
MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2015

**Eine kritische Prüfung
der Anlagestrategien zur Jahresmitte**

VORWORT



Das Jahr 2015 begann für den Anleger sehr erfreulich. Die Aussicht auf massive Staatsanleihekäufe durch die Europäische Zentralbank (EZB) führte zu einer Hausse sowohl am europäischen Aktienmarkt als auch am Rentenmarkt. Im April notierte der DAX auf seinem Höchststand von 12.391 Punkten und die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen erreichte ihren absoluten Tiefpunkt von 0,05%. Da sich die niedrigen Zinsen auch auf andere Anlageklassen positiv auswirkten, konnten Vermögensinhaber zu diesem Zeitpunkt sehr zufrieden zurückblicken.

Doch leider sind die Märkte keine Einbahnstraße. Ein wieder festerer Euro, die sich nähernde Zinswende in den USA und vor allem die Zuspitzung der Griechenlandkrise haben dazu geführt, dass die Kursgewinne des Jahresauftakts am Aktienmarkt zum großen Teil wieder abgegeben wurden. Die meisten Anleihe-segmente befinden sich gegenüber dem Jahresbeginn sogar im Minus. Bei anderen Vermögensklassen sieht es ähnlich aus, auch wenn dies oft noch nicht in den Wertberichten enthalten ist. Wer in dem Fall nicht auf die Entwicklung reagiert hat, der trauert heute seinem virtuellen Vermögenshöchststand hinterher.

Diese Bewegungen an den Märkten verdeutlichen, wie wichtig es ist, kontinuierlich die wirtschaftlichen Entwicklungen zu beobachten und handlungsbereit zu bleiben. Wir stehen unseren Kunden daher fortlaufend mit Analysen und Empfehlungen zur Seite. Zum Halbjahr nutzen wir die Gelegenheit, unsere aktuelle Einschätzung zu Papier zu bringen und dabei auf Veränderungen in den Prognosen und Empfehlungen im Vergleich zu unserem Bericht zu Jahresbeginn hinzuweisen.

Wir haben auf den folgenden Seiten zwei aus unserer Sicht sehr wichtigen Themen, der Griechenlandkrise und dem Anleihekaufprogramm der EZB, besondere Aufmerk-

samkeit zukommen lassen. Außerdem glauben wir, dass nur eine tiefe Analyse der Konjunktur zu den richtigen Entscheidungen an den Märkten führt. Dabei hinterfragen wir unsere Jahresprognose kritisch und geben Revisionsbedarf offen an. Maßnahmvorschläge und eine konkrete taktische Allokationsempfehlung als Orientierung für die aus unserer Sicht vielversprechendste Positionierung des Familienvermögens runden unsere Empfehlungen ab.

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

Ihr



Thomas R. Fischer
Sprecher des Vorstandes

Hamburg, Juni 2015

SONDERTHEMA GRIECHENLAND

Griechenland hält die Märkte noch länger in Atem

Für die Jahresprognose in fast allen Anlageklassen ist die Entwicklung um Griechenland von großer Relevanz, da ein Austritt des Landes aus dem Euro wohl zumindest temporär größere Schwankungen an den Märkten mit sich bringen würde. Für diesen Halbjahresausblick besteht allerdings die Schwierigkeit, dass täglich neue Nachrichten hereinkommen und dass die Entwicklung weniger ökonomisch als politisch determiniert ist. Zwischen Redaktionsschluss am 22. Juni und Vorliegen unseres Halbjahresausblickes kann daher bereits viel passiert sein. Wir sind jedoch sicher, dass das Land auch im Juli noch Schlagzeilen machen wird und die Probleme keinesfalls gelöst sein werden, selbst wenn es zu Kapitalspritzen käme.

Die Krise wird vor allem deshalb noch die Anleger weiter in Atem halten, weil keine der Ursachen der Krise wirklich überwunden ist. Besonders schwer wiegt, dass Griechenland die wesentlichen administrativen Funktionen und Institutionen vermissen lässt, um die Einhaltung von Gesetzen vor allem, aber nicht nur im Steuerrecht durchzusetzen. Dabei fehlt es sowohl an der notwendigen Organisationsstruktur als auch an fachlichen Kompetenzen. Genehmigungs- und Gerichtsverfahren dauern extrem lange, und es fehlt an der notwendigen Stringenz der Urteile. Es gibt Beobachter, die Griechenland aufgrund seines maroden Staatswesens bereits als „failed state“ („gescheiterter Staat“) bezeichnen.

Die neue Regierung konnte an diesem Zustand bisher nichts ändern, obwohl viele Wähler große Hoffnungen darauf gesetzt hatten, dass sie die Steuerhinterziehung insbesondere der Reichen eindämmt. Vetternwirtschaft und Korruption sind jedoch nach wie vor ein Problem und behindern dringend benötigte Investitionen, zumal der Staat aufgrund der klammen Kassen seine eigenen Rechnungen nicht mehr bezahlt. Wirklich durchgreifende Änderungen im System scheinen nicht durchsetzbar oder gewollt zu sein.

Zudem ist die Wettbewerbsfähigkeit trotz Lohnsenkungen noch nicht wieder hergestellt worden. Wesentliches Indiz

hierfür ist, dass die Lohnstückkosten nach wie vor 25 % über dem deutschen Niveau liegen. An der Exportstatistik lässt sich dies gut ablesen. Das Land exportiert nur 12,4 % seines Bruttoinlandsprodukts, während der EU-Durchschnitt bei 33,6 % liegt. Die vielen Jahre der erodierenden Wettbewerbsfähigkeit haben zu einer De-Industrialisierung des Landes geführt.

Griechenland fehlt daher vor allem ein eigenes ökonomisches Geschäftsmodell, um aus dem wirtschaftlichen Tal herauszufinden. Es gibt keinen aktiven Plan, bestehende Kompetenzen z. B. in der Tourismusbranche zu fördern oder die einstmals weitverbreitete Textilindustrie ins Land zurückzuholen. Stattdessen wurde eine Regierung ins Amt gewählt, deren Alternativstrategie darin besteht, eine möglichst hohe finanzielle Unterstützung durch die Euro-Staaten zu erpressen. Dabei ist die griechische Regierung bereit, bis zum Äußersten zu pokern.

Zu der Strategie gehört es, die Kosten der Gegenseite weiter zu erhöhen. Es besteht ein finanzieller Anreiz für Griechenland, die Verhandlungen möglichst lange hinauszuzögern, da sich in der aktuellen Situation durch die Konstruktion der Währungsunion immer größere Forderungen des Euroraums gegenüber Griechenland aufbauen. So findet seit der Regierungsübernahme durch das Linksbündnis Syriza eine schleichende Kapitalflucht in Griechenland statt. Dadurch hat sich Schätzungen zufolge der Einlagenbestand im griechischen Finanzsektor seit Jahresbeginn um 100 Mrd. Euro verringert. Um dies auszugleichen und die griechischen Banken nicht in den Konkurs zu zwingen, stellt die griechische Notenbank dem Finanzsektor über Notkredite, die sogenannten ELA-Kredite (Emergency Liquidity Assistance), Mittel in ausreichender Höhe zur Verfügung. Diese Notkredite müssen von der EZB regelmäßig bewilligt werden und steigen seit Jahresbeginn auf 87,8 Mrd. Euro Mitte Juni. Dies entspricht annähernd dem Betrag, der seit Jahresbeginn von den Konten der Banken abgeflossen ist. Das Wesen dieser Notkredite hat keiner treffender beschrieben als der griechische Finanzminister Varoufakis, als er noch kein Regierungsmitglied war:

„Das ELA-System gestattet einfach nur den bankrotten Banken, die ein bankrotter Fiskus nicht zu retten vermag, sich von der Bank of Greece Geld gegen Pfänder zu leihen, die nicht viel wert sind.“

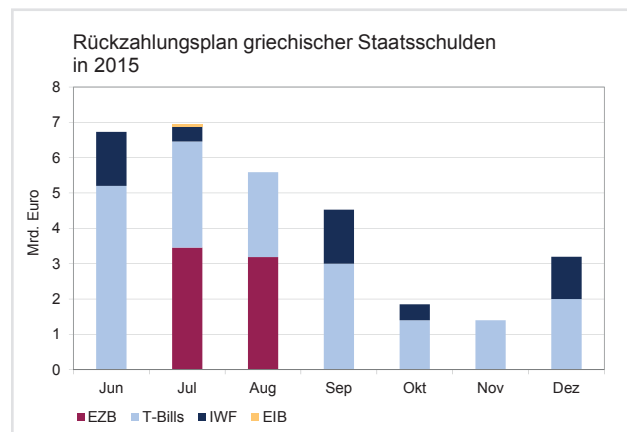
Problematisch an diesen Krediten ist aus Sicht der Eurostaaten, dass es sich um offene Forderungen der EZB gegenüber der griechischen Zentralbank handelt. Geht Griechenland in den Konkurs, wäre auch die griechische Zentralbank insolvent und könnte die Notkredite nicht zurückzahlen. Den Schaden müssten vermutlich die nationalen Zentralbanken als Eigentümer der EZB tragen.

Ähnlich verhält es sich mit den sogenannten Target 2 Forderungen. Dies sind Forderungen der EZB gegenüber der griechischen Notenbank, die aus dem grenzüberschreitenden, innereuropäischen Zahlungsverkehr stammen. Die Forderungen belaufen sich auf etwa 100 Mrd. Euro. Über diese Zentralbankverbindlichkeiten hinaus hat Griechenland durch diverse Hilfsprogramme etwa 216 Mrd. Euro erhalten. All diese Gelder im Gesamtvolumen von rund 305 Mrd. Euro wären im Fall einer griechischen Insolvenz wohl verloren. Je größer dieser Betrag wird, desto besser stellt sich die Verhandlungsposition Griechenlands dar, da die anderen Eurostaaten Abschreibungen auf Forderungen in dieser Größenordnung vornehmen und den Steuerzahlern vermitteln müssten.

Dabei muss Griechenland in diesem Jahr etwa 30 Mrd. Euro an Verbindlichkeiten zurückzahlen. Während die ausstehenden T-Bills (kurzfristige Staatsanleihen, die hauptsächlich von griechischen Banken gekauft werden) problemlos in neue T-Bills gerollt werden können, sind die beiden Rückzahlungen von 3,5 Mrd. Euro am 20. Juli und 3,2 Mrd. Euro am 20. August an die EZB die kritische Hürde. Denn so hohe Beträge wird das Land nicht aufbringen können. Ein Zahlungsausfall würde gemäß Statuten der EZB die Finanzierung über die ELA-Kredite ausschließen, da diese an ein offensichtlich insolventes Land ausgereicht würden. Der griechische Finanzsektor wäre schließlich zahlungsunfähig. Spätestens dann würde es wohl zu einem Bank-run kommen. Der Staat selber finanziert sich zu einem großen Teil über T-Bills, die wiederum von den insolventen Banken nicht mehr gekauft werden könnten. Um Löhne und Renten zu bezahlen, bliebe dem Staat nichts anderes übrig, als eine neue oder eine Parallelwährung einzuführen.

Die ELA-Kredite zu kappen, ist jedoch eine hochpolitische Entscheidung, da es dann zu den diskutierten gravierenden Konsequenzen käme. Dabei befindet sich die EZB in

einer Zwangslage, die ihr nicht behagt, da der Schlüssel zur Refinanzierung Griechenlands zukommt. Es könnten hilfsweise zunächst Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden, um den Kapitalabfluss zu stoppen. Aber die moralischen Hürden, Griechenland immer weiter am Tropf zu halten, nehmen unweigerlich zu. Wir rechnen insgesamt mit einer Fortführung der Hängepartie. Dabei wird der Druck der griechischen Bevölkerung auf ihre Regierung steigen, einen Kompromiss einzugehen, sobald sie keine Löhne und Renten mehr komplett leisten kann.



Ein Ausscheiden Griechenlands aus dem Währungsraum als nicht mehr ganz unwahrscheinliches Szenario sollte die Märkte aus unserer Sicht nur temporär verunsichern. Denn erstens ist der europäische Bankensektor gegenüber dem griechischen nur noch geringfügig exponiert. Zweitens befinden sich Spanien und Italien mittlerweile in einem Aufschwung, so dass ein negativer Schock besser verkraftbar ist. Dies ist drittens eine Folge der Politik der Regierungen der anderen Krisenstaaten, die im Gegensatz zu Griechenland Reformen durchgeführt haben. So konnten die Leistungsbilanzdefizite in Überschüsse gewandelt werden, was die Länder für externe Schocks weniger anfällig macht, da sie einen geringeren Bedarf an ausländischem Kapital haben. Viertens existiert noch der Rettungsschirm ESM für den Fall der Fälle. Fünftens kauft die EZB massiv Anleihen auf, was jüngst vom Europäischen Gerichtshof als gesetzeskonform bestätigt wurde.

Griechenland wird die Märkte weiter in Atem halten, aber die Finanzverfassung des Euroraums ist mittlerweile zu robust und Griechenland wirtschaftlich zu unbedeutend, um für gravierende Marktverwerfungen zu sorgen.

NOTENBANKEN UND INFLATION

Das Anleiheaufkaufprogramm der Europäischen Zentralbank – Eine erste Evaluation

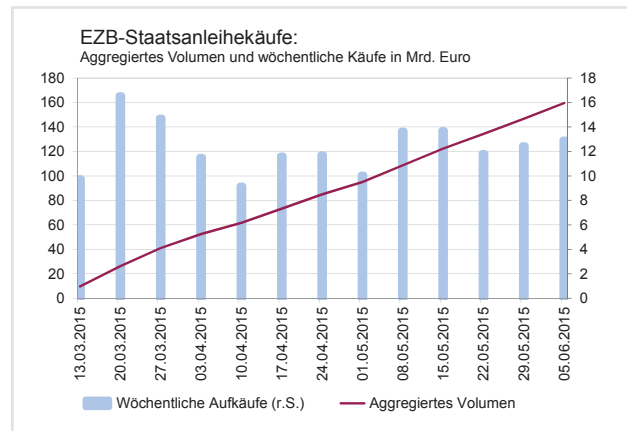
Die Marktteilnehmer haben in diesem Jahr die markt-bewegende Macht der Europäischen Zentralbank (EZB) gleich zweifach zu spüren bekommen. Im ersten Quartal sanken die Renditen durch die immer konkreter werdende Spekulation auf ein Anleiheaufkaufprogramm der EZB auf Rekordtiefs, während sie im zweiten Quartal stark anstiegen. Grund war, dass sich erste Erfolge des Programms zeigten.

Dies ging einher mit einem Anstieg der Volatilität an den Rentenmärkten des Euroraums, d. h. die Kurse von Euro-Staatsanleihen schwankten zuletzt überdurchschnittlich stark. Dafür verantwortlich waren vor allem Äußerungen des EZB-Präsidenten Draghi, mit denen er in einer ohnehin angespannten Marktlage die Investoren darauf ein-stimmte, dass auch zukünftig mit einer erhöhten Schwan-kungsbreite zu rechnen ist. Aber sowohl die Verluste von 8 % bei zehnjährigen Bundesanleihen als auch die jüngste Volatilität sind zwar überdurchschnittlich hoch, allerdings in der Vergangenheit auch schon mehrfach vorgekommen.

Das Programm der EZB zur quantitativen Lockerung wurde im März dieses Jahres um den Ankauf von Staatsanleihen erweitert, nachdem es sich zuvor lediglich auf Pfandbriefe und mit Sicherheiten hinterlegte Wertpapiere beschränkte. Insgesamt soll das Programm frühestens im Oktober 2016 enden und mindestens ein Volumen von 1,1 Bio. Euro um-fassen. Sollte das Inflationsziel von etwas unterhalb von 2 % jedoch bis dahin nicht erreicht worden sein, soll das Pro-gramm fortgeführt werden. Damit will die EZB den deflatori-schen Tendenzen im Euroraum entgegenwirken, die sich zum Jahreswechsel als sehr hartnäckig herausgestellt hatten.

Für die aufgekauften Volumina gilt der Kapitalschlüssel der Notenbanken des Euroraums an der EZB. Das Laufzeiten-spektrum soll im Bereich von zwei bis 31 Jahren liegen, wobei nur Anleihen in Betracht gezogen werden, deren Rendite oberhalb des Einlagensatzes der EZB von aktuell -0,2 % liegt. Auch ein Emittenten- bzw. Emissionslimit gilt. So darf die EZB maximal 33 % der ausstehenden Schuld-

titel eines Emittenten kaufen und maximal 25 % einer einzelnen Emission.

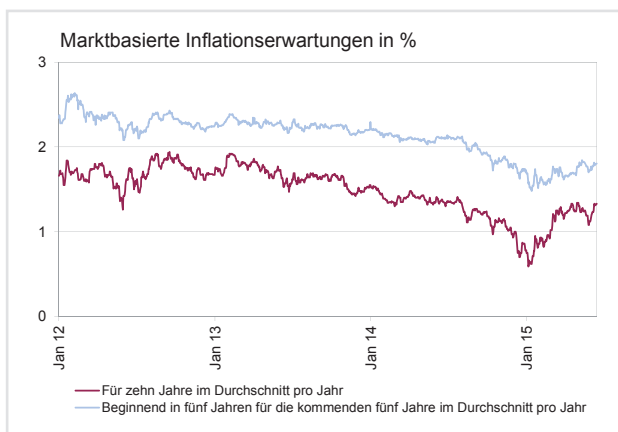


Die selbst auferlegten Restriktionen sollen u. a. dafür sorgen, dass der Markt für Anleihen der Staaten des Euro-raums ausreichend liquide bleibt und keine Illiquiditäts-prämie seitens der Investoren verlangt wird. Dabei kann die Notenbank im Gegensatz beispielsweise zur Federal Reserve keinen einheitlichen Staatsanleihemarkt bewirtschaften. Vielmehr ist der Staatsanleihemarkt des Euroraums fragmentiert, so dass die Notenbankkäufe die Handelbarkeit kleinerer Emissionen trotz der genannten Beschränkungen negativ beeinflussen. Bei sehr großen Emissionen, beispielsweise Deutschlands, waren eben-falls erste Knappheitsanzeichen zu beobachten, wenn auch nur in sehr eingeschränkter Form. Dabei ist eine mangelhafte Liquidität vor allem ein Problem, wenn die Kurse fallen. Investoren wie Banken und Versicherungen, die ihre Papiere aus Gründen der internen Verlustbegren-zung veräußern müssen, dies aber nicht mehr können, reagieren nervös, was sich wiederum auf andere Märkte übertragen kann. Die Folge ist ein Anstieg der Kurs-schwankungsbreite an den Anleihemärkten.

Im April und Mai gab es dann auch erste Zweifel, ob die EZB angesichts eines knapper werdenden Anleiheange-bots ihr Programm in der jetzigen Form zu Ende führen kann. Denn das in Frage kommende Anlageuniversum für die EZB hatte sich durch den markanten Verfall der An-leiherenditen bis zum 20. April 2015 spürbar reduziert. So rentierten zwischenzeitlich alle Bundesanleihen bis zu vier Jahren Restlaufzeit unterhalb des Einlagensatzes. Auch wird die Neuverschuldung im Euroraum aus politi-schen Gründen immer weiter zurückgeführt. Dies hat zur

Folge, dass im Jahr 2015 das Nettoneuemissionsvolumen (also die gesamten Neuemissionen der Staaten des Euro-raums abzüglich der fällig werdenden Anleihen) unter den geplanten Kaufvolumina der EZB liegt.

Erste Erfolge im Kampf gegen die deflationären Tendenzen wurden als weiteres Argument für eine mögliche Reduzierung des Umfangs des Anleiheaufkaufprogramms angeführt. So ist die Inflationserwartung spürbar angestiegen. Dabei fokussiert sich die EZB vor allem auf die Erwartung der Marktteilnehmer für die Inflation beginnend in fünf Jahren für die kommenden fünf Jahre, da anhand dieser Zahl festgestellt werden kann, ob die Inflationserwartungen noch mittel- bis langfristig fest verankert sind. Durch die Maßnahmen der EZB und die Verpflichtung, das Programm so lange fortzuführen, bis die Inflationserwartung wieder im Einklang mit dem Inflationsziel ist, stiegen auch die Inflationserwartungen wieder in die Nähe des Zielbereichs der EZB. Darüber hinaus hat sich auch die Erwartung der Marktteilnehmer bezüglich der zukünftigen Zinspolitik der Notenbank nachhaltig verändert. Gingen die Investoren noch vor wenigen Monaten davon aus, dass der Leitzinssatz im Euroraum erst in fünf bis sechs Jahren wieder angehoben werden wird, rechnen sie nun bereits in etwa zwei Jahren damit.



Das Muster, bei dem Notenbankkäufe eher zu steigenden als zu fallenden Renditen führen, hatten wir im Rahmen des Jahresausblicks bereits thematisiert und die Gefahr steigender Renditen während der Durchführungsphase des Anleiheaufkaufprogramms benannt. Dieses kontraintuitive Muster ist auf steigende Inflationserwartungen zurückzuführen. Wird die EZB also nun Opfer des eigenen Erfolgs und muss sie das Anleiheaufkaufprogramm in

seinem Umfang reduzieren (das sogenannten Tapering der Anleihekäufe), um keine Inflationsgefahren zu riskieren? Damit ist aus unserer Sicht nicht zu rechnen. Erste Erfolge sind zwar zu erkennen, können aber auf die Maßnahmen der Notenbank zurückgeführt werden, so dass ein Tapering diese Erfolge gefährden würde. Denn ein Tapering würde die Märkte höchstwahrscheinlich verschrecken und die Zinsen rapide ansteigen lassen. Dies würde dann den lange herbeigesehnten Aufschwung gefährden und die Inflationserwartungen dürften wieder sinken.

Ein zu frühes Ende des Aufkaufprogramms würde zudem die Verlässlichkeit der EZB in Frage stellen, was diese nur im äußersten Notfall riskieren würde. Auch das Knappheitsargument kann mit Blick auf die Relationen entkräftet werden. So beträgt alleine das Volumen der Staatsanleihen der vier großen Staaten des Euro-raums etwa 5,5 Bio. Euro. Das Volumen von 1,1 Bio. Euro, das die EZB aufkaufen möchte, ist somit grundsätzlich verfügbar. Der jüngste Anstieg der Renditen hat zudem das Universum, welches der EZB zur Verfügung steht, wieder erhöht und verdeutlicht, dass Investoren auch bereit sind, Anleihen zu veräußern, so dass von Knappheitsorgen aktuell keine Rede mehr sein kann. Die erhöhte Volatilität, die durch die Markteingriffe der EZB hervorgerufen wird, ist aus unserer Sicht kein Argument gegen das Programm, sondern eine Begleiterscheinung jeglicher Notenbankpolitik in unsicheren Zeiten.

Unsere Prognose vom Jahresanfang war, dass die EZB ihre Bilanzsumme um einen dreistelligen Milliardenbetrag ausweitet, was am Jahresende der Fall sein wird. Wir rechnen damit, dass mit den Aufkäufen im nächsten Jahr der von der Notenbank genannte Wert von insgesamt 1,1 Bio. Euro erreicht wird. EZB-Präsident Draghi hat betont, dass die Notenbank davon nicht abweichen wird. Allerdings ist vor dem Hintergrund der Erfolge der EZB die Wahrscheinlichkeit für ein zweites Anleiheaufkaufprogramm gesunken. Stattdessen rechnen viele Investoren damit, dass die EZB in zwei Jahren die Zinswende vorbereitet. Mit einer anhaltenden Nervosität an den Rentenmärkten ist somit weiterhin zu rechnen.

Revision der Jahresprognose: Wir rechnen weiterhin damit, dass die EZB im Jahr 2015 einen dreistelligen Milliardenbetrag an Anleihen aufkauft.

KONJUNKTUR

Weltwirtschaft gewinnt zum Jahresende wieder an Fahrt

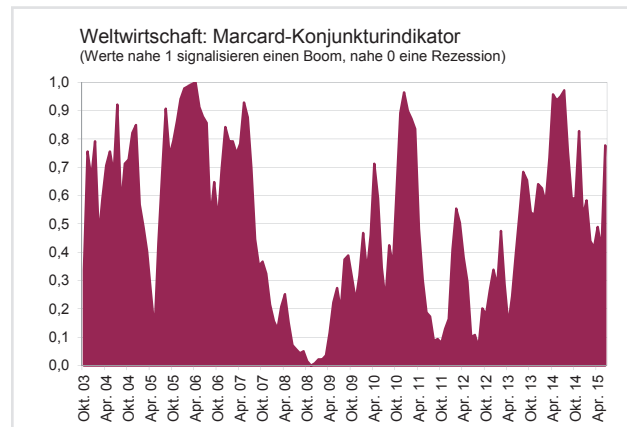
Zur Jahresmitte herrscht bei vielen Analysten und Prognoseinstituten eine eher verhaltene Stimmung. Die Weltbank revidierte ihre Schätzung für die Weltwirtschaft im Jahr 2015 von 3,0% auf 2,8% herunter, die OECD geht aktuell nur noch von 3,1% statt 3,6% wie noch im November aus. Zuvor hatte sich schon der Internationale Währungsfonds skeptischer bezüglich der Wachstumsaussichten geäußert als vor einem halben Jahr.

Doch es scheint, als ob gerade mit Herausgabe der nach unten angepassten Zahlen wieder Hoffnung auf eine spürbare Belebung der Weltkonjunktur aufkommt. So sehen die jüngsten Konjunkturdaten aus den Vereinigten Staaten deutlich vielversprechender aus als noch im Vormonat. Vor allem die Verbraucher scheinen ihre Winterlethargie abgelegt zu haben und in Konsumlaune zu geraten. Gleichzeitig wurde in China ein riesiges geldpolitisches Konjunkturprogramm in die Wege geleitet, dessen erste Auswirkungen noch in diesem Jahr wirksam werden sollten. Davon könnten insbesondere die Schwellenländer profitieren, wenn das Reich der Mitte wieder verstärkt Rohstoffe und andere Vorleistungsgüter nachfragt. Schließlich beginnen sich die Reformen in Spanien und Italien und der schwache Euro auszuwirken, so dass die europäische Wirtschaft an Kraft gewinnt.

Unser Marcard, Stein & Co-Konjunkturindikator, der eine breite Palette von insgesamt 69 Frühindikatoren aus der ganzen Welt auswertet, zeigt seit Juni 2015 mit einem Wert von 0,78 (0 = Minimum, 1 = Maximum) wieder eine steigende Konjunkturdynamik an, nachdem die letzten Monate mit Werten im Bereich von 0,40 bis 0,50 verhalten ausfielen.

Wir erwarten insgesamt ein dynamischeres zweites Halbjahr der Weltwirtschaft und einen Anstieg des Welt-BIP im Gesamtjahr um 3,4%, was dem Wert der Vorjahre seit 2012 entspricht. Der wirtschaftliche Aufschwung fällt damit im aktuellen Konjunkturzyklus insgesamt um gut einen Prozentpunkt Wachstum pro Jahr verhaltener aus als der Aufschwung im vorherigen Konjunkturzyklus, bleibt aber ge-

tragen von der US-Wirtschaft weiter intakt. Die wesentlichen Gründe für die weniger dynamische Entwicklung sind zum einen, dass die Schwellenländer mit China vorneweg nicht mehr die hohen Wachstumsraten der Vergangenheit erreichen können und zum anderen, dass die hohe Staatsverschuldung und stärkere Regulierung des Finanzsektors in den Industriestaaten das Wachstumspotenzial dämpft.



Revision der Jahresprognose: Das Weltwirtschaftswachstum im Jahr 2015 wird minimal von 3,5% auf 3,4% nach unten revidiert. Wir waren schon zu Jahresbeginn vorsichtiger als der Konsens.

US-Wirtschaft profitiert von einer wieder fallenden Sparquote der Verbraucher

Zur Jahresmitte hat die US-Wirtschaft ihre Schwächephase vom Jahresbeginn überstanden. So weisen die Konjunkturindikatoren inzwischen wieder nach oben. Augenscheinlich hat der Ölpreisrückgang die US-Wirtschaft zunächst stärker nach unten gezogen, als dies von den meisten Analysten erwartet worden war. Investitionen in alle mit der Ölförderung verbundenen Sektoren wurden sehr kurzfristig zurückgefahren und unterbrochen daher den US-Aufschwung.

Die positiven Effekte, wozu vor allem die zusätzliche Kaufkraft für die US-Verbraucher gehört, treten dagegen erst mit Zeitverzug auf. Sichtbares Beispiel hierfür ist der Anstieg der Sparquote der US-Bürger im ersten Quartal 2015 auf 5,5% nach knapp 4,9% im Mittel des Vorjahres. Statt die erhöhte Kaufkraft für zusätzliche Käufe zu nutzen,

verblieb das Geld auf dem Konto. Erfahrungsgemäß passen die Verbraucher ihre Konsumgewohnheiten jedoch im Zeitverlauf ihrem Vermögen an. Im zweiten Halbjahr dürfte daher der Konsum einen Schub erhalten.

Die erhöhte Nachfrage wird schließlich auch zu einer wieder erhöhten Kapazitätsauslastung führen, die zuletzt spürbar abgenommen hatte. Damit sollte auch die Investitionstätigkeit wieder anziehen. Der zuletzt wieder etwas schwächere US-Dollar dürfte zudem dazu beitragen, dass die Exportwirtschaft sich wieder etwas vom Wechselkurschock durch die Aufwertung erholt.

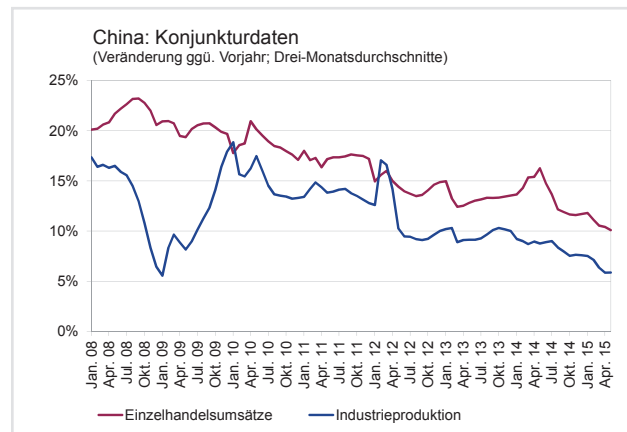
Für die weitere Entwicklung kommt der US-Notenbank eine wesentliche Rolle zu. Bereits das Ende der zusätzlichen Anleihekäufe hat zu einer Drosselung in der Geschwindigkeit des Geldmengenwachstums geführt. Zinserhöhungen könnten vor allem den zinsreagiblen Immobilienmarkt treffen. Gerade die Bauindustrie ist ein wichtiger Faktor für den Arbeitsmarkt und den US-Aufschwung insgesamt.

Die jüngsten Zeichen deuten aber auf eine sehr langsame Anpassung des Zinsniveaus hin. Wir gehen davon aus, dass dieses Jahr angesichts der sich wieder aufhellenden Konjunkturdaten noch ein kleiner Zinsschritt erfolgt, dass gleichzeitig aber die Erwartungen an die zukünftige Zinsentwicklung gedrosselt werden. Denn der Inflationsdruck bleibt weiter gering. Für die Unternehmensinvestitionen und die Konjunktur insgesamt hätte dieses Vorgehen keine gravierenden Folgen. Wir rechnen daher mit einer anziehenden Dynamik der US-Wirtschaft.

Revision der Jahresprognose: Wir senken die Prognose für das US-Wachstum wegen des schwachen ersten Quartals im Jahr 2015 von 3,0% auf 2,5%.

China kontert die Wachstumsflaute mit einer Geldflut

Für den Laien ist es auf den ersten Blick skurril, was sich in China in den vergangenen Wochen ereignet hat. Denn während auf der einen Seite eine schwache wirtschaftliche Kennzahl nach der anderen veröffentlicht wurde, stiegen auf der anderen Seite die Aktienkurse der Börsen in Shanghai und Shenzhen kontinuierlich an.



Wie so oft steckt hinter dieser auf den ersten Blick überraschenden Entwicklung eine rationale Logik. Denn die chinesische Regierung hat die enttäuschenden Daten wie z. B. bei der Industrieproduktion und dem Einzelhandel zum Anlass genommen, der Notenbank das Signal für eine Lockerung der Geldpolitik zu geben. So wurde nicht nur der Zinssatz mehrmals in Folge gesenkt (die erste Zinssenkung am 21.11.2014 löste die Aktienhausse aus), sondern insgesamt auch die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken Schritt für Schritt ausgeweitet.

Der seit Jahresbeginn von 3,6% auf 1,2% stark gesunkene Zins, zu dem sich Banken untereinander Geld leihen, belegt dabei, dass im Bankensystem außergewöhnlich viel Liquidität vorhanden ist. Anders als im Euroraum, wo die Europäische Zentralbank aufgrund der starken Investitionszurückhaltung der Unternehmen Schwierigkeiten hat, geldpolitische Effekte zu erzielen, durstet der chinesische Markt nach Krediten. Vor allem der Immobilienmarkt, der zuletzt mit spürbaren Preisrückgängen zu kämpfen hatte, dürfte sich einer Wiederbelebung erfreuen. Wir erwarten daher, dass die chinesische Wirtschaft zum Ende des Jahres ihre konjunkturelle Talfahrt beendet.

Das hat auch Implikationen für andere Märkte, denn höhere Immobilieninvestitionen in China stärken die Nachfrage nach Rohstoffen wie z. B. Eisenerz oder Rohöl. Aber auch die deutsche und japanische Automobilindustrie, die mittlerweile stark vom chinesischen Markt abhängt, dürfte sich über eine Ausweitung der Automobilkredite freuen.

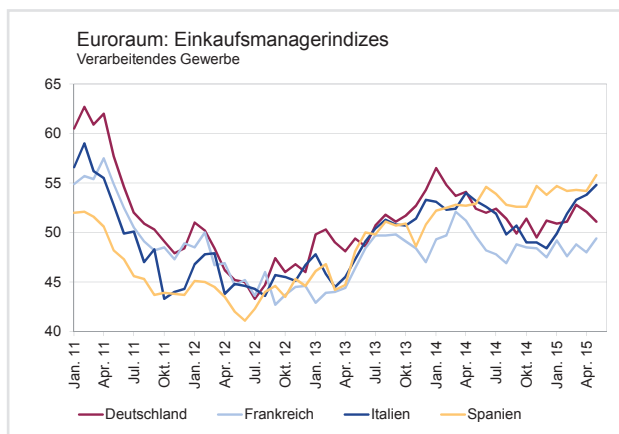
China kann daher im weiteren Jahresverlauf der Weltkonjunktur einen wichtigen Impuls geben. Allerdings darf

dabei nicht vernachlässigt werden, dass die erhöhte Kreditvergabe in der mittleren bis längeren Frist das Risiko von Spekulationsblasen und wirtschaftlichen Krisen erhöht. Das wird ein Thema für die folgenden Jahre.

Revision der Jahresprognose: Wir waren schon zu Jahresbeginn skeptischer über die Wachstumsgeschwindigkeit Chinas und bleiben bei unserer BIP-Wachstumsprognose von 6,5%.

In Europa wirken die Arbeitsmarktreformen

Der Showdown um die Finanzhilfen für Griechenland hat die durchaus beachtliche wirtschaftliche Entwicklung in den anderen südeuropäischen Ländern verdeckt. So ist die Stimmung in der Industrie in Spanien und Italien inzwischen besser als in Deutschland. Der Umfragewert unter den Einkaufsmanagern Italiens hat beispielsweise das höchste Niveau seit Beginn der Staatsschuldenkrise Mitte 2011 erreicht.



Wesentlichen Anteil hieran haben die Arbeitsmarktreformen in Italien und Spanien, die den zuvor stark verkrusteten Arbeitsmarkt spürbar gelockert haben. Nachdem die spanische Arbeitslosenquote nunmehr seit Anfang 2003 von 26,3% auf 22,7% zurückgegangen ist, zeigt sich seit November 2014 mit einem Rückgang von 13,0% auf 12,4% auch eine Besserung in Italien.

In der Folge steigt der private Konsum kontinuierlich an. So weist der Automobilabsatz in Italien und Spanien zweistellige Zuwachsraten auf. Rückenwind kommt zusätzlich von den Exporten, wofür nicht nur der schwache Euro-

Wechselkurs, sondern auch eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit verantwortlich ist. Ein Zeichen hierfür sind die wachsenden Leistungsbilanzüberschüsse fast aller Euro-Staaten.

Insgesamt stabilisiert sich der Aufschwung im Euroraum trotz der Unsicherheiten um Griechenland und die Ukraine. Dabei darf nicht übersehen werden, dass die wirtschaftliche Expansion unverändert von der sehr expansiven Geldpolitik der EZB abhängig ist. Niedrige Zinsen und ein schwacher Euro sind die Treiber, die den Aufschwung maßgeblich am Laufen halten. Ein dauerhafter Anstieg der Renditen – sei es wegen anziehender Inflationsraten oder wegen der Unsicherheiten um Griechenland – könnte den Aufschwung wieder spürbar verlangsamen.

Revision der Jahresprognose: Wir erhöhen die BIP-Wachstumsprognose für den Euroraum von 1,2% auf 1,5%.

Deutschland entdeckt den Konsum

Die deutsche Wirtschaft wird von einer hohen Konsumneigung der Verbraucher getragen. So erreicht der GfK-Konsumklimaindikator Monat für Monat neue Rekordstände. Vor allem die trotz der Einführung des Mindestlohns weiter zurückgehende Arbeitslosigkeit und die spürbaren Lohn-erhöhungen von etwa 2,7% führen dazu, dass sich der private Konsum um 2,5% erhöht.

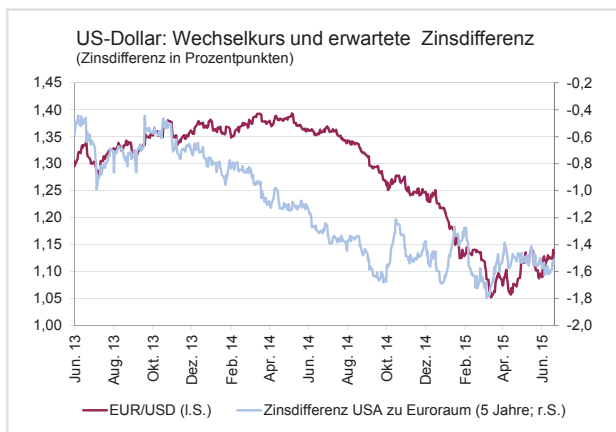
Dagegen ist die Bereitschaft der Unternehmen, in Deutschland zu investieren, für eine Boomphase unterdurchschnittlich stark ausgeprägt. Möglicherweise macht sich hier auch schon die Erosion der Wettbewerbsfähigkeit aufgrund einer Erhöhung der Arbeitskosten und fehlender staatlicher Investitionen bemerkbar. Überdeckt wird diese Schwächung derzeit von der Euro-Kursentwicklung, welche der exportorientierten deutschen Wirtschaft noch einen Schub verleiht. Im weiteren Jahresverlauf dürfte zudem die Exportnachfrage aus den USA und aus Asien wieder stärker anziehen. Die deutsche Wirtschaft wird im Jahresverlauf etwas stärker wachsen als im ersten Quartal.

Revision der Jahresprognose: Wir erwarten unverändert ein BIP-Wachstum für Deutschland von 1,7%.

DEVISEN

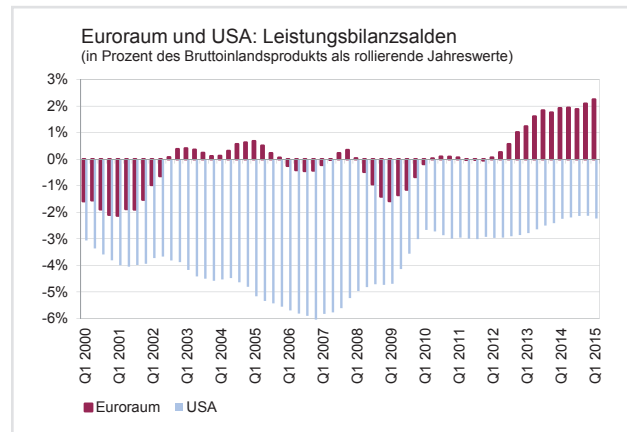
Die Zinsentwicklung bestimmt den Kursverlauf des US-Dollar

War zu Jahresbeginn für die Prognose des US-Dollar noch im Wesentlichen die richtige Einschätzung der Notenbankpolitik entscheidend, so hat sich die Lage zuletzt dadurch verkompliziert, dass auch die Marktzinsentwicklung eine zunehmende Rolle spielt. Dabei hat der markante Renditeanstieg bei Bundesanleihen und anderen europäischen Rententiteln den Euro gestärkt, da hierdurch der US-Zinsvorteil zusammengeschrumpft ist. So beträgt der Renditevorteil der US-Anleihen mit einer Laufzeit von fünf Jahren nur noch 160 Basispunkte statt in der Spitze fast 180 Basispunkte.



Damit hat der Faktor, dass die Federal Reserve mit großer Wahrscheinlichkeit als erste große Notenbank der Welt an der Zinsschraube dreht, etwas an Bedeutung eingebüßt. Einen wichtigen Einfluss hat zudem, dass der Zeitabstand, bis die Europäische Notenbank nach Meinung der Anleger mit dem ersten Zinsschritt nachzieht, spürbar geschrumpft ist. Diese Maßnahme wird inzwischen wieder für das Jahr 2017 erwartet.

In Bezug auf die Wachstumsdifferenzen hat der Euroraum gegenüber Nordamerika aufgeholt. Auch der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums wächst von Quartal zu Quartal an und deutet auf eine Unterbewertung des Euro hin, während sich gleichzeitig das US-Leistungsbilanzdefizit wieder ausgeweitet hat.



Die positive wirtschaftliche Lage und die Abwertung des Euro haben zudem die Gewinnerwartungen für europäische Exportunternehmen spürbar steigen lassen. Dies hat trotz der Griechenland-Krise dazu geführt, dass US-Anleger wieder verstärkt Kapital nach Europa umschichten, um in europäische Unternehmen zu investieren.

Insgesamt erscheint derzeit die Parität beim Wechselkurs zwischen den beiden wichtigsten Währungen der Welt wieder weit entfernt. Das aktuelle Kursniveau muss schließlich auch in dem Licht betrachtet werden, dass die Kaufkraftparität, also das Kursniveau, bei dem ein Warenkorb in den USA und im Euroraum in etwa gleich viel kostet, bei etwa 1,30 EUR/USD liegt. Der aktuelle Kurs weicht also schon heute stark vom langfristigen Gleichgewicht ab.

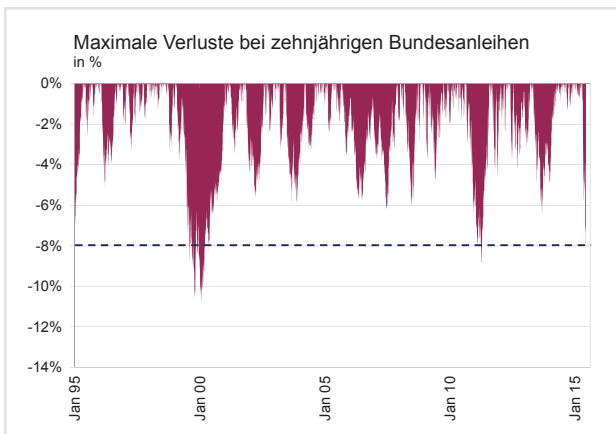
Wir gehen davon aus, dass der Wechselkurs die ökonomischen Kräfteverhältnisse zwischen den beiden Währungsräumen derzeit gut widerspiegelt. Die ersten Zinserhöhungen in den USA sind ebenso wie die Unsicherheiten um Griechenland eingepreist. Eine große Bewegung wie im vergangenen Jahr ist aus unserer Sicht für das zweite Halbjahr 2015 nicht zu erwarten.

Revision der Jahresprognose: Wir erwarten einen Kurs von 1,13 EUR/USD statt zuvor 1,15 EUR/USD.

Maßnahmen: Wir empfehlen dem Anleger, oberhalb von 1,15 EUR/USD US-Dollar zu kaufen und unterhalb von 1,10 EUR/USD wieder zu verkaufen.

RENTENMÄRKTE

An den Rentenmärkten hat es in den letzten zwei Monaten einen außergewöhnlich abrupten Anstieg der Renditen gegeben. Zehnjährige Bundesanleihen, die noch im April bei 0,05 % notierten, erbringen nun eine Rendite von 0,80 %. Dies ging einher mit teils markanten Verlusten auf vielen Anleihemärkten. Dabei haben sich in der Tendenz die Anleihe-segmente noch am besten gehalten, die mit den höchsten Bonitätsrisiken behaftet sind. Dazu zählen beispielsweise High Yield-Anleihen. Bei Bundesanleihen war dagegen ein maximaler Verlust von etwa 8 % zu verkräften – ein Wert, wie er in den letzten 20 Jahren nur dreimal vorkam.

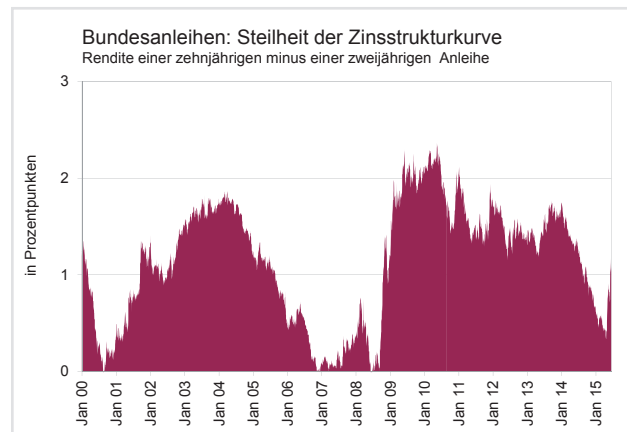


Auslöser waren vor allem bessere Konjunkturdaten und ein überraschend starker Anstieg der Kerninflation im Euroraum auf nun 0,9 %. Beides hat dazu beigetragen, dass einige Anleger verstärkt darauf setzen, dass die EZB ihr Anleiheaufkaufprogramm vorzeitig beenden könnte, da sie ihre Ziele möglicherweise früher als erwartet erreicht. Wir rechnen zwar damit, dass die Notenbank keine Abstriche an ihrem Programm vornehmen wird, sehen aber trotzdem Faktoren, die zu weiter steigenden Zinsen in den nächsten Monaten führen können.

Bundesanleihen bergen zunächst weitere Risiken

Wir gehen davon aus, dass sich die guten Konjunkturdaten aus Europa in den nächsten Monaten bestätigen werden. Mit dem Rückenwind von der Konjunktur verliert das Deflationsgespenst vorerst seinen Schrecken, das noch zu Jahresbeginn die Renditen über weite Teile des europäischen Staatsanleihemarktes in den negativen

Bereich gedrückt hatte. Darauf deuten die Inflationserwartungen hin, die zuletzt angestiegen sind. Zudem rechnen die Marktteilnehmer nun damit, dass eine erste Zinserhöhung der EZB nicht mehr in weiter Ferne liegt, sondern bereits 2017 erfolgen könnte. Dies wiederum rechtfertigt nicht mehr die flache Zinsstrukturkurve wie noch vor wenigen Monaten, sondern spricht für eine Normalisierung der Differenz von zehnjährigen Renditen für Bundesanleihen zu zweijährigen.

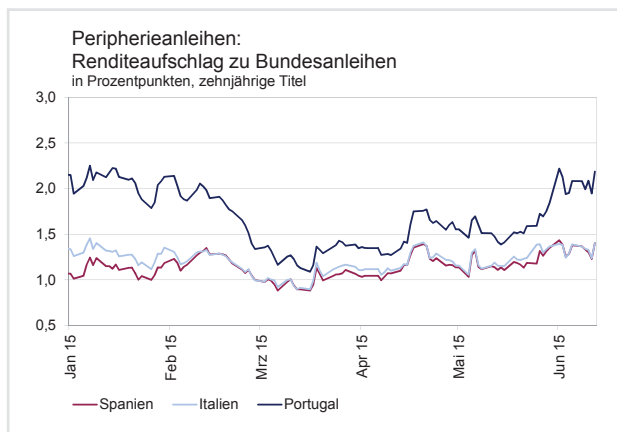


Ein Risiko für den Markt für Bundesanleihen stellt unserer Ansicht nach zudem eine mögliche Einigung mit Griechenland dar, auch wenn die Gefahr, dass Griechenland den Euroraum verlassen wird, nach wie vor hoch ist. Unser Hauptszenario einer Einigung in letzter Sekunde würde die Renditen zunächst weiter steigen lassen, da die Sicherheit von Bundesanleihen weniger gefragt wäre.

Übersehen werden darf aber nicht, dass der Anstieg der Renditen stärker ausfiel als der Anstieg der Inflationserwartungen. Dadurch sind die Realzinserwartungen im Euroraum ebenfalls angestiegen. Der Anstieg wirkt dämpfend auf die Konjunktur- und Inflationsentwicklung. Mittelfristig sollten Bundesanleihen trotz der aktuellen Rentenmarktschwäche daher wieder gesucht sein, zumal das Thema Griechenland auch im Falle einer Einigung nicht endgültig vom Tisch sein wird. Aber zunächst scheint bis zum Jahresende das Chance-/Risikoverhältnis leicht zu Ungunsten von Bundesanleihen auszufallen, wobei das geringe Neuemissionsvolumen über die Sommermonate einen zu starken Renditeanstieg dämpfen sollte. Zum Jahresende rechnen wir mit einer Rendite bei zehnjährigen Bundesanleihen von 1,0 %.

Die Renditeaufschläge bei Peripherieanleihen sollten wieder sinken

Peripherieanleihen konnten sich dem Zinsanstieg nicht entziehen und weisen seit Jahresbeginn teilweise ebenfalls Verluste auf, wobei sich Anleihen Portugals noch mit einer Nullperformance am besten hielten. Vor allem die Diskussion um den Verbleib Griechenlands im Euroraum führte dazu, dass sich die Anleihespreads moderat ausweiteten, nachdem sie sich zunächst einengen konnten.

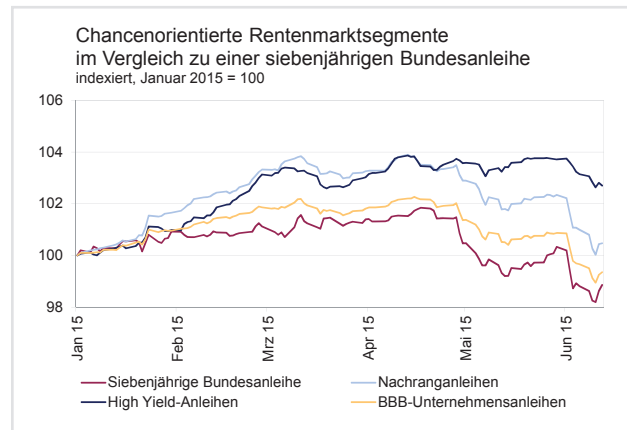


Insgesamt bleibt aber festzustellen, dass trotz der mit aller Härte geführten Auseinandersetzung zwischen Griechenland und seinen Gläubigern und der permanenten Gefahr eines Grexits vor Augen das Niveau der Renditeaufschläge auf relativ niedrigen Niveaus verankert blieb. Ansteckungseffekte in beunruhigender Form sind bisher an den Kapitalmarktdaten kaum abzulesen, wofür es auch gute Gründe gibt. Italien und insbesondere Spanien und Portugal haben umfangreiche Reformen durchgeführt. Dies kommt diesen Ländern nun zugute. So zeigen sich in Italien und Spanien beispielsweise die Einkaufsmanager optimistisch und Portugal hat mit mehreren Emissionen am Kapitalmarkt erfolgreich Anleihen platzieren können.

Peripherieanleihen bieten weiterhin in der mittleren Frist ein attraktives Chance-/Risikoprofil. In unserem Hauptszenario einer Einigung mit Griechenland würden die Anleihespreads im Trend der letzten Jahre weiter sinken, was den von uns erwarteten Zinsanstieg ausgleichen sollte.

Unternehmensanleihen und vor allem High Yield-Anleihen sind im aktuellen Umfeld steigender Zinsen relativ gesehen attraktiv

Seit Jahresbeginn haben vor allem die chancenreicheren Anleihe-segmente überzeugt. So haben High Yield-Anleihen eine positive Performance seit Beginn des Jahres erbracht.



Wir denken, dass sich diese Entwicklung auch im weiteren Jahresverlauf fortsetzen kann, da diese spezielleren Rentenmarktsegmente weniger im Fokus stehen, wenn das Zinsniveau ansteigt. Denn erstens steuern Großinvestoren wie Banken, Pensionsfonds und Versicherungen ihre Portfolioduration über Terminkontrakte auf große Märkte wie den Markt für Bundesanleihen, so dass die chancenorientierten Segmente weniger stark „im Feuer“ stehen, solange keine Bonitätssorgen aufkommen. Die Ausfallraten sind aber aktuell minimal. Zweitens sind diese Anleihemärkte grundsätzlich weniger zinsreagibel, da die Verzinsung der Anleihen häufig höher ist und die Laufzeit oft kürzer. Drittens befinden wir uns im Euroraum in einem moderaten Aufschwung, was grundsätzlich risikotragende Anlageformen stützen sollte.

Revision der Jahresprognose: Statt 0,8% erwarten wir als Rendite für eine zehnjährige Bundesanleihe zum Jahresende 1,0%.

Maßnahmen: Rentenmärkte bleiben untergewichtet. Chancenorientierte Anleihen innerhalb der Segmente weiterhin übergewichten.

AKTIEN

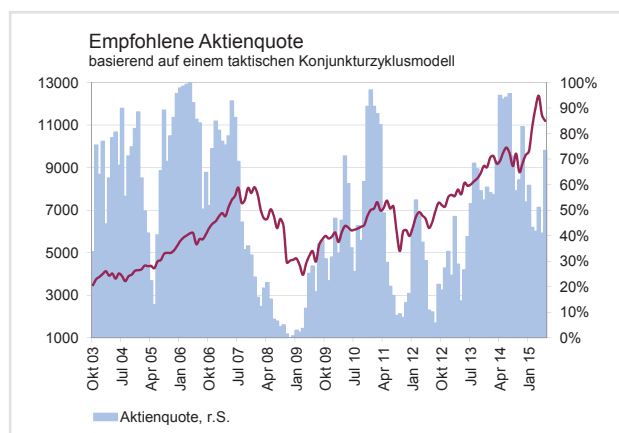
Die aktuelle Delle am Aktienmarkt bietet gute Chancen zum Einstieg

In den vergangenen Wochen hat sich bei vielen Marktteilnehmern Ernüchterung breit gemacht. Einige Anleger sehen sogar schon ihre Gewinne vom Jahresanfang dauerhaft schwinden. Aus unserer Sicht ist die aktuelle Delle nur temporär und bietet gute Möglichkeiten für einen Einstieg in den Aktienmarkt.

Im Gegensatz dazu begründen die Pessimisten unter den Analysten ihren aktuell negativen Aktienmarktausblick vor allem mit den drei folgenden Argumentationen:

1. Die Konjunktur ist zuletzt wieder schwächer geworden.
2. Eine Zinswende in den USA durch die Federal Reserve Bank scheint unmittelbar bevor zu stehen, was die Refinanzierungskosten der Unternehmen erhöhen und im Ergebnis zu sinkenden Gewinnen führen würde.
3. Es bestehen belastende Effekte und mögliche Ansteckungsgefahren durch die Griechenlandkrise.

Mit Blick auf die aktuellen Konjunkturdaten ist keine weitreichende Verschlechterung der Wirtschaftslage erkennbar. Im Gegenteil: Ein Blick auf die Weltwirtschaft stimmt positiv. So zeigt unser Marcard-Konjunkturmodell eine deutliche Verbesserung des wirtschaftlichen Umfeldes in den letzten Wochen. Das Modell aggregiert eine Vielzahl weltweiter Frühindikatoren und errechnet hieraus eine optimale, empfohlene Aktienquote. Diese ist umso höher, je besser sich das aktuelle Marktumfeld darstellt.



Die Modellwerte haben sich zuletzt signifikant erhöht und zeigen aktuell eine überdurchschnittliche konjunkturelle Entwicklung an. Vor allem der europäische Markt mit guten Aussichten aufwartet, während die Konjunkturzahlen in den restlichen Teilen der Welt noch ein insgesamt uneinheitliches Bild abgeben. In diesem Zusammenhang lieferten vor allem die einstigen europäischen Sorgenkinder Italien und Spanien über den Erwartungen liegende Wachstumsdaten, was zu positiven Überraschungen bei den Unternehmensgewinnen führen kann. So liegen etwa die Gewinnerwartungen der DAX-Unternehmen für die nächsten zwölf Monate auf Rekordniveau, was auch auf den deutlich schwächeren Euro zurückzuführen ist. Ebenfalls deutet eine zuletzt steiler werdende Zinsstrukturkurve auf eine Aufschwungphase hin. Vor allem Konsumtitel könnten davon profitieren, dass auch die Arbeitslosigkeit in der EU weiter rückläufig ist und u. a. in Deutschland hohe Lohnabschlüsse erzielt wurden.

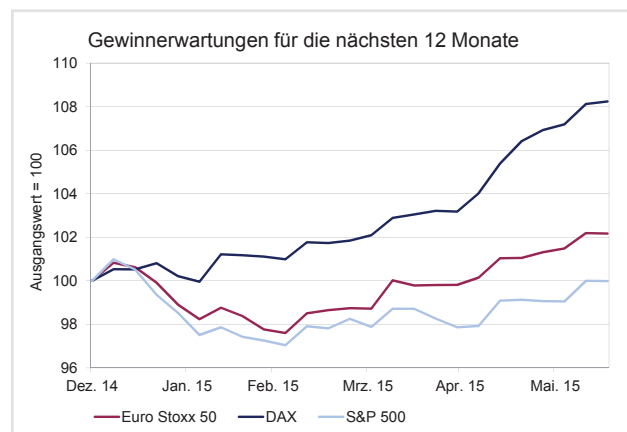
In Bezug auf eine baldige Zinsanhebung der US-amerikanischen Zentralbank, basierend auf den zuletzt wieder positiven Wirtschaftsdaten aus den USA, sehen wir mögliche Negativeffekte differenzierter als viele andere Marktteilnehmer. Sollte die Federal Reserve die Zinswende in den USA einleiten, wird aufgrund des insgesamt durchwachsenen ersten Halbjahres eine Erhöhung der Zinsen zunächst nur sehr moderat erfolgen. Weiterhin wird dieser Schritt nur in eine stabile wirtschaftliche Situation hinein unternommen werden und daher lediglich temporär einen moderat negativen Effekt auf den US-amerikanischen Aktienmarkt ausüben. Historisch wurde in den letzten 25 Jahren nur im Jahr 1994 eine negative Wertentwicklung im S&P 500 im Jahr nach dem Start eines Zinserhöhungszyklus erzielt. Ein Blick auf die gestiegenen Renditen US-amerikanischer Anleihen seit Jahresbeginn lässt außerdem vermuten, dass ein solcher Schritt bereits größtenteils eingepreist ist und bei der tatsächlichen Umsetzung keine großen Verwerfungen verursachen wird. Wir schätzen daher die Risiken für den Aktienmarkt, ausgehend von einer Zinswende in den USA, als eher gering ein.

In den letzten Wochen bestimmte vor allem die Krise in Griechenland das Geschehen am Aktienmarkt. In diesem Zusammenhang ist eine Zunahme der Nervosität über alle Branchen erkennbar. Die gestiegenen Risiken zeigen sich u. a. auch in einem Anstieg unseres Marcard-Systemrisiko-

barometers zuletzt, welches eine Reihe makroökonomischer Daten von den Zentralbanken und den Märkten unter Berücksichtigung politischer Faktoren auswertet. Sollte entgegen unserer Erwartungen Griechenland aus dem Euroraum ausscheiden, sind Negativeffekte vor allem in den Peripherieländern zu befürchten, während wir für die kerneuropäischen Märkte lediglich temporäre Rückschläge erwarten. Ein Blick auf die Entwicklung des US-amerikanischen Marktes im Vergleich zum europäischen Pendant legt nahe, dass die erhöhten Risiken vor allem lokal auf Europa beschränkt sind. So ist weiterhin, wie schon zum Jahresende 2014, eine Abkopplung der Wertentwicklung US-amerikanischer Aktien gegenüber europäischen Titeln zu beobachten.

Positive Impulse für den Weltaktienmarkt erwarten wir von China. Die zuletzt weiter ausgedehnte, expansive Geldpolitik hat über den Wirkmechanismus von günstigeren Krediten einen stimulierenden Einfluss vor allem auf den Immobiliensektor. Dies wiederum wirkt sich positiv auch auf andere Branchen aus, denn gestiegene Immobilieninvestitionen gehen einher mit einer höheren Nachfrage nach Rohstoffen wie z. B. Eisenerz oder Rohöl und erhöhen im Ergebnis das Gewinnpotenzial vor allem von Unternehmen aus dem Werkstoffsektor. Auch Luxusgüter, die in der Regel über Kredite finanziert werden, wie z. B. Autos, können von dem geringen Zinsniveau profitieren, was sich wiederum positiv auf die Gewinne der vor allem europäischen Hersteller dieser Produkte auswirken dürfte.

Unsere insgesamt positive Einschätzung des Aktienmarktes wird durch die Gewinnerwartungen der Unternehmen für die nächsten zwölf Monate bestätigt. Hier sehen wir seit Jahresmitte sowohl auf dem europäischen als auch auf dem US-amerikanischen Markt eine deutlich positive Tendenz, bei einer jedoch sehr unterschiedlichen Dynamik in den einzelnen Regionen. Während die erwarteten Gewinne in den USA seit Februar wieder moderat stiegen und aktuell etwa auf dem Niveau des Jahresanfangs 2015 liegen, konnten europäische Unternehmen deutlich höhere Steigerungsraten verzeichnen. Wie im Jahresausblick 2015 prognostiziert, profitieren insbesondere deutsche Unternehmen von dem aktuellen Marktumfeld. So liegen die erwarteten Gewinne der DAX-Unternehmen für die nächsten zwölf Monate auf einem historischen Rekordniveau.



Vor dem Hintergrund dieser insgesamt positiven Gewinnaussichten haben die zuletzt gesehenen Kursrücksetzer den europäischen Aktienmarkt bewertungstechnisch noch einmal attraktiver für einen Einstieg gemacht. So notieren der DAX und der Euro Stoxx 50 mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen von 13,0 bzw. 14,0 deutlich günstiger als der S&P 500 mit einem Wert von 16,8. Wegen der Unsicherheiten in Verbindung mit der Griechenlandkrise und aufgrund zuletzt auch wieder positive Konjunktursignale aus den USA sollte trotz der im Vergleich hohen Bewertung dennoch nicht auf US-amerikanische Titel verzichtet werden.

Im Vergleich zum Jahresausblick 2015 veranlassen uns insbesondere die gestiegenen Gewinnerwartungen der deutschen Unternehmen sowie das positive konjunkturelle Umfeld zu einer Revision unserer DAX-Prognose. Aktuell wird von den Marktteilnehmern eine Gewinnsteigerung pro Anteil am DAX (EPS) von 2015 auf 2016 um 10% auf dann ca. 880 Punkte erwartet. Wir halten eine etwas konservativere Einschätzung für realistisch und gehen von etwa 850 Punkten Gewinn pro Anteil in 2016 aus. Bei einem von uns als angemessen erachteten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 ergibt sich unser neuer Prognosewert von 11.900 Zählern.

Revision der Jahresprognose: Wir erwarten für den DAX zum Jahresende 11.900 Punkte statt zuvor 10.750 Zähler.

Maßnahmen: Wir empfehlen dem Anleger, Aktien insgesamt weiter überzugewichten und dabei einen Fokus auf europäische sowie US-amerikanische Titel zu legen.

IMMOBILIEN

Die gewerblichen Immobilienmärkte laufen heiß

Das extrem geringe Zinsniveau der wichtigsten Volkswirtschaften, die Volatilität der Anleihemärkte und das hohe Niveau der Börsen stellen klassische Kapitalmarktinvestoren vor erhebliche Herausforderungen. Die Immobilienmärkte werden demgegenüber von Investoren als sogenannte „Safe Havens“ empfunden. Die Folge sind massive Kapitalströme in die Immobilienmärkte. Kaufpreise und Bewertungen entfernen sich immer weiter von den Fundamentaldaten der Märkte. Dabei wird der Einfluss der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken auf das Verhalten der Marktakteure immer stärker.

Deutschland ist aufgrund seiner ökonomischen Stärke und Marktgröße innerhalb Europas ein beliebter Spielplatz der globalen Kapitalströme. Wie eine stichtagsbezogene Marktwertermittlung basierend auf der Analyse realer Markttransaktionen bzw. von Erwartungsrenditen der am Markt aktiven Investoren von Jones Lang LaSalle am Beispiel der deutschen Metropolen nachweist, haben die Immobilienkapitalwerte bereits ihre Höchststände des Boom-Jahres 2007 hinter sich gelassen.

Portfoliodeals gewinnen immer stärker an Bedeutung, weil die großen global agierenden Kapitalsammelstellen wie die asiatischen und arabischen Staatsfonds in Milliarden-Losgrößen denken und ihre Investitionsziele weder zeitlich noch hinsichtlich der erforderlichen Ressourcen über Einzeltransaktionen umsetzen könnten. Gleichzeitig nimmt der Erwerb ganzer Immobilienunternehmen zu, wofür die Übernahme des europäischen Asset Managers Henderson Real Estate durch den US-Finanzdienstleister TIAA-CREF nur ein aktuelles Beispiel unter vielen darstellt.

Revision der Jahresprognose: Die Jahresrenditen dürften für Bestandsinvestoren etwas höher als die prognostizierten 3–5 % liegen.

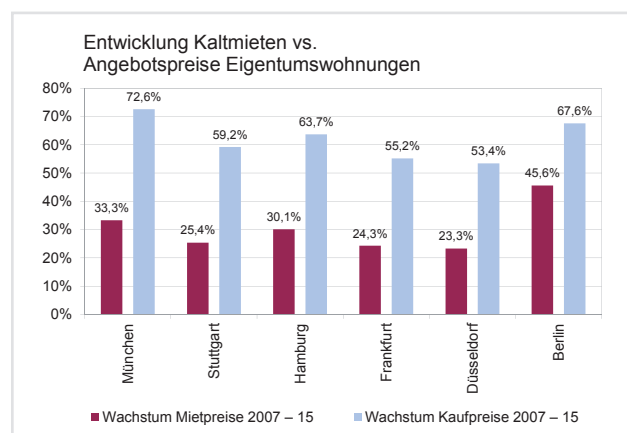
Die Bereitschaft zur Annahme höherer Risiken nimmt zu, wobei höhere Risiken nicht mehr voll durch adäquate Prämien verzinst werden.

Während Investoren in den zurückliegenden Jahren vielfach nur sogenannte Core-Immobilien in Bestlage fokussierten, zwingt der Angebotsengpass bei Qualitätsimmobilien Investoren inzwischen dazu, höhere Investitionsrisiken einzugehen und Abstriche bei der Lage, der Immobilienqualität oder der Mieterqualität zu machen. In einem gesunden Marktumfeld würde das erhöhte Risiko entsprechend attraktiv verzinst. Aktuell jedoch ist zu beobachten, dass Investoren ihre Risikoneigung ausweiten, ohne dafür höhere Erträge in Aussicht zu haben. Portfoliodeals werden immer stärker dazu genutzt, schwache Objekte in den Markt zu bringen, die in der Einzelvermarktung gar nicht vermarktungsfähig wären.

Auf dem erreichten Preisniveau der Märkte ist absehbar, dass viele Businesspläne von Investoren, die heute einsteigen, nicht aufgehen können. Eine neue Welle der Kapitalvernichtung – auf dem Papier oder real – steht spätestens mit dem nächsten zyklischen Abschwung bevor.

Bei deutschen Wohnimmobilien engt sich der Spielraum für Mietpreiswachstum weiter ein, die Kaufpreisentwicklung zeigt sich hiervon unbeeinflusst.

Auch bei Wohnimmobilien sind die Preise in Folge des Anlagenotstands in den Metropolen zuletzt wesentlich stärker gestiegen als die Mieten.



Nun ist seit Juni 2015 ein Instrument in Kraft, das die Mietenentwicklung in den Metropolen weiter dämpfen wird.

Die Verankerung der sogenannten Mietpreisbremse im BGB gibt den Bundesländern die Möglichkeit, Gebiete mit einem angespannten Wohnungsmarkt zu definieren, in denen bei Abschluss eines neuen Mietvertrags die ortsübliche Vergleichsmiete (Mittelwert des Mietspiegels) um nicht mehr als 10 % übertroffen werden darf. Ausgenommen hiervon sind lediglich Neubauwohnungen und Wohnungen, die grundlegend saniert wurden. Als erstes Bundesland hat Berlin zum 1. Juni 2015 flächendeckend die Einführung der sogenannten Mietpreisbremse beschlossen, Hamburg folgt zu Anfang Juli. Durch die breite Diskussion in der (Fach-)Öffentlichkeit im Vorfeld der Einführung hatten Marktteilnehmer hinreichend Zeit, die eigenen Investitionsstrategien auf die Veränderungen hin anzupassen. Rational wäre zu erwarten gewesen, dass die Kaufpreise stagnieren oder ggf. sogar leicht korrigieren. Derzeit ist allenfalls zu beobachten, dass die Dynamik des Preisanstiegs nachgelassen hat.

Revision der Jahresprognose: Die Jahresrenditen dürften für Bestandsinvestoren am oberen Rand unserer Prognose von 2–3 % liegen.

Maßnahmen

Neue Programme des sozialen Wohnungsbaus können Chancen für Investoren bieten

Allen Akteuren der Wohnungsmärkte ist bewusst, dass der strukturelle Wohnraumangel in den Metropolen nicht mit Instrumenten wie der Mietpreisbremse behoben wird. Die demografischen Trends sowie die weiter zunehmenden Flüchtlingsströme deuten im Gegenteil auf eine weitere Verschärfung der Wohnraumproblematik hin. Nachhaltige Entlastung kann allein durch eine starke Ausweitung des Angebots erreicht werden. Dabei erweist sich als Problem, dass durch eingeschränkte Verfügbarkeit von Baugrund, hohe Grundstückspreise, gestiegene Baukosten und hohe Anforderungen an die Bauqualität im freien Markt zwangsläufig Wohnungsneubau entsteht, der hinsichtlich des resultierenden Mietpreisniveaus für breite Bevölkerungsschichten nicht bezahlbar ist. Es ist deshalb damit zu rechnen, dass auf Bundes-, Landes- und kommunaler Ebene neue Instrumente geschaffen werden, die auf die Versorgung breiter Bevölkerungsschichten mit

bezahlbarem Wohnraum abzielen. Dies ist für die Kommunen auch deshalb von Bedeutung, da Förderobjekte aus Programmen des sozialen Wohnungsbaus der 1990er Jahre nach und nach aus der Mietpreisbindung fallen.

Investoren bieten sich im Zuge der Neuauflage von Programmen des sozialen Wohnungsbaus Chancen, denn bei der Objektförderung erhält üblicherweise der Investor substantielle Zuschüsse dafür, dass er im Gegenzug Wohnungsbau erstellt, der den programmatischen Anforderungen (Schaffung bezahlbaren Wohnraums, Schaffung von Wohnraum für spezifische Bevölkerungsgruppen, o. ä.) entspricht. Eine Herausforderung ist hierbei die Notwendigkeit zur intensiven Auseinandersetzung mit den individuellen, von Bundesland zu Bundesland, von Programm zu Programm und teilweise von Kommune zu Kommune unterschiedlichen Förderbedingungen.

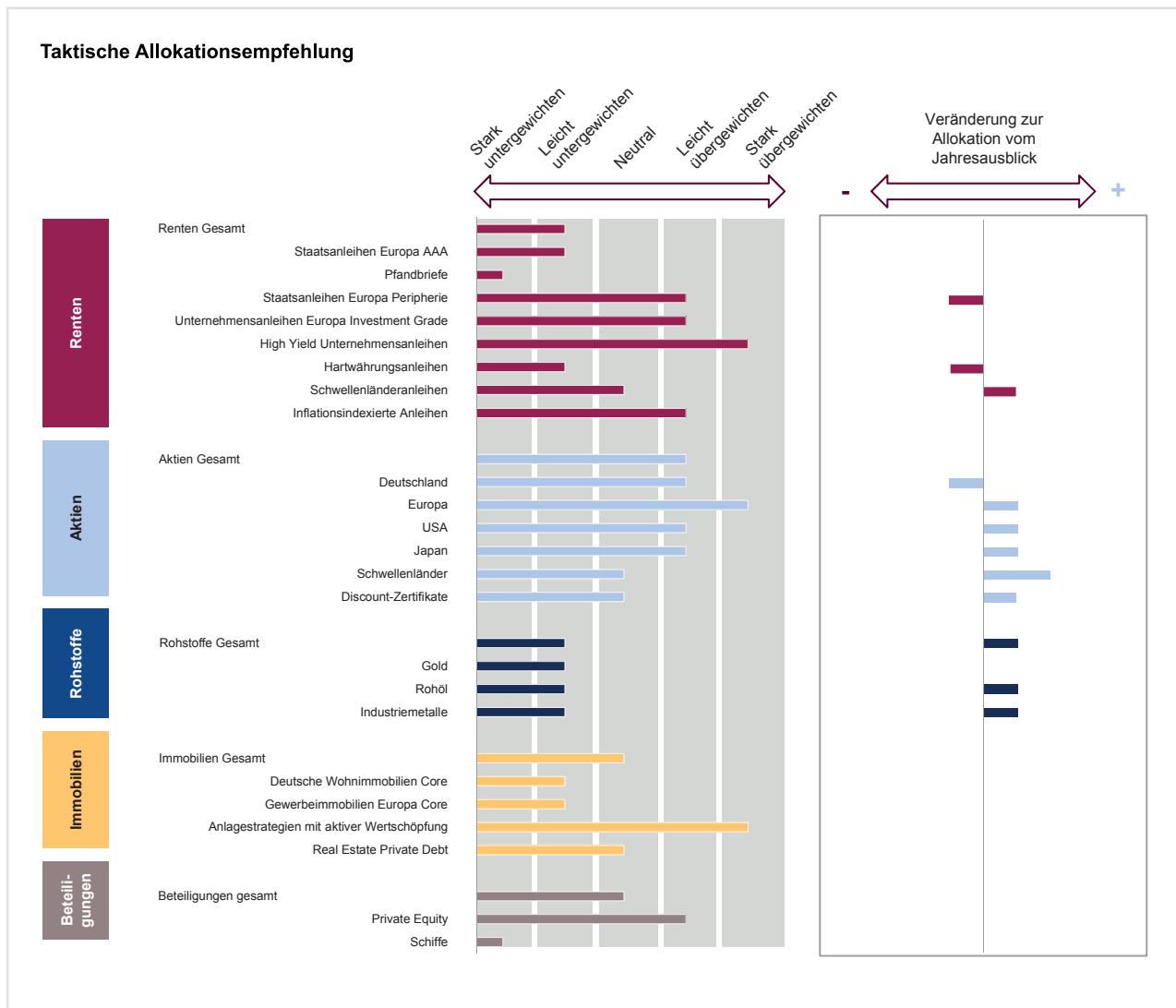
Vermeidung klassischer buy-and-hold Anlagestrategien

Trotz der jüngst wieder leicht erhöhten Zinsen für Immobilienfinanzierungen gibt es kurzfristig wenig Anzeichen dafür, dass sich die Investitionsrahmenbedingungen der Immobilienmärkte ändern. Risiken resultieren eher in der mittelfristigen Perspektive aus der großen Fallhöhe der Märkte ausgehend von den erreichten Preisniveaus. Für Neuengagements halten wir deshalb Strategien für Erfolg versprechend, bei denen in Projekte mit zeitlich befristeter Kapitalbindung investiert wird. Bestandsinvestitionen kommen dann in Frage, wenn das Mietpreisniveau spürbar unter Markt liegt und damit Potenzial zur Anhebung bietet. Marktrisiken können zum Teil transferiert werden, wenn in Betreiberkonzepte entsprechend bonitätsstarker Vertragspartner investiert wird, z. B. für Hotels, Studenten-, oder Seniorenwohnen. Eine stärker von fundamentalen Trends als von Marktzyklen beeinflusste Anlagemöglichkeit mit langfristigem Horizont und spekulativem Charakter ist das Land Banking, also der Erwerb von nicht baureifem Land mit dem Ziel, Bauland zu schaffen. Darüber hinaus bleibt auch die Beteiligung an Unternehmen der Branche eine Möglichkeit, weiter an den Entwicklungen der Immobilienmärkte zu partizipieren.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNGEN

Unsere taktischen Empfehlungen für die Allokation berücksichtigen die Situation um Griechenland Mitte Juni 2015. Wir sind der Meinung, dass nach den Kursrückgängen am Aktienmarkt das Chance-/Risikoverhältnis für Aktien in Europa grundsätzlich positiv ist, auch wenn es nochmal zu Kursschwankungen kommt. Denn die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktienkurse zum Jahresende höher stehen als bei Redaktionsschluss am 22. Juni halten wir für hoch. Dies bedeutet aber nicht, dass wir nicht in Abhängigkeit von der Entwicklung nicht reagieren würden, wenn dies aus unserer Sicht erforderlich wird. Dabei findet insbesondere auch die Risikotragfähigkeit des jeweiligen Vermögens Beachtung.

Gegenüber dem Jahresausblick haben wir die Quote für Rohstoffe leicht erhöht, weil wir von der expansiven Geldpolitik Chinas positive Effekte auf die Rohstoffnachfrage erwarten. Vor diesem Hintergrund wurden auch die Quoten für Schwellenländeranleihen und -aktien leicht nach oben angepasst. Bei den übrigen Anpassungen stehen kleinere Umschichtungen aus bewertungstechnischen Gründen im Vordergrund.



IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Erik Baas, Björn Block, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Dr. Jörg Rahn

Redaktion und Layout

Anja Itter, Dr. Jörg Rahn, Susanne Schäfers

Urheberrechtshinweis

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

Haftungsausschluss

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

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers

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

www.marcard.de



EIN UNTERNEHMEN VON M. M. WARBURG & CO