vergleich zum Jahresanfang entspricht. Stärkere als von uns erwartete Rückgänge der politischen Unsicherheiten könnten den DAX sogar noch positiver

beeinflussen. Bei günstigen Ausgängen der politischen Entscheidungen im Jahr 2017 können die Kurs-Gewinn-Verhältnisse im DAX durchaus noch stärker ansteigen.

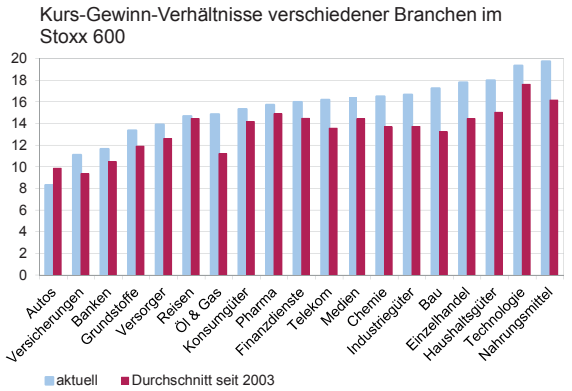
These 7: Value-Sektoren sollten vor allem in der ersten Jahreshälfte Wachstums- und Qualitätswerte outperformen können.

Nicht alle Sektoren und Aktienklassen werden von dem von uns erwarteten Aktienmarktanstieg gleichermaßen profitieren. Unter den aktuellen Gegebenheiten sollten vor allem Value-Sektoren in der ersten Jahreshälfte eine gute Wertentwicklung zeigen. Diese zeichnen sich durch eine hohe Konjunkturreagibilität, eine hohe Volatilität und unterdurchschnittliche Bewertungsniveaus aus. In wirtschaftlichen Aufschwungphasen entwickeln sich diese Titel in der Regel überdurchschnittlich gut. Grund hierfür ist, dass es sich dabei zum einen oft um Unternehmen handelt, deren Produkte vor allem in guten Konjunkturphasen gefragt sind, während die Nachfrage in Abschwüngen sehr stark nachlässt. Zum anderen nimmt die Risikoaversion von Anlegern in guten Wirtschaftsphasen ab, was sie dazu verleitet, vermehrt diese eigentlich risikoreicheren Value-Titel nachzufragen.

Unternehmen mit höherer Bilanzqualität und Krisenfestigkeit werden hingegen eher bei erhöhter Unsicherheit von Investoren nachgefragt. Daher entwickeln sich diese Titel in Aufschwungphasen oft unterdurchschnittlich. Wir erwarten aber, dass zu Beginn der zweiten Jahreshälfte die positiven Konjunktur-impulse auch bei den Value-Titeln bereits eingepreist sein sollten, so dass sich die Anleger dann wieder mehr in Richtung Stabilität orientieren könnten und zum Jahresende die Growth-Aktien wieder aufschließen sollten.

These 8: Die Branchen Bau, Finanzen, Rohstoffe und Technologie sollten sich überdurchschnittlich entwickeln können.

Finanzunternehmen und Werte aus dem Bausektor sowie Rohstoffunternehmen sollten im Jahr 2017 zu den Gewinnern gehören. Für Finanztitel, insbesondere Banken und Versicherungen, sprechen die vergleichsweise niedrigen Bewertungen. Einzig die Automobilbranche ist günstiger bewertet. Aufgrund der weiter hohen Risiken in Bezug auf die Umstellung auf Elektromobilität, den Abgasskandal und die Unsicherheiten bzgl. des chinesischen Marktes ist dies aber kein zwingendes Kaufargument. Finanztitel hingegen sollten von einem Anstieg des Zinsniveaus profitieren, welcher zu höheren Zinsmargen führen sollte. Der Bausektor dürfte von in Aussicht gestellten Konjunkturprogrammen in den USA, aber auch durch eine höhere Bereitschaft zu fiskalischen Impulsen auf europäischer Seite profitieren können. Daher sollte er trotz der im historischen Vergleich hohen Branchenbewertungen weiter profitieren können.



Die erwartete konjunkturelle Belebung im Jahr 2017 dürfte zudem zu einem Anstieg der Nachfrage bei Rohstoffen führen. Vor allem der Teilbereich Energie könnte profitieren. Hierfür spricht, dass eine selbstauferlegte Förderbegrenzung der OPEC-Staaten dazu führen sollte, dass das aktuelle Überangebot in dem Sektor in einen Nachfrageüberhang übergehen sollte.

Einen positiven Sondereffekt könnten die im Wahlprogramm von Donald Trump in Aussicht gestellten Steuererleichterungen für die Repatriierung von liquiden Mitteln US-amerikanischer Unternehmen auf Auslandskonten darstellen. Diese könnten zu umfangreichen Aktienrückkaufprogrammen verwendet werden und einen unerwarteten Liquiditätszufluss für Aktieninvestoren bedeuten. Da vor allem IT-Unternehmen über große Auslandsguthaben verfügen, würde die tatsächliche Umsetzung dieser Steuererleichterungen vor allem dem Technologiesektor in den USA zu Gute zugutekommen.

Rückschlagpotenzial ist vor allem bei den sehr hoch bewerteten und tendenziell konservativeren Sektoren Nahrungsmittel und Haushaltsgüter gegeben. So profitieren Aktien dieser Branchen unterdurchschnittlich von Aufschwungphasen auf der Gewinnseite. Zudem könnten wieder relativ attraktiver gewordene volatilere Sektoren Investoren zu Kapitalumschichtungen in risiko-, aber auch chancenreichere Branchen bewegen, was die hohen Bewertungen der Hersteller von Nahrungsmitteln und Haushaltsgütern unter Druck setzen würde.

These 9: Europäische Aktienmärkte sollten sich aufgrund erwarteter Erhöhungen der Bewertungen besser entwickeln als ihr US-amerikanisches Pendant.

Sowohl in den USA als auch in Europa werden die Aktienmärkte von der guten konjunkturellen Lage profitieren. Allerdings verfügen die Unternehmen auf dem alten Kontinent im Vergleich zu denen in den USA über ein hohes Aufholungspotenzial bei den Bewertungen und den Gewinnen. Von uns erwartete Rückgänge der politischen Unsicherheiten in Europa sollten dieses Potenzial zumindest teilweise freisetzen können. Wir erwarten daher eine positive Aktienkursentwicklung auf beiden Seiten des Atlantiks, wobei die europäischen Werte ihre US-amerikanischen Konkurrenten leicht übertreffen sollten.

Auch die Schwellenländer sollten von der guten Konjunkturlage profitieren können. Vor allem rohstoffexportierende Länder sollten dabei zu den Gewinnern gehören. Etwas schwächere Kursentwicklungen erwarten wir dagegen für rohstoffimportierende, produktionslastige Schwellenländer mit einem Hauptfokus auf die USA. Mögliche Anstiege der Produktionskosten durch höhere Rohstoffpreise sowie etwaige Handelsbeschränkungen erhöhen die Unsicherheiten für Unternehmen aus diesen Ländern.

Aktienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Aktienquote im Durchschnitt des Jahres auf erhöhtem Niveau belassen

Auch im Jahr 2017 führt kein Weg an Aktien vorbei. Die sehr starken konjunkturellen Vorgaben aus praktisch allen Teilen der Welt sollten sich positiv auf die Unternehmensgewinne auswirken. Ein Hemmschuh für die Kursentwicklung wird weiterhin das erhöhte politische Risiko, vor allem in Europa, bleiben. Da jedoch im Jahr 2017 zahlreiche wichtige Weichenstellungen und Entscheidungen anstehen, sollten zumindest die Kursabschläge für politische Unsicherheiten zurückgehen, was den Bewertungen Auftrieb verleihen dürfte. Darüber hinaus ist es aus Gesamtsicht des Portfolios unerlässlich geworden, einen signifikanten Teil in Aktien zu allokieren, um weiterhin positive Renditen erwarten zu können. Das folgende einfache Beispiel mit einer Allokation, die lediglich aus 5-jährigen Bundesanleihen und dem DAX besteht, verdeutlicht dies eindrucksvoll. Zur Erzielung einer Rendite von 3 % p. a. wäre bis vor acht Jahren noch das Halten von fünfjährigen Bundesanleihen völlig ausreichend gewesen. Unterlegt man eine Renditeerwartung von 6 % p. a. im DAX, ist bei dem aktuellen Zinsniveau zur Erreichung desselben Renditeziels eine Aktienquote von mindestens 54 % notwendig. Dieses Problem ist den meisten Anlegern in den letzten Jahren verborgen geblieben, da zwar die Kupons von neu emittierten Anleihen immer weiter zurückgingen, das sinkende Zinsniveau jedoch vor allem bei langlaufenden Anleihen zu starken Kursgewinnen geführt hat, die die geringeren laufenden Einnahmen mehr als ausgleichen konnten. Diese nun fehlende Rendite kann nur über eine Erhöhung von risikoreichen Anlageklassen ausgeglichen werden, wenn weiterhin ein konstanter Ertrag erzielt werden soll.

Auch innerhalb des Risikosegments sind die Anlagealternativen zu Aktien im letzten Jahr nochmals unattraktiver geworden. So liegt die Dividendenrendite der DAX-Unternehmen rund anderthalb Prozentpunkte über der Rendite langlaufender europäischer Unternehmensanleihen.

Maßnahme 2: Bei anhaltendem Aufschwung Value-Aktien bevorzugen und defensive Growth-Titel mit bereits hohen Bewertungen untergewichten

Die in Aussicht gestellten Konjunkturprogramme in den USA sowie das allmähliche Umdenken auf europäischer Seite hin zu mehr fiskalpolitischen Impulsen sollte das Wachstum der Wirtschaft beschleunigen. In Aufschwungphasen profitieren vor allem zyklische Sektoren, wie z. B. der Bau- oder der Chemiesektor, während sich die klassischen stabilen Branchen eher unterdurchschnittlich entwickeln dürften. Zur zweiten Jahreshälfte sollten die Effekte jedoch weitestgehend eingepreist sein, wodurch es zu Gewinnmitnahmen bei zyklischen Titeln kommen könnte. Dann sollte die Übergewichtung zyklischer zu Gunsten defensiverer Sektoren wieder abgebaut werden.

Maßnahme 3: Europa übergewichten

Auch wenn die Unternehmen auf beiden Seiten des Atlantiks von der guten Konjunktur profitieren können, besteht auf den US-amerikanischen Märkten aufgrund der sehr hohen Bewertungen Enttäuschungspotenzial. Die deutlich über den historischen Durchschnitten liegenden Kurs-Gewinn-Verhältnisse könnten durch das wieder höhere Zinsniveau belastet werden. Auf europäischer Seite sollten rückläufige politische Unsicherheiten hingegen zu einer Ausweitung von Bewertungsmultiplikatoren führen. Zudem kommt eine von uns erwartete Abwertung des Euro vor allem den exportorientierten deutschen Unternehmen zu Gute.

Maßnahme 4: Politische Risiken beobachten, vorschnelle Handlungen aber vermeiden

Das Jahr 2016 hat gezeigt, dass politische Risiken zwar allgemein auf das Aktiensentiment drücken, es aber andererseits zu Gewöhnungseffekten kommt. Dauerte die Aufholung der direkten negativen Kursreaktion nach dem Brexit-Votum noch einen Monat, verkürzte sich die Erholungszeit im Anschluss an die Trump-Wahl und das Italienreferendum auf einen Tag bzw. eine Stunde. Ein Verkauf direkt im Anschluss an die jeweiligen Entscheidungen des vergangenen Jahres hätte dem Anleger also deutliche Performance-Einbußen gebracht. Allen Entscheidungen gemein war, dass direkte ökonomische Auswirkungen der Entscheidungen entweder nicht vorhanden oder aber noch überhaupt nicht abzuschätzen waren. Daher sollten vorschnelle Entscheidungen insbesondere dann vermieden werden, wenn die ökonomischen Konsequenzen nur schwer oder gar nicht abschätzbar sind.

Maßnahme 5: Discountzertifikate opportunistisch beimischen

Die im Jahr 2017 anstehenden politischen Entscheidungen können zumindest kurzfristig die Volatilität an den Aktienmärkten erhöhen. In diesen Phasen lohnt es sich, Discountzertifikate beizumischen, da diese bei starken Schwankungen attraktiver werden. Gerade vor dem Hintergrund geringer Zinserträge können diese auch als riskanteres, temporäres Geldmarktpendant fungieren

Strategiebeitrag Aktienmarkt in 2017

Aktien sind im Jahr 2017 ein unerlässlicher Portfoliobaustein zur Erzielung einer positiven Rendite. Da die laufenden Renditen an den Geld- und Rentenmärkten nahe der Nulllinie liegen und kursseitig durch eventuell steigende Zinsen sogar Verluste möglich erscheinen, sind es im liquiden Anlagesegment in erster Linie Aktien, die zu positiven Cashflows und Wertzuwächsen beitragen. Das laufende Einkommen kann dabei 2 % bis 3 % betragen, Kursgewinne sollten in einer Spannbreite von 6 % bis 10 % erwartet werden.

Rohstoffmarkt: Gold unter Druck, Öl und Industriemetalle profitieren von der Konjunkturdynamik

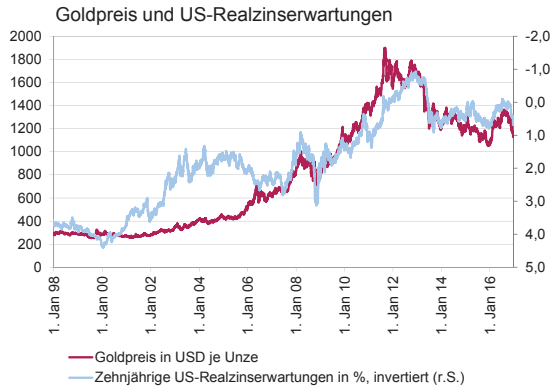
These 1: Der Goldpreis wird auf 1.100 US-Dollar je Feinunze zum Jahresende fallen.

Das fundamentale Umfeld für Gold im Jahr 2017 ist eingetrübt. Eine robuste Konjunktur, Zinsfantasien und ein starker US-Dollar bedeuten ein herausforderndes Umfeld für Goldinvestoren. Wir erwarten daher, dass sich die Abwärtsbewegung der letzten Wochen des Jahres 2016 weiter fortsetzen wird. Gold könnte jedoch im Verlauf des Jahres immer wieder von politischen Unsicherheiten, wie zum Beispiel bei Sorgen um einen Verbleib Italiens im Euroraum, profitieren.

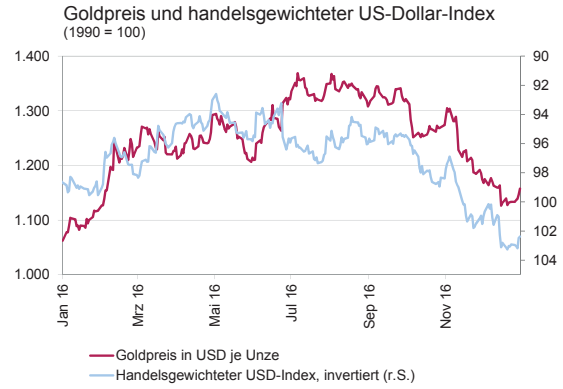
Vor allem die gute Konjunktur in den USA sehen wir als preismindernden Faktor an. Denn die Wirtschaft in den USA hat sich von der konjunkturellen Delle zur Jahresmitte erholt und dürfte mit gehörigem Rückenwind in das neue Jahr starten. Alleine im dritten Quartal 2016 lag das annualisierte Wachstum der US-amerikanischen Wirtschaft bei 3,5 %. Der neue US-amerikanische Präsident Trump könnte mit seiner Wirtschaftspolitik zudem dafür sorgen, dass die Konjunktur einen weiteren Schub erfährt. Dies führt dazu, dass die Zinsen in den USA ansteigen dürften.

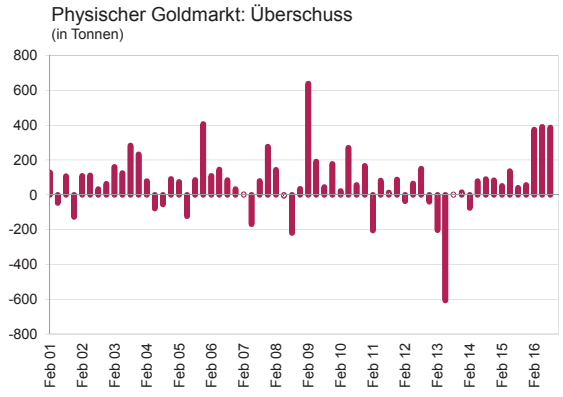
Dabei kommt es für die Entwicklung des Goldpreises aber nicht auf das nominale sondern auf das reale Zinsniveau an. Solange die Zinsen und die Inflation im Gleichklang steigen, stellt dies, isoliert betrachtet, kein Problem für Goldinvestoren dar. Erst ein Realzinsanstieg führt zu einem Rückgang der Goldnotierungen. In der Regel geht ein höheres Wachstum aber mit einem höheren Realzins einher.

Die Federal Reserve hat auf die positive konjunkturelle Entwicklung bereits reagiert und drei weitere Zinsschritte für das Jahr 2017 angekündigt. Selbst vier Zinsschritte werden mittlerweile vom Kapitalmarkt als realistisches Szenario mit einer Wahrscheinlichkeit von etwa 10 % angesehen. Zudem hat die Präsidentin der Federal Reserve Yellen auf Nachfrage angedeutet, perspektivisch die stark aufgeblähte Bilanz der Notenbank zu verkürzen, indem Mittel aus fälligen Anleihen nicht wie bisher reinvestiert werden. Dies könnte nach ihren Worten angebracht sein, wenn sich ein stabiler Prozess zur Normalisierung der Zinsen etabliert hat, vermutlich also noch nicht im Jahr 2017, wahrscheinlich aber im Jahr 2018. Viele Investoren haben ihre Goldinvestments mit dem Argument begründet, dass „das Drucken von Geld“ durch die Notenbanken den Wert des Geldes untergräbt, während Gold seinen Wert behält. Es zeigt sich aber nun, dass das „gedruckte Geld“, also die Zentralbankliquidität, möglicherweise schneller als gedacht wieder reduziert werden kann. Damit wird ein wichtiges Argument für Goldanleger abgeschwächt.



Der US-Dollar-Index, in dem der US-Dollar ins Verhältnis zu den weltweiten Hauptwährungen gesetzt wird, hat angesichts der Wahl Trumps und der erwartet restriktiveren Geldpolitik bereits ein 14-Jahres-Hoch erklommen und damit zum Goldpreisrückgang beigetragen, da Gold in US-Dollar abgerechnet wird. Argumente, wonach die Federal Reserve einen zu starken US-Dollar fürchtet, da dies das Leistungsbilanzdefizit weiter erhöhen könnte, teilen wir nicht. Denn die USA können sich dies aufgrund des Status des US-Dollar als Weltleitwährung und eines Anleihemarktes, der als einer der sichersten Häfen der Welt gilt, leisten. Die USA sind resistenter gegen exogene Schocks als die meisten anderen Staaten.





Als weiteren Belastungsfaktor für Gold sehen wir die Nachfrage nach Gold an, welche in China und Indien im letzten Jahr rückläufig war. In Indien hat der schwache Monsunregen der letzten zwei Jahre die Einkommen der Landbevölkerung gesenkt, die für einen Großteil der indischen Goldnachfrage verantwortlich ist. Zudem hat die Regierung im Rahmen ihres Kampfes gegen die Korruption die Bedingungen für den Goldhandel restriktiver gestaltet, indem bei An- und Verkäufen striktere Offenlegungspflichten eingeführt wurden, um Steuerhinterziehungen zu erschweren.

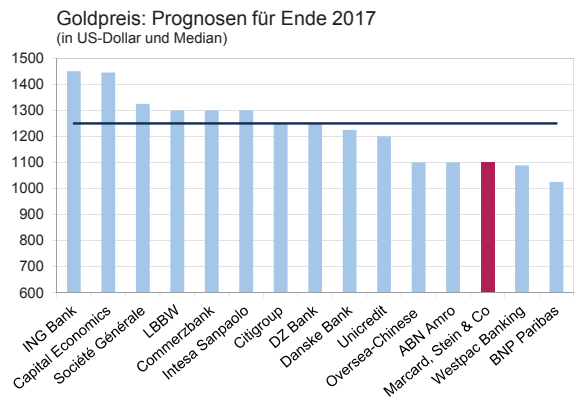
In China geht der Trend insbesondere bei jüngeren Menschen zu Goldschmuck mit geringerem Goldanteil. Da die örtlichen Händler hiermit höhere Gewinnmargen und Umsätze erzielen können, wird dieser Trend von ihnen unterstützt. Durch den geringeren Reinheitsgrad beim Goldschmuck sinkt die Goldnachfrage für Schmuckgold. Dagegen ist die chinesische Nachfrage nach Münzen und Barren auf einem hohen Niveau, da angesichts der neuen Beschränkungen bei Immobilieninvestments kaum Alternativen existieren, Sparguthaben aufzubauen. Insgesamt ist der globale Goldmarkt aber gesättigt. Das Angebot übersteigt die Nachfrage deutlich.

Dazu beigetragen haben auch die weltweiten Notenbanken, die ihre Goldnachfrage ebenfalls senkten. Grund sind schwindende Devisenreserven zur Abwehr von Wechselkursverschiebungen angesichts der Stärke des US-Dollar. Vor allem die chinesische Notenbank musste Devisenreserven aufwenden, um die eigene Währung zu stabilisieren. Es standen somit weniger Devisenreserven zur Anlage in Gold zur Verfügung. Hier dürfte es aber im Jahr 2017 trotz der von uns erwarteten leichten Aufwertung des US-Dollar zu vielen Schwellenländerwährungen zu einer Umkehr kommen. Denn der Goldanteil an den Devisenreserven ist nach wie vor sehr gering. Viele Zentralbanken aus den Schwellenländern denken nach wie vor über eine Diversifikation der Devisenreserven mittels Goldkäufen nach. Dies kann eine sinnvolle Ergänzung sein, schließlich könnte sich die Abhängigkeit vieler Länder vom US-Dollar angesichts möglicher handelspolitischer Konfrontationen mit den USA unter dem neuen Präsidenten Trump als nachteilig erweisen. Auch der Euro stellt angesichts der vielen ungelösten strukturellen Probleme des Euroraums und der Sorgen um den Bankensektor keine attraktive Alternative dar, zumal die einzige liquide und sichere Anlageklasse tief oder negativ rentierliche Bundesanleihen sind.

Unterstützung für Gold könnte von den zahlreichen bevorstehenden politischen Ereignissen im Jahr 2017 kommen, die für wiederkehrende Nervosität an den Märkten sorgen dürften. So stehen Wahlen in Frankreich, den Niederlanden und Deutschland an, wo populistische Kräfte möglicherweise starken Zulauf erfahren könnten. Auch drohen Neuwahlen in Italien, wo mit der Fünf-Sterne-Bewegung eine linkspopulistische Partei Chancen hat, die Wahl zu gewinnen. Nicht zu vernachlässigende Risiken für die

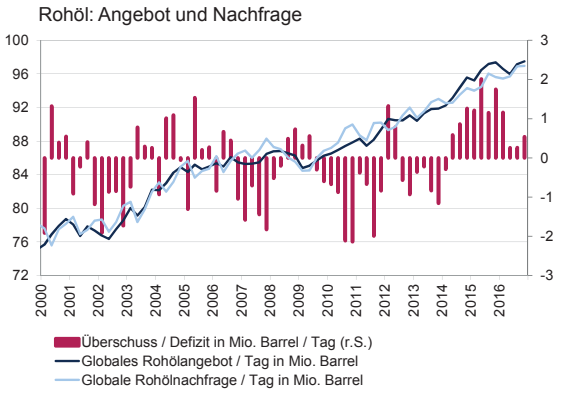
Finanzmarktstabilität stellen zudem das italienische Bankensystem und der chinesische Immobiliensektor dar, der nach den Preisanstiegen im Jahr 2016 Anzeichen einer Blase zeigt. Zudem birgt die Präsidentschaft Trumps reichlich Konfliktpotential. Ein nicht auszuschließender Handelskonflikt mit China könnte zu neuen Turbulenzen an den Finanzmärkten führen. Wir rechnen damit, dass Trump die Ankündigung einer aggressiveren Handelspolitik zumindest in Teilen umsetzen wird. Vor allem die Einführung von Zöllen gegenüber China würde unserer Einschätzung nach nicht ohne Gegenreaktion erfolgen. Die dadurch entstehenden Unsicherheiten könnten einen positiven Einfluss auf den Goldpreis haben. Die Anlageklasse Gold erfüllt in diesen unsicheren Zeiten weiterhin als Krisenschutz eine wichtige Funktion im Portfolio. Einen nachhaltigen Anstieg der Systemrisiken erwarten wir jedoch nicht.

Wir erwarten den Preis einer Feinunze Gold zum Jahresende bei 1.100 US-Dollar. Wir liegen damit unterhalb der Konsensschätzung, da wir den Aspekt steigender Realzinsen in den USA stärker bewerten.



These 2: Der Preis für Rohöl setzt seine Erholung mit vermindertem Tempo fort und liegt am Jahresende bei 65 US-Dollar je Barrel bezogen auf die Sorte WTI.

Der Abbau der Überkapazitäten am Rohölmarkt wird sich im Jahr 2017 fortsetzen und dafür sorgen, dass die Preise für Rohöl weiter anziehen. Dabei wird der entscheidende Impuls von der Nachfrageseite kommen, während wir auf der Angebotsseite mit einem gleichbleibenden Niveau rechnen.



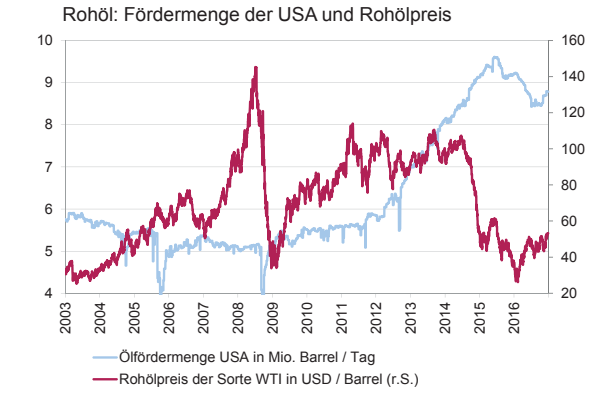
Dass das Angebot bestenfalls stagnieren wird, ist vor allem auf die geplanten Produktionskürzungen der OPEC zurückzuführen. Konkret wurde beim 171. Treffen am 30. November 2016 festgelegt, dass das Ölkartell seine Produktion in der ersten Jahreshälfte 2017 um 1,2 Millionen auf 32,5 Millionen Barrel täglich kürzen wird. Hierbei handelt es sich um die erste Produktionskürzung seit acht Jahren.

Zudem ist es der OPEC gelungen, die Mehrzahl der erdölproduzierenden Länder außerhalb des Kartells davon zu überzeugen, den neuen Kurs mitzugehen. Elf dieser Länder haben zugesagt, insgesamt gut eine halbe Mio. Barrel Rohöl pro Tag weniger auf den Markt zu bringen. Zusammen mit der von der OPEC geplanten Senkung um 1,2 Millionen Barrel würde dies insgesamt fast zwei Prozent des globalen Ölangebotes ausmachen. Beachtet werden sollte, dass sich die beiden Erzfeinde und Konkurrenten um die Vorherrschaft im Nahen und Mittleren Osten, Saudi-Arabien und der Iran, trotz eines Stellvertreterkrieges im Jemen einigen konnten, was für die nächsten Jahre einen erneuten Preiskrieg am Rohölmarkt unwahrscheinlicher machen dürfte.

Der Grund dürfte sein, dass vor allem Saudi-Arabien gespürt hat, wie stark der Staatshaushalt durch den zwischenzeitlich gefallenen Preis für Rohöl belastet wurde. Da das Land zudem den Plan gefasst hat, Teile des staatlichen Ölförderers Aramco im Rahmen der Neuausrichtung des Landes nach der „Vision 2030“ im Laufe der nächsten Jahre zu privatisieren und an die Börse zu bringen, ist ein nachhaltig hoher Ölpreis entscheidend, um einen guten Verkaufspreis zu erzielen. Dass es hierbei um sehr viel Geld geht, verdeutlichen Schätzungen des Unternehmenswertes, die je nach Annahme des zukünftigen

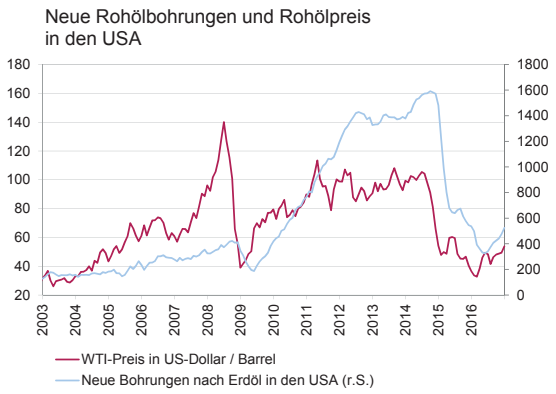
Ölpreises zwischen 1,25 Bio. US-Dollar und 10 Bio. US-Dollar liegen. Annahmen über einen hohen zukünftigen Preis für Rohöl werden sich aber nur im Bewusstsein der Investoren verankern und den Unternehmenswert damit nach oben treiben, wenn sich diese über längere Zeit beobachten lassen. Schmerzhafte Preisrückgänge wie im Jahr 2016 werden bei den Prognosen, die immer auch Vergangenheitsdaten beinhalten, zu Preisabschlägen führen, was wiederum einen Bewertungsabschlag auf den Wert des staatlichen Ölförderers bedeuten könnte.

Seitens der Regierung des Landes könnte es mittlerweile als Fehler angesehen werden, dass Saudi-Arabien bewusst das Überangebot der letzten Jahre durch Produktionsausweitungen verschärft hat, um die Produzenten von unkonventionell gefördertem Erdöl in den USA zu treffen. Saudi-Arabien hat vermutlich die Widerstandsfähigkeit der US-amerikanischen Produzenten unterschätzt. So ist die Fördermenge in den USA nur etwas gesunken und auf einem hohen Niveau geblieben. Dies ist durch spürbare Effizienzverbesserungen und die Fokussierung auf die wirtschaftlichsten Förderstätten gelungen. Auch der Konkurs zahlreicher Unternehmen aus der Fracking-Industrie hat das US-amerikanische Ölangebot kaum reduziert. Denn selbst wenn Kreditnehmer aus der Fracking-Industrie Bankrott anmelden müssen, sinkt dadurch nicht automatisch deren Fördermenge. Kurzfristig bedeutet eine Insolvenz nur, dass eine Firma in den Besitz der Kreditgeber, also der Banken, übergeht. Diese haben aber ein Interesse daran, weiter Öl zu fördern, solange der Ölpreis über den Grenzkosten liegt. Ist ein Unternehmen erst mal insolvent, hat es sogar einen Kostenvorteil, weil es nicht länger die Zinsen für ausstehende Kredite erwirtschaften muss.



Für das Jahr 2017 deutet sich nun an, dass die Ölförderung in den USA wieder zulegen wird. Insbesondere die Ausbeutung unkonventioneller Felder aus Schiefergestein ist mittlerweile sehr flexibel geworden und dürfte schnell wieder anlaufen, sobald sich der Rohölpreis, wie von uns erwartet, weiter erholt. Die hohe Flexibilität der US-amerikanischen Produzenten ist ein wesentlicher Faktor, der einen zu starken Preisanstieg verhindern sollte. Denn mit einem höheren Preis werden wieder mehr Ölfelder wirtschaftlich ausbeutbar, was über ein größeres Angebot preisdämpfend wirkt.

Insgesamt sollte die Ausweitung der US-amerikanischen Produktion die Förderkürzungen der OPEC sowie der Nicht-OPEC-Staaten, die ebenfalls eine Kürzung zugesagt haben, in etwa ausgleichen. Der entscheidende Impuls für einen weiteren, moderaten Anstieg der Rohölpreise dürfte somit von der Nachfrageseite kommen.



Ein Risiko stellt in diesem Zusammenhang ein Handelskrieg zwischen den USA und China dar. Denn sollte es dazu kommen, dass unter dem neuen US-Präsidenten Trump Strafzölle gegenüber China eingeführt werden, dürfte in bestimmten Sektoren die Produktion wieder in die USA verlagert werden. Da hier aber in der Regel ressourcenschonender produziert werden kann als in vergleichbaren chinesischen Industrien, könnte die Rohölnachfrage etwas sinken. Allerdings dürfte einige Zeit vergehen, bis dieser Effekt tatsächlich einen Einfluss haben wird.

Entscheidender dürfte für das Jahr 2017 sein, dass die anziehende Konjunktur für einen insgesamt erhöhten Rohölverbrauch sorgen dürfte. Anleger sollten dabei

beachten, dass bei Treibstoffen für Schiffe, Lastkraftwagen oder Flugzeuge kaum Alternativen zu erdölbasierten Produkten bestehen. Auch die gesamte petrochemische Industrie, die als frühzyklisch gilt und damit schnell auf konjunkturelle Verbesserungen reagiert, ist nach wie vor sehr abhängig von Erdöl oder vergleichbaren Abbauprodukten wie Erdgas. Lediglich für die Erzeugung von Elektrizität existieren mittlerweile erprobte alternative Technologien. Jedoch dürfte auch hier zumindest in den USA durch die Wahl Trumps ein Rückschlag drohen. Die Welt wird daher noch sehr lange von der Erdölförderung abhängig sein.

These 3: Die Preise für Industriemetalle werden um 10 % bis 15 % zulegen.

Industriemetalle sollten im Jahr 2017 ihre Aufwärtsbewegung aus dem letzten Jahr fortsetzen und deutlich zulegen. Vor allem die anziehende Konjunktur sollte einen positiven Einfluss auf die globale Nachfrage nach Industriemetallen haben.

Dabei gibt es aber innerhalb des Segments große Unterschiede. Am stärksten profitieren diejenigen Industriemetalle, bei denen mittlerweile ein spürbarer Angebotsmangel zu beobachten ist. Dies betrifft vor allem Zink. Das Wegbrechen des Angebots lässt sich hauptsächlich durch das Schließen großer Minen in Australien und in Irland erklären. Aber auch die Produktionskürzungen, wie z. B. durch Glencore in Höhe von rund 3 % des globalen Angebots, zeigen Wirkung. Gemäß den Zahlen der International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) gab die weltweite Minenförderung von Zink im ersten Halbjahr 2016 um rund 7,3 % gegenüber dem Vorjahreswert nach. Durch den Anstieg der Nachfrage um 0,5 % im gleichen Zeitraum verschob sich der globale Marktsaldo von etwa 200 Tausend Tonnen Überschuss zu einem Defizit von rund 162 Tausend Tonnen. Der starke Preisanstieg dürfte zwar zur Wiederinbetriebnahme einiger Minen führen. Dies erfordert jedoch eine gewisse Zeit, so dass die Nachfrage das Angebot zunächst übersteigen sollte. Auch bei Zinn, Nickel und Blei kam es zu ersten Knappheitsanzeichen, die allerdings weniger stark ausgeprägt waren. Lediglich der Markt für Kupfer als wichtiges Industriemetall bleibt überversorgt.

Risiken für das Segment drohen aus China. Dort geht die Politik mit restriktiven Maßnahmen gegen eine Überhitzung des Immobilienmarktes vor. Dies hat bereits dazu geführt, dass die Handelspreise in einigen Regionen gefallen sind. Da die chinesische Bauindustrie ein sehr bedeutender Nachfrager von Industriemetallen ist, geht vom chinesischen Immobilienmarkt eine Gefahr für Rohstoffinvestoren aus. Ein moderater Rückgang der chinesischen Nachfrage ist aber verkraftbar, da aus vielen anderen Regionen der Welt und vor allem aus den USA der Bedarf an Industriemetallen weiter anziehen dürfte.

Bewertungsseitig sind Industriemetalle im Vergleich zu Aktien weiterhin sehr günstig. Dies wird deutlich, wenn die Entwicklung des S&P GSCI Industrial Metals mit dem S&P 500 ins Verhältnis gesetzt wird. Demnach weisen Industriemetalle eine markante Unterbewertung auf. Zu erkennen sind die für den Rohstoffmarkt typischen Zyklen, die oftmals über zehn Jahre oder länger anhalten können.

Rohstoffmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Gold sollte neutral gewichtet werden.

Die Aussichten für Gold haben sich zuletzt eingetrübt. Die Zinswende in den USA spricht für sinkende Preise. Aber die politischen Unsicherheiten sind angestiegen, so dass Gold ein fester Bestandteil im Portfolio sein sollte. Insbesondere von Italien gehen Risiken aus, die die Finanzmarktstabilität gefährden könnten. Wir empfehlen daher eine neutrale Positionierung.

Maßnahme 2: Aktien von Ölunternehmen sollten im Portfolio wieder höher gewichtet werden.

Die Aussichten am Rohölmarkt haben sich erheblich aufgehellt. War der Markt noch zu Jahresbeginn 2016 massiv überversorgt, konnte diese Überversorgung durch eine anziehende Nachfrage fast ausgeglichen werden. Ein konstantes Angebot dürfte im Jahr 2017 auf eine weiter steigende Nachfrage treffen. Aktien von Energieunternehmen dürften im Kurs zulegen.

Maßnahme 3: Minenwerte sollten übergewichtet werden, um von den fundamentalen Verbesserungen bei den Industriemetallen zu profitieren.

Sollte die Nachfrage aus China stabil bleiben, könnten die Aktien von Rohstoffunternehmen ihre Aufwärtsbewegung fortsetzen. Allerdings sollten Aktien von Betreibern reiner Goldminen aufgrund des erwarteten schwierigen Umfelds für das gelbe Metall gemieden werden.

Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2017

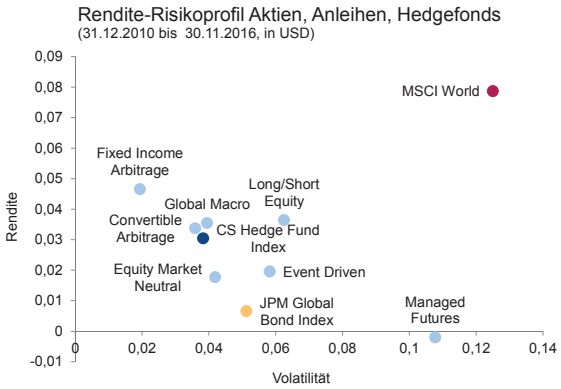
Der Rohstoffteil dient zwei wichtigen Vermögenszielen. Erstens sollen Rohstoffe gegen Inflation schützen. Zweitens leistet die Goldkomponente neben dem Inflationsschutz zusätzlich einen Krisenschutz.

Da wir aber nicht mit einem Anstieg der Systemrisiken rechnen, dafür aber mit etwas höheren Inflationsraten, sollte der Rohstoffanteil insgesamt neutral gewichtet werden.

Hedgefondsmarkt: Baustein zur Risikoreduktion trotz politisch beeinflusster Kapitalmärkte

These 1: Mit einer Beimischung von Hedgefonds zum Gesamtvermögen können Investoren in 2017 das Risiko für das Gesamtvermögen nennenswert reduzieren.

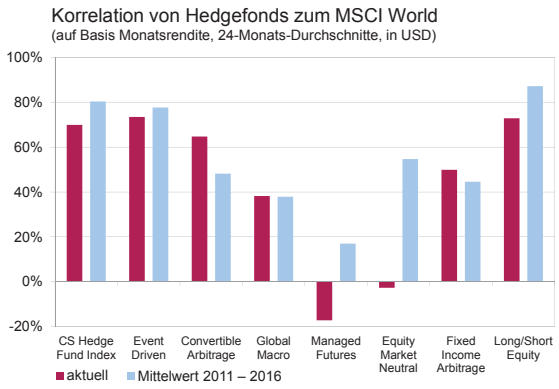
Da ein Investor bei der Anlage ein hohes Maß an Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung seiner Anlagen hat, wählt er in der Regel nicht diejenige Anlage mit der höchsten Renditeerwartung, sondern wägt zwischen eingegangenem Risiko und erwarteter Rendite ab. Besonders attraktiv sind hierbei Anlagen mit einem niedrigen Risiko (möglichst weit links im folgenden Rendite-Risikoprofil) und einer hohen Rendite (möglichst weit oben im Rendite-Risikoprofil). Üblicherweise geht eine hohe Renditeerwartung jedoch mit einem hohen Risiko einher.



Im Rendite-Risiko-Diagramm für Aktien, Anleihen und Hedgefonds ist abzulesen, dass die durchschnittliche jährliche Wertentwicklung der meisten Hedgefonds seit Ende 2010 höher war als die Wertentwicklung eines globalen Anleiheportfolios, gemessen am JPM Global Bond Index. Am vorteilhaftesten war die Anlage in den Aktienmarkt, gemessen am MSCI World Index. Gleichwohl mussten Aktienanleger die höchsten Wertschwankungen in Kauf nehmen.

Durch die Mischung verschiedener Wertpapiere hat ein Investor die Möglichkeit, eine mittlere Rendite zu erzielen bei einem durchschnittlichen oder gar unterdurchschnittlichen Risiko. Denn je geringer die einzelnen Vermögensanlagen untereinander korreliert sind, desto stärker können Wertverluste einer Anlage durch Zugewinne bei anderen Vermögensanlagen ausgeglichen werden. So kann ein Investor durch Diversifikation seiner Vermögensanlagen mit einer höheren Sicherheit sein Anlageziel erreichen.

Hedgefonds weisen eine positive Korrelation zum Aktienmarkt auf. Nach unseren Messungen können Bewegungen des Aktienmarktes die Bewegungen der Hedgefonds etwa zur Hälfte erklären. Die andere Hälfte der Bewegungen der einzelnen Hedgefonds ist unabhängig vom Aktienmarkt und kann somit das Gesamtrisiko der Vermögensanlage verringern. Es ist somit vorteilhaft, Hedgefonds dem Vermögen beizumischen.



These 2: Der Diversifikationseffekt und somit die Risikoreduzierung ist durch Einsatz von Global Macro, Managed Futures und Equity Market Neutral Hedgefonds in 2017 am höchsten.

Der grafischen Analyse der Korrelation von Hedgefonds zum MSCI World ist zu entnehmen, dass es Strategien gibt, die eine deutlich geringere Korrelation zum Aktienmarkt aufweisen als andere. Hierzu zählen Global Macro, Managed Futures und Equity Market Neutral Hedgefonds. Durch eine Anlage in Fonds aus dieser Anlageklasse können Wertschwankungen des Gesamtvermögens stärker abgesenkt werden.

These 3: Sollte es in 2017 zu unerwarteten politischen Veränderungen kommen, wird hierdurch der Ertrag von Hedgefonds etwas gemindert.

In den letzten sechs Jahren zeigten Hedgefonds in Summe weniger starke Zuwächse als in den Jahren zuvor. Während in der ersten Dekade des neuen Jahrtausends häufig zweistellige positive Wertzuwächse von Hedgefonds erwirtschaftet wurden, konnten Hedgefondsmanager in den letzten Jahren nur einstellige Gewinne einfahren. Nachdem 2015 sogar ein Verlust auf Jahresebene geblieben ist, deutet vieles darauf hin, dass das Jahr 2016 nur mit einem kleinen Plus beendet werden kann. Per Ende November liegt der Markt gemessen am CS Hedge Fund Index mit knapp 0,3 % in der Gewinnzone.

Was ist in den vergangenen Jahren passiert, dass zuletzt niedrigere Renditen eingefahren wurden als zuvor? Die Hedgefondsmanager haben ihr Handwerk nicht verlernt, das darin besteht, systematische Bewertungsunterschiede oder Marktbewegungen zu erfassen und auszunutzen. Plötzliche und unsystematische Ereignisse stören die Handelsstrategien. Die Markteingriffe durch Ankündigungen von Politik und Notenbanken setzen einen Gegenpol zu dem bisherigen Zusammenspiel der Kräfte an den Finanzmärkten. Eingegangene Wetten auf Gewinne gehen in der Folge nicht mehr auf, der Markt entwickelt sich plötzlich in eine andere Richtung. Entsprechend kommt es zu Verlusten. Viele Hedgefondsmanager sehen in der Häufung solcher sogenannter diskretionärer Eingriffe durch Politik und Notenbanken die Ursache des schwächeren Abschneidens der Hedgefonds in den vergangenen Jahren. Bedingt durch die Finanzkrise, Bankenkrise und Verschuldungskrise wurden die Märkte stärker als in den Jahren zuvor durch verbale und nonverbale Interventionen von Politik und Notenbanken bewegt.

Ein Blick auf die Wertentwicklung des Hedgefondsmarktes zeigt, dass Hedgefonds tatsächlich unter plötzlichen starken Marktbewegungen leiden. Bei stärkeren zwischenzeitlichen Verlusten am Aktienmarkt in den beiden vorangegangenen Jahren konnten Hedgefonds nur unterdurchschnittlich an einer einsetzenden Erholung partizipieren. Das Risikomanagement vieler Hedgefonds hat zu einem Verkauf verlustreicher Positionen geführt. Bei den letzten beiden starken Rückgängen des MSCI World im August 2015 und Januar 2016 lag die Wertentwicklung des CS Hedge Fund Index im darauf folgenden Quartal um 0,6 % und 2,4 % niedriger als die des MSCI World.

Für das Jahr 2017 stehen eine Reihe von richtungsentscheidenden Wahlen und politischen Entscheidungen an, für die bei jeder Prognose stets ein erhebliches Restrisiko verbleibt, dass das Ergebnis doch anders ausfällt als im Allgemeinen erwartet. Das US-Wahlprogramm und der Politikstil des neuen Präsidenten mit direkten Drohungen gegen Unternehmen und Länder lassen die eine oder andere Überraschung erahnen. In Frankreich stehen im April und Mai Präsidentschaftswahlen an. Umfragen deuten auf eine Stichwahl zwischen dem republikanischen Kandidaten Fillon und Le Pen von der Front National hin. In Italien könnte es zu vorgezogenen Neuwahlen kommen, welche auch als Stimmungsbild für oder gegen die Europäische Union interpretiert werden könnten. Diese und weitere anstehende Ereignisse beinhalten Risiken für ungeahnte Entwicklungen, zumal auch das Abstimmungsverhalten von Menschen offensichtlich nie verlässlich prognostiziert werden kann. Die Wertentwicklung von Hedgefonds wird hierdurch gemindert.

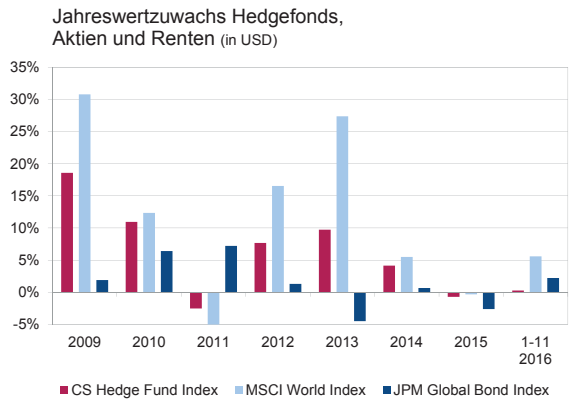
These 4: Die Wertentwicklung für Hedgefonds wird in 2017 höher ausfallen als für das Gesamtjahr 2016.

Im Sog eines von uns erwarteten positiven Aktienjahres 2017 sollten auch Hedgefonds nach zwei Jahren der Stagnation wieder Zugewinne erwirtschaften können. Mit dem höheren Zinsniveau und der guten wirtschaftlichen Verfassung der US-Wirtschaft sind gute Voraussetzungen für eine positive Entwicklung der Hedgefonds gegeben. Ferner ist davon auszugehen, dass die Politik der neuen US-Regierung zu mehr Unterschieden zwischen den Unternehmensergebnissen von Unternehmen in verschiedenen Branchen führen wird. Dies schafft für Hedgefonds mehr Möglichkeiten, Erträge zu erwirtschaften. Wir erwarten, dass diese positiven Effekte mögliche negative Auswirkungen diskretionärer Eingriffe überwiegen werden.

These 5: Das Wachstum für den Hedgefondsmarkt kommt insbesondere aus Europa und Asien. In den USA ist eine Verringerung der Hedgefondsanlagen zu erwarten. In Summe sollte der Hedgefondsmarkt jedoch weiter wachsen.

In der jüngeren Vergangenheit wurde die Verringerung der Hedgefondsallokation bei einigen prominenten Hedgefondsinvestoren insbesondere in den USA angekündigt. Dementsprechend ist in dem „2016 Global Hedge Fund and Investor Survey" von EY mit einer Befragung von 100 Hedgefondsmanagern und 63 institutionellen Investoren zu entnehmen, dass auch für die kommenden Jahre eine Verringerung der Hedgefondsallokation von US-Investoren zu erwarten ist. US-Investoren wollen die Quote reduzieren, da die Hedgefonds die gesteckten Erwartungen in den vergangenen Jahren nicht erfüllen konnten. So ist in den USA die Anzahl der Investoren, die die Hedgefondsquote abbauen möchte, doppelt so hoch wie die derjenigen Investoren, die verstärkt in diese Vermögensklasse investieren möchte. Bei einem globalen Blick auf den Markt dreht sich allerdings das Bild, da die Investoren aus Europa und Asien planen, die Hedgefondsquote in den kommenden Jahren zu erhöhen. Dies führt dazu, dass sich die Hedgefondsquoten der traditionell niedriger investierten europäischen und asiatischen Investoren den Quoten der traditionell höher investierten US-amerikanischen Investoren angleichen sollten.

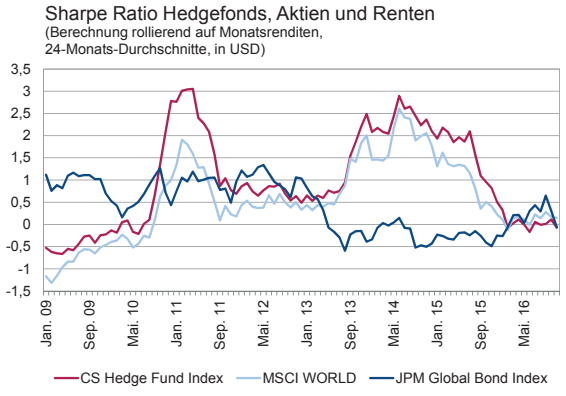
These 6: Die Gebühren der Hedgefonds werden weiter unter Druck bleiben und 2017 weiter fallen.



Die Hedgefondsindustrie bleibt weiter unter Druck. Die insbesondere ab dem Jahr 2010 hinter den Erwartungen gebliebenen Ergebnisse von Hedgefonds haben die Diskussion über angemessene Gebühren zwischen Managern und Investoren befeuert. Während Hedgefonds in der Finanzkrise 2008 „nur" halb so hohe Verluste zu verzeichnen hatten wie der Aktienmarkt, blieb die Wertentwicklung in den Folgejahren beständig hinter denen des Aktienmarktes zurück. Natürlich ist dies konstruktionsbedingt; Hedgefonds haben gar nicht den Anspruch, in guten Marktphasen besser als die Aktienmärkte abzuschneiden. Sie streben einen von der Aktienmarktentwicklung eher unabhängigen Wertzuwachs an. Gleichwohl stehen die Fonds bei jeder Anlageentscheidung in Konkurrenz zu einer Investition in andere Vermögensklassen. Da z. B. der S&P 500 in der Zeit von Januar 2009 bis März 2016 mit +14,5 % mehr als doppelt so viel Zugewinn pro Jahr erzielt hat als Hedgefonds, erscheint es nur sehr verständlich, dass Investoren Druck ausüben, die zum Teil hohen Gebühren abzusenken. Das niedrigere Zinsniveau und somit die niedrigere Verzinsung von Alternativanlagen erhöhte den Preisdruck zusätzlich. Die durchschnittliche Managementgebühr ist seit dem Vorjahr um zehn Basispunkte gesunken (Quelle: AbsolutResearch). Nach unseren Auswertungen liegt die durchschnittliche Managementgebühr in 2016 bei 1,5 % zzgl. einer etwaigen performanceabhängigen Gebühr.

These 7: Für 2017 erwarten wir, dass der risikoadjustierte Ertrag von Hedgefonds unterhalb des Aktienmarktes und oberhalb des Rentenmarktes liegen wird.

Ein gewichtiges Argument für den Hedgefondsmarkt war in den vergangenen Jahren stets, dass gemessen am eingegangenen Risiko Hedgefonds die höchsten Renditen versprachen. Gemessen wurde dies mit Hilfe des Sharpe Ratios, welcher den Ertrag in das Verhältnis zu den Wertschwankungen der Hedgefonds setzt. Unsere Berechnungen des Sharpe Ratios auf einer rollierenden 24-monatigen Berechnungsbasis zeigen, dass in 2016 der Sharpe Ratio und somit das Rendite-Risiko-Verhältnis von Hedgefonds seit längerer Zeit erstmals wieder schlechter war als das von Aktien oder Rentenanlagen.



Da das Jahr 2017 aufgrund der sehr guten Konjunkturlage einen starken Stimulus für den Aktienmarkt bereithalten könnte, halten wir es für wahrscheinlich, dass Aktien in 2017 trotz des höheren Risikos erneut ein attraktiveres Rendite-Risiko-Verhältnis aufweisen werden. Im Vergleich zu Rentenanlagen allerdings könnten Hedgefonds vorteilhafte Ergebnisse abliefern, da hier ein Renditeanstieg zu Kurseinbußen führen könnte.

These 8: Global Makro, Event Driven und Arbitrage Fonds sollten in 2017 ihre Stärken zeigen und überdurchschnittlich abschneiden.

Die Wertentwicklung von Hedgefonds war im ersten Halbjahr 2016 in nahezu allen Strategien eine deutlich andere Wertentwicklung als im zweiten Halbjahr. Zuletzt konnten sich insbesondere Global Makro, Event Driven und Arbitrage Hedgefonds gut entwickeln. Wir halten es aufgrund des unveränderten Kapitalmarktumfeldes für wahrscheinlich, dass sich dieser Trend in 2017 fortsetzt.

Hedgefonds: Maßnahmen

Maßnahme 1: Global Makro und Arbitrage Hedgefonds übergewichten

Global Makro Hedgefonds haben gemessen am CS Global Macro Index in den vergangenen 18 Jahren nur während der Finanzkrise ein Verlustjahr erlitten. Mit einem Rückgang von 5 % zeigten sich diese Fonds weitaus wertstabiler als der Aktienmarkt. Der MSCI World verlor auf USD-Basis im gleichen Zeitraum 40 %. Mithin weisen Global Macro Fonds eine geringe Korrelation zum Aktienmarkt auf. Zum Ende des Jahres 2016 konnten diese Fonds zudem deutliche Zugewinne verbuchen und haben somit gezeigt, dass sie im aktuellen Kapitalmarktumfeld zurechtkommen.

Convertible Arbitrage Fonds profitieren wie auch Fixed Income Arbitrage Fonds derzeit vom höheren Zinsniveau in den USA. Convertible Arbitrage Fonds sollten auch von den von uns erwarteten abschmelzenden Risikoaufschlägen bei Wandelanleihen profitieren können. Ferner könnte der von uns erwartete Boom dazu führen, dass sich die Liquidität am Markt für Wandelanleihen erhöht.

Maßnahme 2: Insbesondere stark risikoaverse Investoren sollten Liquiditätsrisiken beachten

Stark risikoaverse Investoren sollten beachten, dass Hedgefonds nur dann ein vorteilhaftes Rendite-Risiko-Verhältnis aufweisen können, wenn die investierten Märkte der jeweiligen Fonds liquide bleiben. Beispielsweise bewegen sich Managed Futures Fonds in sehr liquiden Märkten. Convertible Arbitrage Fonds investieren in Wandelanleihen. Dieser Markt trocknete in der Finanzkrise 2008 regelrecht aus, so dass aufgrund ausbleibender Käuferschichten die Vermögenspreise bei Wandelanleihen verfielen. Fonds hatten nur die Möglichkeit, entweder temporär die Rückgabe auszusetzen oder Vermögenswerte mit starken Abschlägen zu verkaufen, um Rückgabewünsche zu bedienen. Bei illiquide werdenden Märkten bieten die von uns bei der Anlage klar favorisierten UCITS Hedgefonds somit nur bedingt einen Schutz. Sie ermöglichen zwar eine kurzfristige Rückgabe, jedoch wären dann deutliche Preisabschläge zu akzeptieren.

Je höher das Risiko eingeschätzt wird, dass der zugrundeliegende Markt im Extremfall illiquide werden kann, desto länger sollte der geplante Anlagehorizont für die Investition ausfallen.

Strategiebeitrag Hedgefondsmarkt in 2017

Hedgefonds können im Jahr 2017 einen positiven Performancebeitrag leisten. Sie eignen sich zudem zur Reduktion des Gesamtrisikos im Vermögen.

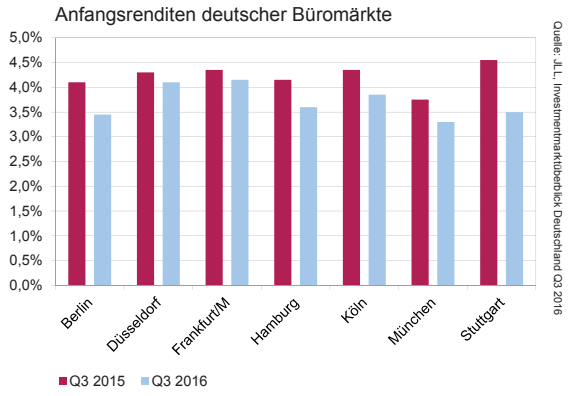
JAHRESAUSBLICK 2017: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

Immobilienmarkt: Preisspitze vermutlich erreicht, Anlagechancen bei Übernahme von Managementaufgaben

These 1: Die deutschen Immobilienmärkte haben ihre Preisspitze erreicht.

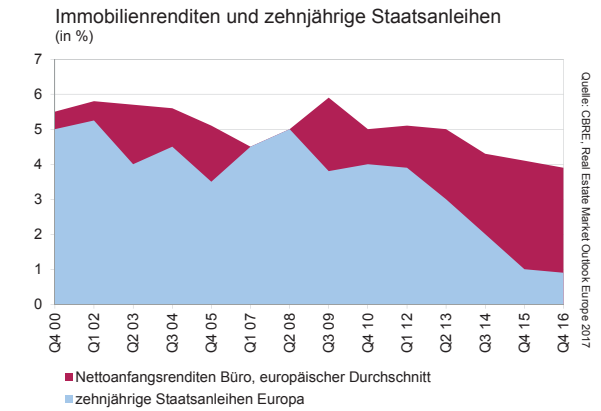
Bereits vor einem Jahr haben wir dokumentiert, dass die Preise für wohnwirtschaftlich und gewerblich genutzte Immobilien in Deutschland ein nie zuvor gesehenes Preisniveau erreicht haben. In Folge der extrem hohen liquiditätsgetriebenen Nachfrage nach Sachwerten, die sich 2016 fortsetzte, sind die Immobilienpreise dennoch weiter angestiegen. Fundamental erhielten die gewerblichen Immobilienmärkte Unterstützung durch eine hohe Flächennachfrage expandierender Unternehmen. Die Wohnungsmärkte profitierten, auch unterstützt durch hohe Zuwanderung, von wachsenden Einwohner- und Haushaltszahlen insbesondere in den Metropolen. Die Warnungen der Analysten vor einer ungesunden Preisentwicklung gingen mehrheitlich auf das Argument zurück, dass die Kaufpreise sich deutlich dynamischer entwickelt haben als die Mietpreise. Geprägt durch das Niedrigzinsumfeld haben sich Anleger jedoch an die zunehmend geringer werdende Verzinsung von Immobilieninvestitionen gewöhnt. Da gleichzeitig die Finanzierungskosten immer geringer wurden, konnte der Finanzierungshebel, der sog. „Leverage Effekt“, weiterhin sehr wirkungsvoll eingesetzt werden. Dies half, um die Ankaufpreise zu stabilisieren.

Es mehren sich jedoch die Anzeichen dafür, dass gegen Ende des dritten Quartals 2016 das Zinstief bei Immobilienfinanzierungen in Deutschland erreicht wurde. Während die Europäische Zentralbank (EZB) im Oktober ihre lockere Geldpolitik noch einmal bestätigt hat, wurde seitens der US-amerikanischen Notenbank die Zinswende bereits Ende 2015 eingeleitet. Für das Jahr 2017 werden mehrere Zinsschritte in den USA erwartet. Die Finanzierungszinsen haben zuletzt ihre Sensitivität bewiesen, so dass erwartet werden kann, dass sie in Europa – in Folge der Zinsanstiege in den USA und einer ggf. wieder aufkeimenden Konjunktur – moderat steigen werden. Wir gehen davon aus, dass die abnehmende Unterstützung der Immobilienmärkte von der Finanzierungsseite einem weiteren Anstieg der Immobilienpreise in 2017 entgegensteht.



These 2: Trotz steigender Kosten und hoher Preise bleiben Immobilien in Deutschland und Europa im Vergleich zu alternativen Anlagen attraktiv.

Legt man die Renditedifferenz zu Staatsanleihen zugrunde, sind Immobilien in den letzten Jahren in der relativen Betrachtung immer attraktiver geworden. Nachfolgende Grafik stellt die Verzinsung aus Immobilien – dargestellt als das Ergebnis aus Nettokaltmiete zu Kaufpreis für europäische Büroimmobilien – der Verzinsung europäischer Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit gegenüber.



Während die Verzinsung beider Anlagen im generellen Trend rückläufig ist, war die Dynamik des Rückgangs bei den

Staatsanleihen deutlich stärker ausgeprägt. Im relativen Vergleich verbessert sich also die Attraktivität der Immobilienanlage. Der Vergleich gibt einen wesentlichen Hinweis darauf, warum für viele Kapitalsammelstellen, Versorgungswerke sowie Versicherungen Immobilien derzeit so attraktiv sind. Während mit Investitionen in sogenannte sichere Anleihen historische Leistungsversprechen nicht mehr erfüllt werden können, lassen Immobilieninvestitionen (nach Finanzierung) immer noch Erträge von über 3 % erwarten. Institutionelle Investoren haben daher mit einer massiven Aufstockung der Immobilienquote reagiert.

These 3: Die Finanzierungskosten und die Anforderungen an Kreditnehmer steigen an.

Im zurückliegenden Jahr konnten nicht nur historisch niedrige Finanzierungszinsen (unter 1 % pro Jahr bei Laufzeiten von fünf Jahren) beobachtet werden. Es war zugleich festzustellen, dass diese sehr günstigen Konditionen nur an privilegierte Kreditnehmer ausgereicht wurden. So erschwert die im März 2016 in Kraft getretene Wohnimmobilienkreditrichtlinie den Zugang zu Immobilienkrediten für Durchschnittshaushalte. Stärker als zuvor wird seitens der Banken auf Einkommen und Vermögen der Schuldner abgestellt und weniger auf den Wert der Immobilie, die beliehen werden soll. Leidtragende sind sowohl junge Familien als auch Rentnerhaushalte. Der im Dezember 2016 vorgelegte Gesetzesentwurf zur Nachbesserung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie beinhaltet neben punktuellen Nachbesserungen auch neue Eingriffsmöglichkeiten in die Kreditvergabe für die BaFin im Falle einer drohenden Immobilienblase.

Aber auch professionelle Investoren und sehr vermögende Privatinvestoren müssen feststellen, dass der günstigste Zins manchmal „teuer erkauft“ werden muss. Zu beobachten sind z. B.

- Limitierungen beim Kreditauslauf (Höhe des Kredits im Verhältnis zum Wert der Immobilie)
- Höhe der Anfangstilgung von über 2 % pro Jahr
- Besicherung nicht nur auf die beliehene Immobilie, sondern auf weitere Vermögensgegenstände des Kreditnehmers oder sogar mit ihm verbundene Unternehmen
- Schuldendienstdeckungsfähigkeit von über 2 bezogen auf den operativen Überschuss
- Cash Traps (d. h. Überschüsse dürfen nicht entnommen werden, sondern dienen als Zusatzsicherheit) und Cash Sweep (d. h. Überschüsse fließen in die zusätzliche Tilgung des Kredits)

All diese Zusatzanforderungen der Banken dienen dem Zweck der Minimierung von Ausfall- bzw. der Vermeidung von Haftungsrisiken. Banken tendieren derzeit zum Verzicht auf Geschäft zugunsten der Vermeidung von Risiken und konterkarieren mit diesem Verhalten sowohl die Ziele der EZB, das Kreditvolumen zu erhöhen, als auch ihr eigenes Geschäftsmodell. Wir erwarten, dass die Kreditanforderungen der Banken in 2017 nochmals strenger ausfallen werden.

These 4: Die US-Präsidentenwahl bleibt ohne fundamentale Effekte auf die Entwicklung der US-Immobilienmärkte.

Die unmittelbare Reaktion der US-Immobilienmärkte auf die Trump-Wahl ließ sich eher erahnen als messen. In Erwartung tendenziell stärker steigender Zinsen verschob sich in laufenden Transaktionen das Verhandlungsgewicht etwas stärker auf die Käuferseite und führte in einzelnen Transaktionen zu Abschlägen auf den ursprünglich geforderten Kaufpreis. Auf der Finanzierungsseite war der Effekt deutlicher. Banken tendieren bei der Vergabe von Immobilienkrediten dazu, den Beleihungsauslauf (Höhe des Kredits im Verhältnis zum Wert der Immobilie) herabzusetzen, und Kreditnehmer neigen dazu, kürzere Kreditlaufzeiten zu wählen, um die Zinsbelastung möglichst niedrig zu halten.

Für den Ausblick sind weitere Faktoren wie die Entwicklung der Kapitalströme, die Erwartungen in Bezug auf das Mietwachstum oder die Attraktivität von Immobilienanlagen im Vergleich zu anderen Anlageklassen jedoch mindestens genauso wichtig. Der Arbeitsmarkt und die Unternehmen dürften von der angekündigten expansiven Fiskalpolitik und den Steuerentlastungen zunächst profitieren. Dies unterstützt die Nachfrage nach Mietflächen und kommt dem Immobilienmarkt insgesamt zugute. Der angekündigte Protektionismus zugunsten der heimischen

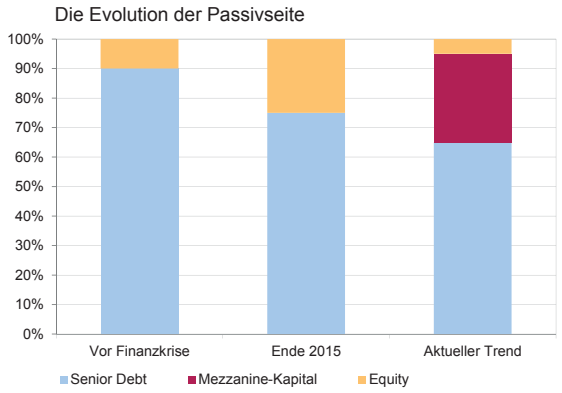
Wirtschaft dürfte insbesondere Unternehmen mit hochgradiger Internationalisierung schaden. Die ausgerufene Repatriierung von Unternehmen, die heute noch ihren Sitz im Ausland haben, könnte perspektivisch jedoch wieder zu einem Ausgleich bei der Flächennachfrage führen.

Im Mietwohnungssegment erwarten wir nicht, dass die Präsidentenwahl den bereits seit mehreren Jahren anhaltenden Trend zum Mietwohnen – die Eigentumsquote in den USA ist mit derzeit 63 % so gering wie zuletzt in den 1960er Jahren – umkehrt. Einem möglicherweise erleichterten Zugang zu Eigenheimkrediten im Zuge einer reduzierten Regulierung von Finanzinstituten sowie mögliche Steuerentlastungen, von denen insbesondere Besserverdiener profitieren, steht die Erwartung höherer Zinskosten gegenüber. Viele junge Haushalte sind zudem bereits durch die Tilgungen ihrer Studentendarlehen belastet. Risiken für die Marktentwicklung dürften vor allem aus einer restriktiven Einwanderungspolitik resultieren. Dies schwächt insbesondere die Nachfrage nach mittleren bis einfachen Mietwohnungen – ein Segment, das sich zuletzt sehr positiv entwickelt hat. Unabhängig von der Präsidentenwahl ist die Neubauproduktion aktuell sehr hoch.

Derzeit sind die Anfangsrenditen auf den US-Märkten auf einem sehr niedrigen Niveau. Der Renditeabstand zu anderen Anlageklassen ist jedoch hoch und damit weiter attraktiv für Investoren, die Gelder aus anderen Anlageklassen umschichten. Der Investmentmarkt könnte von einer möglichen Deregulierung der Finanzmärkte profitieren. Steigende Finanzierungskosten belasten hingegen ein weiteres Anwachsen der Kapitalströme. Für 2017 gehen wir aufgrund der Vielzahl gegenläufiger Auswirkungen von einer Seitwärtsbewegung der Märkte aus.

> These 5: Mezzanine-Finanzierungen gewinnen für Immobilienprojekt- und Bestandsinvestitionen weiter an Bedeutung.

Vor der Finanzkrise stellten Banken für Projektentwicklungen bis zu 90 % des benötigten Kapitals, die verbleibenden 10 % wurden aus Mitteln des Projektentwicklers oder seines Gesellschafterkreises gestellt. Spätestens mit dem Platzen der US-Hauspreisblase und den daraus resultierenden regulatorischen Vorgaben hat sich das Finanzierungsumfeld erheblich verändert. Am deutlichsten wird dies daran, dass Banken einen wesentlich höheren Eigenkapitaleinsatz fordern als zuvor. Der Bedarf für ergänzendes Eigenkapital eröffnete Investoren auch in Deutschland neue Anlagemöglichkeiten. Im angelsächsischen Raum sind Investitionen in die Anlageklassen Real Estate Private Equity und Real Estate Debt (zusammengefasst auch: Mezzanine-Kapital) bei Großanlegern seit Jahren etabliert.



In den zurückliegenden Monaten ist nun der Kapitalanlagedruck unter Investoren weiter stark angestiegen. Es ist nicht verwunderlich, dass neben nationalem institutionellen und privaten Geld auch immer mehr internationales Kapital in das Mezzanine-Segment in Deutschland drängt. Zusätzlich bündeln Crowdfunding-Plattformen insbesondere private Kleininvestoren. Eine Studie der Flatow Advisory Partners benennt eine Steigerung des ausgereichten Mezzanine-Kapitals in den vergangenen zwölf Monaten um 51 %. In der Bestandsfinanzierung ist die Beleihungsobergrenze (Loan to Value, LTV) bis 85 % des Marktwertes, wie bereits in 2015, mehrheitlich üblich. Die Anzahl risikofreudiger Kapitalgeber, welche über 90 % LTV begleiten können, ist im Vorjahresvergleich leicht angestiegen. Projektentwicklungen werden in der Spitze bis zu einem Auslauf (Loan to Cost, LTC) von 93 % bis 98 % der Gesamtinvestitionskosten vor Marge des Entwicklers finanziert.

Inzwischen ist eine kombinierte Finanzierung aus Senior- und Mezzanine-Finanzierung durchaus gängiger geworden. Dies wird u. a. durch mittlerweile etablierte Geschäftsverbindungen zwischen Erst- und Nachrang-

gläubigern unterstützt. Deutlich zu erkennen ist, dass Projekt- oder Bestandsfinanzierungen von immer mehr etablierten Kapitalgebern auch an B- und C-Standorten angeboten werden.

Während die Verzinsungsanforderungen von Mezzanine-Kapital für Projektentwicklungen vielfach noch im zweistelligen Prozentbereich liegen, werden Bestandsfinanzierungen teilweise schon im niedrigen einstelligen Prozentbereich angeboten.

These 6: „PropTechs“ revolutionieren das Bau- und Immobilienmanagement.

Mit über 790.000 Unternehmen und rund 4 Millionen Erwerbstätigen ist die Immobilienwirtschaft einer der größten Wirtschaftszweige Deutschlands. Bis heute erleben Beobachter die Industrie in vielen Bereichen als teuer, intransparent und ineffizient. Es besteht ein gigantisches Potenzial für Innovationen und Effizienzsteigerungen, wie die folgenden ausgewählten Beispiele verdeutlichen.

Durch Einsatz von Technologien der Augmented Reality (Erweiterung der realen Welt durch virtuelle Welten) können beispielsweise bestehende oder geplante Immobilienprojekte für virtuelle Besichtigungen per 3D-Brille oder über den heimischen PC/Tablet-Computer zugänglich gemacht werden. Sowohl in der Planungs- als auch in der Bewirtschaftungsphase können 3D-kartierte Innenräume zum Einsatz kommen.

Sogenannte „Smart Contracts“ sollen die Entwicklung, Verhandlung, Überprüfung und Abwicklung von beispielsweise Miet-, Kauf- oder Bauverträgen technisch mit dem Ziel unterstützen, eine höhere Vertragssicherheit gegenüber traditionellem Vertragsrecht bei gleichzeitiger Reduktion der Transaktionskosten zu erreichen.

Digitale Plattformen und Online-Marktplätze schaffen in einer immer mobileren Gesellschaft und beim Trend zur Sharing Economy („Ökonomie des Teilens von Ressourcen“) seit Längerem weithin bekannte Angebote zur temporären Nutzung von Wohnraum, Büro- oder Einzelhandelsflächen. Durch Nutzung digitaler Plattformen können auch Vermarktungs-, Vermietungs- und Kommunikationsprozesse wesentlich effizienter abgewickelt werden.

Auch das Crowdfunding – die Schwarmfinanzierung von Immobilienprojekten oder -unternehmungen durch viele kleine Geldbeträge von einer großen Anzahl von Kapitalgebern – funktioniert in erster Linie über Plattformen im Internet. Das Geschäftsmodell eröffnet Projektentwicklern alternative Kapitalquellen. Gleichzeitig erschließt sich Kleinanlegern eine alternative Anlageform.

Unter „Building Information Modelling“ (BIM) versteht man die softwareoptimierte Planung, Ausführung und Bewirtschaftung von Gebäuden. Dabei werden alle relevanten Gebäudedaten digital erfasst und zu dreidimensionalen Bauwerksmodellen vernetzt. Ziel ist die Einführung von digitalen Geschäftsprozessen in der Wertschöpfungskette Bau. Die Zukunft gehört dem digitalen, seriellen und modellbasierten Bauen. Planungsfehler, Risiken, unerwartete Kostensteigerungen, gestörte Bauabläufe und unnötig hohe Betriebskosten – all das könnte erheblich an Bedeutung verlieren.

Für intelligente Gebäude, sogenannte Smart Buildings, wird das Internet genutzt, um sie über die digitale Haustechnik komfortabler und produktiver für ihre Nutzer zu machen.

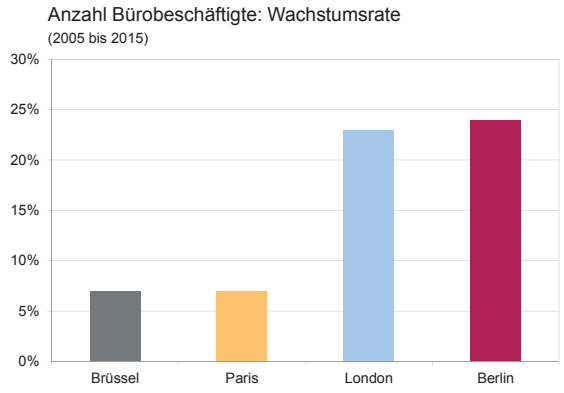
Eine Reihe von Start-ups hat sich auf die Digitalisierung von Verwaltungsprozessen in der Immobilienwirtschaft spezialisiert. Diese Angebote reichen beispielsweise von Insellösungen für die Terminkoordination in der Vermietung oder für Wohnungsübergaben über umfassendere Anwendungen wie Kundenportale zur Kommunikation mit und zwischen den Mietern bis hin zum kompletten digitalen Management eines Mietzyklus mit visualisierten Datenauswertungen in Echtzeit. Diese Prozessinnovationen auf der Basis von digitalen Plattformen bzw. mobilen Endgeräten weisen vor allem Kostensenkungspotenziale und Schnittstellen zum digitalen Dokumentenmanagement auf.

Die Digitalisierung wird alle Wertschöpfungsketten der Immobilien- und Bauindustrie verändern, so dass die Assetklasse transparenter, produktiver und fungibler

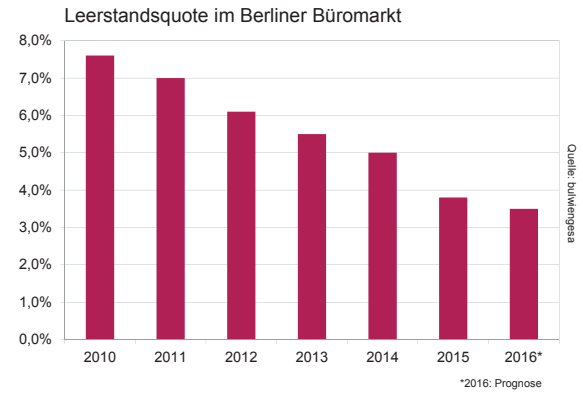
werden könnte. Die Frage ist nicht mehr, ob dies geschehen wird, sondern nur noch zu welchem Zeitpunkt.

These 7: Berlin wird zum wachstumsstärksten Gewerbeimmobilienmarkt Deutschlands.

Parallel zum Bevölkerungswachstum hat sich die wirtschaftliche Basis Berlins in den letzten Jahren stetig verbessert. Der Anstieg der Bürobeschäftigten in Berlin (plus 24 % im Zeitraum 2005 bis 2015) ist innerhalb Europas nur noch mit dem Anstieg in London vergleichbar. Für 2020 werden rund 775.000 Bürobeschäftigte erwartet. Das entspricht einem Plus von 62.000 bzw. 8,7 % gegenüber heute.



Seit 2004 sinkt die Leerstandsquote am Berliner Büroimmobilienmarkt kontinuierlich. Für Ende 2016 erwarten Immobiliendienstleister eine Quote von nur noch 3,5 %. Unter Berücksichtigung von Fluktuationsreserven und nicht marktfähigen Beständen entspricht dies quasi einer Vollvermietung.



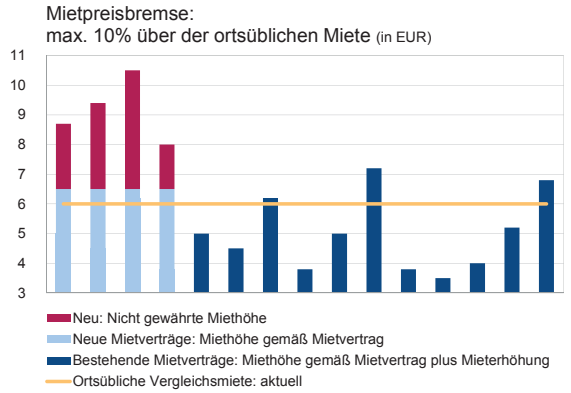
Seit 2011 beeinflussen Unternehmen der Digitalwirtschaft den Flächenumsatz auf dem Berliner Büroimmobilienmarkt maßgeblich. Nach Schätzungen werden In 2020 jeweils 15 % der Bürobeschäftigten aus den Bereichen Verwaltung und Technologie/Medien kommen. Zusammen mit den sonstigen unternehmensorientierten Dienstleistungen (13 %) stellen diese drei Gruppen fast die Hälfte der Berliner Bürobeschäftigten.

Getrieben von der Entwicklung Berlins zur europäischen Start-up-Hauptstadt wird die stärkste Zunahme der Bürobeschäftigten (plus 14.000) im Wirtschaftszweig Technologie, Medien und Telekommunikation erwartet. Dazu kommen mehr als 11.000 Bürobeschäftigte, die den sonstigen unternehmensorientierten Dienstleistungen zuzuschreiben und ebenfalls stark mit dem Sektor der Internetunternehmen verbunden sind (Werbung, Wirtschaftsprüfung, Beratung etc.).

Folgende einfache Rechnung skizziert das Potenzial, das das Beschäftigtenwachstum für den Immobilienmarkt birgt: Bei einer durchschnittlichen Bürofläche pro Mitarbeiter in Deutschland von rund 30 m² müssten rund 1,8 Mio. m² Bürofläche gebaut oder revitalisiert werden, um die Flächenbedarfe zu befriedigen. Wäre eine durchschnittliche Büroimmobilie ca. 10.000 m² groß, so müssten rund 180 Objekte mit einem Marktvolumen von rund 6,5 Milliarden Euro entwickelt werden.

These 8: Die Verschärfungen der Mietpreisbremse werden den weiteren Mietpreisanstieg spürbar bremsen.

In 300 deutschen Städten gilt inzwischen die Mietpreisbremse. Wird dort eine Wohnung neu vermietet, darf der Eigentümer laut Gesetz höchstens 10 % mehr verlangen als die ortsübliche Miete. Die Marktmietstatistiken für 2016 belegen jedoch, dass sich die Mehrzahl der Vermieter nicht an die Vorgaben hält, denn bislang drohen keine Strafen. Schlimmstenfalls muss die zu viel verlangte Miete zurückgezahlt werden, Bußgelder gibt es nicht.



Für das Jahr 2017 ist eine Novellierung des Gesetzes geplant. Der deutlich „schärfere“ Gesetzentwurf sieht vor, dass zukünftig lediglich 8 % der Modernisierungskosten statt bislang 11 % auf den Mieter umgelegt werden können. Zudem sieht der Gesetzentwurf vor, die Umlage von Modernisierungskosten auf drei Euro je Quadratmeter innerhalb von acht Jahren zu begrenzen. Eine neue Härtefallklausel soll zudem sicherstellen, dass Mieter nicht mehr als 40 % ihres Haushaltseinkommens für Miete und Heizkosten aufwenden müssen. Für Mieterhöhungen und Nebenkostenabrechnungen soll künftig immer die tatsächliche Wohnfläche maßgeblich sein und nicht die im Mietvertrag vereinbarte. Unterschreitet die tatsächliche Wohnfläche die im Mietvertrag vereinbarte um mehr als 10 %, soll dies stets einen Mangel darstellen, der zu einer Mietminderung berechtigt. Bei der Erstellung von Mietspiegeln sollen künftig die Mietpreise der letzten acht Jahre (heute vier Jahre) berücksichtigt werden, was die Dynamik zusätzlich dämpft. Gleichzeitig sollen bei Nichtbeachtung der Mietkappungsgrenzen bei Neuvermietungen drastische Strafzahlungen eingeführt werden, um die Mietentwicklung wirkungsvoll zu bremsen. Damit dürfte die Mietpreisbremse II nun besser als zuletzt die seitens der Politik gewünschte Wirkung einer Deckelung des Mietpreisanstiegs und damit Erhalt bezahlbaren Wohnraums für breite Schichten der Bevölkerung entfalten. Die Gegenargumente bleiben aber bestehen: Für Investoren verschlechtert sich die Verzinsung von Investitionen in den Wohnungsmarkt weiter, so dass wichtige – und politisch gewollte – Investitionen in den Wohnungsbestand unterbleiben.

These 9: Deutsche Immobilienaktien lassen für 2017 keine Outperformance gegenüber dem breiten Markt erwarten.

Die Zusammensetzung der deutschen Auswahlindizes dokumentiert das fortgeschrittene Reifestadium der börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften. Waren vor zehn Jahren gerade einmal drei Immobilienaktiengesellschaften im DAX, MDAX oder SDAX gelistet, sind es derzeit 13. Davon notiert mit Vonovia seit September sogar erstmals ein Immobilienunternehmen im bekanntesten deutschen Auswahlindex DAX, fünf weitere Unternehmen notieren im MDAX.

Die bemerkenswerte Entwicklung der deutschen Immobilien AGs wurde vom „Superzyklus“ der Assetklasse Immobilie getragen. Nach Angaben des Zentralen Immobilien Ausschusses Deutschland

- erhöhte sich die Marktkapitalisierung der deutschen Immobilien AGs auf 56 Mrd. Euro (+ 36 % gegenüber Vorjahr)
- erreichte das Bruttoanlagevolumen der Gesellschaften 90 Mrd. Euro (+ 14 % gegenüber Vorjahr)
- stieg die Gewichtung der deutschen Aktien im EPRA Index, dem europäischen Standardindex für börsennotierte Immobilien AGs, auf 20 % (+5 % gegenüber Vorjahr)
- stellt Deutschland die zweitgrößte Region im EPRA Index und hat zugleich den Abstand zur größten Region (Großbritannien) mehr als halbiert
- stellt Deutschland die zweit- und drittgrößte Immobilienaktiengesellschaft in Europa.

Die gestiegene Relevanz der Unternehmen in den wichtigen Indizes kommt den Unternehmen insoweit zugute, als dass sie gerade für ausländisches Kapital überhaupt erst sichtbar werden und bei Investoren, die nah am Index investieren, automatisch auf dem Orderzettel landen.

Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass das jüngste Wachstum der Unternehmen vielfach auf Übernahmen und Fusionen zurückging. Investoren gilt dies als Warnsignal dafür, dass womöglich zu viel Kapital in einem Segment fluktuiert, es keine profitträchtigen Investitionsprojekte mehr gibt und Firmenchefs im Ergebnis oft auf teilweise überteuerte Übernahmen setzen. Übersetzt auf den Immobiliensektor heißt das, dass die dort tätigen Firmen ihre Mieterträge und die Marktwerte ihrer Liegenschaften oft nicht mehr signifikant steigern können, sondern nur noch durch Käufe von Konkurrenten zu wachsen vermögen.

Zukünftig sollte man seinen Kriterienkatalog für die Analyse von Immobilienaktien modifizieren und die Schuldentragfähigkeit sowie die Dividendenrendite höher gewichten. Denn die niedrigen Zinsen sind zwar momentan für die Expansion ein Segen, könnten aber in einigen Jahren wie ein Bumerang auf übertrieben verschuldete Unternehmen zurückwirken, wenn die Refinanzierung ansteht.

Für 2017 erwarten wir nicht, dass sich Immobilienaktien wesentlich besser als der breite Markt entwickeln werden.

Immobilienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Verkauf von Immobilien

Die Preise für Immobilien in Deutschland haben die Preisspitze der letzten Zyklen bereits deutlich übertroffen. Eine Realisierung von Gewinnen bietet sich an. Da eine geordnete Transaktion gut vorbereitet sein will, ist unsere Empfehlung, auch 2017 zu nutzen, um Immobilien, die seitens des Instandhaltungs- oder des Wertzyklus grundsätzlich verkaufsfähig sind, auf einen Verkauf hin zu überprüfen und gegebenenfalls für einen Verkauf vorzubereiten.

Die Angebotsknappheit bei gleichzeitig enormer Nachfrage führt zu einem Verkäufermarkt, der wiederum strukturierte Verkaufsverfahren oder Versteigerungen bzw. Bieter- und Gebotsverfahren erlaubt. Eine abgestimmte Vermarktungsstrategie, eine gut aufbereitete Datengrundlage und ein strukturierter Prozess versachlichen und beschleunigen den Verkaufsprozess, erhöhen die Transaktionssicherheit und ermöglichen höhere Verkaufspreise bei gleichzeitiger Reduzierung von Haftungsrisiken.

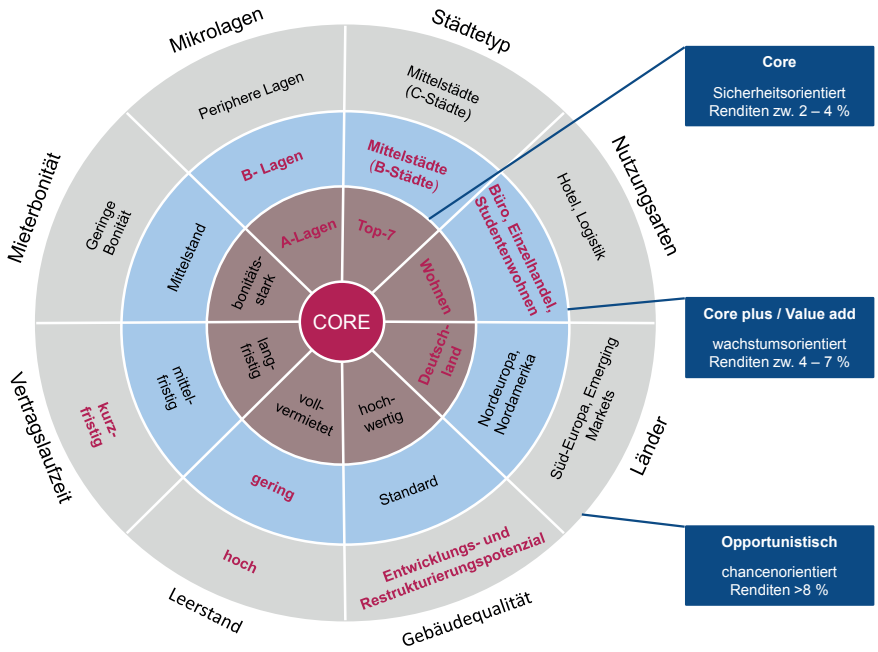
Maßnahme 2: Bei Neuinvestitionen diszipliniert bleiben

Immobilienkäufer treffen mit ihrer Investition Entscheidungen mit langfristiger Wirkung. Hohe Erwerbsnebenkosten und langfristig angelegte Finanzierungen lassen wenig Spielraum für Korrekturen. Das aktuelle Marktumfeld verzeiht Investoren, die neue Engagements eingehen, keine Fehler. Die Wahrscheinlichkeit, dass weiter steigende Kaufpreise und Bewertungen oder weiter sinkende Finanzierungszinsen negative Überraschungen aus Ankäufen oder falsche Annahmen aus Businessplänen kompensieren, ist extrem gering. Investoren dürfen sich also keine Fehler im Ankauf erlauben und sollten ihre Investitionsannahmen besonders sorgfältig überprüfen. Dies erfordert hohe Disziplin, auch weil die Verhandlungsposition sich zuletzt immer weiter zu Lasten der Kaufinteressenten verschoben hat, gewährte Zeiträume für die Ankaufsprüfung immer kürzer werden und der Wettbewerb um Immobilieninvestments weiter sehr hoch ist. Dennoch empfehlen wir, im Zweifel eher eine Investition nicht zu tätigen, als die Sorgfältigkeit in der Ankaufsprüfung zu vernachlässigen oder die Nachhaltigkeit eines Geschäftsplans durch zu optimistische Annahmen zu gefährden. Vielmehr ist die Empfehlung, „das Pulver trocken zu halten“, um nach einer Marktkorrektur die sich dann bietenden Chancen am Immobilienmarkt wahrzunehmen.

Maßnahme 3: Kauf von Immobilien in guten Lagen „mit Kratzern“, die etwas Arbeit machen – Aktive Wertschöpfung betreiben

Im aktuellen Marktumfeld sollten Investoren etwas mehr Risiko eingehen, um eine angemessene Rendite zu erzielen. Kauf- und Verkaufsentscheidungen sollten in erster Linie auf Basis des sogenannten „Inneren Wertes“ einer Immobilie getroffen werden. Ziel ist es, durch aktive Umsetzung von Maßnahmen die Potenziale des „Inneren Wertes“ des Wirtschaftsgutes zu heben. Im Ergebnis steht bei erfolgreicher Umsetzung eine gegenüber dem Gesamtmarkt überdurchschnittliche Rendite durch Übernahme von Managementaufgaben.

Universum der Immobilienanlage



Erfolgreiche Strategien zur aktiven Wertschöpfung beinhalten

- die Optimierung des Mietgegenstands u. a. durch Mietflächenerweiterungen, Erhöhung der Attraktivität von Mietflächen, Neukonfigurationen oder Umwidmungen,
- die Optimierung des Mietertrags durch Leerstandsabbau, Mieterhöhungen, Verlängerung von Vertragslaufzeiten,
- die Reduzierung der Bewirtschaftungskosten,
- die Implementierung eines Immobilien-Marketings zur Repositionierung (Preis, Produkt, Kommunikation, Distribution) und
- die Optimierung der Finanzierungsstruktur.

Am Ende des Wertschöpfungsprozesses sollte stets ein Objekt in guter Lage, mit einer hohen Objektqualität und einer stabilen Vermietungssituation stehen, das in nahezu jeder Marktzyklusphase zu einem höheren Preis an klassische Core-Investoren veräußerbar ist.

Grundvoraussetzung ist jedoch die ausschließliche Fokussierung auf gute und sehr gute Lagen, denn nur in exzellenten Lagen ist dauerhaft und konjunkturresistent eine breite Nachfrage sowohl von Mietern als auch von Investoren feststellbar. Dies beinhaltet den Fokus auf die führenden Ballungsräume und Schwarmstädte, die sich durch eine wachsende Bevölkerung und eine hohe wirtschaftliche Dynamik auszeichnen.

Maßnahme 4: Investitionen in innovative Unternehmen der Immobilienindustrie

Investoren, die die Ausfallrisiken, mit denen Investitionen in Start-ups verbunden sind, tragen können, bietet sich inzwischen ein breites und beständig wachsendes Feld potenzieller Zielunternehmen rund um das Thema Immobilien: Bau-, Darlehens- und Hypotheken-Management, Immobilienverwaltung, Mieter- und Vermieter-Kommunikation, Beratung und Vermittlung bis hin zur Projektsteuerung und Organisation. In den USA und Großbritannien ist das Thema bereits populärer. Weltweit wurden im Jahr 2014 1,4 Milliarden Dollar in PropTech Start-ups investiert, davon entfielen rund 940 Millionen Dollar auf die Vereinigten Staaten. Innerhalb Europas war Großbritannien der wichtigste Markt für PropTech-Investitionen. Wir halten das Potenzial für technologiebasierte Innovationen in der Branche für sehr groß. Ausgewählte Geschäftsmodelle könnten sich demnach als ein lohnendes Investment erweisen.

Maßnahme 5: Steueroptimierende Großinvestitionen in Wohnimmobilien erlauben eine signifikante Minderung von Schenkungsteuern

Wohnungsunternehmen können erbschaft- bzw. schenkungsteuerlich privilegiert übertragen werden. Diese steuerlichen Begünstigungen sind jedoch an sehr enge Voraussetzungen geknüpft. Bereits dem Begriff „Wohnungsunternehmen“ ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber nur die Weitergabe von Betrieben begünstigen wollte, die nahezu ausschließlich Wohnimmobilien vermieten. Weitere Voraussetzung für die Inanspruchnahme der steuerlichen Privilegierungen ist, dass die Vermietungstätigkeit des Wohnungsunternehmens einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb erfordert. Sofern die von der Finanzverwaltung aufgerufene Grenze von 300 Wohnungseinheiten überschritten ist, spricht vieles für das Vorhandensein eines wirtschaftlichen Geschäftsbetriebs.

Um von der Gestaltung profitieren zu können, muss demnach privates Immobilienvermögen in Betriebsvermögen umgewandelt werden, z. B. durch Gründung einer GmbH & Co KG. Sodann sind die Wohnungsbestände (mindestens 300 Wohnungen) in die Gesellschaft einzubringen bzw. hineinzukaufen.

Vorteile

- Erbschaftsteuer: Immobilienvermögen in Wohnungsgesellschaften ist begünstigtes Vermögen und kann bis zur Höhe von 26 Mio. Euro steuerfrei bzw. bis zur Höhe von maximal 90 Mio. Euro steuerreduziert vererbt oder verschenkt werden
- Einkommensteuer: Senkung der Steuerbelastung für laufenden Gewinn der GmbH & Co. KG, von 45 % (Einkommensteuer/Gewerbesteuer) auf 15 % (Körperschaftsteuer) möglich

Nachteile

- Wertsteigerungen der Immobilien in Gesellschaft sind nicht nach zehn Jahren steuerfrei
- Kosten der Gesellschaft (Abschlusskosten)

Fazit: Investitionen in Immobilien können trotz relativ hoher Preise in der Nachsteuerbetrachtung attraktiv sein. Die Wohnungsgesellschaft ist eine sehr interessante Form der Vermögensstrukturierung, um die Erbschaftsteuerlast innerhalb der oben benannten Betragsgrenzen zu senken.

Maßnahme 6: Vergabe von Mezzanine-Kapital zur Finanzierung von Immobilienprojekten oder Immobilienbestandsinvestitionen

Investoren bieten sich im Bereich der Immobilienfinanzierungen weiter attraktive Möglichkeiten für ein Engagement. Da der klassische Bankenkredit üblicherweise nur bis zu einem Beleihungsauslauf von 60 % auf den Immobilienwert oder die Projektkosten gewährt wird, bestehen bei Projektentwicklern und Bestandsinvestoren vielfach Finanzierungslücken und damit Spielräume für ein Engagement von Investoren auf der Finanzierungsseite im Beleihungsauflauf oberhalb von 60 %. Wenngleich auch in diesem sogenannten Mezzanine-Segment die Verzinsungen in den letzten Jahren rückläufig waren, können dennoch weiter attraktive Renditen erzielt werden. Damit stellt das Segment eine interessante Ergänzung zu Direktinvestitionen in Immobilien dar.

	Untergewichten			Übergewichten	
Allokationsbausteine	stark	leicht	neutral	leicht	stark
Wohn-Zinshäuser – Core	x				
Gewerbeimmobilien – Core		x			
Strategien aktiver Wertschöpfung – Wohnen				x	
Strategien aktiver Wertschöpfung – Gewerbe				x	
Mezzanine-Finanzierungen				x	

Strategiebeitrag Immobilien in 2017

Neuinvestitionen in das vermeintlich risikoarme Core Segment dürften auf dem erreichten Marktpreisniveau nur noch nachhaltige Nachkostenrenditen von rund 2 % p. a. ermöglichen. Renditen oberhalb von 4 % können weiter mit Strategien der aktiven Wertschöpfung und Engagements im Segment der Mezzanine-Finanzierungen erzielt werden. Als Diversifikator zu Aktien und Renten behalten Immobilien ihre Bedeutung in der Gesamtallokation.

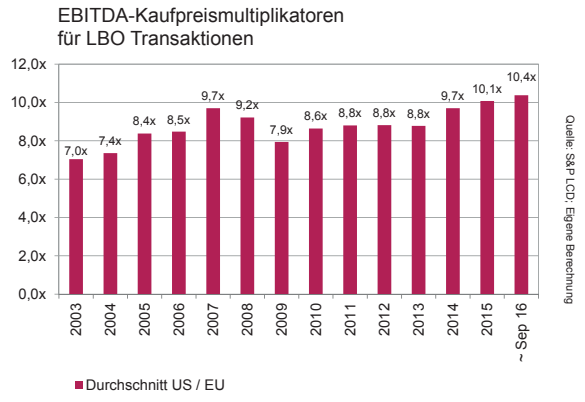
JAHRESAUSBLICK 2017: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

Private Equity Markt: Weiterhin Mehrrendite gegenüber dem Aktienmarkt möglich

These 1: Die Transaktionsmultiplikatoren für Buyout-Transaktionen verbleiben im Langfristvergleich auf sehr hohem Niveau. Die Sorge über zu hohe Bewertungen wird einem signifikanten Anstieg vom derzeitigen Niveau entgegenwirken.

Zur Einschätzung des aktuellen Bewertungsniveaus von Private-Equity-Transaktionen hat sich als Kennzahl der EBITDA-Multiplikator etabliert. Dabei wird der Kaufpreis für ein Unternehmen ins Verhältnis zu dessen operativen Ergebnis (EBITDA) der vergangenen zwölf Monate gesetzt.

Private-Equity-Transaktionen finden in einem „privaten Markt“ statt. Kaufpreise und relative Kaufpreise werden häufig nicht veröffentlicht. Daher zeigt sich die Datenlage je nach Datenquelle auch sehr uneinheitlich. Dies gilt insbesondere für Entwicklungen der jungen Vergangenheit. Die folgende Grafik zeigt die volumengewichtete (US/EU) Entwicklung der EBITDA-Multiplikatoren aus der Datenbank S&P LCD. Datengrundlage sind hier jeweils die Transaktionen, bei denen die syndizierten Kreditmärkte im Rahmen einer Transaktion involviert werden, wodurch jedoch kleinere und mittlere Transaktionen nicht systematisch abgebildet werden.



Auf Basis dieser Daten befinden sich die Transaktionsmultiplikatoren seit 2015 auf einem Niveau oberhalb des Jahres 2007 und erhöhten sich in den Monaten Januar bis September gegenüber dem Vorjahr noch einmal um 0,3x. Das im langfristigen Vergleich hohe Niveau ist aus unserer Sicht durch die gestiegenen relativen Bewertungen der öffentlichen Kapitalmärkte, die hohe Verfügbarkeit von investierbarem Kapital („Dry Powder“) sowie durch attraktive Zinskonditionen zu erklären. Da wir aktuell keine wesentlichen Veränderungen an diesen Ursachen und an der allgemeinen guten konjunkturellen Lage erwarten, unterstellen wir einen Verbleib der Multiplikatoren auf sehr hohem Niveau.

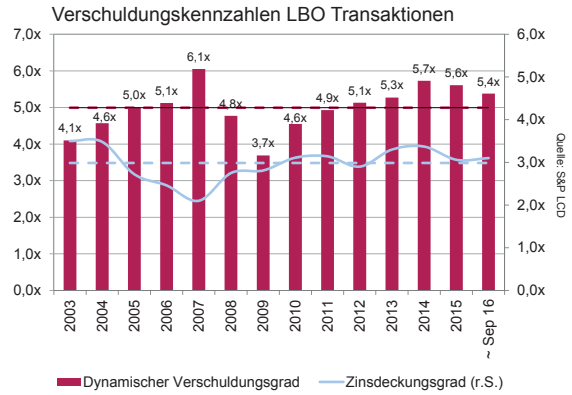
Bei der detaillierteren Analyse zeigt sich, dass der Anstieg 2016 durch die Multiplikatoren für Großtransaktionen mit einem EBITDA größer 50 Mio. US-Dollar getrieben wurde. Die Multiplikatoren sind hier im Durchschnitt um 0,7x angestiegen und bleiben in den USA höher als in Europa, wobei der Abschlag von Europa zu den USA abnimmt. Die geringsten Multiplikatoren zeigen sich zurzeit im Bereich von Mittelstand-Transaktionen (kleiner 50 Mio. US-Dollar jährliches EBITDA) in Europa mit einem durchschnittlichen Wert von 8,9x.

Die Diskussion des hohen Bewertungsniveaus bei Neutransaktionen ist allgegenwertig bei Akteuren und Investoren in der Private-Equity-Industrie. Ein Vergleich der Ergebnisse einer jährlichen Umfrage des Dienstleisters Probitas Partners bei Investoren zeigt, dass es anders als im Jahr 2007 eine sehr hohe Sensibilität für das Thema gibt. Wir unterstellen, dass diese Sensibilität und die Erfahrungen aus den Jahren 2007/2008 ein Korrektiv für weitere signifikante Steigerungen der Multiplikatoren sind.

Zudem zeigt sich, dass die Ausweitung der Kaufpreismultiplikatoren in den letzten Jahren – anders als in der Periode bis 2007 – vor allem aus einer Erhöhung der jeweiligen Eigenkapitalanteile dargestellt wurde. Wir unterstellen, dass die mit einer weiteren Ausweitung der Eigenkapitalanteile drohende Verwässerung der Eigenkapitalrenditen als weiteres Korrektiv wirkt.

These 2: Die Fremdkapitalmärkte werden auch 2017 ein konstruktives Umfeld für Buyout-Transaktionen bieten.

Die für Buyout-Transaktionen wesentlichen Kennzahlen der Fremdkapitalmärkte zeigen sich nach unserer Einschätzung derzeit in einem im Langfristvergleich durchschnittlichen Niveau. Im Jahr 2016 bis einschließlich des dritten Quartals wurden syndizierte Kredite im Rahmen von Buyout-Transaktionen mit einem durchschnittlichen Verschuldungsgrad von 5,4x EBITDA strukturiert. Dieser Wert liegt zwar über dem langfristigen Durchschnitt von ca. 5,0x EBITDA, der Anteil des Fremdkapitals an dem Gesamtkaufpreis der Transaktionen liegt mit durchschnittlich 57 % jedoch auf dem zweitniedrigsten Wert seit 2000. Käufer mussten entsprechend mehr Eigenkapital zur Finanzierung der Kaufpreise aufbringen. Auch der Zinsdeckungsgrad, der anzeigt, wie stark der Zinsaufwand durch das operative Ergebnis gedeckt ist, ist mit einer Kennzahl von 3,0x EBITDA auf einem durchschnittlichen Niveau.



Wir sehen vor dem Hintergrund dieser Kennzahlen und des allgemeinen Anlagedrucks institutioneller Investoren weiterhin eine grundsätzlich hohe Bereitschaft, derartige Finanzierungen zur Verfügung zu stellen. Banken selbst werden sich in globaler Sicht jedoch weiter auf eine Intermediärsfunktion fokussieren. Im Bereich der Mittelstandstransaktionen mit einem EBITDA von weniger als 50 Mio. US-Dollar werden sich auch in Europa neue Finanzierungsformen weiter etablieren. Vergleiche hierzu auch das Kapitel „Private Debt“.

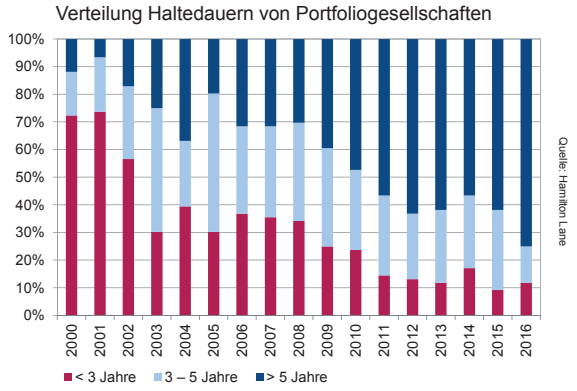
Wir antizipieren für 2017 grundsätzlich aufnahmebereite Fremdkapitalmärkte, die jedoch keine signifikante Ausweitung der Risikokennzahlen zeigen werden. Wir halten die leichte, stetige Ausweitung der Zinsmarge für Buyout-Finanzierungen seit 2013 auf zuletzt 4,9 % p. a. über Libor für ein weiteres Indiz hierfür.

These 3: Die Halteperioden von Portfoliogesellschaften werden nachhaltig auf hohem Niveau verbleiben. Erfolgreiche Finanzinvestoren werden interne Ressourcen zur operativen Verbesserung ausbauen.

Die Zeiten, in denen Private-Equity-Gesellschaften Unternehmen nach kurzer Zeit lediglich durch eine Erhöhung der Multiplikatoren und den Leverage-Effekt mit hoher Rendite auf das Eigenkapital veräußern konnten, sind lange vorbei. Dies zeigt die Grafik Haltedauer von verkauften Portfoliogesellschaften.

Der Anteil der Gesellschaften, die nach einer Halteperiode von mehr als 5 Jahren veräußert werden, hat über die letzten Jahre fast stetig zugenommen. Waren es Anfang des Jahrtausends noch deutlich unter 20 %, beträgt der Anteil im Jahr 2016 nach Angaben von Hamilton Lane über 70 %.

Die verlängerten Haltedauern üben einen erheblichen Druck auf die etablierte Erfolgskennziffer der durchschnittlichen jährlichen Eigenkapitalverzinsung („IRR“) aus. Die absolute Unternehmenswertsteigerung muss bei längerer Haltedauer deutlich erhöht werden, um weiterhin eine hohe IRR ausweisen zu können.



Dieser Effekt, dessen Ursache im verstärkten Wettbewerb um attraktive Investitionsziele und dem beschriebenen

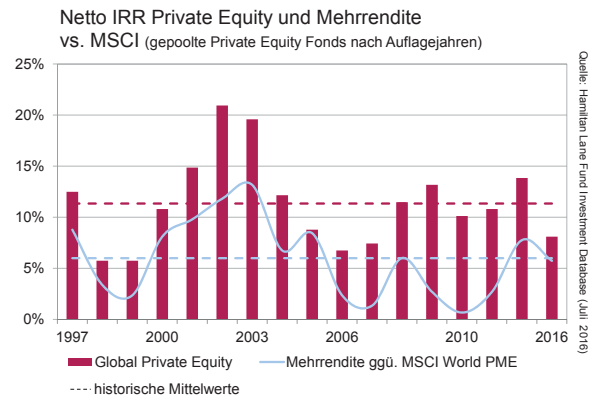
historisch hohen Bewertungsumfeld liegt, erhöht stetig die Bedeutung von operativen Verbesserungen in den Portfoliogesellschaften. Diesbezüglich ist vermehrt der Aufbau von operativen Teams auf Ebene der Private-Equity-Gesellschaften zu beobachten.

Die Zeiten, in denen allein die Implementierung eines professionellen CFOs und eines mit der internationalen Expansion erfahrenen Chief Sales Officers ausreichend war, neigen sich ebenfalls dem Ende zu. Erfolgreiche Asset Manager haben als wesentliche Akquisitionsprämisse bereits detaillierte Wertsteigerungsprogramme ausgearbeitet und unterstützen die Unternehmen bei deren späterer Umsetzung. Auch bei der Asset-Manager-Selektion nimmt die Prüfung der Validität und des Track Records der Wertsteigerungsprozesse immer größeren Raum ein.

Darüber hinaus wird die Bedeutung von Add-on-Transaktionen im Rahmen von Buy-and-Build-Strategien weiter zunehmen, um bei hohen Bewertungen weiterhin eine attraktive Kapitalverzinsung zu erreichen. Bei Add-on-Transaktionen werden zu einem Kernunternehmen sukzessiv kleinere Unternehmen mit in der Regel deutlich günstigeren relativen Kaufpreisen hinzugekauft und implementiert. Neben dem angestrebten Multiplikatoreffekt besteht zusätzliches Synergiepotential, dem jedoch auch Integrationsrisiken gegenüberstehen.

Nach Daten von Capital Dynamics hat in den USA der Anteil von derartigen Transaktionen an der Gesamtzahl der Akquisitionen seit 2007 von 37 % auf aktuell 56 % zugenommen. Wir unterstellen, dass Asset Manager global den Anteil des Investitionsvolumens für Add-on-Akquisitionen erhöhen können. Fraglich bleibt jedoch, ob ein ausreichendes Volumen der hohen verfügbaren Investitionsmittel der Branche in dieser Form allokiert werden kann, um dem hohen Bewertungsniveau für große Unternehmen wirksam zu begegnen. Zudem wäre langfristig eine Angleichung der relativen Preise zu erwarten.

These 4: Die langfristige Mehrrendite von Private Equity gegenüber Aktienmärkten bleibt auch 2017 erhalten. Die langfristigen Renditen der Assetklasse bleiben jedoch leicht rückläufig. Wir erwarten niedrige zweistellige Eigenkapitalrenditen und rund vier Prozentpunkte Mehrrendite gegenüber Aktienmärkten.



Zur Einschätzung der Renditen sollen zunächst die absoluten Renditen der Branche betrachtet werden. Die Abbildung zeigt in den roten Balken die durchschnittlichen Renditen nach Kosten für Private-Equity-Fonds nach Auflagejahren per Juli 2016. Die Daten stammen aus der Investmentdatenbank von Hamilton Lane und basieren auf den tatsächlichen Zahlungsprofilen und den jeweiligen aktuellen NAV-Bewertungen. Per Stichtag haben die Fonds im Mittel über die dargestellten Auflagejahre eine IRR von 11 % p. a. verdient. In keinem dargestellten Jahrgang wurden bis heute negative Renditen erzielt.

Vergleicht man die Ergebnisse mit den Daten anderer Quellen zeigt sich im Allgemeinen ein konsistentes Bild langfristig zweistelliger Renditen. Der Datenanbieter Cambridge Associates weist für den Zeitraum ab 1997 eine Rendite für Buyout-Fonds in Höhe von 13 % p. a. aus. Es fällt jedoch durchgängig auf, dass insbesondere bei Zugrundelegung noch längerer Zeiträume ein leicht rückläufiger Trend der Eigenkapitalverzinsungen zu beobachten ist.

Interessant ist die Betrachtung der Verteilung der Bruttoverzinsungen auf Einzeltransaktionsebene im Datensatz von Hamilton Lane (Buyout). Eine durchschnittliche Transaktion hat auf das eingesetzte Eigenkapital in dem

Zeitraum 1980-2013 eine Rendite von 16 % p. a. verdient. In etwas weniger als jeder zehnten Transaktionen wurde das komplette Eigenkapital verloren. In etwas mehr als 15 % der Transaktionen konnte der Deal das ursprüngliche Investment zwar teilweise aber nicht vollständig zurückspielen. Mithin wurde mit jeder vierten Transaktion Geld verloren. So musste das beste Viertel der Transaktionen Renditen ab 35 % p. a. verdienen, um auf Portfolioebene die entsprechenden Erfolgskennziffern ausweisen zu können.

Aus unser Sicht bleibt neben der absoluten Performance ein wesentliches Kriterium zur Beurteilung der Assetklasse der relative Erfolg gegenüber Eigenkapitalinvestments an den globalen Aktienmärkten. Um eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten, hat sich in der Industrie ein Benchmarking an einer zahlungsstromadjustierten Aktienmarktrendite etabliert.

Dabei wird bei dem jeweiligen Private-Equity-Investment/Desinvestment eine entsprechende Kapitalmarkttransaktion in dem Vergleichsindex unterstellt. In der Analyse von Hamilton Lane, die einen Vergleich zum MSCI-Index durchführen, zeigt sich eine durchschnittliche Mehrrendite für die Auflagejahre 1997 bis 2013 von rund sechs Prozentpunkten. Cambridge Associates zeigt eine Mehrrendite in den entsprechenden Auflagejahren gegenüber S&P 500 und Russell 3000 von rund 5,5 Prozentpunkten. Weniger deutlich zeigt sich das Bild für die Auflagejahre 2006 bis 2010. Hier zeigten der S&P 500 und Russell 3000 im Langfristvergleich hohe Renditen im zweistelligen Bereich. Der Private-Equity-Durchschnitt konnte in den genannten Auflagejahren diese starke Performance nicht signifikant übertreffen.

Wir unterstellen für die längerfristige Zukunft vor dem Hintergrund global reduzierter Wachstumsraten, niedrigem Inflations- und Zinsniveau sowie hohem Bewertungs- und Wettbewerbsumfeld weiter leicht rückläufige absolute Renditen und Mehrrenditen im Vergleich zu Aktienindizes. Für die Gesamtindustrie unterstellen wir niedrige zweistellige absolute Renditen und Mehrrenditen von rund 4 Prozentpunkten p. a.

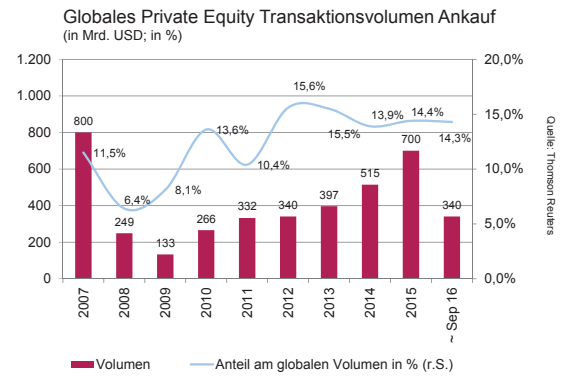
Eine Mehrrendite im Vergleich zu Aktienmärken ist unseres Erachtens weiterhin plausibel, da sie eine Kompensation für die Nachteile von Private Equity darstellt. So ist das Vermögen illiquide, langfristig gebunden, und eine Allokation muss zudem über Jahre aufgebaut werden. Private Equity investiert im Vergleich zu den großen Aktienindizes in deutlich kleinere Firmen, bei denen höhere Wachstumsraten tendenziell höheren Risiken gegenüberstehen. Zudem arbeitet die Branche mit einem höheren Fremdkapitalhebel, der das Risiko anhebt.

These 5: Die investierbaren Mittel „Dry Powder“ werden weiter anwachsen und die Industrie tendenziell unter Druck setzen. Der Cash-Flow an Investoren wird trotz attraktiver Exit-Bewertungen 2017 kein Rekordniveau erreichen.

Wir erwarten auf Basis der derzeit verfügbaren Daten zum Fundraising und Kapitalabrufen der Industrie bis Mitte 2016, dass das 2017 verfügbare Dry Powder weiter anwachsen wird. Zudem wird sich auf Grund eines voraussichtlich rückläufigen Neutransaktionsgeschäfts 2016 die Reichweite des verfügbaren Kapitals in Jahren (bzw. der Kapitalüberhang) erhöhen. Diese Kennzahl wird in der Industrie als wesentliche Kennzahl des Investitionsdrucks identifiziert.

Wir unterstellen, wie schon im Vorjahr, dass das verfügbare Kapital (Dry Powder) nicht ein wesentlicher Treiber für die Ausweitung des Transaktionsvolumens und für eine Erhöhung der Transaktionsmultiplikatoren sein wird. Vielmehr zeigte unseres Erachtens auch 2016, dass allgemeine makroökonomische und politische Risiken die wesentlichen Determinanten für das Volumen sind. Bezüglich der Sorge einer ungebremsten Ausweitung des Private-Equity-Volumens bleibt festzuhalten, dass der Wertanteil der globalen Private-Equity-Beteiligungen mit etwa 2.000 Mrd. US-Dollar in etwa so groß ist wie die aggregierte Marktkapitalisierung der fünf wertvollsten US-Firmen. Der Anteil am globalen Transaktionsgeschehen beträgt in der Regel unter 15 %. In den USA, wo dieser Anteil ca. 50 % beträgt, zeigt die Industrie keine schlechteren Performance-Indikatoren als in anderen Regionen der Welt. Mithin sehen wir in der Ausweitung des Volumens ohnehin nicht zwangsläufig ein Problem.

Aus unserer Sicht gilt es jedoch aufgrund der üblichen Vergütungsstruktur auf zugesagte Mittel kritisch zu beobachten, ob die Asset Manager in der Lage sind, das Kapital über die Investitionsperioden vollständig zu investieren. Eine nur partielle Allokation der Mittel würde dazu führen, dass die gleichen Verwaltungsgebühren von weniger investiertem Kapital zu verdienen wären.



Bezüglich des mit der Exitaktivität korrelierenden Rückflusses von Mitteln an die Investoren sehen wir derzeit uneinheitliche Indikatoren. Umfragen zu Exit-Vorbereitungs-Maßnahmen zeigen eine leicht rückläufige Intensität gegenüber den Vorjahren an. Zwischen dem Start eines Verkaufsprozesses und dem Zufluss der Mittel an die Verkäufer liegen in der Regel mindestens sechs Monate. Sollte wegen der allgemeinen Unsicherheit und der damit verbundenen Volatilität auch der Exit-Kanal „Börse“ von geringerer Bedeutung bleiben, werden keine Zuflüsse auf dem hohen Niveau wie z. B. 2014 zu erwarten sein.

Listed Private Equity: Eine liquide Alternative oder Ergänzung zu konventionellen Private-Equity-Engagements

Listed Private Equity bietet Investoren über ein börsennotiertes Investmentvehikel einen unkomplizierten Zugang zu der Vermögensklasse Private Equity, also der Welt der nicht notierten Unternehmen.

Herkömmliche Private-Equity-Fonds sind in der Regel als geschlossene Vehikel mit einer endlichen Laufzeit strukturiert. Anleger geben zu Beginn feste Kapitalzusagen ab, die über die Investmentperiode von häufig fünf Jahren sukzessive abgerufen werden. Zeitversetzt beginnt mit der Veräußerung erster Beteiligungen die Rückführung von Kapital, welche meist nach ca. zehn bis zwölf Jahren mit der vollständigen Auflösung des Portfolios endet.

Listed-Private-Equity-Fonds hingegen sind üblicherweise in der Form von sogenannten Evergreen-Strukturen mit unbegrenzter Laufzeit aufgesetzt. Anleger erwerben zum Zeitpunkt des Aktienkaufs einen Anteil an einem existierenden Portfolio. Gleichermaßen erfolgt der Ausstieg nach eigenem Ermessen durch den Verkauf der Aktie. Die Evergreen-Struktur der börsennotierten Investmentvehikel sieht keine Liquidierung, sondern eine Reinvestition verfügbarer Mittel vor. Somit ergibt sich die Rendite für einen Anleger aus Aktienkurssteigerungen und anfallenden Dividenden.

Die Welt von Listed Private Equity ist sehr heterogen. Sie lässt sich in drei grundsätzlich unterschiedliche Subklassen gliedern. Die erste und gemessen an der Anzahl der Vehikel am häufigsten vertretene Kategorie bilden direkte LPE-Fonds, bei denen aus den börsennotierten Vehikeln direkt in nicht gelistete Zielunternehmen investiert wird. Die zweite Kategorie repräsentieren Dachfonds, die durch Investitionen in eine Vielzahl herkömmlicher Private-Equity-Fonds ein breit diversifiziertes Exposure zu nicht börsennotierten Zielunternehmen aufbauen. Die dritte Gruppe beinhaltet börsennotierte Vermögensverwalter, deren Schwerpunkt im Bereich Private Equity liegt. Hier sind prominente Adressen wie z. B. Blackstone, KKR, 3i Group und Partners Group zu subsumieren. Ein unmittelbares oder mittelbares Investment in nicht gelistete Zielunternehmen

erfolgt hier jedoch lediglich in geringem Umfang. Aus unserer Sicht bieten daher nur die beiden erstgenannten Kategorien eine Alternative mit einem vergleichbaren Profil wie „konventionelles“ Private Equity.

These 1: Listed Private Equity bietet Vorteile, die das Interesse bestimmter Investorengruppen weiter verstärken wird.

In den Jahren unmittelbar nach 2008 hat die Anlageklasse LPE ein Schattendasein gefristet. Die hohen Abschläge zu den berichteten Nettovermögenswerten (Net Asset Value, NAV) (vgl. hierzu These 3), die Anfang 2009 im Branchendurchschnitt bei etwa 60 % lagen, signalisierten das mangelnde Vertrauen der Investoren in den Jahren nach der Finanzkrise. Die nachhaltige Entwicklung der unterliegenden Beteiligungen und damit einhergehend der NAVs hat jedoch dazu geführt, dass Investoren wieder zunehmendes Interesse an LPE haben.

Die großen Anbieter von gelisteten Dachfonds berichten insbesondere von einem gesteigerten Interesse von Family Offices und kleineren institutionellen Investoren. Wir sehen eine Reihe von Aspekten, die dieses gesteigerte Interesse erklären können. Zunächst ist der Investitionsprozess bei einem LPE-Vehikel deutlich weniger aufwendig als bei nicht gelisteten Vehikeln. Die Vehikel haben in der Regel eine lange und auf Grund der Börsennotierung transparent dargestellte Historie. Das Investieren selbst gestaltet sich durch den Ankauf von Aktien verhältnismäßig einfach. Bedingt durch die Struktur erfolgt zudem eine unmittelbare Kapitalallokation. Ein Delta zwischen Kapitalzusage und Kapitalallokation besteht strukturell nie. Durch das Aktieninvestment können auch die beständig wachsenden Transparenzvorschriften und aufsichtsrechtliche Zugangsbeschränkungen für Endinvestoren auf einem niedrigen Niveau gehalten werden.

Bei herkömmlichen Private-Equity-Fonds mit im Branchenvergleich attraktiver Kostenstruktur gibt es in der Regel Mindestzeichnungsbeträge von 2 bis 10 Mio. Euro. Der Aufbau eines sinnvoll diversifizierten Portfolios wird durch die hohen Beträge erschwert. Bei LPE ist das Mindestinvestment lediglich durch den Preis einer Aktie definiert. Eine Diskriminierung nach Investitionsbeträgen erfolgt nicht. Auch die Laufzeit der Beteiligung gestaltet sich vergleichsweise wenig komplex: Abgesehen von eventuellen Dividendenzahlungen finden keine Kapitalströme statt. Bei herkömmlichen Vehikeln erfolgen regelmäßige Kapitalabrufe und -rückflüsse, die einen gewissen bürokratischen Aufwand verursachen.

LPE-Vehikel sind börsentäglich handelbar, wodurch sich eine individuelle Flexibilität bei der Haltedauer ergibt. Es ist dabei zu beachten, dass sich durch die Stellung von täglichen Marktpreisen Wert-schwankungen ergeben, die sich bei Portfoliobewertungen auf Basis der NAVs typischerweise nicht in dem Maße zeigen. Die Historie zeigt, dass Listed Private Equity gerade bei volatilen Aktienmärkten zu hohen Kursschwankungen tendiert. Listed Private Equity eignet sich unseres Erachtens daher nur für Investoren, die langfristig orientiert sind und primär auf die weniger volatilen NAV-Bewertungen der LPE-Vehikel abstellen.

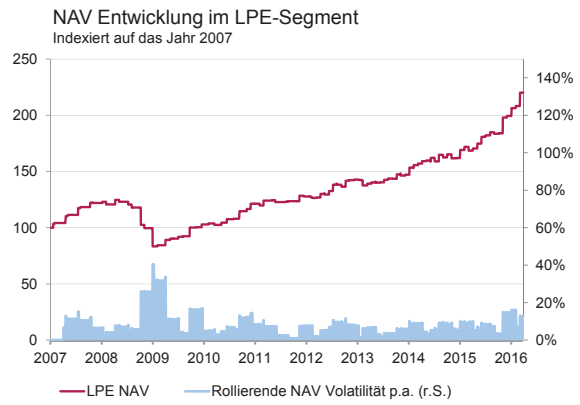
Schließlich bietet LPE immer noch fast durchgängig die Möglichkeit, zu einem Abschlag in etablierte Portfolios zu investieren. Wir sehen darin einen weiteren Anreiz, auch wenn der Abschlag unseres Erachtens eher als Sicherheitspuffer angesehen werden muss. Eine Realisierung des sogenannten Discounts bei einem späteren Exit sollte aus Vorsichtsgründen nicht unterstellt werden.

Wir erwarten, dass die aufgeführten Vorteile insbesondere für kleinere und Komplexität scheuende Investoren in näherer Zukunft noch an Bedeutung gewinnen können und somit die näher beschriebenen Subbereiche noch steigende Beliebtheit erfahren werden.

These 2: Die NAVs des Segments LPE werden sich bei einem soliden wirtschaftlichen Umfeld auch 2017 stetig positiv entwickeln.

Bei der Analyse der NAV-Entwicklung über die letzten Jahre wird deutlich, dass das Segment LPE eine nachhaltig positive Entwicklung mit wenigen Rücksetzern zu verzeichnen hatte. Der einzige deutliche Rückgang der NAVs mit durchschnittlich 33 % fällt mit den erheblichen Wertkorrekturen vieler Assetklassen in den Krisenjahren

2008/2009 zusammen. In der entsprechenden Periode korrigierte der S&P 500 um rund 56 %. Kurzfristige Volatilitäten an den Aktienmärkten schlagen sich bei NAVs in der Regel nur in geringem Ausmaß nieder, sodass in Summe die Volatilität der NAVs deutlich unter der an Aktienmärkten zu erwartenden Schwankungen liegt.

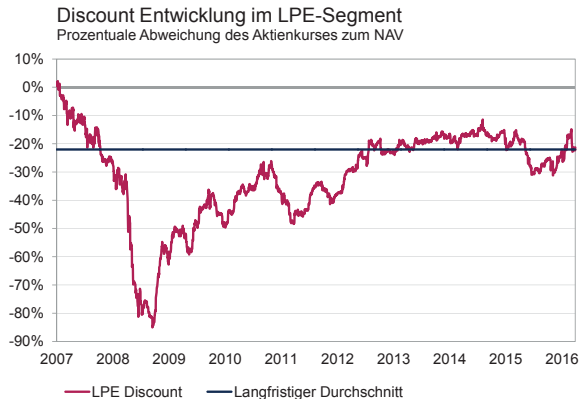


Die geringere Volatilität ergibt sich unseres Erachtens vornehmlich aus den längeren und zeitverzögerten Bewertungsintervallen sowie aus der längerfristigen Perspektive der jeweiligen Bewertungsverantwortlichen. Grundsätzlich schätzen wir die relevanten Richtlinien zur Bewertung und Rechnungslegung als tendenziell konservativ ein. Dies kann z. B. an üblichen Illiquiditäts- oder Minderheitsabschlägen deutlich gemacht werden. Ein Indiz für die eher konservative Bewertungssystematik sind die Beteiligungsrealisierungen bei LPE, die in aller Regel über dem zuletzt berichteten Wert des betreffenden Portfoliounternehmens liegen. Dieser sogenannte Uplift beläuft sich historisch im LPE-Segment nach einer Studie von Deloitte auf durchschnittlich 37 %.

Vor dem Hintergrund gegenwärtig reifer Portfolien (durchschnittliches Alter ca. sieben Jahre) erwarten wir in einem stabilen wirtschaftlichen Umfeld mit hoher Exitaktivität nicht zuletzt auf Basis der historisch realisierten Uplifts auch für 2017 steigende NAV-Bewertungen der Branche.

These 3: Discounts werden im Jahresverlauf 2017 weitgehend unverändert bleiben und sich nahe ihres langfristigen Durchschnitts bewegen.

LPE-Vehikel werden typischerweise mit einem Abschlag zum NAV an der Börse gehandelt. Im langfristigen Durchschnitt liegen die sogenannten Discounts der LPE-Vehikel (abhängig von der Definition der Anlageklasse und Berechnungsperiode) nach unseren Berechnungen zwischen 15 % und 25 %. Zur Erklärung der grundsätzlichen Existenz der Discounts gibt es einige akademische Erklärungsansätze. Wir halten signifikante Abschläge in einer Größenordnung von mehr als 20 % für fundamental schwer zu rechtfertigen. Es muss jedoch schlicht zur Kenntnis genommen werden, dass die Märkte historisch signifikante Abschläge eingepreist haben. Aus unserer Sicht ist der Discount daher nur als Wertpuffer für eventuelle Marktkorrekturen zu interpretieren. Ein nachhaltiges Auspreisen und damit eine Realisation der Discounts sollte auch wegen der Evergreen-Strukturen nicht antizipiert werden.



In der wissenschaftlichen Diskussion wird der Discount häufig ebenfalls als Risikoabschlag, hier jedoch auf die Bewertungsmeinung des jeweiligen Fondsmanagements, interpretiert. Der Abschlag wird dabei durch Informationsasymmetrien zwischen Investor und Fondsmanagement bei der Berechnungsweise der NAVs und durch zeitliche Verzögerung der berichteten Informationen erklärt.

In Zeiten erhöhter Unsicherheiten an den Kapitalmärkten beobachten wir eine tendenzielle Ausweitung von Discounts. Diese Ausweitung ist aus unserer Sicht sowohl durch technische Effekte als auch durch Psychologie zu

erklären. Der technische Effekt ergibt sich bei rückläufigen Aktienmärkten aus dem Zeitverzug der NAV-Aktualisierung. Der Aktienmarkt preist negative Nachrichten bereits ein, wohingegen der NAV die aktuellen Informationen noch nicht abbilden kann. Der psychologische Effekt bewirkt, dass die Kursbewegungen teilweise übermäßig stark ausfallen. Dies tritt vor allem dann auf, wenn Marktteilnehmer übertriebene Erwartungen hinsichtlich der Auswirkungen von Marktereignissen haben.

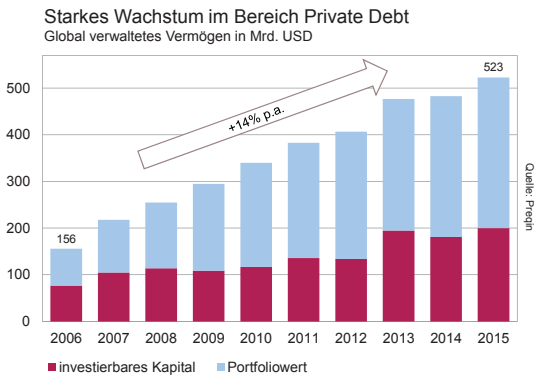
Sollte es 2017 beispielsweise aufgrund auftretender politischer Unsicherheit zu hohen Schwankungen an den Aktienmärkten kommen, könnte es wieder zu deutlichen Ausweitungen der Discounts bei LPE-Vehikeln kommen, die über das Maß möglicher allgemeiner Kursrückgänge hinausgehen. Derartige Phasen können attraktive Einstiegsopportunitäten bieten.

Bezüglich der grundsätzlichen Angemessenheit von Discounts ist aus unserer Sicht die Übernahmetransaktion des gelisteten Dachfonds SVG Capital durch HarbourVest im Oktober 2016 interessant. Der Übernahmepreis bildete eine leichte Prämie von 1 % gegenüber dem NAV ab, wohingegen SVG über viele Jahre mit einem Discount von mehr als 20 % gehandelt wurde.

Wir glauben, dass der langfristige Discount von Investoren weiterhin als fairer Abschlag zum NAV gesehen wird. Gehen wir 2017 von einem stabilen Konjunkturumfeld und einer positiven Aktienmarktentwicklung aus, so werden die Discounts zum NAV im Jahresverlauf nahe ihres langfristigen Durchschnitts liegen und damit weitgehend unverändert bleiben. Dies schließt eine temporäre Erhöhung der Abschläge wie beschrieben selbstverständlich nicht aus.

Private Debt: Attraktivität der defensiven und renditestarken Anlageklasse vielfach noch unentdeckt

Eines der Segmente der privaten Kapitalmärkte mit dem stärksten Wachstum in den vergangenen Jahren ist Private Debt. Innerhalb der vergangenen zehn Jahre hat sich das in diesem Bereich verwaltete Vermögen auf global über 523 Mrd. US-Dollar in etwa vervierfacht – ein Wachstum von 14 % pro Jahr. Aufgrund seiner Vielfältigkeit lässt sich Private Debt keiner der etablierten Anlageklassen zuordnen, zumal es Gemeinsamkeiten mit so unterschiedlichen Segmenten wie Anleihen und Private Equity aufweist. In Ermangelung spezialisierter Teams ist die Zuständigkeit auf Anlegerseite vielfach daher noch immer ungeklärt, weshalb die rasante Entwicklung des Sektors unbemerkt von breiten Anlegerkreisen erfolgt ist.



Doch was verbirgt sich hinter Private Debt? Auch wenn damit stets die Bereitstellung von Fremdmitteln für mittelständische Unternehmen durch Nicht-Banken gemeint ist, wird der Begriff nicht immer einheitlich verwendet. So umfasst die breitere Definition des Begriffs durch den Informationsdienst Preqin fünf unterschiedliche Kreditstrategien – (1) Direct Lending, (2) Mezzanine, (3) Distressed Debt, (4) Venture Debt und (5) Special Situations. Zusätzlich finden teilweise auch noch die durch Sachanlagen wie Immobilien oder Infrastruktur besicherten Darlehen Berücksichtigung. Bei Venture Debt handelt es sich um eine abgeschwächte Form von Risikokapital, Distressed Debt verauslagt keine neuen Darlehen, sondern erwirbt notleidende Kredite über den Zweitmarkt, und Special-Situations-Fonds finden dem Namen entsprechend lediglich in Sondersituationen Einsatz. Daher beschränkt sich die engere Fassung von Private Debt auf

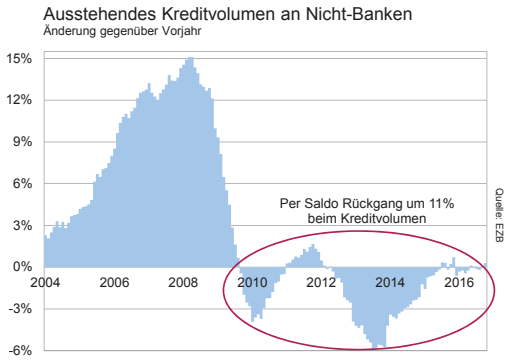
die zwei – auch in Bezug auf das verwaltete Kapital – für den Mittelstand bedeutendsten Strategien Direct Lending und Mezzanine.

Auf dieser Definition soll auch im Folgenden der Fokus liegen. Beiden gemeinsam ist, dass sie kleinen oder mittelständischen Unternehmen Fremdkapital zur Verfügung stellen, typischerweise im Rahmen von Private-Equity-Transaktionen. Direct-Lending-Fonds vergeben sogenannte Senior Secured Loans. In der Regel gibt es damit keine gleich- oder vorrangig besicherten Gläubiger. Die Besicherung erfolgt häufig jedoch weniger durch dingliche Vermögensgegenstände als primär durch die stabilen Cashflows der finanzierten Unternehmen. Historische Daten zeigen geringe Verlustraten, auch wenn die Darlehenshöhe mit bis zum 4,5-fachen des EBITDA erheblich sein kann. Zudem beträgt der Sicherheitspuffer durch Eigenkapital sowie nachrangige Verbindlichkeiten in der Regel über 50 % des Unternehmenswerts.

Anders verhält es sich beim Mezzanine, das den Fremdkapitalanteil unmittelbar unter dem Eigenkapital bezeichnet, der mehr als das 7-fache des EBITDA erreichen kann und aufgrund der damit einhergehend bedeutend höheren Ausfallrisiken entsprechend auch deutlich höher zu verzinsen ist. Auch wenn die Ursprünge von Private Debt im Mezzanine liegen, verdankt es sein dynamisches Wachstum seit der Finanzkrise insbesondere dem Bereich Direct Lending. Und gerade dieser Subsektor dürfte auch eine weitere Etablierung von Private Debt sicherstellen.

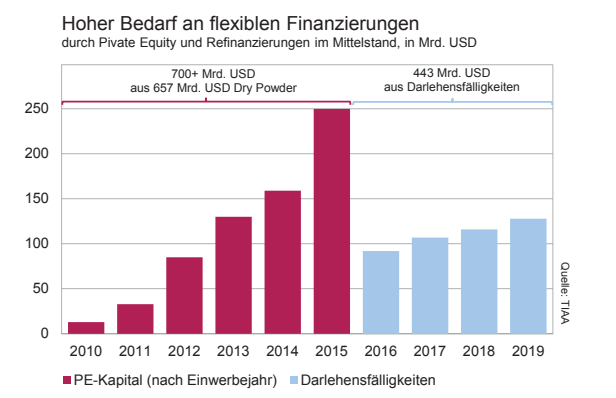
> These 1: Die regulatorisch bedingt notwendige Entschuldung von Banken kreiert ein attraktives Marktumfeld für Private Debt.

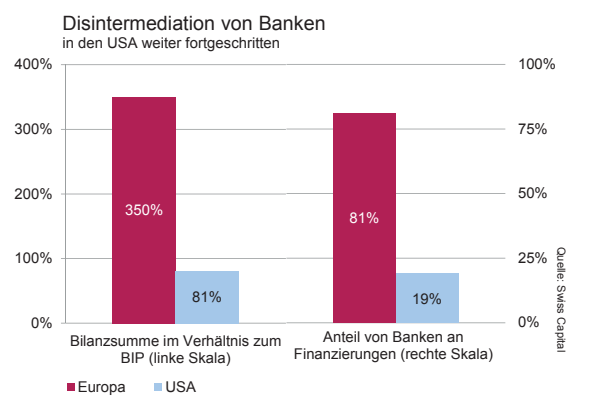
Banken ziehen sich infolge steigender Eigenkapital-anforderungen – wie insbesondere Basel III – immer stärker aus dem klassischen Kreditgeschäft zurück. Denn aufgrund der Notwendigkeit, Risikoaktiva mit höheren Eigenmitteln in der Bilanz zu unterlegen, sinken die Möglichkeiten für Neugeschäft. Gleichzeitig leiden viele Kreditinstitute unter Altlasten in Form notleidender Kredite aus der Vorkrisenzeit, die ihren Spielraum weiter begrenzen. Die Folgen hieraus waren bereits in den vergangenen Jahren deutlich zu spüren. So hat sich das Gesamtvolumen der im Euroraum an Unternehmen vergebenen Kredite nach zuvor starkem Wachstum seit der Finanzkrise per Saldo um rund 11 % reduziert.



Der Bedarf an Fremdkapital ist seither jedoch weiter gestiegen, was zu einer zunehmenden Finanzierungslücke im Mittelstand geführt hat, der aufgrund mangelnder Größe nicht die Möglichkeit hat, sich durch Emissionen von Anleihen über die Kapitalmärkte zu finanzieren. Besonders ausgeprägt ist der Mangel an herkömmlichen Finanzierungen bei komplexeren Transaktionen, da sich Banken in immer höherem Maße auf das Standardgeschäft beschränken und dabei Engagements mit hoher Sachwertunterlegung und kurzen Laufzeiten bevorzugen. Doch gerade der Bedarf an anspruchsvolleren Finanzierungen nimmt beständig zu, nicht zuletzt von Private-Equity-Gesellschaften, die maßgeblich zur rasanten Entwicklung von Private Debt beigetragen haben.

Diese wissen die Vorzüge der bankenunabhängigen Finanzierungen zu schätzen. So besitzen die neuen Anbieter aufgrund schlankerer Strukturen eine deutlich höhere Reaktionsfähigkeit und sind damit schneller zu einer Kreditzusage in der Lage. Auch die Gewissheit der Bereitstellung ist während der Verhandlungen höher. Darüber hinaus bietet Private Debt eine höhere Flexibilität bei der Gestaltung von Kreditauflagen und bevorzugt – ähnlich wie die meisten Kreditnehmer – endfällige Darlehen. Schließlich verwahren die alternativen Finanzierer oftmals unterschiedliche Kapitaltöpfe und sind dadurch auch in der Lage, Kredite bis zu höheren Verschuldungsgraden zu vergeben.





Derzeit verfügen Private-Equity-Gesellschaften als aktivste Nachfrager nach Direct Lending über investierbares Kapital in einem Umfang wie nie zuvor. Aus den seit 2011 aufgelegten Fonds stehen ihnen noch mehr als 650 Mrd. US-Dollar zur Verfügung, deren Investition Fremdmittel in zumindest entsprechender Höhe erfordern. Zusätzlich summieren sich die bis 2019 fälligen und damit zu refinanzierenden Darlehen an mittelständische Unternehmen auf 443 Mrd. US-Dollar. Aufgrund des Wegfalls herkömmlicher Finanzierungsquellen wird Private Debt somit eine zunehmende Bedeutung zukommen, die entstehende Lücke zu füllen.

> These 2: Dem US-Beispiel folgend wird Direct Lending in Europa schnell wachsen und sich professionalisieren.

Lange Zeit war Direct Lending vorrangig in Nordamerika ein Thema, weil sich dort bereits früher alternative Finanzierungsformen etablieren konnten. Deren Verfügbarkeit hat die Bankenentschuldung entscheidend begünstigt, in deren Folge heute nur noch 19 % der Kreditengagements auf den Büchern von Banken liegen.

In Europa hingegen stellen noch immer klassische Kreditinstitute den weit überwiegenden Teil von 81 % der Darlehen bereit. Zuletzt ist jedoch auch hier Bewegung in den Markt gekommen: So wies das Fundraising für europäische Private-Debt-Fonds im ersten Halbjahr 2016 erstmals das höchste Volumen auf. Dieser Trend dürfte sich weiter fortsetzen, da das Volumen der bankenunabhängig vergebenen Kredite in Europa bislang lediglich etwa ein Fünftel des Nordamerika-Marktes ausmacht.

In vielen EU-Staaten werden erst jetzt die gesetzlichen Rahmenbedingungen geschaffen, welche die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds (AIF) gestattet. So trat in Deutschland im März 2016 das OGAW-V-Umsetzungsgesetz in Kraft, das eine bankenunabhängige Vergabe von Krediten gestattet. Statt einer Regulierung durch das Kreditwesengesetz unterliegen von AIF vergebene Finanzierungen fortan dem Kapitalanlagegesetzbuch.

Das anlegerseitig lange Zeit gefristete Nischendasein von Private Debt dürfte in der bereits angesprochenen Heterogenität des Segments begründet liegen. Bis heute subsumieren 68 % der institutionellen Investoren die Anlageklasse unter Private Equity bzw. allgemeiner Alternativer Investments. Selbst eine Etablierung von Direct Lending als bedeutendste Subassetklasse hat diesbezüglich bislang lediglich in geringem Maße zu einem Umdenken geführt. Zumindest 12 % der Akteure haben der wachsenden Bedeutung von Private Debt mittlerweile durch eine eigene Allokation im Portfolio Rechnung getragen. Diesem Beispiel dürften weitere folgen. Zudem werden spezialisierte Teams auch den Due-Diligence-Prozess bei der Asset-Manager-Selektion professionalisieren, um der

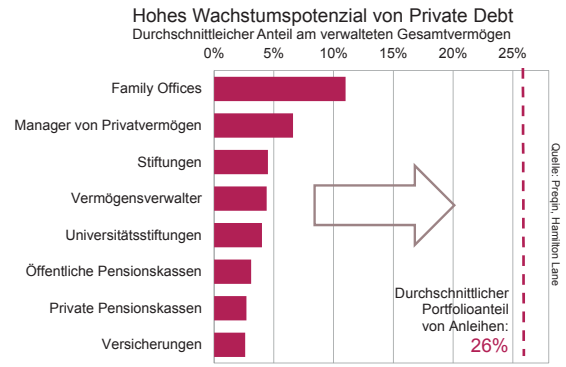
Komplexität durch das beständig steigende Angebot neuer Produkte Rechnung zu tragen.

These 3: Bei anhaltend niedrigem Zinsumfeld wird sich die Anlageklasse Direct Lending dank erwarteter Renditen von über 5 % p. a. weiter als Alternative zu Anleihen etablieren.

Durch die massiven Eingriffe der Notenbanken weltweit in Form des Quantitative Easings sind die Zinsen auf ein derart niedriges Niveau gesunken, das es Anlegern nicht mehr erlaubt, mit sicheren und kurzfristig verfügbaren Anlageformen nennenswerte Renditen zu erzielen. Mittlerweile weist mehr als ein Drittel der von OECD-Staaten begebenen Schuldverschreibungen eine negative Nominalrendite auf. Auch Unternehmensanleihen bonitätsstarker Emittenten bieten häufig keine zufriedenstellende Alternative, da auch deren Renditen im Euroraum zuletzt deutlich unter 1 % p. a. gesunken sind.

Um überhaupt noch einen Ertrag auf das Investitionskapital zu erzielen, sehen sich Anleger daher verstärkt nach Alternativen um und nehmen Abstriche bei der Sicherheit oder der Liquidität ihrer Investitionen in Kauf. Dabei erscheint es uns jedoch nicht ratsam, Teile eines sicheren, auf den Kapitalerhalt ausgerichteten Vermögensbausteins in eine deutlich höhere Risikoklasse umzuschichten, da so das vorrangige Anlageziel gefährdet wäre. Sinnvoller erscheint daher der Verzicht auf Fungibilität. Da der überwiegende Teil der langfristigen Anlageformen jedoch auf Renditemaximierung anstelle von Risikominimierung abzielt, ist das entsprechende Anlageuniversum begrenzt.

Eine der wenigen Möglichkeiten bietet Direct Lending. Dieses erhöht das Risiko unseres Erachtens lediglich moderat und erfüllt dennoch den Wunsch nach laufenden Erträgen. Allerdings erfolgt eine Investition in diese Anlageklasse über geschlossene Fonds, so dass der Auswahlprozess komplexer ist und das Kapital erst am Ende der Laufzeit von üblicherweise rund sieben Jahren wieder zur Verfügung steht. Aufgrund der damit verbundenen hohen Mindestanforderungen an die Beteiligungshöhe steht die Anlageklasse nicht jedem Anleger offen. Wer diese jedoch erfüllt, kann unseres Erachtens durch den Verzicht auf Liquidität eine Renditeprämie erzielen, die wir unter These 4 plausibilisieren werden. Wir rechnen für Direct-Lending-Fonds auch weiter mit einer Rendite von über 5 % p. a.

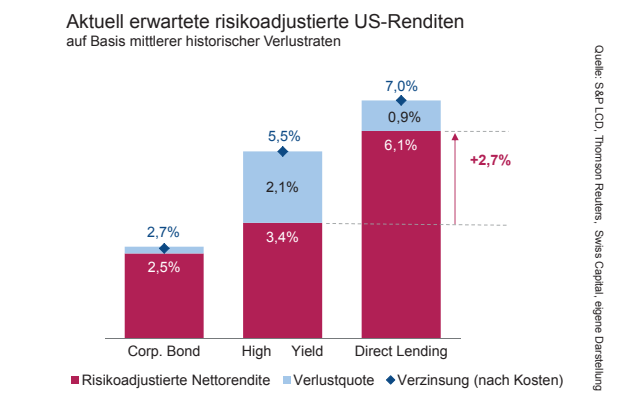


Trotz dieser Renditeaussichten ist hier lediglich ein verschwindend geringer Anteil des globalen Vermögens investiert: Private Debt dürfte mit all seinen Ausprägungen maximal 3 % dessen ausmachen. Ursächlich hierfür dürfte insbesondere die große Zahl der aufgrund fehlender Strukturen in diesem Segment noch inaktiven institutionellen Investoren sein. Das Potenzial indes ist erheblich: In den globalen Anlageportfolios haben Anleihen derzeit noch immer einen Anteil von 26 %. Zusätzlich könnte das vergleichsweise defensive Risikoprofil von Direct Lending zu weiteren Umschichtungen aus anderen Anlageklassen führen, bei denen gestiegene Sachwertpreise zu reduzierten Renditeerwartungen geführt haben.

These 4: Senior Secured Loans werden auch zukünftig höhere risikoadjustierte Renditen als Anleihen erzielen.

Ein Vergleich von Direct Lending mit anderen geläufigeren Anlageformen und damit eine Einschätzung des Rendite-Risiko-Profils wird durch eine Reihe von Faktoren erschwert. Allerdings weist die Anlageklasse mit ihrer Verzinsung und der auf den Nominalbetrag beschränkten Rückzahlung deutliche Parallelen zu Anleihen auf, die einen Vergleich mit diesen rechtfertigen. Dabei stellen wir aufgrund der längeren Historie und der damit besser verfügbaren Datenlage in der folgenden Gegenüberstellung auf den US-Markt ab.

Aktuell sehen wir unter Beachtung aller Vergütungskomponenten für Direct Lending eine Verzinsung vor Kosten von rund 8,5 % p. a. Aufgrund der komplexen Struktur unterstellen wir laufende Kosten von 1,5 % p. a. und mithin eine Nach-Kosten-Verzinsung von 7,0 % p. a. Unter Berücksichtigung der genannten Aspekte sehen wir damit aktuell bei Direct Lending einen jährlichen Zinsvorsprung – vor Ausfallrisiken – von rund 1,5 Prozentpunkten gegenüber Hochzinsanleihen bzw. 4,3 Prozentpunkten gegenüber Unternehmensanleihen mit Anlagequalität (Investment Grade).

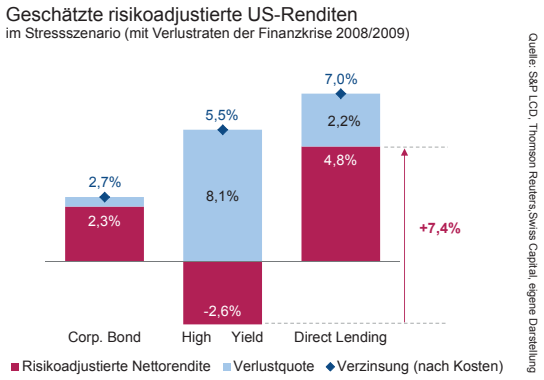


Sowohl bei Direct Lending als auch bei Hochzinsanleihen verfügen die verauslagten Darlehen nicht über Investment Grade. Zeigt dies bei letzteren eine geringere Kreditqualität der entsprechenden Titel, ist es im Falle von Direct Lending zunächst auf das größenbedingt fehlende Rating zurückzuführen. Doch wie stellen sich die tatsächlichen Risiken der beiden Anlageklassen im Vergleich dar? Senior Secured Loans werden mit einem Verschuldungsgrad von 2,0–4,5x EBITDA begeben. Wir sehen derzeit einen durchschnittlichen Verschuldungsgrad bei Neutransaktionen von 3,75x EBITDA. Die entsprechende Verschuldungskennziffer für Hochzinsanleihen liegt nach unserer Analyse mit durchschnittlich 4,5x EBITDA deutlich höher. Zudem investiert Direct Lending generell in erstrangig besicherte Darlehen; Hochzinsanleihen hingegen sind in 80 % der Fälle unbesichert (Unsecured) und stehen damit im Rang hinter erstrangig besichertem Fremdkapital.

Die geringere Seniorität sowie die höhere Verschuldung erklären, warum der Halter einer Hochzinsanleihe bei Verletzung einer Kreditauflage durch den Schuldner (Default) lediglich mit einem geringeren Rückerhalt des ausstehenden Nominalbetrags (Recovery Rate) rechnen kann als ein vergleichbarer Gläubiger eines Senior Secured Loans. Angesichts der Tatsache, dass ein Default für die beiden Anlageformen mit einer vergleichbaren Wahrscheinlichkeit eintritt, weisen Hochzinsanleihen mit 2,1 % p. a. im langfristigen Mittel entsprechend bedeutend höhere Ausfallverluste auf als die Senior Secured Loans mit 0,9 % p. a.

Im Ergebnis positioniert sich Direct Lending im Risikoprofil zwischen Unternehmensanleihen mit Investment Grade und Hochzinsanleihen. Gegenüber Hochzinsanleihen zeigt sich bei geringerem Risiko eine Mehrrendite von 2,7 Prozentpunkten p. a. Unter Inkaufnahme eines höheren Risikos kalkulieren wir die erwartete Mehrrendite gegenüber Anleihen mit Investment Grade derzeit zu 3,6 Prozentpunkten p. a.

Während der Finanzkrise stieg die Verlustrate im Hochzinsanleihesegment auf über 8 % und überstieg damit die Zinserlöse aus der Anlage. Beim Direct Lending hingegen stieg die gleiche Kennzahl auf einen im Vergleich erträglichen Wert von 2,2 % an. Wendet man diese Stress-Verlustraten auf die heutigen erwarteten Verzinsungen an, erhöht sich die Mehrrendite gegenüber Hochzinsanleihen deutlich, verringert sich allerdings im Vergleich zu Unternehmensanleihen mit Investment Grade.



In Summe zeigt sich unseres Erachtens damit eine komfortable Illiquiditätsprämie. Für Hochzinsanleihen könnte die Handelbarkeit dabei überschätzt werden. Denn während der Zweitmarkthandel durch das Eigenhandelsverbot (Volcker Rule) eingeschränkt wurde, ist der Primärmarkt im Zuge von Quantitative Easing beträchtlich

angewachsen. Da der überwiegende Teil der Papiere heute bei institutionellen Investoren liegt, könnte gerade bei angespannten Märkten ein Anleiheverkauf bestenfalls zu erheblichen Abschlägen möglich sein.

Ebenfalls zu bedenken ist, dass Anleihen üblicherweise mit einem festen Kupon ausgestattet sind, so dass ihr Wert einem Zinsänderungsrisiko unterliegt. Gerade in einem Umfeld tendenziell eher steigender Zinsen könnten daher Kursverluste drohen. Bei den von Direct-Lending-Fonds gehaltenen Krediten hingegen ist dieses Risiko aufgrund der grundsätzlich variablen Verzinsung vernachlässigbar. Ein steigendes Zinsniveau bedeutet auf der anderen Seite für die Kreditnehmer einen höheren Kapitaldienst; vor dem Hintergrund der stabilen Konjunktur und der voraussichtlich überschaubaren Zinsschritte sollten die Kreditnehmer die höhere Belastung unseres Erachtens allerdings gut bewältigen können.

Insgesamt erscheint uns ein Investor mit einer Anlage in Direct Lending vergleichsweise defensiv positioniert und dennoch in der Lage, auch zukünftig attraktive risikoadjustierte Renditen zu erzielen. Auch wenn historische Werte keine Garantie für die Zukunft geben können, sprechen unseres Erachtens insbesondere die Seniorität der Ansprüche und der Eigenkapitalpuffer dafür, dass die Ausfallrisiken auch künftig moderat sein werden.

Beteiligungen: Maßnahmen

Maßnahme 1 Private Equity: Kapitalzusagen sollten im Rahmen eines systematischen Portfolioaufbaus über die Auflagejahre ausgewogen erfolgen, da eine taktischen Allokationsoptimierung kaum möglich ist.
Aufgrund unserer Einschätzung, dass Private Equity langfristig attraktive Renditen erwirtschaftet, empfehlen wir weiterhin einen systematischen Aufbau einer Allokation. Gleichmäßigen Kapitalzusagen über die Auflagejahre kommt dabei eine besondere Bedeutung zu.

Wir halten es allein schon aufgrund der hohen Zeitverzüge zwischen Zusage, Abruf und Rückfluss von Kapital nicht für möglich, Kapitalzusagen taktisch zeitlich zu optimieren. Insbesondere gilt Vorsicht, in vermeintlich guten Zeiten nicht zu hohe und in vermeintlich schlechten Zeiten nicht zu geringe Zusagen zu tätigen.

Taktische Allokationsänderungen bei geschlossenen Strukturen im Bestand halten wir vor dem Hintergrund der Illiquidität und der typischen Beteiligungsgrößen unserer Mandanten für nicht praktikabel und nicht empfehlenswert.

Maßnahme 2 Private Equity: Im Rahmen von Neuallokationen sollte der Fokus tendenziell stärker auf Mittelstands-Private-Equity-Fonds liegen.
Private Equity bietet für kleinere und mittlere Unternehmen unseres Erachtens eine sinnvollere Corporate-Governance-Struktur als öffentliche Kapitalmärkte. Somit bietet Private Equity insbesondere in diesem Größensegment – signifikant unterhalb typischer Kapitalmarktgrößenordnungen – ein Alleinstellungsmerkmal, wodurch ein sinnvoller Diversifikationsnutzen erreicht werden kann. Zudem halten wir das Mittelstandssegment für zurzeit noch weniger wettbewerbsintensiv. Insbesondere größere Kapitalsammelstellen konzentrieren zur Komplexitätsreduktion ihre Allokationen auf sogenannte „Large-Cap-Manager“

Maßnahme 3 Listed Private Equity: Bei Relevanz der individuellen Vorteile von LPE könnte der Erwerb von Aktien eines diversifizierten Dachfonds erwogen werden, wobei volatile Marktphasen attraktive Eintrittszeitpunkte bieten können.
LPE bietet insbesondere Komplexität scheuenden Anlegern eine Alternative mit grundsätzlicher Flexibilität bei der Haltedauer. Die Flexibilität kann auch für etablierte Investoren ein Argument sein, um eine taktische Allokationsmasse aufzubauen. Auch Investoren, die daran interessiert sind, möglichst schnell ein Exposure zu einem Portfolio aus unternehmerischen Beteiligungen zu erreichen, bietet LPE eine valide Investitionsopportunität. Temporäre Ausweitungen der Abschläge zum NAV, die im Zusammenhang mit allgemeiner Volatilität an den Aktienmärkten auftreten können, bieten möglicherweise günstige Einstiegszeitpunkte. Daher sollten LPE-interessierte Investoren die Entwicklung dieser Assetklasse verfolgen.

Maßnahme 4 Private Debt: Es sollte geprüft werden, inwieweit Direct Lending einen Teil der Anleihe-Allokation

substituieren kann, und gegebenenfalls eine entsprechende Position aufgebaut werden.

Direct Lending bietet unseres Erachtens im Vergleich zu anderen defensiven Anlageformen eine attraktive risikoadjustierte Rendite bei laufenden Erträgen. Sofern Anleger einen Teil ihres in Anleihen investierten Vermögens auch längerfristig binden können, empfehlen wir daher eine gewisse Umschichtung in das Segment Direct Lending zu eruieren. Dabei sollte Augenmerk auf eine hohe Risikokontrolle bei den Investmentstrategien möglicher Asset Manager und auf eine hohe Diversifikation gelegt werden.

Strategiebeitrag Beteiligungen 2017

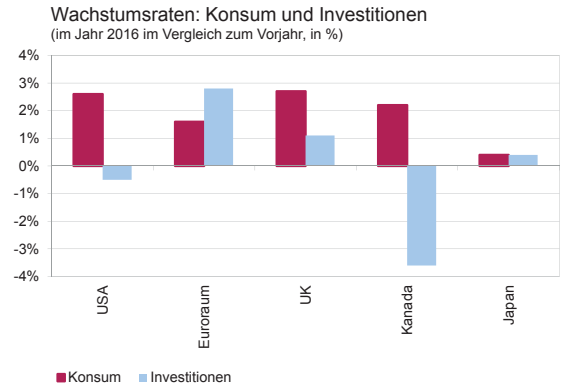
Über direkte und indirekte Eigenkapitalbeteiligungen können attraktive unternehmerische Renditen erwirtschaftet werden. Private Equity erschließt dem weniger unternehmerischen und breit diversifizierten Investor die Möglichkeit, sinnvoll in kleinere und mittlere Unternehmen zu investieren, wodurch das Gesamtportfolio zusätzlich diversifiziert werden kann. Auf der Fremdkapitalseite können über Direct Lending im Mittelstandssegment attraktive laufende Erträge bei gleichzeitig moderaten Ausfallwahrscheinlichkeiten erwirtschaftet werden.

JAHRESRÜCKBLICK

Konjunktur und Geldpolitik: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Im Jahr 2016 wird der Konsum der wesentliche Wachstumstreiber der Weltwirtschaft sein, während die Investitionen unter dem Einbruch der Rohstoff- und Energiepreise leiden. (✓)

Das Umfeld niedriger Zinsen hat dem Konsum im Jahr 2016 weiter Auftrieb verliehen. Hinzu kam, dass es auf den wichtigen Märkten in Europa und den USA zu weiteren Rückgängen der Arbeitslosigkeit kam. So ist die Erwerbslosenquote mit 4,6 % in den USA nahe der Vollbeschäftigung und hat in Europa mit 9,8 % das erste Mal seit 2011 wieder die Zehnprozentmarke unterschritten. Dementsprechend ist die Stimmung unter den Verbrauchern auf einem sehr hohen Niveau und hat in den USA sogar wieder Werte angenommen, die seit der Finanzmarktkrise nicht gesehen wurden. Dies zeigt sich in einem stabilen Konsumwachstum im abgelaufenen Jahr.

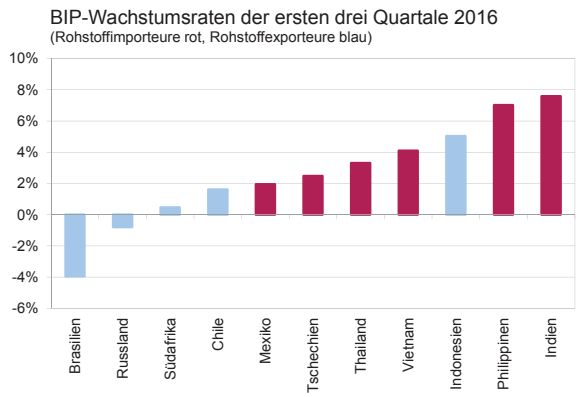


Etwas differenzierter sieht es bei den Investitionen aus. So waren deren Steigerungsraten im Vergleich zum Konsumwachstum auf vielen Märkten, wie von uns erwartet, relativ schwach oder sogar negativ. Die Ausnahme bildete allerdings der Euroraum. Hier konnte die Steigerungsrate der Investitionen mit einem Wert von 2,7 % die Konsumsteigerungen von 1,6 % klar übertreffen.

Zum Jahresende hat sich das Investitionsumfeld zudem wieder verbessert, da die Rohstoffpreise auf Jahressicht wieder deutlich gestiegen sind. Diese Erholung sollte auch die Investitionsbereitschaft vor allem im Energiesektor wieder zurückkehren lassen. Ein Indiz dafür ist zum Beispiel die Anzahl aktiver Öl- und Gasbohrtürme in den USA. Diese hat sich von 404 Förderstätten im Mai bis zum Jahresende bereits wieder auf 653 erhöht.

These 2 für 2016: Viele rohstoffexportierende Schwellenländer werden in der Rezession verharren oder in eine geraten, einige rohstoffimportierende Schwellenländer werden jedoch positiv überraschen. (✓)

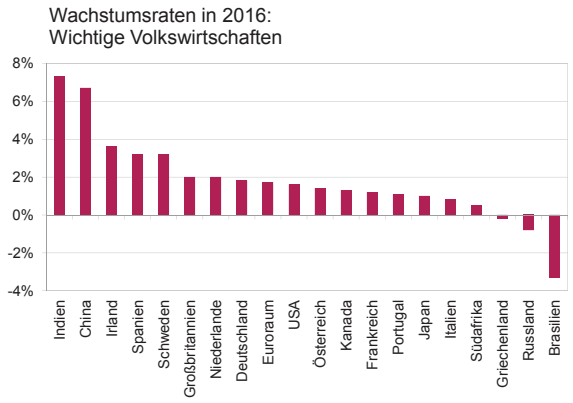
Für viele rohstoffexportierende Länder war das Jahr 2016 zwar nicht einfach, der starke Anstieg der Rohstoffpreise ab März konnte den meisten aber helfen, eine Rezession zu vermeiden. Viele von ihnen konnten sich ein geringes Wachstum sichern. Einzig Brasilien und Russland befinden sich noch in der Rezession. Dem gegenüber stehen jedoch die rohstoffimportierenden Länder, die deutlich höhere Steigerungsraten erzielen konnten und somit, wie von uns erwartet, von den geringeren Energiekosten profitieren konnten.



These 3 für 2016: Das Weltwirtschaftswachstum wird im Jahr 2016 etwas niedriger als im Vorjahr ausfallen. ✓

Für das Gesamtjahr 2016 liegen bisher noch keine endgültigen Zahlen vor. Als Annäherung dient die Entwicklung der größten 20 Industrieländer, die für über 80 % des Welt-BIP stehen. In den ersten drei Quartalen des Jahres

2016 beträgt das Wachstum der G20-Staaten auf Jahressicht 2,9 %. Über das Gesamtjahr 2015 konnte hier laut OECD eine Steigerungsrate von 3,3 % erreicht werden. Auch wenn die gute Konjunkturlage eigentlich für ein starkes viertes Quartal spricht, haben Sondereffekte, wie zum Beispiel Probleme bei der Währungsumstellung in Indien, negative Einflüsse auf bedeutende Volkswirtschaften gehabt. Insgesamt deutet alles darauf hin, dass die Wachstumsrate des Weltwirtschaftswachstums von 2015 nicht wieder erreicht wurde. Dementsprechend sollte auch auf globaler Gesamtbasis das Wachstum in 2016 unter dem Wert von 3,1 % aus dem Jahr 2015 gelegen haben. Die OECD geht aktuell von einer Steigerung des Welt-Bruttoinlandsproduktes in Höhe von 2,9 % für das Jahr 2016 aus.

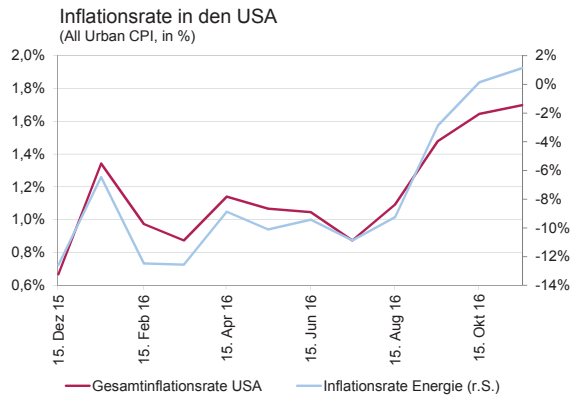


These 4 für 2016: Die US-Arbeitslosenquote wird nur noch etwas sinken und zum Jahresende die Marke von 4,6 % erreichen. Die Lohnzuwächse steigen sukzessive an, bleiben aber moderat. ✓

Die US-Arbeitslosenquote ist im Verlauf des Jahres 2016 weiter gesunken und hat zum Jahresende den Wert von 4,7 % erreicht, nachdem diese im November mit 4,6 % den Jahrestiefpunkt markiert hatte. Die weiter gesunde Nachfrage nach Arbeitskräften bei einem immer geringer werdenden Angebot hat die Löhne mit einer Jahreswachstumsrate von rund 2,4 % wie von uns prognostiziert zwar nur moderat, aber immerhin oberhalb der Inflationsrate steigen lassen.

These 5 für 2016: Die US-Inflationsrate bleibt die meiste Zeit unter der Marke von 2 %. ✓

Die Inflationsrate in den USA konnte über den gesamten Jahresverlauf 2016 die von der US-amerikanischen Zentralbank angestrebte Teuerungsrate von 2 % nicht erreichen. Allerdings gab es in der zweiten Jahreshälfte einen Aufwärtstrend, der vor allem mit einem Abschwächen des Negativtrends bei den Energiepreisen zu begründen ist. Während diese in der ersten Jahreshälfte noch Preisrückgänge von 10 % und mehr zu verzeichnen hatten, steigen sie mittlerweile wieder leicht an. Die Kerninflationsrate, welche die Preise von Energie und Nahrungsmitteln bei der Berechnung der Teuerungsrate außen vor lässt, ist im Jahr 2016 dagegen relativ konstant geblieben.



These 6 für 2016: Die US-Notenbank erhöht die Zinsen nur sehr vorsichtig um bis zu zwei Schritte auf maximal 1 %. ✓

Entgegen der zum Jahresanfang 2016 in Aussicht gestellten vier Leitzinserhöhungen hat die US-amerikanische Fed die Leitzinsen im Jahr 2016 nur einmal auf jetzt 0,5 %–0,75 % erhöht. Der Grund hierfür lag in der ersten Jahreshälfte vor allem in aufkommenden Konjunktursorgen. Nach einer Verschlechterung der US-Wirtschaftsdaten sowie negativen Revisionen des Weltwirtschaftswachstums wollte die Zentralbank das fragile Wachstum nicht durch Zinserhöhungen gefährden. In der zweiten Jahreshälfte sorgte trotz einer deutlichen Verbesserung der Konjunkturaussichten vor allem der weiterhin geringe Preisdruck für Zurückhaltung bei der Zentralbank.

So nähert sich der Arbeitsmarkt zwar weiter der Vollbeschäftigung an, die eher moderate Lohnentwicklung verhindert aber weiterhin einen stärkeren Preisdruck.

These 7 für 2016: Die US-Wirtschaft wird mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,2 % weiter wachsen. –

Die US-Wirtschaft ist im Jahr 2016 mit einer Rate von 1,6 % gewachsen. Unser Prognoseziel von 2,2 % wurde daher um 0,6 Prozentpunkte unterboten. Der Hauptgrund hierfür ist in der schwachen Entwicklung der Investitionen zu finden. So konnte zwar der Konsum mit einer Wachstumsrate von 2,6 % aufgrund der weiteren Verbesserungen am US-amerikanischen Arbeitsmarkt ordentlich zulegen. Dies war allerdings nicht ausreichend, um für das Wachstumsziel von 2,2 % das Minus bei den Investitionen in Höhe von 0,5 % zu kompensieren. Zum Jahresende gab es aufgrund der Erholung der Rohstoffpreise aber auch hier wieder positive Signale. So war zum Beispiel das Wachstum im dritten Quartal mit einer annualisierten Rate von 3,4 % überdurchschnittlich stark.

These 8 für 2016: China erlebt im ersten Halbjahr 2016 eine spürbare Wachstumsdelle. Mit Hilfe einer lockeren Geldpolitik erholt sich die chinesische Wirtschaft im Jahresverlauf jedoch wieder. Das BIP-Wachstum wird bei 6,5 % liegen. (✓)

Auch wenn die fundamentale Lage in China weiterhin schwierig ist, da das Land unter Überkapazitäten und einer hohen Verschuldung der Staatsunternehmen zu leiden hat, konnte im abgelaufenen Jahr ein Wachstum von 6,7 % erzielt werden. Dies lag 0,2 Prozentpunkte oberhalb unserer Prognose. Die von uns erwartete Wachstumsdelle im ersten Halbjahr ist nicht eingetreten, da die chinesische Regierung rechtzeitig mit einer lockeren Geldpolitik gegengesteuert hat. Dies zeigt sich an einer deutlichen Ausweitung der Geldmenge um über 20 % im Vergleich zum Vorjahr.

These 9 für 2016: Die EZB wird ihre Geldpolitik expansiver gestalten. Dies wird eine Verlängerung der Laufzeit des Anleiheaufkaufprogramms und eine weitere Senkung des Einlagenzinssatzes auf -0,4 % bis -0,5 % einschließen. ✓

Die EZB hat wie von uns erwartet ihre Geldpolitik im Jahr 2016 noch expansiver gestaltet. So wurde auf der EZB-Sitzung am 16. März beschlossen, den Einlagenzinssatz auf -0,4 % abzusenken. Zusätzlich wurden der Leitzins auf 0,0 % und der Spitzenrefinanzierungssatz auf 0,25 % reduziert. Auch wurde das Anleiheaufkaufprogramm um 20 Mrd. Euro pro Monat auf 80 Mrd. Euro ausgeweitet und um Käufe von Unternehmensanleihen ergänzt. Zum Jahresende auf der Sitzung im Dezember wurde weiterhin beschlossen, das Anleiheaufkaufprogramm mindestens bis zum Dezember des Jahres 2017 weiterlaufen zu lassen und die Restriktionen bezüglich der Aufkaufbedingungen von Anleihen zu lockern.

These 10 für 2016: Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im Jahr 2016 um 1,6 % zulegen. ✓

Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum hat im Jahr 2016 um 1,6 % zugelegt. Die größten Wachstumsraten konnten mit 2,8 % die Investitionen verzeichnen, die besonders von den niedrigen Zinsen profitieren.

These 11 für 2016: Die Euro-Krise wird im Jahr 2016 trotz politischer Unsicherheiten um Griechenland, Portugal und Spanien nicht wieder akut werden. ✓

Obwohl das Jahr 2016 im Zeichen politischer Unsicherheiten und Risiken stand, traten die Probleme der drei Länder Griechenland, Portugal oder Spanien vermehrt in den Hintergrund. Vielmehr sorgten das Brexit-Votum sowie die Wahl Donald Trumps für Unsicherheiten. Auch ein gescheitertes Verfassungsreferendum sowie der kriselnde Bankensektor in Italien beunruhigten die Märkte. Zu einem Ausbruch der Eurokrise ist es jedoch nicht wieder gekommen. So konnten einige der Sorgenkinder auch Verbesserungen vorweisen.

In Spanien konnte der wirtschaftliche Aufschwung weiter fortgesetzt werden. Auch die politischen Risiken sind deutlich zurückgegangen, da sich die beteiligten Parteien einigen konnten und es zu einer Regierungsbildung unter dem Ministerpräsidenten Rajoy gekommen ist. Ebenso befindet sich Griechenland weiter in der Umsetzung der Reformen. Auch wenn hier noch ein weiter Weg zu gehen ist, sind die Anstrengungen zumindest ausreichend, um den Geldgebern der EU und des IWF zu genügen. In Portugal bleiben die Risiken aufgrund der fehlenden Reformbereitschaft weiter erhöht, aber zumindest ist das Verschuldungsniveau gemessen am Bruttoinlandsprodukt nicht signifikant weiter angestiegen. Auch das Investment Grade-Rating des Landes, von dem die Teilnahme am Anleiheaufkaufprogramm der EZB abhängt, wurde von der Agentur DBRS mit einem stabilen Ausblick bestätigt.

These 12 für 2016: In Deutschland wird das Bruttoinlandsprodukt um 1,6 % zulegen und dabei maßgeblich vom privaten Konsum gestützt werden. (✓)

Das Bruttoinlandsprodukt ist in Deutschland im Jahr 2016 mit 1,9 % um 0,3 Prozentpunkte stärker gestiegen als von uns prognostiziert. Wie von uns erwartet, war der Konsum mit einer Wachstumsrate von 2,0 % der Hauptwachstumstreiber.

Devisenmarkt: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Wir erwarten zum Jahresende einen US-Dollar-Kurs von 1,05 US-Dollar je Euro. ✓

Der US-Dollar beendete das Jahr 2016, wie von uns erwartet, bei einem Kurs von 1,05 EUR/USD. Der Wechselkurs des US-Dollar zum Euro wurde dabei fast ausschließlich von der Notenbankpolitik bestimmt. So hat die Zinsdifferenz zwischen den Märkten in Europa und den USA abermals zugenommen. Wie von uns erwartet, hat die Europäische Zentralbank ihre expansive Geldpolitik nochmals ausgeweitet. Durch ihre Anleihekäufe hat die EZB dabei zum ersten Mal zwischenzeitlich sogar die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in den negativen Bereich gedrückt. Auf US-amerikanischer Seite hat die Notenbank zwar nur eine anstatt der zum Anfang des letzten Jahres in Aussicht gestellten vier Leitzinserhöhungen durchgeführt, dennoch reichte die Aussicht auf weitere Zinsanhebungsschritte im Jahr 2017 aus, um die Renditen auf US-amerikanische Staatsanleihen zum Jahresende deutlich ansteigen zu lassen.

Wichtig dabei ist, dass nicht nur die nominale Zinsdifferenz angestiegen ist, sondern auch der Unterschied der Realzinsen. Das heißt, US-amerikanische Staatsanleihen und damit US-Dollar-Investments sind nicht nur nominal, sondern auch kaufkraftadjustiert relativ zu Anlagen in Bundesanleihen attraktiver geworden.

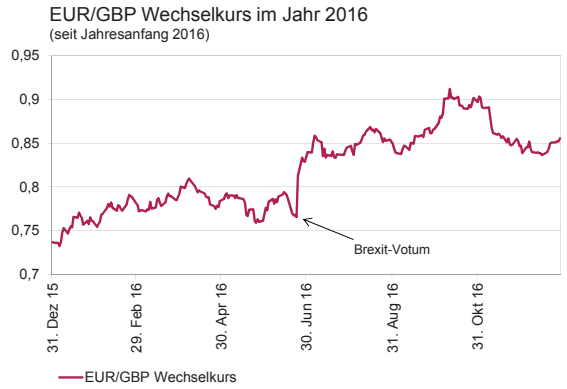
These 2 für 2016: Wir erwarten zum Jahresende einen Kurs des Britischen Pfund von 0,78 EUR/GBP. –

Das Britische Pfund hat im Jahresverlauf 2016 rund 14 % gegenüber dem Euro verloren und mit einem Kurs von 0,85 Britischen Pfund je Euro schwächer als von uns erwartet das Jahr beendet.

Der Hauptgrund für die Abweichung war, dass wir nicht mit einem Abstimmungsergebnis zum Austritt aus der EU gerechnet hatten. Das Brexit-Votum führte zu großen Unsicherheiten darüber, wie die zukünftigen Beziehungen des Vereinigten Königreichs zur EU ausgestaltet werden. Diese Unsicherheit hemmt zunächst Investitionen und

macht das Vereinigte Königreich bei einer möglichen Einschränkung des Freihandels mit der Europäischen Union vor allem für Unternehmen aus Übersee als Standort weniger attraktiv.

Als direkte Folge der Abstimmung kam es zu Kapitalabflüssen aus dem Land. Zudem wurden aufgrund erwarteter Einschränkungen des Freihandels die Inflationserwartungen für Großbritannien deutlich nach oben angepasst. Statt einer zu Jahresanfang teilweise eingepreisten Zinserhöhung durch die Bank of England kam es umgekehrt zu einer Zinssenkung im Anschluss an das Brexit-Votum, was sich ebenfalls negativ auf das Britische Pfund auswirkte.



Im Ergebnis hat das Britische Pfund stark an Attraktivität verloren, was sich in einer deutlichen Abwertung der Währung bemerkbar machte.

These 3 für 2016: Der Schweizer Franken wird zum Jahresende bei 1,07 EUR/CHF liegen. ✓

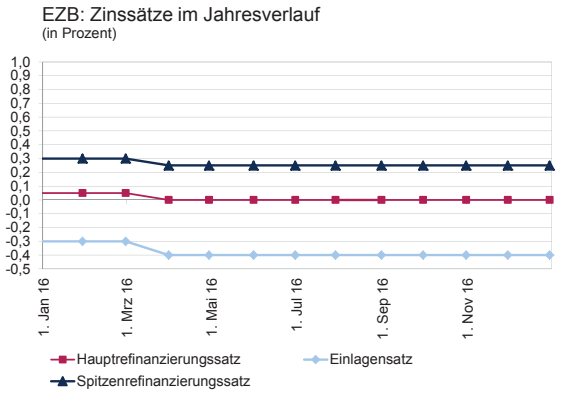
Der Schweizer Franken fungierte auch im Jahr 2016 als Hort der Sicherheit und war insbesondere in den Phasen der größten politischen Unsicherheit gefragt. So konnte die Währung über Jahressicht leicht auf 1,07 Schweizer Franken je Euro aufwerten. Weiterem Aufwertungsdruck hat die Schweizer Nationalbank unseren Erwartungen entsprechend durch Interventionen an den Devisenmärkten entgegengewirkt. Darauf deuten die Devisenreserven der Schweizer Nationalbank hin. Alleine in den ersten neun Monaten des Jahres stiegen diese im Vergleich zum Ende des letzten Jahres um knapp 11 % an.

Geldmarkt: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Die EZB wird den Leitzinssatz nicht verändern und auf dem aktuellen Niveau belassen. Aber sie wird eine weitere Senkung des Einlagenzinssatzes auf -0,4 % bis -0,5 % vornehmen. (✓)

Die EZB hat auf die stark deflatorischen Tendenzen zu Jahresbeginn mit einer Senkung der Zinsen reagiert. Dabei hat sie nicht nur, wie von uns erwartet, den Einlagensatz weiter abgesenkt, sondern auch den Spitzenrefinanzierungssatz und den Hauptrefinanzierungssatz reduziert. Die Senkung des Einlagenzinssatzes auf -0,4 % fiel allerdings mit 10 Basispunkten kräftiger aus als die Reduzierung der beiden anderen Zinssätze um jeweils 5 Basispunkte.

Durch die Absenkung der Notenbankzinsen gaben die Renditen sehr kurzlaufender Bundesanleihen weiter nach. Kurzlaufende Bundesanleihen rentieren zum Jahresende bei nur noch etwa -1 %. Mit der Entscheidung vom Dezember 2016, auch Titel mit einer geldmarktnahen Laufzeit von ein bis zwei Jahren zu erwerben, hat sich der Renditerückgang im Geldmarktbereich nochmals fortgesetzt.



Rentenmarkt: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende auf 0,9 %. —

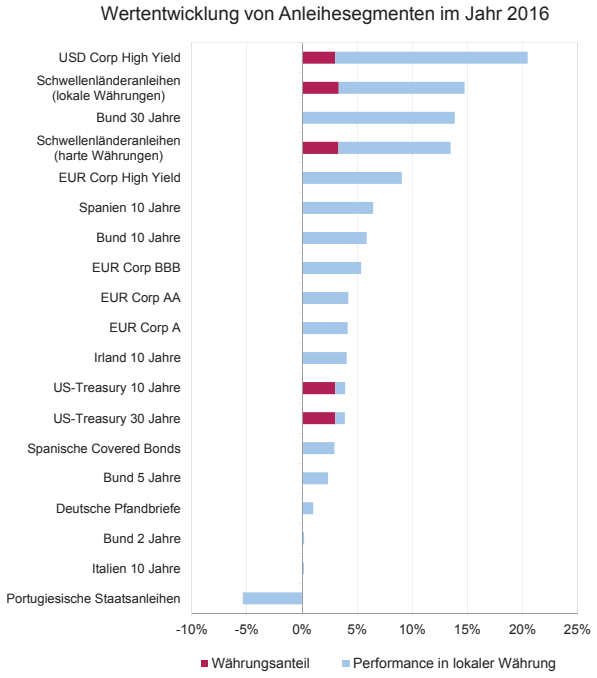
Bundesanleihen rentierten zum Jahresende bei 0,2 %. Unsere Prognose war somit ein gutes Stück vom Jahresendwert entfernt. Vor allem die stark deflatorischen Tendenzen zum Jahresanfang 2016 haben dazu geführt, dass Anleger Bundesanleihen als Schutz vor fallenden Preisen erworben haben. Die Nachfrage nach Sicherheitsinvestments wurde zudem dadurch spürbar erhöht, dass im ersten Quartal die Stabilität der Deutschen Bank angezweifelt wurde und selbst ein großer Rohstoffförderer wie Glencore stark unter Druck geriet.

Die EZB hat auf die deflatorische Entwicklung mit einer noch expansiveren Gestaltung ihrer Geldpolitik reagiert und im März beschlossen, die monatlichen Aufkäufe von Anleihen aus dem Euroraum um 20 Mrd. Euro auf 80 Mrd. Euro zu erhöhen. Dies hat dazu geführt, dass die Renditen bis zur Jahresmitte stetig gefallen sind. Mit dem Brexit am 23. Juni wurde schließlich der Kapitalmarkt auf dem falschen Fuß erwischt. Anleger steuerten in der Folge den sicheren Hafen der Bundesanleihen an und trieben die Renditen auf Rekordtiefstände. Zehnjährige Bundesanleihen notierten zwischenzeitlich mit -0,21 % im negativen Bereich. Erst zum Jahresende konnten die Renditen wieder ansteigen.

These 2 für 2016: Die Entwicklung von Peripherieanleihen verläuft heterogen. Während Anleihen Italiens und Irlands profitieren, können sich die Renditeaufschläge bei Anleihen Portugals und Spaniens nicht weiter einengen. (✓)

Aufgrund der politischen Unsicherheiten in Spanien und Portugal haben, wie von uns erwartet, keine weiteren Spreadeinengungen bei Anleihen der beiden Länder stattgefunden.

Irische Titel wiesen im zehnjährigen Bereich nur einen leichten Anstieg der Spreads auf und konnten von den sinkenden Zinsen profitieren. Bei Italien war unsere Prognose zu optimistisch. Hier kam es entgegen unseren Erwartungen zu einem spürbaren Anstieg bei den Anleihespreads. Vor allem das zu erwartende Nein der Italiener zur Verfassungsreform und der erfolgte Rücktritt Renzis haben den Markt verunsichert. Trotz der Spreadausweitung konnten italienische Staatsanleihen aufgrund des Zinsrückgangs im Euroraum einen kleinen positiven Ertrag erzielen. Insgesamt verlief die Entwicklung bei Peripherieanleihen wie erwartet heterogen.



These 3 für 2016: Die Spreads von Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade-Bereich stabilisieren sich auf den aktuellen Niveaus. ✓

Bei Unternehmensanleihen war die Entwicklung, wie von uns erwartet, überwiegend seitwärts gerichtet. Unternehmensanleihen mit einem AA- und einem A-Rating konnten das Spreadniveau nahezu eins zu eins halten, während Anleihen mit einem Rating von BBB minimale Spreadeinengungen erzielen konnten. Unternehmensanleihen profitierten stark von der Aufnahme in das Anleiheaufkaufprogramm. Die politischen Sorgen und der am Jahresende einsetzende Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus verhinderten aber einen Spreadrückgang.

These 4 für 2016: Europäische High Yield-Unternehmensanleihen erbringen eine Rendite im unteren einstelligen Bereich. —

Hier waren wir zu Jahresbeginn 2016 zu vorsichtig gestimmt. High Yield-Anleihen gehörten im Jahr 2016 im Rentenbereich zu den attraktivsten Investments. Allerdings waren in den ersten Wochen des Jahres 2016 spürbare Kursverluste zu verzeichnen, da die Krise vieler Rohstoffproduzenten und die Sorgen um die Schwellenländer die Anleger zu sichereren Investments greifen ließ.

Zinsrückgänge und der Anlagenotstand waren danach aber die beiden Performancetreiber. Als sich abzeichnete, dass der Ölpreisrückgang gestoppt war, suchten Anleger im Umfeld niedriger Zinsen nach Anlagen, die eine höhere Verzinsung versprachen. Da ab März die EZB auch Anleihen mit einem Split-Rating kaufte, profitierte das Segment von der lockeren Geldpolitik der EZB nicht nur indirekt, sondern auch direkt.

These 5 für 2016: Schwellenländeranleihen werden unter den niedrigen Rohstoffpreisen leiden. In Teilmärkten wird es zu deutlichen Kursverlusten kommen. —

Die Einschätzung, wonach Anleihen vieler Schwellenländer deutliche Kursverluste erleiden, hat sich nicht bestätigt. Lediglich zu Jahresbeginn gab es teils sehr kräftige Kursrückschläge bei einigen Schwellenländeranleihen, welche aber schnell wieder aufgeholt werden konnten. Dies betraf vor allem Länder, die besonders stark von Erdölexporten abhängen. Auf Jahressicht gehörten Schwellenländeranleihen sowohl in harter als auch in lokaler Währung trotz US-Dollar-Stärke und politischen Unsicherheiten zu den Gewinnern des Jahres.

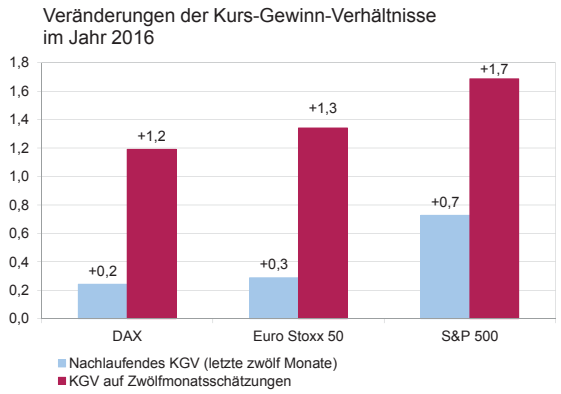
These 6 für 2016: Inflationsindexierte Anleihen und Floater werden im Umfeld rückläufiger Inflationserwartungen und weiterer Zinssenkungen keine Outperformance zu nominalen Bundesanleihen erbringen. (✓)

Während Floater aufgrund der expansiven Geldpolitik der EZB gegenüber festverzinslichen Wertpapieren eine schwächere Wertentwicklung verzeichneten, haben inflationsindexierte Anleihen, nachdem sie das ganze Jahr über hinter ihren nominalen Pendants lagen, am Jahresende spürbar von den steigenden Inflationserwartungen profitiert und konnten auf Jahressicht etwa einen Prozentpunkt mehr Performance als ihre nominalen Pendants erbringen.

Aktienmarkt: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der drei Aktienindizes DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 werden steigen. ✓

Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) der drei Aktienindizes sind im Jahr 2016 angestiegen. Dies gilt insbesondere für die nachlaufenden KGV, die den Kurs des Index ins Verhältnis zu den realisierten Gewinnen der letzten zwölf Monate setzen.

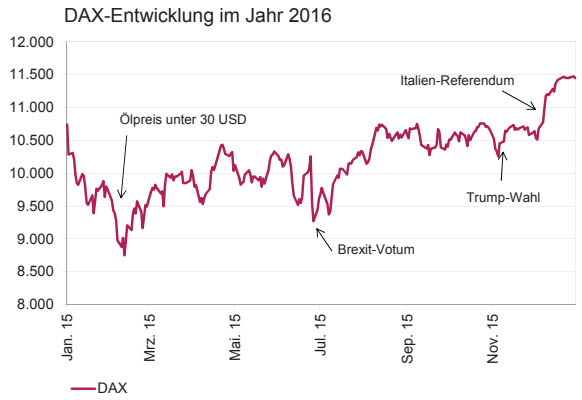


Die Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren ist in den USA besonders ausgeprägt und der Hauptgrund für die auf Jahressicht gute Aktienmarktentwicklung. Denn die Gewinne der Unternehmen aus dem S&P 500 stiegen im Jahr 2016 deutlich langsamer als die Aktienkurse.

Auf europäischer Seite sorgten unter anderem das Brexit-Votum, das Erstarken von rechtspopulistischen Parteien sowie die Bankenkrise und das Verfassungsreferendum in Italien für erhöhte politische Risiken und Unsicherheiten, was höhere Risikoabschläge zur Folge hatte. Eine weitere Ausdehnung der Bewertungsmultiplikatoren über das aktuelle Niveau hinaus wurde hierdurch verhindert. Dennoch stiegen die Bewertungen auch in Europa an.

These 2 für 2016: Wir erwarten den DAX zum Jahresende 2016 bei 11.500 Punkten. ✓

Der DAX hat zum Jahresende 2016 bei 11.481 Punkten geschlossen, was sehr nahe an unserer Prognose aus dem Vorjahr liegt. Einzig in den zu Grunde liegenden Annahmen gab es kleine Abweichungen von unseren Schätzungen. So beruhte ein Teil unseres prognostizierten DAX-Anstieges auf zu erwartenden Gewinnanstiegen und ein weiterer Part auf einer Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren. Rückblickend lässt sich hierzu festhalten, dass der Aktienmarktanstieg jedoch weniger mit der Gewinnentwicklung als vielmehr mit einer Erhöhung der Bewertungen zu begründen ist. Unsere Prognose einer Dividendenrendite im DAX in Höhe von 3 % für 2016 war zutreffend.

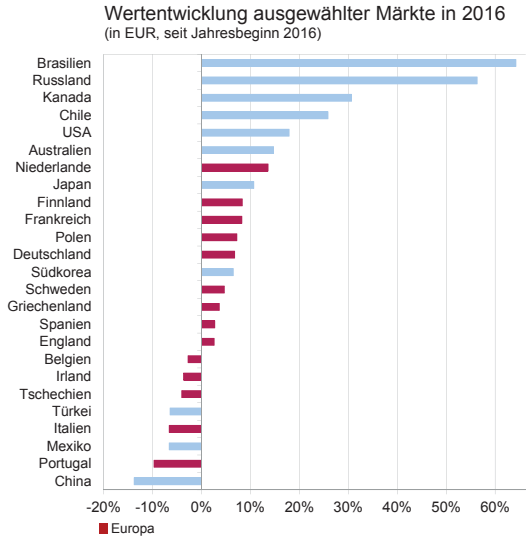


Dabei war die Kursentwicklung von weichenstellenden politischen Entscheidungen geprägt. Erst als mit dem Referendum in Italien Anfang Dezember das letzte große Ereignis des Jahres über die Bühne gegangen war, gelang dem DAX der Ausbruch nach oben. So ist die gesamte positive Wertentwicklung des Jahres dem Monat Dezember zuzuschreiben, da der Index Ende November noch knapp einen Prozentpunkt unter seinem Jahresanfangswert notierte.

These 3 für 2016: Europäische Aktien können unter den Industrieländern überdurchschnittlich hohe Kursgewinne erzielen. —

Unsere Prognose überdurchschnittlich hoher Renditen an den europäischen Aktienmärkten hat sich nicht erfüllt. Die Kursentwicklung europäischer Aktien befand sich im Jahr 2016 eher im Mittelfeld der Industrieländer. Überdurchschnittliche Wertentwicklungen konnten vor allem in rohstofflastigen Ländern erzielt werden, da sich insbesondere die Preise für Energie- und Grundstoffe im Laufe des Jahres stark erholt haben. Selbst wenn die Schwellenländer aus

der Rangliste herausgenommen werden, war die Wertentwicklung im Vergleich zu den Märkten Nordamerikas oder Australiens in Europa aus Sicht eines Euro-Investors deutlich schwächer. Dabei kann die stärkere Kursentwicklung in anderen Industrieländern nicht allein auf Währungseffekte reduziert werden.



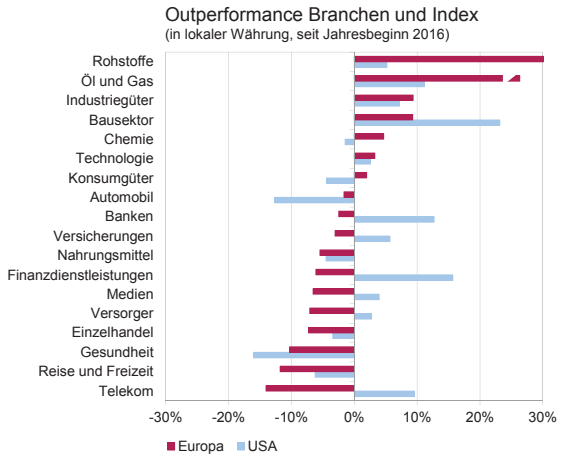
Denn auch bei einer Berechnung der Wertentwicklungen in den jeweiligen lokalen Währungen ändert sich das Länderranking für 2016 kaum. Einzig bei den Märkten in Brasilien, Russland, Großbritannien, der Türkei und Mexiko gab es sehr starke Währungseffekte. Während diese bei Russland und Brasilien die Wertentwicklung aus Sicht eines Euro-Investors nochmal deutlich erhöht haben, haben Abwertungen der jeweiligen Währungen in England, Mexiko und der Türkei die eigentlich positive Aktienmarktentwicklung in diesen Ländern teilweise mehr als überkompensiert und so zu einem schlechteren Ergebnis aus Sicht eines Euro-Investors geführt.

These 4 für 2016: Die Branchen Konsumgüter, Technologie und Telekom werden dank der Nachfrage der Konsumenten eine überdurchschnittliche Kursentwicklung erreichen. Versicherungen könnten zudem von den höheren US-Zinsen profitieren. —

Bei den einzelnen Branchen hat sich im Jahr 2016 eine sehr unterschiedliche Entwicklung zwischen den US-amerikanischen und den europäischen Aktienmärkten gezeigt. So waren auf europäischer Seite die mit Abstand am besten laufenden Branchen der Rohstoffsektor sowie der Bereich Öl und Gas. In den USA konnte der Bausektor (Construction & Engineering) die beste Wertentwicklung zeigen.

Ähnlich differenziert ist auch das Fazit unserer Branchenprognosen aus dem letzten Jahr. So lagen wir mit unserer überdurchschnittlichen Erwartung für Konsumgüter zwar in Europa richtig, in den USA entwickelte sich dieser Sektor jedoch unterdurchschnittlich. Genau umgekehrt stellt sich das Bild im Telekomsektor dar. Während dieser in Europa die schlechteste aller Branchen im Jahr 2016 war, gehörte er in den USA zu den Spitzenreitern. Wie von uns prognostiziert, konnten zudem die US-Versicherungen von den gestiegenen Zinsen in den USA profitieren und eine überdurchschnittliche Kursentwicklung erzielen. Auf europäischer Seite ist das Zinsniveau über Jahressicht allerdings nochmals gefallen, was sich bei den europäischen Versicherern dann auch in einer unterdurchschnittlichen Jahresentwicklung widerspiegelte. Technologiewerte konnten sich wie erwartet auf beiden Seiten des Atlantiks überdurchschnittlich positiv entwickeln.

Insgesamt hätte die Branchenallokation allerdings keinen echten Mehrwert gebracht.

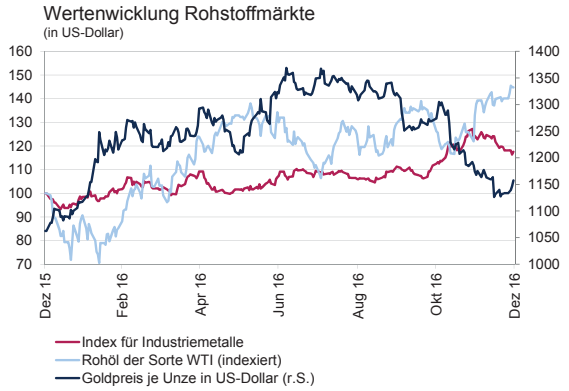


Rohstoffmarkt: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Der Goldpreis wird auf 950 US-Dollar je Unze zum Jahresende fallen. —

Gold profitierte in der ersten Jahreshälfte stark vom Rückgang der Realzinsen in den USA. Die schwache Ölpreisentwicklung und die Konjunktursorgen in den USA und anderen Teilen der Welt haben die Realzinsen spürbar fallen lassen. Anleger haben in den ersten beiden Quartalen die ursprünglich erwarteten drei bis vier Leitzinserhöhungen der US-Notenbank schnell wieder ausgepreist. Der Preis für das gelbe Metall stieg auf über 1.350 US-Dollar je Unze.

Im weiteren Jahresverlauf, als die Delle der konjunkturellen Entwicklung im Herbst überwunden war und sich viele Frühindikatoren spürbar aufhellten, kamen die Zinsfantasien wieder zurück. Den Goldpreis hat dies belastet und in die Nähe des Ausgangswertes des Jahres 2016 zurückgeführt. Zum Jahresende lag der Goldpreis bei 1.148 US-Dollar je Unze und damit deutlich über unserem Prognosewert.



These 2 für 2016: Die Preise von Diamanten sollten etwas weniger an Wert verlieren als der Goldpreis. —

Die Preise von Diamanten haben im Jahr 2016 etwa 5 %, in US-Dollar gerechnet, an Wert verloren. Der Goldpreis konnte dagegen zulegen. Dabei haben Diamanten nicht wie Gold von den sinkenden Realzinsen profitiert. Gold konnte dagegen von seiner Funktion als sicherer Hafen und seiner hohen Liquidität profitieren. Für Investoren außerhalb des US-Dollar-Währungsraums haben sich Diamanten dadurch verteuert, was die Nachfrage gesenkt haben dürfte.

These 3 für 2016: Das hohe Überangebot an Rohöl wird im Jahr 2016 abgebaut werden, woraufhin sich der Rohölpreis wieder auf 38 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI erhöhen wird . (✓)

Als richtige Prognose stellte sich heraus, dass wir mit einem Abbau des Überangebots am Rohölmarkt gerechnet haben. Unterschätzt haben wir allerdings die hohe Preisdynamik, die aufkam, als vor allem die US-amerikanischen Rohölproduzenten Angebote aus unkonventioneller Produktion vom Markt nahmen. Dass sich die OPEC mit führenden Nicht-OPEC-Staaten auf einen Deal zur weiteren Angebotsreduzierung einigen konnte, hatten wir nicht vermutet. Hingegen war unsere Prognose korrekt, dass der Rohölpreis durch eine Angebotsverknappung auf 54 US-Dollar je Barrel steigen würde.

These 4 für 2016: Die Preise von Industriemetallen werden im neuen Jahr dank einer gekürzten Produktion und anziehender Nachfrage wieder im hohen einstelligen Prozentbereich zulegen. (✓)

Industriemetalle konnten im Jahresverlauf um etwa 17,5 % zulegen und damit deutlich stärker als von uns angenommen. Wir hatten zwar eine kräftige Erholung erwartet, jedoch die konjunkturelle Dynamik in vielen Schwellenländern unterschätzt. Vor allem China fragte zunehmend Industriemetalle nach. Dort stiegen die Preise für Immobilien im Jahresverlauf immer weiter an, was die Aussichten im Bausektor aufhellte. Insbesondere dieser Sektor verbraucht sehr viele Industriemetalle. Auch in Teilen Europas sowie in den USA blieb die Baukonjunktur durch die niedrigen Zinsen robust.

Hinzu kam, dass die Minenbetreiber zahlreiche Minen geschlossen haben, die durch den Preisverfall nicht mehr rentabel waren. Dies hat dazu geführt, dass das Überangebot abnahm, was den Preisauftrieb begünstigte.

Hedgefondsmarkt: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Der Markt regulierter alternativer Produkte wird 2016 um 20 % bis 30 % wachsen. –

Der Markt für regulierte alternative Produkte ist auch 2016 weiter gewachsen. Das verwaltete Volumen erhöhte sich mit etwa 4 % jedoch deutlich geringer als erwartet, so dass das starke Wachstum der Vorjahre nicht fortgeführt werden konnte. Mithin scheint nach Jahren starken Wachstums eine Sättigung in dem Wachstum dieses Segmentes einzutreten. Gleichwohl berichten Hedgefonds, dass sich das Interesse neuer Investoren in Europa sehr stark auf das insgesamt noch deutlich kleinere UCITS-Segment konzentriert.

These 2 für 2016: Regulierte alternative Produkte werden mindestens eine ähnlich gute Performance erzielen wie klassische Hedgefonds. –

Ein Vergleich der Wertentwicklung zwischen dem CS Hedge Fund Index und dem LuxHedge Global UCITS Index zeigt für das Jahr 2016 eine etwas schwächere Entwicklung der UCITS Fonds an. Der LuxHedge Global UCITS Index verlor im Zeitraum von Januar bis November 0,6 %, während der CS Hedge Fund Index 0,3 % hinzugewinnen konnte. Somit drehte sich das Bild aus dem Vorjahr, als die UCITS Hedgefonds leicht besser abschneiden konnten.

These 3 für 2016: Sollte es zu größeren Kursverlusten an den Aktienmärkten kommen, werden die alternativen Strategien in diesen Phasen besser abschneiden als ein gemischtes Aktien- und Rentenportfolio. ✓

Das Jahr 2016 begann mit einem unerwarteten Absturz der Aktienmärkte. Gemessen am MSCI World Index gaben die Kurse im Januar um 6 % nach, wobei zwischenzeitlich sogar höhere Verluste zu Buche schlugen. Gemindert durch das Gegengewicht der Anleihen hätte ein gemischtes weltweit ausgerichtetes Portfolio von 50 % Aktien (MSCI World) und 50 % Anleihen (JPM Global Bond Index) im Januar etwa 2,3 % an Wert verloren. Hedgefonds gaben im gleichen Zeitraum – gemessen am CS Hedge Fund Index – lediglich um 1,4 % nach und haben somit besser abgeschnitten. Die Entwicklung einzelner Strategien unterschied sich hierbei deutlich: Event Driven und Long/Short-Equity Funds haben sich im Januar 2016 mit einem Rückgang von jeweils etwa 3 % nicht ausgleichend auf das Portfolio auswirken können. Die übrigen Strategien zeigten zumeist eine leicht negative Entwicklung. Ein echtes Gegengewicht stellten Managed Futures Fonds dar, die in diesem Zeitraum 4 % hinzugewinnen konnten.

These 4 für 2016: Liquide alternative Strategien als Anleiheersatz verbessern die Rendite-Risiko-Charakteristika. (✓)

Obwohl Hedgefonds den schlechten Jahresauftakt 2016 vergleichsweise besser überstanden haben als die gängigen Aktienindizes, war das abgelaufene Jahr insgesamt schwierig. Hedgefondsmanager zeigten sich überwiegend nicht in der Lage, die auf Jahressicht positiven Entwicklungen auf dem Aktien- und Rentenmarkt für ihre Fonds zu nutzen, so dass Hedgefonds eine schwächere Wertentwicklung zeigten als Aktien- oder Renteninvestments. Gleichwohl hat sich die Beimischung von Hedgefonds zum Vermögen für risikoaverse Investoren auch im Jahr 2016 gelohnt. Infolge der niedrigeren und bei Managed Futures gar negativen Korrelation konnte auch 2016 das Risiko für das Gesamtvermögen gesenkt werden. Hätte man im Jahr 2016 von Januar bis November statt eines Portfolios von 50 % Aktien und 50 % Renten in 50 % Aktien, 40 % Renten und 10 % Hedgefonds investiert, so hätte man 0,2 % weniger Rendite erzielt, jedoch gleichfalls 5 % weniger Wertschwankungen für das Gesamtvermögen erlitten.

These 5 für 2016: Die Top-Quartile des Jahres 2016 erzielen Renditen, die zehn Prozentpunkte über dem Durchschnitt liegen. ✓

Eine von Marcard, Stein & Co durchgeführte Auswertung über die Wertentwicklung in 2016 von 3.520 Single Hedgefonds hat die These aus dem Vorjahr bestätigt, dass die mittlere (Median-) Wertentwicklung der 25 % besten Hedgefonds 15,9 % betragen hat. Im Durchschnitt dieser

Datenbank lag der Zuwachs lediglich bei 1,9 %. Dies zeigt, dass die Ergebnisse der Fonds sehr heterogen ausfallen und das Risikoprofil eines einzelnen Fonds sehr deutlich vom jeweiligen Markt abweichen kann.

These 6 für 2016: Long/Short-Fonds sollten im Sog eines positiven Aktienmarktes erneut zu den sich besser entwickelnden Strategien im Jahr 2016 zählen. –

Long/Short-Fonds konnten nicht an die sehr gute Entwicklung der Vorjahre anknüpfen. Das Jahr 2016 war für diese Fonds enttäuschend. Im Wesentlichen haben Long/Short-Fonds in den Monaten Januar, Februar und Juni das schwache Jahresergebnis eingespielt, als die Aktienmärkte stärkere Bewegungen zeigten, die von einer Vielzahl von Marktteilnehmern so nicht antizipiert worden ist.

Convertible Arbitrage Fonds zählten im abgelaufenen Jahr hingegen zu den besten Strategien. Sie legten im vergangenen Jahr von Januar bis November um 6,2 % zu.

Wertentwicklung von Hedgefonds-Strategien seit 2011

Rang	2011	2012	2013	2014	2015	1–11 2016
1	Global Macro 6,4 %	Fixed Income Arbitrage 11,0 %	Long/Short Equity 17,7 %	Managed Futures 18,4 %	Long/Short Equity 3,6 %	Conv. Arbitrage 6,2 %
2	Fixed Income Arbitrage 4,7 %	Event Driven 10,6 %	Event Driven 15,5 %	Long/Short Equity 5,5 %	Equity Market Neutral 1,7 %	Fixed Income Arbitrage 3,3 %
3	Equity Market Neutral 4,5 %	Long/Short Equity 8,2 %	Equity Market Neutral 9,3 %	Fixed Income Arbitrage 4,4 %	Conv. Arbitrage 0,8 %	Global Macro 2,5 %
4	Conv. Arbitrage 1,1 %	Conv. Arbitrage 7,8 %	Conv. Arbitrage 6,0 %	Global Macro 3,1 %	Fixed Income Arbitrage 0,6 %	Event Driven 1,4 %
5	Managed Futures -4,2 %	Global Macro 4,6 %	Global Macro 4,3 %	Event Driven 1,6 %	Global Macro 0,2 %	Equity Market Neutral -4,1 %
6	Long/Short Equity -7,3 %	Equity Market Neutral 0,9 %	Fixed Income Arbitrage 3,8 %	Equity Market Neutral -1,2 %	Managed Futures -0,9 %	Long/Short Equity -4,3 %
7	Event Driven -9,1 %	Managed Futures -2,9 %	Managed Futures -2,6 %	Conv. Arbitrage -1,7 %	Event Driven -6,3 %	Managed Futures -7,0 %

These 7 für 2016: Event Driven Fonds mit Merger Arbitrage Strategien agieren in einem chancenreichen Markt und haben mithin eine gute Chance auf eine attraktive Wertentwicklung. ✓

Nach Global Makro zählen Event Driven Hedgefonds im langfristigen Vergleich zu den erfolgreichsten Hedgefonds. Allerdings werfen die Fonds keineswegs einen gleichmäßigen Ertrag ab. Vielmehr schwanken die Ergebnisse im Zeitablauf stark. Mit einem Gesamtplus von 1,4 % bis Ende November 2016 schnitten Event Driven Fonds überdurchschnittlich gut im Vergleich zum Gesamtmarkt ab, der lediglich 0,3 % erreichen konnte.

These 8 für 2016: Fonds, die im Anleihebereich aktiv sind, haben ein derzeit unattraktives Chancen-Risiko-Profil und werden daher in 2016 voraussichtlich unterdurchschnittlich abschneiden. –

Das gute Abschneiden von Fixed Income Arbitrage Strategien zählte zu den positiven Überraschungen. Nachdem mit diesen Fonds in der ersten Jahreshälfte unseren Erwartungen entsprechend im Durchschnitt kein Geld zu verdienen war, konnten im zweiten Halbjahr sukzessiv Zuwächse eingefahren werden, und auf Jahressicht eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erreicht werden.

These 9 für 2016: Managed Futures Funds werden aufgrund von häufigen Richtungswechseln an den Märkten unterdurchschnittlich abschneiden. ✓

Während Managed Futures Fonds im Durchschnitt in der ersten Jahreshälfte noch im Plus lagen, erlitten eine Vielzahl von Fonds aus diesem Segment im Verlauf des zweiten Halbjahres empfindliche Verluste. Bis Ende November lag der CS Managed Futures Hedge Fund Index mit 7 % im Minus. In dem vorherrschenden Umfeld von historisch niedriger Aktienmarktvolatilität konnten die Fonds ihre Stärken nicht ausspielen. Im Ergebnis zählten Managed Futures Fonds zu den schwächsten Strategien im Jahr 2016, obwohl diese Fonds in den schwächeren Aktienmonaten Januar und Juni Anstiege von jeweils 4 % und mehr verzeichnen konnten und somit kurzfristig durchaus stabilisierend auf das Vermögen einwirkten.

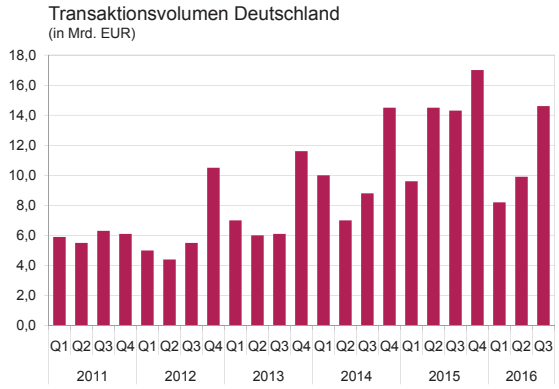
Immobilienmarkt: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Die deutschen Immobilienmärkte nähern sich dem zyklischen Höhepunkt. Liquiditätsgetrieben dürften die Preise 2016 dennoch weiter ansteigen. ✓

Nach Angaben des Immobiliendienstleisters Jones Lang LaSalle sank die aggregierte Spitzenrendite für Büroobjekte in den sieben führenden deutschen Metropolen im Zeitraum Q3 2015 bis Q3 2016 im Schnitt um rund 50 Basispunkte. Dies entspricht einer durchschnittlichen Preissteigerung von mehr als 10 %. Auch Wohnimmobilien wurden im zurückliegenden Jahr teurer. Gemäß des Immobilienpreisindex des Verbands deutscher Pfandbriefbanken für Mehrfamilienhäuser stieg der Index von 136 Ende 2015 auf 143 Ende des dritten Quartals 2016, ein Preisplus von rund 5 %.

These 2 für 2016: Ein Stimmungsumschwung ist nicht erkennbar, das Investitionsinteresse bleibt 2016 weiter hoch. ✓

Das Transaktionsvolumen für deutsche Gewerbeimmobilien lag in den ersten drei Quartalen 2016 erneut deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Lediglich die zunehmend schlechter werdende Verfügbarkeit von geeigneten Immobilien dürfte dafür ursächlich sein, dass die Rekordergebnisse des Vorjahres nach den bisher vorliegenden Zahlen 2016 voraussichtlich nicht wieder erreicht werden.

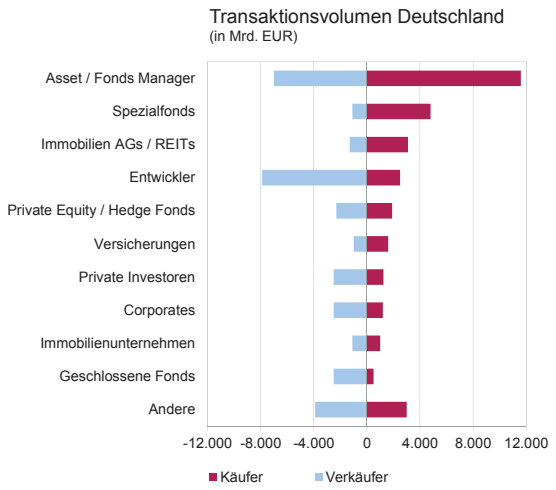


These 3 für 2016: Klassische Zinshäuser in deutschen Metropolen werden als Investment immer unattraktiver, die Transaktionsumsätze dürften deshalb 2016 zurückgehen. (✓)

Da Großtransaktionen der börsennotierten Wohnimmobiliengesellschaften fehlten, ist das Transaktionsvolumen für Mehrfamilienhäuser in Deutschland 2016 gegenüber dem Vorjahr um über 50 % zurückgegangen. Trotzdem war in den Metropolen weiter eine hohe Nachfrage unterschiedlicher Investorengruppen nach Zinshäusern als dem vermeintlichen sicheren Hafen festzustellen. Dies lässt sich auch aus den noch weiter gestiegenen Preisen in diesem Segment ableiten.

These 4 für 2016: Produzenten und Verkäufer von Immobilien profitieren im aktuellen Marktumfeld am stärksten. Investoren mit konventionellen Anlagestrategien, die auf aktuell sehr hohem Preisniveau einsteigen, gehen überproportional hohe Risiken ein. ✓

Ein statistischer Beleg für die These wird vermutlich erst in einigen Jahren gelingen, wenn eine längere Performancehistorie für Immobilienportfolios vorliegt, die in den Jahren 2015 und 2016 investiert wurden. Hilfsweise beziehen wir uns auf eine Auswertung der Käufer-/Verkäufer-Strukturen für das Jahr 2016. Hier wird offensichtlich, dass Projektentwickler im abgelaufenen Jahr zu den größten Netto-Verkäufern zählten, demnach also „Lagerbestände“ abgebaut haben, um im Falle eines möglichen zyklischen Abschwungs weniger anfällig zu sein.



These 5 für 2016: Investoren öffnen sich für Anlagestrategien außerhalb der etablierten Pfade. Verkäufer nutzen dies zur Bereinigung der Portfolios von B- und C-Klasse Immobilien. ✓

Cashfloworientierte Investoren haben sich aufgrund höherer laufender Renditen vermehrt B-Standorten und Nischensegmenten geöffnet. So konstatierte der Immobilienberater Savills für Deutschland sowohl eine steigende Nachfrage nach Handelsimmobilien im Non-Core-Segment als auch am Beispiel des Berliner Büromarkts einen anhaltenden Druck auf B- und C-Lagen. Das Transaktionsvolumen für Pflegeimmobilien erreichte in den ersten drei Quartalen 2016 einen Rekordwert von rund 2,4 Milliarden Euro, was einer Verdopplung der bisherigen Höchstmarke aus dem Jahr 2006 entspricht.

These 6 für 2016: Die Ausweisung neuer Flächen für den Wohnungsbau und die Zahl der Baugenehmigungen zur Schaffung von bezahlbarem Wohnraum wird in den Ballungszentren deutlich ansteigen. ✓

Nach Angaben des statistischen Bundesamts wurden zwischen Januar und Oktober 2016 rund 23 % mehr Wohnungen genehmigt als im Vorjahreszeitraum. In absoluten Zahlen waren dies 58.500 Wohnungen mehr als in den ersten zehn Monaten 2015. Eine höhere Zahl an genehmigten Wohnungen hatte es zuletzt im Jahr 1999 gegeben.

Für das Hamburger Stadtgebiet lässt sich ebenfalls eine Rekordzahl neuer Wohnbaugenehmigungen nachweisen. Mit mindestens 11.256 genehmigten Wohneinheiten sind 2016 so viele neue Wohneinheiten genehmigt worden wie zuletzt im Rekordjahr 1995.

These 7 für 2016: Wir erwarten keine messbaren Auswirkungen der US-Zinswende auf die Investorennachfrage und die Preisentwicklung an den US-Immobilienmärkten. (✓)

Nach Zahlen des Immobilienberaters Jones Lang LaSalle lagen die Transaktionsvolumina für Gewerbeimmobilien in den USA in den ersten drei Quartalen 2016 rd. 10 % niedriger als im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Der Trend war jedoch landesweit uneinheitlich. Standorte wie Boston und Los Angeles erzielten höhere Umsätze als im Vorjahr, Standorte wie Chicago und Houston blieben hinter dem Vorjahresergebnis zurück. Die Anfangsrenditen entwickelten sich ebenfalls uneinheitlich. An mehreren Standorten, hierunter Chicago, Los Angeles und New York, sind die Anfangsrenditen jedoch um wenige Basispunkte angestiegen, die Preise haben also geringfügig nachgegeben. Im Multifamily- bzw. Mietshaus-Segment zeigten sich in den ersten drei Quartalen 2016 gegenüber 2015 hingegen weiter steigende Preise und auch Transaktionsumsätze.

These 8 für 2016: Deutsche börsennotierte Immobiliengesellschaften werden 2016 keine Outperformance gegenüber dem breiten Markt erzielen. –

Mit der Wertentwicklung von deutschen Immobilienaktien können die Anleger im Großen und Ganzen zufrieden sein. So hat sich der DAX Subsektor All Real Estate Performance, der derzeit 39 deutsche Immobilientitel umfasst, deutlich besser entwickelt als die branchenübergreifenden Hauptindizes DAX, MDAX oder SDAX. Insbesondere die großen Unternehmen zählten hierbei jedoch nicht zu den Erfolgsgaranten. So liefen immerhin sieben der dreizehn Immobilientitel, welche in den drei genannten deutschen Hauptindizes gelistet sind, teils deutlich schlechter als der jeweilige Index, während andere Aktien regelrecht haussierten: ADO Properties, Patrizia Immobilien, TLG Immobilien und WCM.

Private Equity Markt: Rückblick 2016

These 1 für 2016: Die gestiegenen Bewertungsrelationen der Aktienmärkte werden auch in 2016 Druck auf die Preisrelationen von Private Equity Transaktionen ausüben. ✓

Im Jahresausblick 2016 konnten wir eine starke Korrelation zwischen dem Anstieg der relativen Aktienmarktbewertungen und den Kaufpreismultiplikatoren bei Private-Equity-Transaktionen insbesondere seit 2012 aufzeigen. Auch 2016 sind die Börsenkurse stärker gestiegen als die Unternehmensergebnisse. Infolgedessen sind die durchschnittlichen EBITDA-Multiplikatoren in den von uns analysierten Mid-Cap-Indizes um 0,45x angestiegen.

Unseres Erachtens folgen die relativen Kaufpreise bei Private-Equity-Transaktionen tendenziell dem Trend an den Kapitalmärkten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Bewertungsrelationen von gelisteten Peer-Group-Unternehmen häufig zur Kaufpreisermittlung bei privaten Transaktionen herangezogen werden und die Käufer im Rahmen von Auktionsverfahren grundsätzlich auch mit dem Exitweg „Börse“ konkurrieren.

Die Entwicklung der Kaufpreismultiplikatoren bei Private-Equity-Transaktionen zeigte sich 2016 je nach Datenquelle uneinheitlich. In den dargestellten Daten von S&P LCD sind die Multiplikatoren jedoch ebenfalls leicht angestiegen und konnten sich dem Trend nicht grundsätzlich widersetzen.

These 2 für 2016: Bei weiter steigenden Preisrelationen an den Aktienmärkten wird sich der Bewertungsabschlag von Private Equity von heute 22% gegenüber mittelgroßen Aktienindizes eher erhöhen. ✓

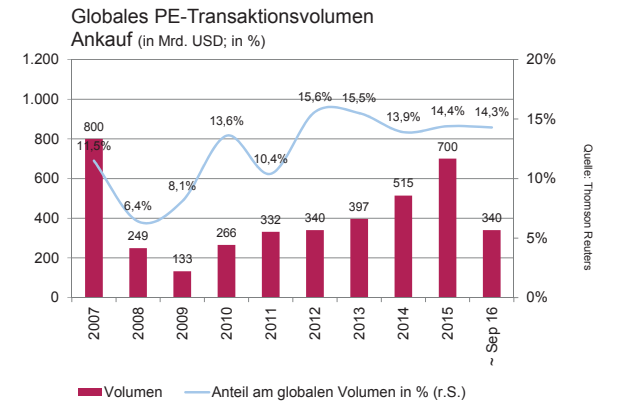
Die Bewertungen bei Private-Equity-Transaktionen folgten denen der Aktienmärkte in leicht abgeschwächter Form: Während die EBITDA-Multiplikatoren bei Mid-Cap-Indizes 2016 um 0,45x stiegen, erhöhte sich die gleiche Kennzahl für Buyouts auf Basis der S&P LCD Daten um 0,3x. Der Bewertungsabschlag von Private Equity zu Mid-Cap-Indizes dürfte sich demnach also geringfügig gegenüber dem Vorjahr erhöht haben.

Wir unterstellten, dass eine wachsende Sorge vor zu hohen Bewertungen in der Private-Equity-Industrie trotz Rekordhöhen von investierbarem Kapital korrigierend wirkte. Ein weiteres Indiz hierfür sehen wir in dem viel beachteten Mid-Cap-Buyout-Segment für Transaktionen mit einem jährlichen EBITDA kleiner 50 Mio. USD. Hier wurden nach Angaben von S&P LCD in den ersten neun Monaten des Jahres 2016 sogar rückläufige EBITDA-Multiplikatoren beobachtet. Der Wert sank für die USA um 0,8x und für Europa um 0,4x.

These 3 für 2016: Die Finanzierungsbedingungen für Buyout Transaktionen bleiben auf einem attraktiven Niveau. Wir erwarten kein weiteres Ansteigen der Fremdfinanzierungsgrade. Mögliche Verbesserungen werden sich in Margen oder Bedingungen zeigen. ✓

Die Finanzierungsbedingungen für Buyout-Transaktionen verblieben 2016 auf einem insgesamt attraktiven Niveau. Bei den Verschuldungs-multiplikatoren, gemessen am jährlichen EBITDA der Zielunternehmen, zeigte sich ein leichter Rückgang von 0,2x. Der Trend, dass höhere Kaufpreismultiplikatoren durch höhere Eigenkapitalanteile zu finanzieren sind, hielt an.

Die Zinsmargen für syndizierte Kredite im Rahmen von Buyout-Transaktionen betrugen 2016 im Durchschnitt rund 488 Basispunkte über Libor und erhöhten sich damit um ca. 30 Basispunkte gegenüber dem Vorjahr.

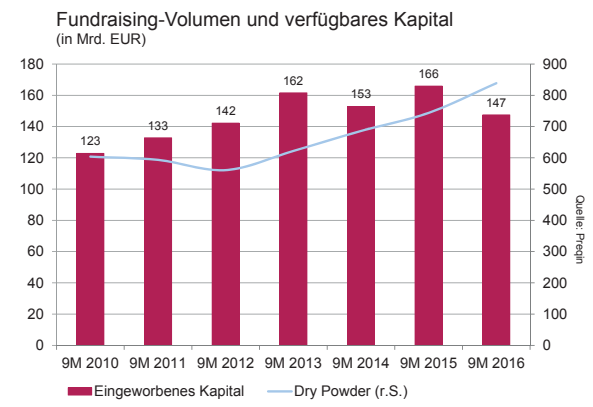


Ein wichtiger Indikator für die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen ist der Anteil der syndizierten Finanzierungen mit lediglich geringen Kreditauflagen. Derartige „Covenant-Lite-Finanzierungen“ verzichten häufig auf Kündigungsmöglichkeiten, Ausschüttungssperren, Verschuldungsbegrenzungen etc.

Der Anteil der Covenant-Lite-Finanzierungen erhöhte sich 2016 deutlich: In Europa stieg der Anteil von zuvor 33 % auf 62 % (S&P Global, LCD). Der Anstieg in den USA fiel auf hohem Niveau moderater aus, sodass Covenant-Lite-Finanzierungen auf einen Anteil von 70 % im Vergleich zu 62 % im Vorjahr kamen.

These 4 für 2016: Das Transaktionsvolumen insgesamt sowie das für Private Equity wird auch in 2016 ein hohes Niveau erreichen. Der Exitkanal über Börsengänge für Private-Equity bleibt attraktiv. Bei guten Rahmenbedingungen wird das Volumen wieder ansteigen. –

Das globale Private-Equity-Transaktionsvolumen blieb 2016 deutlich unter dem Vorjahresvolumen zurück. Ein Grund hierfür ist das bedingt durch Rezessionsängste in dieser Hinsicht schwache erste Quartal. Das zweite und dritte Quartal zeigten jeweils Transaktionsvolumina auf hohem Niveau, erreichten jedoch nicht das hohe Niveau der beiden Vorjahre. Das Buyout-Transaktionsvolumen in Europa lag per November 23 % über Vorjahr.



Das Neuemissionsgeschäft reagiert besonders sensibel auf makroökonomische Risiken wie z.B. politische Unsicherheit. Dies zeigte sich 2016 in dem noch einmal signifikant unter dem schwachen Vorjahr liegenden IPO-Volumen. Insbesondere das Brexit-Votum, die US-Wahl aber auch die zuvor beschriebenen Rezessionsängste am Jahresanfang dürften zu einem deutlichen Rückgang der Börsengänge geführt haben. Folgerichtig war auch der Exitkanal IPO für Private Equity von geringer Bedeutung. Das IPO-Volumen mit Private-Equity-Hintergrund während der ersten zehn Monate des Jahres lag rund 46 % unter dem des Vorjahres.

These 5 für 2016: Auch im Jahr 2016 wird aufgrund der guten Exitbedingungen für Private Equity das Volumen der Unternehmensverkäufe hoch sein. Der Nettocashflow aus Investorensicht bleibt somit positiv. (✓)

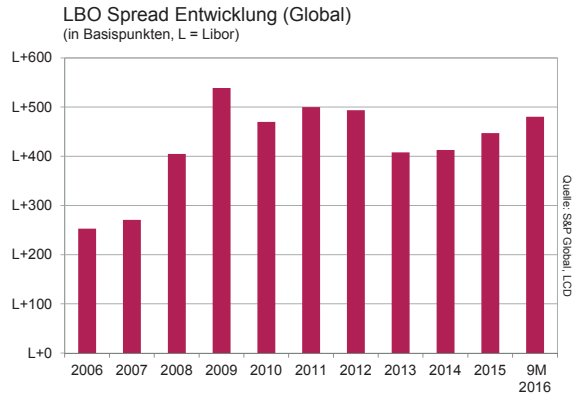
Wie die Investitionstätigkeit und das IPO-Volumen blieb auch die allgemeine Exit-Aktivität der Private-Equity-Gesellschaften 2016 deutlich unter dem Vorjahresniveau. Gemäß des Datenbank-Anbieters Preqin lag das Verkaufsvolumen in den ersten neun Monaten des Jahres 2015 bei etwa 350 Mrd. Euro, während im gleichen Zeitraum 2016 ein rund 30 % geringeres Exit-Volumen verzeichnet wurde. In der langfristigen Betrachtung wird deutlich, dass die Jahre 2014 und 2015 im Hinblick auf das Verkaufsvolumen sehr starke Jahre waren. Das Exit-Volumen in 2016 liegt etwa auf dem Niveau der Jahre 2013 und 2012.

Der Nettocashflow, d.h. der Saldo aus Rückflüssen und Kapitalabrufen, ist aus Sicht der Private-Equity-Investoren erneut positiv geblieben – wie in jedem Quartal seit 2011. Hauptverantwortlich hierfür ist, dass sich das Investitionstempo in gleicher Weise wie die Exit-Aktivität abschwächte.

These 6 für 2016: Trotz des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes wird das Fundraising-Volumen im Jahr nicht signifikant steigen. Die verfügbaren Mittel werden industrieweit keinen zusätzlichen Katalysator für ein expansives Transaktionsvolumen und/oder die Preispolitik im Jahr 2016 bedeuten. ✓

Das Fundraising-Volumen belief sich in den ersten neun Monaten 2016 gemäß Preqin auf rund 147 Mrd. Euro. Dies bedeutet, dass der langfristige Wachstumstrend nach

2014 nun auch 2016 unterbrochen wurde. Auch bei dieser Kennzahl zeigt sich je nach Datenquelle und Berechnungsweise ein zum Teil uneinheitliches Bild. Insgesamt bleibt das Fundraising-Volumen aufgrund der Beliebtheit der Assetklasse auf hohem Niveau. In der Folge ist auch 2016 mehr neues Kapital eingesammelt als investiert worden, wodurch sich der Bestand des sogenannten „Dry Powders" erneut erhöht hat.



Wie die Entwicklung der Kennzahlen unter These 4 unseres Erachtens zeigt, ist das Dry Powder jedoch nicht der maßgebliche Treiber für die Entwicklung des Transaktionsvolumens. Das Jahr 2016 zeigte, dass makroökomische Entwicklungen wie z.B. politische Unsicherheiten die wesentlichen Parameter für das Transaktionsvolumen sind.

These 7 für 2016: Das Interesse der Investoren in Private Equity an Co-Investment Aktivitäten wird weiter wachsen. Auch der Trend, dass große Investoren und Family Offices das Beteiligungsgeschäft verstärkt selbst betreiben, wird anhalten. ✓

Co-Investments bieten Investoren die Möglichkeit, neben ihrem bestehenden Engagement in einem Private-Equity-Fonds eine direkte Investition in einem Zielunternehmen zu tätigen. Insbesondere größeren Investoren mit wesentlichen Kapitalzusagen wird mit Co-Investments ein zusätzlicher Investitionsanreiz geboten.

2016 war im Hinblick auf Co-Investments (gemessen am Transaktionsvolumen) eines der stärksten Jahre überhaupt. Nach Daten von PitchBook erreichte das Transaktionsvolumen mit Einbindung von Co-Investoren in den USA bereits in den ersten fünf Monaten des Jahres 2016 einen Wert von über 100 Mrd. USD und war damit rund 2,5-mal so hoch wie im gesamten Vorjahr.

Wir sehen verschiedene Treiber für diesen Trend. Auf der Investorenseite dürften insbesondere geringere Kosten und insgesamt positive Erfahrung zu nennen sein, während auf Seiten der Private-Equity-Gesellschaften die Möglichkeit, größere Transaktionen ohne Einbindung weiterer Finanzinvestoren zu tätigen, eine wichtige Rolle spielen dürfte.

Neben Co-Investments zeigen nach unserer Wahrnehmung auch die Direktbeteiligungsaktivitäten von ehemaligen Fonds-Investoren, insbesondere nordamerikanische Pensionsfonds und große Family Offices, eine weiterhin steigende Tendenz.

These 8 für 2016: Die Outperformance der Assetklasse Private Equity gegenüber Aktienindizes in der Langfristbetrachtung wird auch in 2016 erhalten bleiben. Eine kurzfristige Underperformance schließt dies selbstverständlich nicht aus. ✓

Im langfristigen Performancevergleich des Anbieters Hamilton Lane für die Auflagejahrgänge 1997 – 2013 zeigt sich weiterhin ein einheitliches Bild: In allen Auflagejahren erzielen Private-Equity-Fonds eine Mehrrendite gegenüber dem zahlungsstrom-adjustierten MSCI-Index. Durchschnittlich beträgt diese Mehrrendite 6 Prozentpunkte p.a. Lediglich in sehr starken Aktienjahrgängen kann Private Equity einzelne Börsenindizes, wie z.B. S&P 500 und Russell 3000, auf hohem Niveau nicht übertreffen.

IMPRESSUM

Herausgeber
MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren
Erik Baas, Björn Block, Boris Brüning, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Thomas Kühl, Karsten Müller, Dr. Jörg Rahn, Maik Rissel, Daniel Schneider, Dr. Nicolas Schoeller, Dr. Lukas M. Schwarz

Redaktion und Layout
Dr. Jörg Rahn, Susanne Schäfers und Anja Itter

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