MARCARD, STEIN & CO

Bankiers

DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2017

Konjunktur und Populismus

VORWORT

Unser Ausblick für das Jahr 2017 trug den Titel „Nationalismus in Europa und den USA – Abschied von der Globalisierung?“. Wir analysierten die protektionistischen Tendenzen und kamen zu dem Schluss, dass sie Sand in das Getriebe des ohnehin schwächelnden Welthandels schütten und damit den globalen Aufschwung langfristig dämpfen könnten.

Das Schwerpunkthema unseres Halbjahresausblicks widmen wir erneut der Politik. Diesmal geht es um den politischen Populismus dies- und jenseits des Atlantiks. Nationalismus und Populismus sind verwandte, aber nicht identische Begriffe. Populismus basiert auf der Gegenüberstellung einer vermeintlichen Mehrheit auf der einen und einer kleinen politischen Elite auf der anderen Seite. Die Behauptung, im Namen der (schweigenden) Mehrheit zu sprechen, ist ein zentrales Element der populistischen Rhetorik.

Der klassische Nationalismus basiert dagegen auf der Überzeugung, dass die eigene Nation allen anderen überlegen sei. Steve Bannon, der Vordenker des gegenwärtigen US-Populismus, grenzt sich von dieser Vorstellung mit der Behauptung ab, er sei grundsätzlich kein Nationalist, wohl aber ein ökonomischer Nationalist. Damit ist die Ablehnung der Globalisierung und das Prinzip des „America first“ gemeint. Der Populismus basiert also auf einem eingeschränkten Nationalismus, der sich von rassistischen Tönen abzugrenzen versucht und so seine Anhänger auch im linken Lager findet.

Was hat dies alles mit Konjunktur und Kapitalmärkten zu tun? Nicht viel, könnte man meinen, denn die Erfolge des Populismus im vergangenen Jahr konnten den globalen Aufschwung nicht stoppen. Im Vergleich zum Jahresbeginn haben sich die ohnehin schon guten Aussichten sogar noch verbessert, und zwar insbesondere im Euroraum. Wir teilen den Optimismus der Europäischen Zentralbank, die ihre Wachstumsprognose im Juni nach oben revidiert hat, und heben unsere Prognose auf 1,8% für 2017 an. Lediglich der etwas stärker gewordene Euro verhindert einen noch optimistischeren Ausblick. Auch hier haben wir unsere Prognose angepasst und erwarten eine Seitwärtsbewegung gegenüber dem US-Dollar bis Jahresende. Dass sich die Aussichten für den Euroraum verbessert haben, liegt nicht nur an der wirtschaftlichen Dynamik. Die Politik spielt eben auch eine Rolle: Mit Emmanuel Macron ist in der zweitgrößten Volkswirtschaft des Euroraums ein Politiker zum Präsidenten gewählt worden, der sich eindeutig gegen die populistischen Thesen seiner Konkurrentin positioniert hat. Umgekehrt haben sich die Aussichten jener Länder verschlechtert, in denen der Populismus triumphiert hat. Die Wachstumsaussichten in den USA haben sich gegenüber unserer Jahresprognose leicht eingetrübt, während die Wahrscheinlichkeit für einen unkontrollierten Austritt Großbritanniens aus der EU nach der Wahlniederlage von Theresa May nicht abgenommen hat.

Mit der Bundestagswahl und möglicherweise der vorgezogenen Neuwahl in Italien stehen in der zweiten Jahreshälfte weitere wichtige Weichenstellungen bevor. Auch die politische Zukunft des amerikanischen Präsidenten und die Brexit-Verhandlungen werden die Schlagzeilen prägen. Es ist nicht auszuschließen, dass diese Ereignisse die Aktienmärkte, die die populistischen Störfeuer bislang mit sehr geringen Schwankungen verarbeitet haben, temporär stärker beeinflussen werden.

Wir bleiben wachsam, aber optimistisch, denn nicht nur das Wachstum überrascht in diesem Jahr positiv, sondern auch die Inflation. Nach einem kräftigen Anstieg zum Jahresbeginn haben die Inflationsraten schon wieder den Rückwärtsgang eingelegt. Der nachlassende Inflationsdruck macht weitere Zinserhöhungen in den USA unwahrscheinlicher, was insbesondere den Ausblick für die Rentenmärkte und die Schwellenländer verbessert. In diesem Sinne sollte daher auch die zweite Jahreshälfte für die Anleger trotz politischer Störfeuer keine bösen Überraschungen bringen.

Ihr

Thomas R. Fischer
Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Juni 2017

SONDERTHEMA: POPULISMUS

In unserem Ausblick auf das Jahr 2017 haben wir uns ausführlich mit den neuen nationalistischen Strömungen in Europa und den USA beschäftigt. Im Zentrum stand dabei die Frage, ob der Nationalismus den Prozess der Globalisierung aufhalten und dem Wirtschaftswachstum schaden kann. Wir greifen das Thema in diesem Halbjahresausblick wieder auf und analysieren die populistischen Strömungen dies- und jenseits des Atlantiks. Der Populismus kann als eine Variante des Nationalismus verstanden werden, die sich gegen die Globalisierung und den Einfluss supranationaler Institutionen stellt. Die Rhetorik der Populisten ist geprägt von einfachem Schwarz-Weiß-Denken, monokausalen Erklärungen und starken Simplifizierungen. Wir werfen im Folgenden einen etwas genaueren Blick auf die unterschiedlichen populistischen Strömungen und versuchen die Frage zu beantworten, ob der Populismus den politischen Praxistest bestehen und die Kapitalmärkte langfristig beeinflussen kann.

Populismus: Im Namen des Volkes?

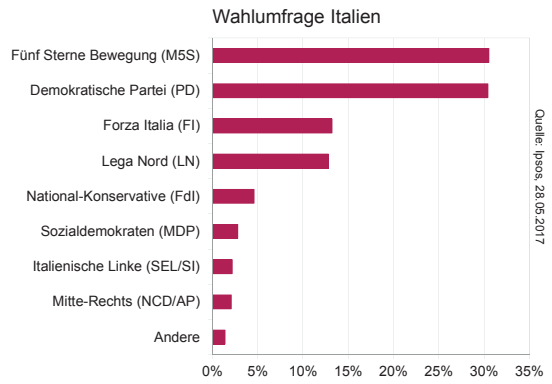
Populisten sind der Meinung, im Namen des Volkes zu sprechen. Sie wähnen sich im Glauben, die unterdrückte Meinung einer Mehrheit zu vertreten und sehen sich im Kampf gegen eine mutmaßlich korrupte herrschende Elite und die von ihr gesteuerten Medien. Toleranz, Meinungsfreiheit und Minderheitenrechte werden abgelehnt, weil sie als Symptome einer „political correctness“ gelten, die vermeintliche Partikularinteressen über das „Volkswohl" stellt.

Eine weitere Gemeinsamkeit populistischer Bewegungen ist die Ablehnung der Globalisierung. Allerdings unterscheiden sich die Gründe, die dafür ins Feld geführt werden: Die linken Populisten machen die Globalisierung für die zunehmende Ungleichheit der Einkommens- und Vermögensverteilung verantwortlich, während die rechten Populisten die durch die Globalisierung ausgelöste Migration als Wurzel allen Übels identifizieren.

Die populistischen Bewegungen unterscheiden sich nicht nur darin, ob sie von links (wie Podemos in Spanien) oder von rechts (wie der Front National in Frankreich) kommen. Auch die Altersstruktur der Unterstützer variiert: Während die britische Independence Party UKIP die Befürworter des Brexit vor allem bei den älteren Wählern außerhalb der Metropolen fand, kommen die Anhänger der italienischen Fünf-Sterne-Bewegung aus der jüngeren Generation. Um den Einfluss des Populismus auf die Kapitalmärkte zu verstehen, müssen daher die Besonderheiten der nationalen populistischen Bewegungen im Detail analysiert werden.

Italien: Populismus mit Tradition

Das klassische Parteienspektrum mit Christdemokraten, Sozialisten, Kommunisten und Liberalen existiert in Italien schon seit 25 Jahren nicht mehr. Mit der Lega Nord wurde bereits 1989 eine rechtspopulistische Bewegung gegründet. Populistische Rhetorik prägte die Politik Silvio Berlusconis, der ab 1994 die italienische Politik maßgeblich beeinflusste. Im Jahr 2009 betrat die populistische Fünf-Sterne-Bewegung („Movimento 5 Stelle“, abgekürzt M5S) die politische Bühne. In aktuellen Umfragen liegt sie etwa gleichauf mit der Demokratischen Partei des ehemaligen Ministerpräsidenten Matteo Renzi.



Politisch dominieren bei der M5S die Themen Korruptionsbekämpfung, Ablehnung der EU und des Euro, Ökologie und direkte Demokratie. Obwohl die M5S auf europäischer Ebene der rechtspopulistischen Fraktion angehört, sind nationalistische und fremdenfeindliche Töne eher selten zu vernehmen. Beppe Grillo, Kabarettist und Gründer der M5S, versteht sich als radikaler Moralist, der ein für alle Mal mit dem verkommenen politischen System abrechnen will. Er selbst kandidiert allerdings nicht für ein politisches Amt, da er wegen fahrlässiger Tötung vorbestraft ist. Keine andere populistische Bewegung in Europa ist so schwer einschätzbar wie die M5S. In vielen Kernpunkten sind die Aussagen der Partei widersprüchlich. Bei Grillos Äußerungen ist häufig nicht klar, ob sie

satirisch oder ernst gemeint sind. Die meisten Parteimitglieder verfügen über keinerlei politische Erfahrung.

Italien steckt in einer doppelten Krise. Auf der einen Seite stagniert die Wirtschaft seit vielen Jahren. Die Gründe dafür sind vielfältig: Der Bankensektor ist unterkapitalisiert und leidet unter einer Last fauler Kredite, der Arbeitsmarkt ist verkrustet, die Lohnstückkosten sind zu hoch und das Produktivitätswachstum zu niedrig, das Ausbildungsniveau unbefriedigend und die öffentliche Verwaltung träge. Der Euro zählt allerdings nicht zu den Gründen, denn der Export hat in den letzten Jahren kräftig zugelegt.

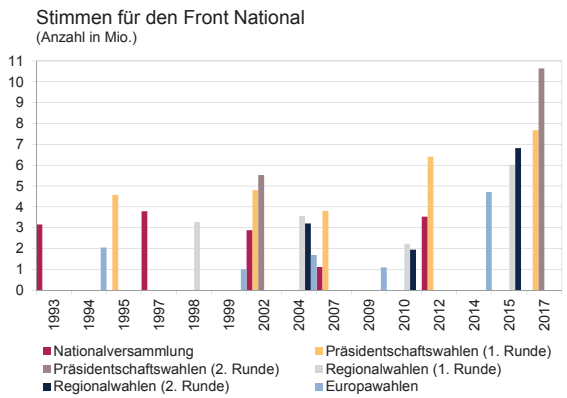
Auf der anderen Seite steckt das politische System in einer tiefen Krise. Korruptionsskandale sind an der Tagesordnung, häufige Regierungswechsel stellen die direkte demokratische Legitimation der Amtsträger in Frage, eine Reform des Wahlgesetzes ist gescheitert. Staatspräsident Mattarella hat ein neues Wahlgesetz zur Voraussetzung für vorgezogene Neuwahlen gemacht. Ob und wann dieses Gesetz verabschiedet wird, ist genauso unklar wie der mögliche Wahltermin.

Die Frustration über das politische System ist groß, was für die Populisten vorteilhaft ist. Das ist ein Spiel mit dem Feuer, denn die italienische Bevölkerung lehnt den Euro mehrheitlich ab, obwohl er dem Land eine vorher nie gekannte Preisstabilität gebracht hat. Italien bleibt das große Sorgenkind im Euroraum. Der politische Populismus der Fünf-Sterne-Bewegung ist dabei weniger die Ursache als vielmehr das Symptom der Krise. Nach dem Debakel der M5S bei den Regionalwahlen im Juni spricht allerdings vieles dafür, dass der nächste italienische Ministerpräsident wieder Matteo Renzi heißen wird.

Frankreich: Keine Entwarnung

Die französischen Präsidentschaftswahlen können als Musterbeispiel dafür gelten, wie man den Populismus in seine Schranken verweist. Emmanuel Macron hat sich nicht den Forderungen des Front National angebiedert, sondern die Gegenposition eingenommen: Für Europa, für den Euro, für Reformen, für Immigration. Macron konnte die Stichwahl mit einer Zweidrittelmehrheit deutlich gewinnen. Auch die Parlamentswahlen hat Macrons Bewegung „La République en marche“ mit absoluter Mehrheit gewonnen.

Und doch: Macrons Triumph könnte sich als Pyrrhussieg erweisen. Es besteht die Gefahr, dass sich die positive Stimmung schnell ins Gegenteil verkehrt, wenn die versprochenen Maßnahmen zur Belebung der französischen Wirtschaft ausbleiben oder nicht greifen. Am Ende könnte dies Marine Le Pen stärken, die ihre Wählerbasis in den letzten drei Jahren mehr als verdoppeln konnte (siehe Grafik). Es gibt also keine Entwarnung, was die Gefahren des Populismus in Frankreich angeht.



Deutschland: Ohne Alternativen?

Die Gesellschaft für Deutsche Sprache hat im Jahr 2010 den von Angela Merkel häufig verwendeten Begriff „alternativlos“ zum Unwort des Jahres gewählt. Die Jury begründete ihre Wahl folgendermaßen: „Das Wort suggeriert sachlich unangemessen, dass es bei einem Entscheidungsprozess von vornherein keine Alternativen und damit auch keine Notwendigkeit der Diskussion und Argumentation gebe. Behauptungen dieser Art sind 2010 zu oft aufgestellt worden, sie drohen, die Politikverdrossenheit in der Bevölkerung zu verstärken.“

Die Jury konnte sich in ihrer Einschätzung bestätigt fühlen, als im Februar 2013 mit der „Alternative für Deutschland“ (AfD) eine rechtspopulistische Partei gegründet wurde, deren Name auf das einstige Unwort des Jahres anspielt. Die Partei hat inzwischen 25.000 Mitglieder, 150 Landtagssitze, stellt zwei Europaabgeordnete und wird vermutlich nach den Wahlen im September in den nächsten Bundestag einziehen. Prognosen sehen die AfD derzeit bei sieben Prozent.

Unter der anfänglichen Führung durch Bernd Lucke stand die AfD vor allem für eine kritische Haltung gegenüber der Währungsunion. Nach dessen Entmachtung im Jahr 2015 driftete die Partei weiter nach rechts und stellte die Kritik an der Migrationspolitik der Bundesregierung in den Vordergrund. Auch ohne Regierungsverantwortung konnte die AfD damit Einfluss auf die deutsche Politik nehmen.

Innerparteiliche Querelen haben zuletzt die Umfragewerte der AfD sinken lassen. In puncto Euro-Kritik hat die AfD bislang wenige Fürsprecher in anderen Parteien. Am ehesten sind hier Ähnlichkeiten mit Positionen der Linken zu erkennen. Unabhängig davon, welche Koalition die nächste Regierung bildet: Eine deutliche Mehrheit im neuen Bundestag wird proeuropäisch und pro Euro sein.

Brexit: No means No

Großbritannien ist das beste Beispiel dafür, welchen Schaden Populisten anrichten können. Seit dem Brexit-Votum hat das Britische Pfund gegenüber dem Euro um mehr als 14 Prozent abgewertet, doch das Wachstum war im ersten Quartal 2017 mit +0,2 % das schwächste in ganz Europa. Scheitern die Austrittsverhandlungen mit der EU, droht dem Land ein harter Brexit am 31. März 2019.

Nach der Wahl am 8. Juni, die die amtierende Regierung unter Theresa May geschwächt hat, gibt es unterschiedliche Meinungen, welche Auswirkungen dies auf die bevorstehenden Austrittsverhandlungen hat. So kann man argumentieren, das Wahlergebnis sei eine Absage an den harten Brexit, den Theresa May ins Spiel gebracht hat. Für diese These spricht, dass der anvisierte Koalitionspartner der Konservativen eine irische Partei ist, die kein Interesse an einer harten inner-irischen Grenze haben sollte.

Wir teilen diese Auffassung nicht. Die grundlegende Verhandlungsposition hat sich durch die Wahl nicht geändert. Die wirtschaftliche Abhängigkeit Großbritanniens von der EU ist wesentlich höher als umgekehrt. 44 Prozent der britischen Exporte gehen in die EU, 53 Prozent der Importe kommen aus der EU. Etwa 3,3 Millionen Arbeitsplätze in Großbritannien sind vom Export britischer Güter in die EU abhängig. Von den Exporten der verbleibenden EU-Mitglieder gehen dagegen nur 7 Prozent nach Großbritannien. Eine schwache britische Regierung wird der EU in den Austrittsverhandlungen daher kaum Zugeständnisse abringen können.

USA: Das populistische Experiment

Populistische Kräfte haben in den letzten Jahren weltweit an Einfluss gewonnen, doch nur in einem hochentwickelten Land haben sie tatsächlich die Regierungsverantwortung übernommen: In den USA. Der politische Populismus hat dort Tradition. Seit dem Amtsantritt von Donald Trump hängt im Oval Office ein Porträt von Andrew Jackson, dem siebten Präsidenten der USA und Urvater des politischen Populismus. In der Übergangsphase vom 19. zum 20. Jahrhundert gab es in den USA eine „Populist Party“, die bis zu 45 Abgeordnete im Kongress stellte. Der Begriff „Populismus“ hat nicht nur aus diesem Grund im amerikanischen Sprachgebrauch eine weniger negative Konnotation als im deutschen.

Der von Steve Bannon, dem Vordenker des aktuellen US-Populismus, geprägte Begriff des „Economic Nationalism“ kann als Gegenthese zur Globalisierung verstanden werden. Die wichtigsten Punkte der Trump-Agenda sind vom Gedanken des ökonomischen Nationalismus geprägt:

- Aufkündigung aller Handelsabkommen und Aufhebung aller Maßnahmen (z. B. Umweltschutzauflagen), die den USA vermeintlich schaden
- Protektionistische Maßnahmen zum Schutz der US-Wirtschaft
- Einschränkung der Immigration
- Massive Ausgabenprogramme und Steuersenkungen zur Förderung der US-Wirtschaft und Entlastung des amerikanischen Verbrauchers

Nach rund 150 Tagen Amtszeit sieht eine erste (unvollständige) Zwischenbilanz der politischen Umsetzung der Trump-Agenda folgendermaßen aus:

- Abbruch der Trans-Pacific Partnership (TPP) Verhandlungen: Am 23. Januar umgesetzt.
- Deportation von illegalen Immigranten: Ein entsprechendes Dekret wurde verabschiedet, bislang aber nur sporadisch umgesetzt.
- Einreiseverbot für Muslime: Wurde auf sechs Länder beschränkt und von einem Bundesrichter wieder außer Kraft gesetzt.

- Obamacare abschaffen: Das Repräsentantenhaus hat dem Vorhaben im zweiten Anlauf zugestimmt, eine Zustimmung im Senat ist jedoch unsicher.
- Umweltschutzmaßnahmen außer Kraft setzen: Ein entsprechendes Dekret wurde erlassen.
- Steuersenkungen für Private und Unternehmen: Der Kongress wird dem im April vorgelegten Plan vermutlich nicht zustimmen.
- Nafta-Freihandelsabkommen: Statt einer Aufhebung will Trump inzwischen nur noch eine Neuverhandlung.
- Verbesserung der Beziehungen zu Russland: Erweist sich aktuell als Bumerang, der zu einem Amtsenthebungsverfahren führen könnte.
- Rückzug aus dem Pariser Klima-Abkommen: Erfolgte am 1. Juni.
- Bau einer Mauer an der mexikanischen Grenze: Bislang stehen keine finanziellen Mittel für dieses Vorhaben zur Verfügung.
- Infrastrukturinvestitionen in Höhe von 550 Mrd. US-Dollar: Bislang keine Initiative.
- Neuverhandlung des Iran-Abkommens: Bislang keine Initiative.

Es fällt auf, dass insbesondere die versprochenen Steuersenkungen und Infrastrukturinvestitionen bislang nicht umgesetzt wurden.

Momentan droht das populistische Experiment in den USA an seinem zentralen Protagonisten zu scheitern. Die Unberechenbarkeit des Präsidenten, seine fragwürdigen Personalentscheidungen und die dubiosen Beziehungen zu Russland haben dazu geführt, dass auch in den Reihen der Republikaner der Widerstand wächst. In der Bevölkerung ist Trump so unpopulär wie kein anderer Präsident der Nachkriegszeit. Die Zustimmungsrate liegt aktuell nur bei 36 %.

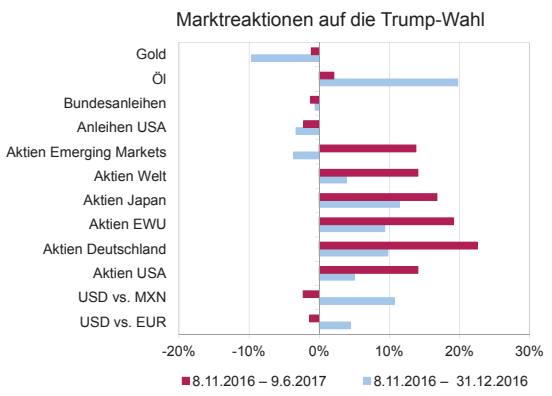
Für die Republikaner ist es allerdings riskant, ein Amtsenthebungsverfahren gegen einen Präsidenten aus ihren eigenen Reihen einzuleiten. Der maximale Schaden entstünde, wenn sie ein solches Verfahren in die Wege leiten, aber im Kongress dafür nicht die nötige Mehrheit erhalten würden. Trump könnte es dann ähnlich wie seinem Vorbild Andrew Johnson ergehen, der 1868 im Amt bleiben konnte, weil in der entscheidenden Abstimmung des Amtsenthebungsverfahrens eine einzige Stimme fehlte.

Wahrscheinlicher ist es, dass Trump im Amt bleibt, aber bei kritischen Entscheidungen starken Gegenwind aus den eigenen Reihen im Kongress erfahren wird. Die Quittung könnte es bei den Midterm-Elections im kommenden Jahr geben. Mit noch weniger Unterstützung im Kongress dürften wesentliche Wahlkampfversprechen unerfüllt bleiben. Es wäre nicht das erste Mal, dass der Populismus an der politischen Realität scheitert.

Populismus und Märkte

Die Marktteilnehmer reagierten auf den Erfolg des US-Populismus mit gemischten Gefühlen. Protektionistische Maßnahmen, die Sand in das Getriebe des Welthandels kippen, wurden mit Argwohn betrachtet, staatliche Ausgabenprogramme aufgrund der (kurzfristig) positiven konjunkturellen Wirkung dagegen begrüßt. Der Rentenmarkt litt unter den befürchteten inflationären Folgen einer populistischen Wirtschaftspolitik. Der US-Dollar profitierte temporär.

Die Grafik zeigt, dass sich der Trump-Effekt bei einigen Währungen inzwischen umgekehrt hat. Die entwickelten Aktienmärkte haben ihre Gewinne ausweiten können, während der Rentenmarkt seit der Wahl weiterhin im Minus notiert. Die starken Reaktionen bei Öl und Gold haben sich deutlich abgeschwächt.

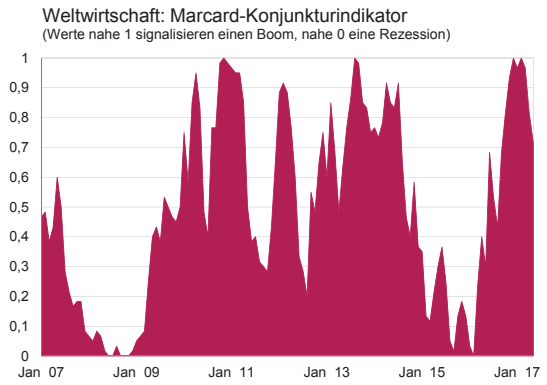


Insgesamt wecken die Marktreaktionen den Eindruck, dass mittelfristig eher die ökonomischen Fundamentaldaten, also stärkeres Wachstum und anziehende Inflation, das Marktgeschehen beeinflussen und nicht die Politik. Der Populismus scheint nicht die alte Börsenweisheit außer Kraft gesetzt zu haben, dass politische Börsen kurze Beine haben.

KONJUNKTUR

Weltwirtschaft: Der Aufschwung setzt sich fort

Wie wir im Jahresausblick bereits argumentiert hatten, hat der politische Trend zu mehr Protektionismus die Weltkonjunktur im Jahr 2017 noch nicht negativ beeinflusst. Vielmehr ist es tatsächlich zu der von uns erwarteten positiven Entwicklung der Weltwirtschaft gekommen. Dies wird zum Beispiel durch einen Blick auf unseren Marcard-Konjunkturindikator erkennbar, der mehrere Dutzend Frühindikatoren aus aller Welt auswertet. Im ersten Quartal bewegte sich unser Indikator nahezu durchgängig am oberen Limit. Erst seit dem zweiten Quartal trübten sich die globalen Konjunkturaussichten wieder etwas ein, befinden sich aber weiter auf hohen Niveaus.

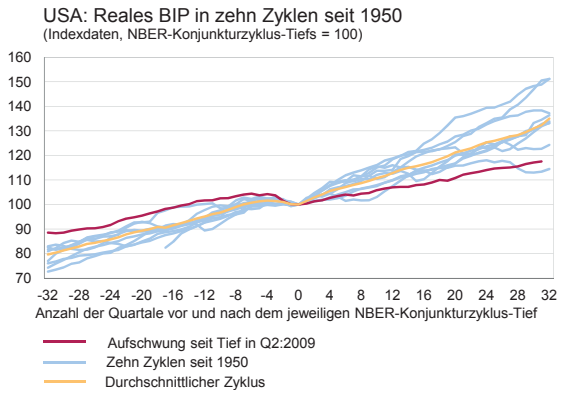


Positive Nachrichten kamen dabei nicht nur aus den Industrieländern, sondern auch aus vielen Schwellenländern. Insbesondere konnten sich viele rohstoffexportierende Länder von ihrer Krise im Vorjahr erholen. Zudem beschränkten sich die guten Zahlen nicht allein auf das Verarbeitende Gewerbe, sondern wurden vielerorts auch aus dem Dienstleistungssektor vermeldet.

Revision der Jahresprognosen:
Wir halten an unserer Prognose fest, dass das Wachstum der Weltwirtschaft in 2017 höher ausfallen wird als im Vorjahr.

USA: Nachlassende Euphorie

Die aktuelle Kernfrage zur US-Konjunktur lässt sich anhand des folgenden Schaubilds verdeutlichen. Das National Bureau of Economic Research (NBER) ermittelt für alle Konjunkturzyklen die offiziellen Tiefpunkte, an denen die Wirtschaft vom Abschwung in den Aufschwung wechselt. Auf diese Weise können, wie in der Grafik dargestellt, verschiedene Zyklen miteinander verglichen werden.



Der aktuelle Konjunkturaufschwung, der mit dem Tiefpunkt im zweiten Quartal 2009 begann, ist in rot hervorgehoben. Vergleicht man diesen mit allen anderen Zyklen seit 1950, die in blau dargestellt sind, so fällt auf, dass der aktuelle Aufschwung deutlich schwächer verläuft als alle vorangegangenen. Insbesondere im Vergleich zum Durchschnitt aller Zyklen seit 1950, der in orange eingezeichnet ist, fällt der aktuelle Konjunkturaufschwung erheblich zurück, obwohl er nun bereits 32 Quartale dauert und damit – zumindest nach üblichen Maßstäben für einen Konjunkturzyklus – in eine sehr reife Phase eingetreten sein müsste.

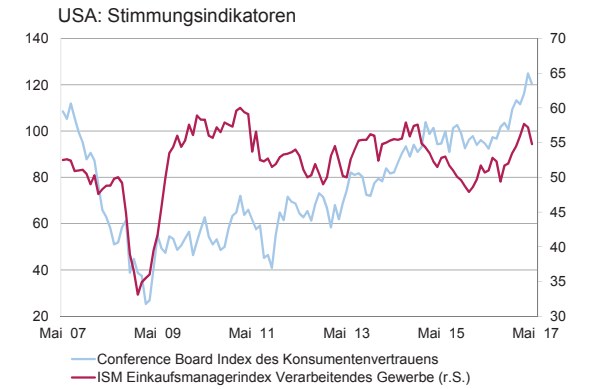
Es zirkulieren zwei prominente Deutungen dieses Phänomens – eine positive und eine negative. Der positiven Interpretation zufolge ist dieses Schaubild ein klares Indiz dafür, dass sich der konjunkturelle Aufschwung in den USA noch eine ganze Weile fortsetzen wird. Nach dieser Deutung wird die Lücke, die zwischen dem aktuellen Aufschwung und den vorausgegangenen klafft, so interpretiert, dass noch viel weiteres Aufwärtspotenzial für die US-Wirtschaft besteht und sich der Konjunkturaufschwung solange weiter fortsetzen wird, bis dieses Potenzial ausgeschöpft sein wird. Die schwache Dynamik des aktuellen Zyklus wird damit erklärt, dass der Einschnitt durch die Rezession im Jahr 2009 so tief war wie nie zuvor seit dem Zweiten Weltkrieg. Zudem wird die Tatsache, dass die US-Wirtschaft nach der schweren Finanzkrise 2008/2009 erst einen langwierigen Prozess der Entschuldung („Deleveraging“) durchlaufen musste, als weiterer Grund für die

langsamere Dynamik im aktuellen Aufschwung gedeutet. Schenkt man dieser Argumentationslinie Glauben, so ist in der Tat davon auszugehen, dass sich der Aufwärtstrend der US-Wirtschaft noch länger fortsetzen wird.

Genau dies bezweifeln Anhänger der negativen Deutungslinie des Schaubilds. Die Erklärung für die schwache Dynamik des aktuellen Aufwärtszyklus liegt nach ihrer Sichtweise vielmehr in einem strukturellen Problem der US-Volkswirtschaft, welches unter dem Schlagwort „Säkulare Stagnation“ diskutiert wird. Darunter versteht man den Trend zu einer generellen Abschwächung des (US-amerikanischen) Wirtschaftswachstums, der in den späten 1990er bzw. frühen 2000er Jahren und somit schon deutlich vor der Finanzkrise seinen Anfang nahm. Eine prominente Erklärung für die „Säkulare Stagnation“ in den USA ist, dass der technische Fortschritt derzeit erlahmt ist, weil sich die Hauptinnovationen im Zuge von Computerisierung und Informationstechnologie, die für die Produktivität der Wirtschaft tatsächlich einen großen Schub statt nur kleiner Verbesserungen bedeuteten, bereits in den 1980er und 1990er Jahren vollzogen haben und die nächste Welle bedeutender Innovationen erst noch bevorsteht. Auch diese Sichtweise ist nicht unumstritten, jedoch ist eine generelle Verlangsamung des US-Wachstums unabhängig vom aktuellen Zyklus nicht von der Hand zu weisen.

Welche Perspektive ist plausibler? Oder anders ausgedrückt: Sollte uns die lange Dauer und bislang schwache Dynamik des aktuellen Aufschwungs in den USA eher Sorgen oder Hoffnung für die kommenden Quartale machen? Die Wahrheit dürfte – wie so oft – in der Mitte liegen.

Für eine Fortsetzung des Aufschwungs sprechen die positiven Niveaus vieler Frühindikatoren für die US-Konjunktur. So ist die Stimmung unter den Einkaufsmanagern sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor weiterhin sehr gut. Insbesondere bei kleinen Unternehmen herrscht seit der Wahl Donald Trumps ungebrochen hoher Optimismus. Zudem ist das Konsumentenvertrauen mittlerweile wieder auf die Niveaus gestiegen, die es vor der Finanzmarktkrise erreicht hatte. Dies ist besonders bedeutsam, da der Konsum traditionell der Hauptwachstumstreiber in den USA ist. Der Konsum erfährt dabei Unterstützung vom Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote sank im Laufe des Frühjahrs sogar unter die Niveaus, die sie vor der Finanzmarktkrise aufwies, und auch in der weiteren Definition der Arbeitslosenquote ist nur noch ein geringer Abstand von den Vorkrisenniveaus zu verzeichnen. Die US-Wirtschaft ist nach diesen Maßstäben nahe an der Vollbeschäftigung.



Die Kehrseite dieser guten Daten ist allerdings, dass nicht mehr allzu viel Luft nach oben bestehen dürfte. Dies zeigt sich in Teilen auch schon daran, dass die Aufwärtsdynamik der Frühindikatoren bereits merklich abgenommen hat. Bei Vollbeschäftigung ist eine reale Expansion der Wirtschaft im Wesentlichen nur noch durch Produktivitätssteigerungen zu erreichen, zumal eine nennenswerte Erhöhung der Partizipationsquote im Arbeitsmarkt kaum realistisch erscheint. Zwar ist auch bei Vollbeschäftigung eine nominale Expansion der Wirtschaft – zum Beispiel über eine Stimulierung der Nachfrage – möglich, jedoch würde dies inflationär wirken. Entsprechend wird weiteres Wachstum ohne Inflationsdruck in den USA vorerst nur noch über Produktivitätssteigerungen zu erreichen sein. Da die US-Wirtschaft beim Produktivitätswachstum aber seit den frühen 2000er Jahren nicht mehr die Dynamik vergangener Jahrzehnte zeigte, rechnen wir zwar noch nicht mit einem baldigen Ende, aber mittelfristig doch mit einer merklichen Verlangsamung des Aufschwungs.

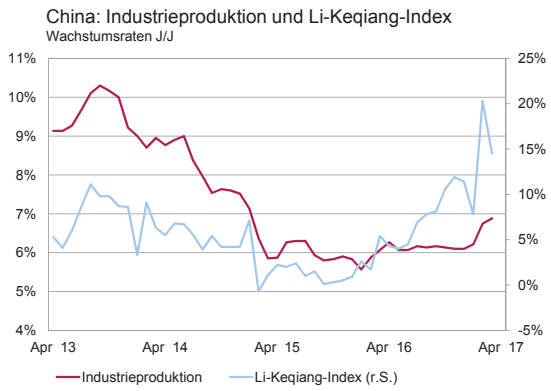
Dementsprechend passen wir unsere Jahresprognose für die US-Wirtschaft nach unten an. Allerdings fällt diese Anpassung nur moderat aus, da wesentliche politische Aspekte unserer Prognose aus dem Jahresausblick bislang eingetreten sind: Wie wir argumentiert hatten, verzögern sich viele von Donald Trumps angestrebten fiskalpolitischen Maßnahmen und werden erheblich schwächer

ausfallen als im Wahlkampf angekündigt. Wie wir ferner prognostiziert hatten, hat die Fed im ersten Halbjahr exakt zwei Zinsanhebungsschritte vollzogen.

Revision der Jahresprognosen:
Wir reduzieren unsere Prognose von 2,2 % Wachstum für die US-amerikanische Volkswirtschaft im Jahr 2017 auf 2,1 %.

China: Stabiles Wachstum trotz Gegenwind

Wie wir in unserem Jahresausblick erwartet hatten, ist die chinesische Wirtschaft positiv in das Jahr 2017 gestartet. Mit einem auf Jahressicht umgelegten Wachstum von 6,9 % im ersten Quartal übertraf die chinesische Wirtschaft dabei sowohl das offizielle Wachstumsziel der Regierung von 6,5 % als auch die Erwartungen vieler Analysten. Zwar sind die offiziellen Wachstumszahlen in China mit Vorsicht zu behandeln, aber auch der nach dem chinesischen Ministerpräsidenten benannte Li-Keqiang-Index, der als zuverlässigeres Maß für die chinesische Wirtschaftsleistung gilt, bestätigt den starken Jahresauftakt.



Im weiteren Verlauf des Frühjahrs waren die Daten der Einkaufsmanager aus China hingegen eher enttäuschend. In dieses Bild einer sich andeutenden leichten Abkühlung der chinesischen Volkswirtschaft fügt sich auch der Immobilienmarkt ein. Im Jahresausblick hatten wir bereits vermutet, dass der Höhepunkt des Zyklus am Immobilienmarkt überschritten sein könnte. Die Anzeichen dafür haben sich in 2017 weiter verdichtet, wie etwa beim Blick auf die Zahlen für Baubeginne oder Immobilienverkäufe deutlich wird. Ferner ist die Entwicklung der Immobilienpreise in den wichtigsten chinesischen Großstädten seit Herbst 2016 rückläufig. Parallel dazu bewegte sich das Volumen der Immobilientransaktionen in den größten Städten Chinas im April 2017 um gut 30 % unter Vorjahresniveau. Zwar konnte ein Überhitzen des Immobilienmarkts somit verhindert werden. Von der Abkühlung am Immobilienmarkt könnte allerdings eine Belastung für den Bausektor ausgehen, der für die chinesische Wirtschaft wichtig ist, was wiederum einen Dämpfer für die Konjunktur bedeuten würde.

Der starke Jahresauftakt wurde unter anderem auch von einem Wachstum der Kreditvergabe getragen, das oberhalb der staatlichen Zielmarke von 12,5 % lag. Im letzten Herbst war die Politik zur Kreditvergabe etwas gelockert worden. Es ist aber damit zu rechnen, dass sie wieder restriktiver werden und sich bald unterhalb der Zielmarke bewegen dürfte. Dies würde die Konjunktur ebenfalls etwas abschwächen.

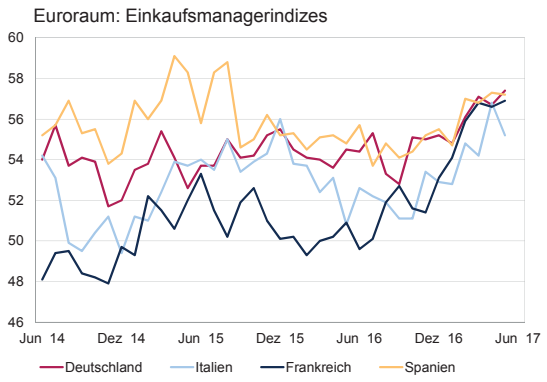
Wir gehen nicht davon aus, dass die chinesische Volkswirtschaft ihr Wachstumstempo aus dem ersten Quartal im Jahresverlauf beibehalten wird. Die Politik wird vor dem im Herbst anstehenden 19. Nationalkongress der Kommunistischen Partei jedoch alles daran setzen, dass sich die Wirtschaft nicht zu sehr abkühlt. Im Ergebnis rechnen wir mit einer relativ stabilen Entwicklung in China bis Jahresende.

Revision der Jahresprognosen:
Wir halten unsere Prognose von 6,4 % Wachstum für die chinesische Volkswirtschaft im Jahr 2017 unverändert bei.

Euroraum: Positive Überraschungen

Wie wir im Jahresausblick prognostiziert hatten, ist der Euroraum mit einem starken Schub in das erste Halbjahr 2017 gestartet. Das Wachstum betrug im ersten Quartal 0,5 %. Die Aussichten für den weiteren Verlauf des Jahres sind ebenfalls gut. So kletterten die Einkaufsmanagerindizes im Laufe des Frühjahrs auf Höhen, die seit Jahren nicht mehr erreicht worden waren. Dies gilt vor allem auch für die von den diversen Krisen des letzten Jahrzehnts stark getroffenen Volkswirtschaften Italiens und Spaniens. Nach den Erfahrungen der Vergangenheit lassen

Einkaufsmanagerindizes auf derart hohen Niveaus für die Sommerquartale sogar noch höhere Wachstumsraten als 0,5 % erwarten.

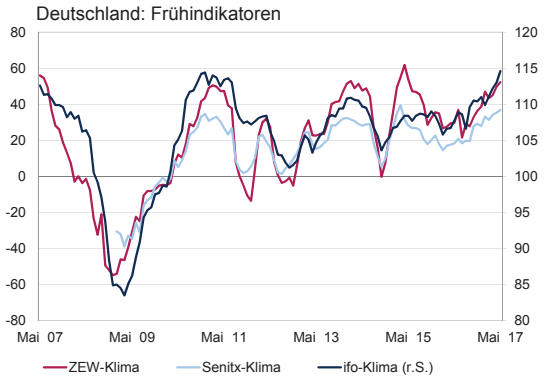


Das Frühjahr brachte auch an den Arbeitsmärkten Frankreichs und Spaniens erhebliche Zuwächse der Beschäftigung. In dieser Hinsicht hat die Konjunktur im Euroraum insgesamt jedoch auch noch viel Luft nach oben, ist die Arbeitslosigkeit – mit wenigen Ausnahmen wie etwa Deutschland – doch noch deutlich von den Vorkrisenniveaus von 2007 entfernt. Zwar wertete der Euro zuletzt auf, jedoch hat sich dieser Faktor bislang nicht stark ausgewirkt. Vielmehr trägt vor allem die Binnennachfrage den aktuellen Aufwärtstrend. Dies verleiht ihm Robustheit, sodass auch eine möglicherweise nachlassende Dynamik in den USA oder China den Aufschwung in Europa nicht entscheidend gefährden sollte. Auch weil mit dem Ausgang der französischen Präsidentschaftswahlen die politischen Risiken im Euroraum nachgelassen haben, setzen wir unsere Jahresprognose für das BIP des Euroraums herauf.

Revision der Jahresprognosen:
Statt 1,6 % Wachstum rechnen wir nun mit einem Wachstum des BIP im Euroraum um 1,8 % in 2017.

Deutschland: Klimarekord

In Deutschland läuft die Konjunktur weiterhin auf Hochtouren. Im ersten Quartal 2017 wuchs das BIP um starke 0,6 % und mit positiven Impulsen von den Investitionen, den Exporten und dem Konsum stand diese Entwicklung auf einer breiten Basis.



Im Mai erklomm der wichtigste Frühindikator für die deutsche Wirtschaft, der ifo-Klimaindex, einen Wert, der seit der Wiedervereinigung nicht mehr gemessen worden war. Dies deutet darauf hin, dass sich die starke wirtschaftliche Entwicklung aus dem ersten Quartal über das Sommerhalbjahr fortsetzten wird. Hierfür spricht auch der Rückenwind, den die deutsche Wirtschaft derzeit aus drei wichtigen Quellen bekommt: Die gute weltwirtschaftliche Dynamik sorgt für eine anhaltend hohe Nachfrage nach deutschen Produkten, der günstige Euro kommt der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen zugute und die sich wohl bis mindestens in das kommende Jahr fortsetzende Niedrigzinspolitik der EZB sorgt für günstige Finanzierungsbedingungen. Sollte die Weltwirtschaft sich wieder abkühlen, was gerade mit Blick auf die USA und China nicht ganz auszuschließen ist, und/oder der Euro wieder deutlich stärker werden, könnte sich dieser Rückenwind auch wieder in Gegenwind verkehren. Aktuell überwiegen für uns aber klar die positiven Signale, weswegen wir unsere Jahresprognose leicht nach oben anpassen.

Revision der Jahresprognosen:
Statt 1,5 % Wachstum rechnen wir nun mit einem Wachstum der deutschen Volkswirtschaft um 1,6 % in 2017.

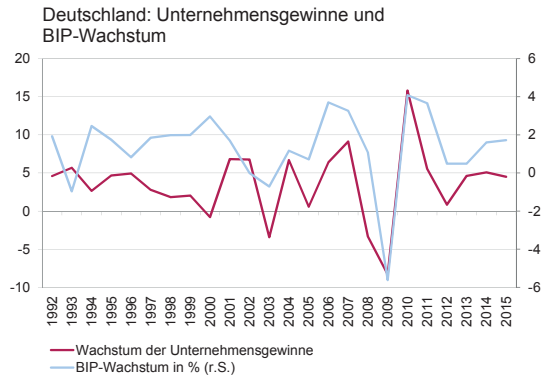
AKTIENMÄRKTE

Europäische Aktien schlagen US-Pendants

Die Wertentwicklung der europäischen Aktienmärkte konnte, wie von uns im Jahresausblick für 2017 erwartet, die Kurssteigerungen US-amerikanischer Aktien seit Jahresbeginn übertreffen. So betrug die Überrendite des Euro Stoxx 50 im Vergleich zum S&P 500 rund 2,2 Prozentpunkte in lokaler Währung und sogar 8,4 Prozentpunkte in Euro. Wir denken, dass die relativ bessere Entwicklung der europäischen Aktienmärkte auch in den nächsten Monaten anhalten dürfte. Dafür sprechen unter anderem die höhere Dynamik der europäischen Frühindikatoren, relative Bewertungsvorteile europäischer gegenüber US-amerikanischer Aktien sowie ein temporäres Abnehmen politischer Risiken auf dem alten Kontinent. Darüber hinaus gestaltet sich das generelle Aktienmarktumfeld, auch begünstigt durch ein niedriges Zinsniveau, weiterhin freundlich.

Wirtschaftliche Dynamik im Euroraum nimmt zu

Das wirtschaftliche Umfeld in den ersten sechs Monaten des Jahres zeichnete sich durch eine außerordentlich gute und vor allem konstante Konjunkturlage aus. Damit ist die Grundvoraussetzung für eine positive Entwicklung der Unternehmensgewinne gegeben, die in der längeren Frist der alles entscheidende Treiber für die Aktienmarktentwicklung ist.



Die Berichtssaison des ersten Quartals im Jahr 2017 zeigte dabei, dass sich diese hohe wirtschaftliche Dynamik nicht nur in den Wirtschaftsumfragen auf dem Papier widerspiegelt, sondern tatsächlich in der Realwirtschaft ankommt. Im Euroraum konnten rund 67 % der Unternehmen die Gewinnschätzungen der Analysten übertreffen, bei den Umsätzen waren es sogar 87 %. In den USA schafften es 78 % bzw. 64 % der Unternehmen, die Erwartungen zu schlagen.

Für die nächsten Monate deutet sich eine differenzierte Wirtschaftsentwicklung dies- und jenseits des Atlantiks an. Während die Dynamik in Europa weiterhin hoch bleibt, werden in den USA erste Wolken am Horizont ersichtlich. So scheint die Euphoriewelle, auf der die Aktienmärkte nach der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten geritten sind, etwas abgeflacht zu sein. Die Umsetzung vieler wirtschaftsfreundlicher Maßnahmen ist zumindest in zeitlicher Hinsicht fraglich. Hinzu kommt, dass der für das binnenmarktorientierte Wirtschaftsmodell der USA wichtige Konsumsektor ein paar Stolpersteine überwinden muss. Hiervon sind insbesondere der stationäre Einzelhandel sowie der Automobilsektor betroffen. Während für den Einzelhandel vor allem das veränderte Kaufverhalten der Konsumenten, die mehr und mehr Produkte im Internet nachfragen, ein Problem darstellt, deutet sich im Automobilbereich eine generelle Nachfrageschwäche an. Rückläufige Fahrzeugabsatzzahlen werden zudem von einer immer restriktiveren Autokreditvergabe der Banken verstärkt, die damit auf die gestiegenen Volumina sogenannter „Subprime-Kredite“ reagieren. Positiv ist hingegen der Arbeitsmarkt zu bewerten, der sich nahe an der Vollbeschäftigung bewegt. Auch das Konsumentenvertrauen bewegt sich auf historisch sehr hohen Niveaus.

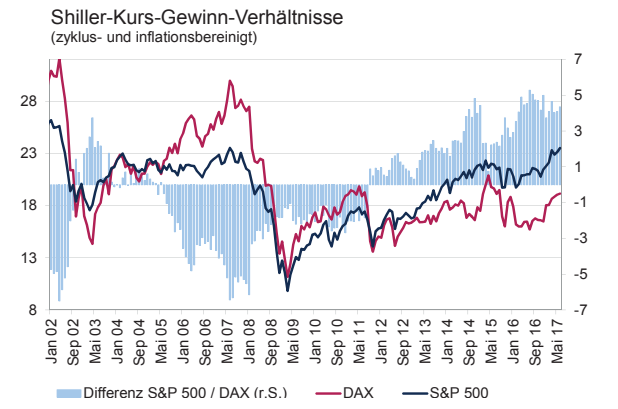
Europa zeigt sich relativ zu den USA noch mit deutlichem Aufholpotenzial. Von ersten Sättigungserscheinungen, wie sie in den USA zum Beispiel am Automobilmarkt zu beobachten sind, scheint der alte Kontinent noch weit entfernt zu sein. So konnte die Dynamik der europäischen Frühindikatoren im Gegensatz zu denen aus den USA zuletzt nochmals einen Gang zulegen. Hinzu kommt, dass in Europa am Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenquote von 9,3 % noch viel Potenzial vorhanden ist. Bei einer Fortsetzung des positiven Trends sollte die Zahl der Beschäftigten und damit einhergehend der Konsum weiter steigen.

Insgesamt ist auf Basis der aktuellen Daten sowohl in den USA als auch in Europa eine für den Aktienmarkt stützende Konjunkturlage gegeben, wobei das relativ höhere Konjunkturpotenzial auf europäischer Seite zu finden ist.

Relative Unterbewertung begünstigt europäische Aktien

Die Kursrallye der letzten Monate hat die Bewertungsniveaus fast aller großen Aktienmärkte der Welt deutlich ansteigen lassen. Bei der Einschätzung, ob diese erhöhten Bewertungen gerechtfertigt sind oder ob es sich hier bereits um Übertreibungen handelt, ist die Evaluation des fundamentalen Kapitalmarktumfelds entscheidend. Hohe Bewertungen können zum Beispiel dann gerechtfertigt sein, wenn die Unternehmensgewinne starke Wachstumsraten aufweisen, ein günstiges Zinsumfeld vorherrscht oder aber die Risikoaversion der Marktteilnehmer insgesamt gering ist.

Bei Betrachtung der globalen Aktienmärkte fällt im Hinblick auf die Bewertungen eine starke regionale Divergenz auf. Gemessen an einem zyklusadjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnis weist der US-amerikanische Aktienmarkt eine weit höhere Bewertung als seine europäischen Pendants auf. Die Bewertungsunterschiede bewegen sich dabei auf sehr hohen Niveaus, wie ein Blick auf die Historie deutlich macht.

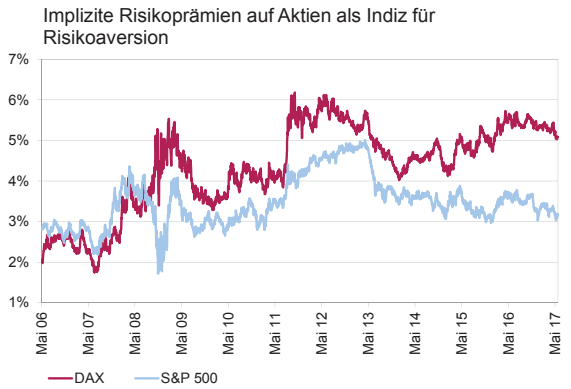


Interessant bei der Betrachtung ist, dass eigentlich zwei der drei oben genannten fundamentalen Faktoren für eine relative Höherbewertung der europäischen Aktienmärkte sprechen. Zum einen ist in Europa das Zinsniveau weit unter dem in den USA, und zum anderen konnten auch die Gewinne europäischer Unternehmen zuletzt wieder mit etwas höherer Dynamik wachsen. Hinzu kommt, dass sowohl die französischen Präsidentschafts- als auch die niederländischen Parlamentswahlen aus Kapitalmarktsicht einen günstigen Ausgang gefunden haben und gleichzeitig durch die Unberechenbarkeit Donald Trumps die Unsicherheiten in den USA steigen. Hierdurch sollte sich die relative Risikobereitschaft zugunsten Europas verschieben.

Auch wenn sich die Bewertungen seit dem Brexit-Votum der Briten bereits wieder aufeinander zubewegt haben, sollte der Abstand aufgrund der genannten Gründe noch weiter abnehmen. Dabei erwarten wir, dass sich die Bewertungsmultiplikatoren der europäischen Märkte mindestens stabil halten, während in den USA die hohen Erwartungen möglicherweise nicht erfüllt werden.

Verteilung politischer Risiken verschiebt sich

Über die letzten Jahre waren politische Risiken vor allem auf den europäischen Aktienmärkten ein brennendes Thema. Den Höhepunkt der Unsicherheit markierte das Votum der Briten für einen Austritt aus der Europäischen Union im Juni 2016. Sorgen über ein Scheitern der Europäischen Union oder des Euroraums wurden im ersten Halbjahr 2017 durch europafreundliche Ausgänge bei den Wahlen in den Niederlanden und Frankreich entkräftet. Hinzu kommt, dass sich die größeren Dissenzfaktoren, wie zum Beispiel der Umgang mit der Flüchtlingskrise, zu verringern scheinen und die Länder in Kernfragen, wie etwa der Position in den Brexit-Gesprächen, wieder produktiver zusammenarbeiten.



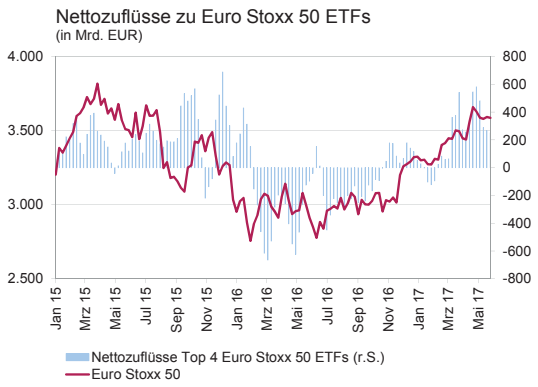
Gleichzeitig verstärken sich Zweifel an der politischen Stabilität der US-amerikanischen Administration. Die impulsive Art des neuen US-Präsidenten sowie überraschende und nicht nachvollziehbare Meinungsänderungen lassen zumindest Zweifel an der Zuverlässigkeit

der neuen US-Regierung aufkommen. Hinzu kommen innerparteiliche Konflikte über Kernpunkte des Wahlprogramms von Donald Trump, wie zum Beispiel den Mauerbau an der Grenze zu Mexiko oder die Reform des Gesundheitswesens. Diese lassen die Umsetzung der ebenfalls angekündigten und vom Kapitalmarkt positiv bewerteten Infrastruktur- und Steuermaßnahmen, zumindest was das angekündigte Ausmaß angeht, fraglich erscheinen.

Im Ergebnis sollten die politischen Unsicherheiten in Europa etwas abnehmen, während sie in den USA stärker zunehmen. Dies sollte europäischen Aktien im relativen Vergleich zu US-amerikanischen Titeln zugutekommen.

Zunehmender Appetit auf europäische Aktien

Verringerte politische Risiken, ein attraktives Bewertungsniveau im Vergleich zu anderen Aktienmärkten sowie eine dynamische Konjunkturentwicklung lassen die Nettozuflüsse in europäische Aktien-ETFs bereits wieder zunehmen.



Nachdem fast über den gesamten Zeitraum des letzten Jahres Nettoabflüsse aus den großen europäischen ETFs zu beobachten waren, hat sich das Bild seit Anfang dieses Jahres geändert. Anleger schichten ihr Geld wieder vermehrt in europäische Märkte um. Ein spürbarer Anstieg ist seit März zu beobachten. Dies deutet darauf hin, dass die relative Attraktivität Euopas im Verlgeich zu anderen Märkten wieder gestiegen ist.

DAX sollte profitieren können

Im Vergleich zum Jahresbeginn hat sich das Umfeld für den deutschen Aktienindex DAX noch weiter aufgehellt. Die verbesserten fundamentalen Bedingungen in Europa haben dem Index bereits eine starke Wertentwicklung von 11,6 % seit Jahresbeginn beschert. Das gute Umfeld sollte auch in den nächsten Monaten weiter stützend wirken.

Die beiden entscheidenden Faktoren für die Wertentwicklung des DAX bis zum Jahresende sind dabei zum einen die Entwicklung der Unternehmensgewinne und zum anderen Änderungen des Bewertungsniveaus im zweiten Halbjahr 2017.

Die Unternehmensgewinne der großen deutschen Konzerne dürften aufgrund der guten konjunkturellen Bedingungen sowohl auf den Heimatmärkten als auch auf den bedeutenden Exportmärkten weiter wachsen. Bis zum Jahresende rechnen wir hier mit einem Anstieg um 2 %. Bewertungsseitig dürften im dritten Quartal vor allem die politischen Risiken etwas abklingen und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX Aufwind verleihen. Dem entgegen stehen jedoch mögliche Anstiege der Realzinsen aufgrund der guten Konjunkturlage und einer eventuellen Abschwächung der expansiven Geldpolitik der EZB. Hinzu kommt, dass möglicherweise vorgezogene italienische Parlamentswahlen die Risikofreude wieder etwas hemmen könnten. Im Ergebnis erwarten wir zum Jahresende ein Kurs-Gewinn-Verhältnis, das in etwa dem heutigen Niveau entsprechen sollte.

Unter Berücksichtigung einer erwarteten Dividendenrendite von 1,4 % bis zum Jahresende errechnet sich hieraus ein neues Jahresendziel für den DAX von nun 13.150 Punkten.

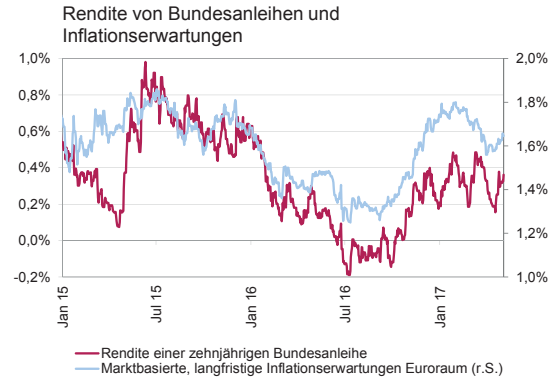
Revision der Jahresprognosen:
Statt 12.200 Punkte zum Jahresende erwarten wir für den DAX einen Jahresendstand von 13.150 Punkten.

Maßnahmen:
Die Aktienquote sollte im Portfolio weiter erhöht bleiben, und europäische Aktien sollten gegenüber US-amerikanischen übergewichtet sein.

RENTENMÄRKTE

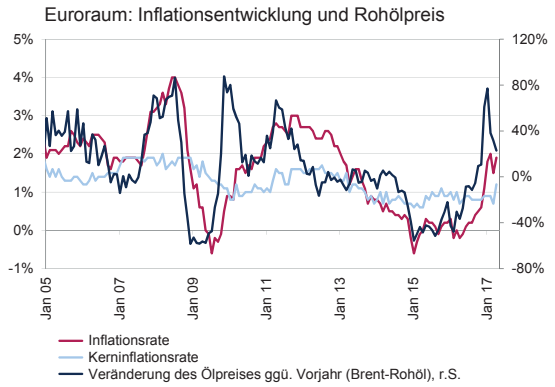
Moderater Zinsanstieg

An den Rentenmärkten kam es seit Jahresbeginn zu einem leichten Anstieg der Renditen vor allem länger laufender Bundesanleihen. So stieg die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe von 0,21 % auf 0,26 %. Die Renditen von Anleihen kurzer bis mittlerer Laufzeit verharrten auf ihren tiefen Niveaus. Anleger müssen daher nach wie vor bis zu einer Laufzeit von acht Jahren eine negative Verzinsung in Kauf nehmen, wenn sie Bundesanleihen bis zur Fälligkeit halten.



Wir rechnen damit, dass sich im weiteren Jahresverlauf der sehr moderate Zinsanstieg fortsetzen wird. Denn angesichts des kräftigen Aufschwungs im Euroraum, der mittlerweile auch in den Peripheriestaaten spürbar ist, gehören die tiefen Renditeniveaus bei Bundesanleihen vermutlich der Vergangenheit an. Gegen einen starken Anstieg der Renditen spricht allerdings die Inflationsentwicklung. Nachdem die Inflationsrate im Euroraum im Februar die Zwei-Prozent-Marke erreicht hatte, fiel sie im Mai wieder auf 1,4 Prozent zurück. Der schwache Ölpreis und die sehr moderate Lohnentwicklung sind der Hauptgrund, warum die Inflation wieder rückläufig ist. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat aus diesem Grund im Juni ihre Inflationsprognose für den Euroraum von 1,7 auf 1,5 Prozent im laufenden Jahr gesenkt.

Nichtsdestotrotz bestätigt die Entwicklung der Wirtschaftsdaten die Politik der EZB, die mit ihrem Anleihekaufprogramm vor allem die bis zur Mitte des letzten Jahres herrschenden deflatorischen Tendenzen bekämpfen wollte. Aber mit dem Erfolg des Einsatzes unkonventioneller geldpolitischer Instrumente ist die EZB mehr denn je unter Rechtfertigungsdruck geraten. Und sie reagiert bereits in der Kommentierung ihrer Geldpolitik. So sagte EZB-Präsident Mario Draghi zwar, „dass es eines weiterhin sehr erheblichen Grads an geldpolitischer Akkommodierung bedarf, damit sich Druck auf die Kerninflation aufbaut und die Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird“. Aber er sagte auch, dass man von einer Deflation, die als Hauptargument für das Anleihekaufprogramm angeführt wurde, inzwischen deutlich entfernt sei. Konsequenterweise hat die EZB nach ihrer Sitzung im Juni nicht mehr die Neigung zu weiteren Zinssenkungen erwähnt.



EZB: Das langsame Ende der expansiven Politik

Wir rechnen damit, dass die EZB im September eine Änderung des Anleihekaufprogramms ankündigen wird. Offiziell läuft das Programm am Ende des Jahres aus. Eine Verlängerung ist wahrscheinlich, da es bei einem abrupten Ende der Anleihekäufe zu Turbulenzen an den Kapitalmärkten kommen dürfte. Draghi wird aber vermutlich das Volumen der Käufe verringern und einen Weg aufzeigen, wie das Programm im Jahr 2018 zu Ende gebracht werden wird. Denn neben den guten Wirtschaftsdaten spricht auch die Knappheit an aufkaufbaren Anleihen für eine baldige Beendigung des Programms.

Vor allem der Kauf von Bundesanleihen kann unter den von der EZB gesetzten Restriktionen, wonach nicht mehr als 33 % der ausstehenden Anleihen erworben werden dürfen, kaum länger als bis zum Jahresende aufrechterhalten werden. Sollte aber die Notenbank als Käufer in absehbarer Zeit wegfallen, ist dies für Bundesanleihen ein erheblicher Belastungsfaktor. Denn die Bundesbank hat im Auftrag der EZB seit Beginn des Kaufprogramms

monatlich im Durchschnitt 14,2 Mrd. Euro an deutschen Staatsanleihen erworben, während nach dem Emissionsplan der Bundesfinanzagentur im Jahr 2017 lediglich 12,7 Mrd. Euro im Durchschnitt pro Monat an Emissionen von Bundesanleihen neu an den Markt kommen. Auch wenn die Reduzierung und vermutlich der Wegfall der Notenbankkäufe erst im Jahr 2018 anstehen werden, dürften sich die Anleger bereits zum Jahresende auf die veränderte Angebots- und Nachfragesituation einstellen und höhere Renditen einpreisen.

Mit einem nachhaltigen Anstieg der Renditen ist aber bis zum Jahresende trotzdem nicht zu rechnen, da hierfür erstens ein endgültiger Ausstieg der EZB aus der ultraexpansiven Geldpolitik vonnöten ist. Dieser dürfte aber wegen der damit verbundenen Risiken noch länger auf sich warten lassen. Erst wenn das Wachstum in den Peripheriestaaten noch stärker zulegt und sich verstetigt, sind auch Zinsanhebungen zu erwarten. Noch liegt aber die Arbeitslosigkeit in weiten Teilen des Euroraums auf einem hohen Niveau, während die Kapazitäten nur durchschnittlich ausgelastet sind.

Zweitens sollte sich der Inflationsdruck weiterhin in Grenzen halten. Wir rechnen nicht mehr mit einem spürbaren Anstieg der Rohölpreise, da sich das Überangebot am Rohölmarkt hartnäckiger als noch zu Jahresbeginn erwartet hält. Drittens dürfte die Nachfrage nach Anlagen in sicheren Häfen hoch bleiben. Denn trotz des positiven Ausgangs der Wahlen in Frankreich sind die politischen Risiken im Euroraum nicht gebannt. So stehen Parlamentswahlen in Italien an, wo sich nach aktuellen Umfragen bereits abzeichnet, dass die populistischen Parteien stark abschneiden könnten. Da viele Italiener den Euro kritisch sehen und für viele hausgemachte Probleme verantwortlich machen, droht eine erneute Debatte über den Bestand des Euroraums. Auch ein Abrutschen der Bonität des Landes in den High Yield-Bereich ist angesichts der prekären Lage der Staatsfinanzen und der Banken des Landes im Jahresverlauf möglich. Bereits heute vergibt S&P ein Rating von BBB-, noch mit stabilem Ausblick. Viele Anleger werden daher vermutlich weiterhin die sicheren Häfen wie Bundesanleihen hoch allokieren, um das Vermögen vor systemischen Risiken zu schützen.

Insgesamt dürften Bundesanleihen im Jahresverlauf aufgrund der robusten Konjunktur im Euroraum, einer moderaten Inflationsrate und eines Einpreisens des Ausstiegs der EZB aus dem Anleihekaufprogramm einen Renditeanstieg verzeichnen. Die Unterauslastung der Kapazitäten im Euroraum spricht dafür, dass die Inflationsraten nicht über das Inflationsziel der EZB hinaus ansteigen dürften. Dies spielt der EZB in die Karten, die mit einem Hinweis auf die überwundenen deflatorischen Tendenzen zwar ihr Anleihekaufprogramm auslaufen lassen kann, gleichzeitig aber an den niedrigen Zinsen festhält, da Inflationsgefahren nicht zu erkennen sind. Dass die Zinsstrukturkurve durch die Neugestaltung der Geldpolitik etwas steiler werden dürfte, ist in dem aktuellen konjunkturellen Umfeld aus Sicht der Notenbank vermutlich angemessen. Die politischen Risiken wirken aber weiterhin dämpfend auf das Renditeniveau. Weitere Zinsschritte der US-amerikanischen Notenbank werden vom Markt zunehmend ausgepreist, womit ein weiterer Belastungsfaktor für den Rentenmarkt wegfällt.

Revision der Jahresprognosen:
Statt 0,7 % erwarten wir als Rendite für eine zehnjährige Bundesanleihe zum Jahresende nun 0,5 %. Wir schätzen den Rentenmarkt damit nicht mehr ganz so negativ wie am Jahresanfang ein.

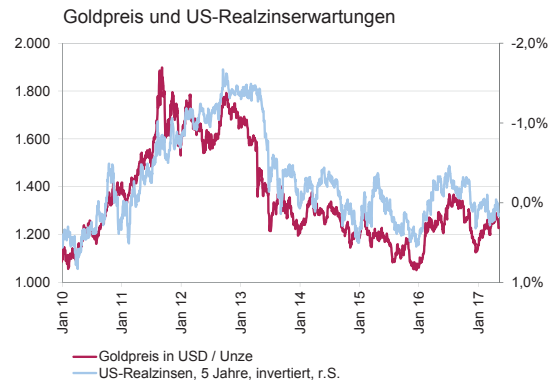
Maßnahmen:
Der Rentenmarkt bleibt leicht untergewichtet, da andere Anlageklassen relativ gesehen attraktiver sind.

ROHSTOFFMÄRKTE

Gold: Chancen und Risiken halten sich die Waage

Der Goldpreis hat seit Jahresbeginn entgegen unseren Erwartungen und trotz der freundlichen Börsenstimmung zugelegt. Er stieg auf 1.250 US-Dollar je Feinunze. Der Preis des gelben Metalls hat damit die hohen Verluste nach der Wahl Donald Trumps wieder aufgeholt.

Im weiteren Jahresverlauf dürften die Goldanleger nun vor allem darauf achten, wie die US-amerikanische Notenbank ihre Geldpolitik gestaltet. Dabei wird diskutiert, in welchem Tempo die US-Notenbank die Zinsen straffen könnte. Aktuell wird am Kapitalmarkt damit gerechnet, dass nach der im Juni erfolgten Zinsanhebung um 25 Basispunkte weitere Zinsanhebungen eher unwahrscheinlich sind.



Das Renditeniveau im mittleren bis längeren Bereich der Zinsstrukturkurve in den USA dürfte sich daher nicht wesentlich verändern. Da zudem momentan keine Anzeichen zu erkennen sind, dass die Inflationserwartungen in den USA spürbar anziehen, sollten die Realzinsen, also die Zinsen abzüglich der Inflation, auf ihren derzeitigen Niveaus verharren. Der Goldpreis, der wie in der Grafik sichtbar sehr sensibel auf Veränderungen der Realzinsen reagiert, dürfte also kaum beeinflusst werden.

Ein Risiko für einen möglichen Anstieg der Realzinsen stellt aber die Diskussion über eine Normalisierung der Bilanz der US-Notenbank dar. Denn nach dem Ende des dritten Anleihekaufprogramms und den ersten Leitzinsanhebungen ist die Fed nicht mehr im Krisenmodus. Stattdessen sieht sie ihre Ziele größtenteils als erfüllt an. Die Mitglieder der Fed diskutieren bereits, wie die Bilanzsumme abgeschmolzen werden kann. Einen Schock in Form eines kräftigen Renditeanstiegs am Anleihemarkt ähnlich wie im Jahr 2013, als erstmals über ein Ende der inzwischen eingestellten Notenbankkäufe diskutiert wurde, will die Zentralbank dabei unbedingt vermeiden. Bereits am Ende des Jahres könnte aber dennoch damit begonnen werden, fällige Anleihen und anfallende Zinszahlungen nicht mehr vollständig am Kapitalmarkt zu reinvestieren.

Es hat sich jedoch gezeigt, dass der Kapitalmarkt eine mögliche Bilanzverkürzung der Fed relativ gelassen sieht. Schließlich wird dieses Thema bereits seit dem Jahresanfang diskutiert, ohne dass es zu nervösen Ausschlägen am Anleihemarkt gekommen wäre. Vermutlich sehen die Marktteilnehmer ein moderates Abschmelzen der Zentralbankbilanz als einen weiteren Schritt zur Normalisierung der US-amerikanischen Geldpolitik an. Größere Veränderungen des Zinsumfelds erwarten wir daher bis zum Jahresende nicht, was für eine momentan faire Bewertung von Gold spricht.

Von der Nachfrageseite ist dagegen leichter Gegenwind zu verzeichnen. So hat die gesamte globale Goldnachfrage gemäß Zahlen des World Gold Council im ersten Quartal 2017 gegenüber dem Vorjahrsquartal um 18 % abgenommen. Dagegen hat die private Nachfrage nach Goldbarren und Münzen im selben Zeitraum um 9 % zugelegt. Dies reflektiert die politischen Risiken, gegen die sich Anleger mit physischen Goldinvestments absichern. Zwar haben sich diese Risiken nach der Wahl Emmanuel Macrons zum französischen Präsidenten verringert, spätestens zum Jahresende aber, wenn die Parlamentswahlen in Italien in das Blickfeld der Anleger geraten, ist damit zu rechnen, dass Anleger wieder Zuflucht in Gold suchen.

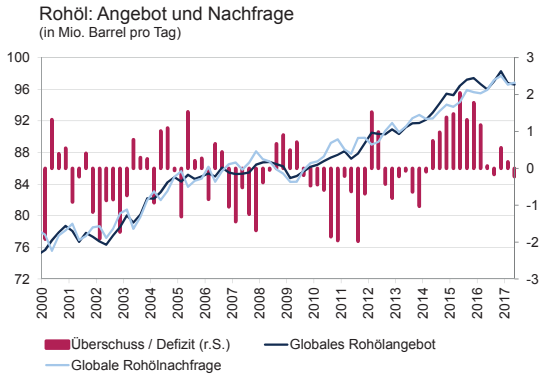
Revision der Jahresprognosen:
Statt 1.100 US-Dollar erwarten wir nun 1.200 US-Dollar je Feinunze Gold zum Jahresende.

Maßnahmen:
Der Goldanteil im Portfolio sollte neutral gewichtet werden.

Rohöl: Hartnäckiges Überangebot

Am Markt für Rohöl ist die Stimmung der Investoren eingetrübt. Die Preise für den Rohstoff sind seit Jahresbeginn spürbar gefallen. Dabei ist das Umfeld für andere Risikoanlageklassen wie Aktien günstig gewesen. Auch der US-Dollar hat seit Jahresbeginn gegenüber den meisten Währungen abgewertet, was oft mit Preisanstiegen bei Rohstoffen einhergeht.

Der Grund für den aktuellen Pessimismus dürfte sein, dass die Rohölanleger mit Argusaugen die bestehenden Überkapazitäten am Rohölmarkt beobachten. Denn der massive Angebotsüberhang im Vorjahr hatte die Preise auf Talfahrt geschickt. Erst mit einem Rückgang der Rohölproduktion in den USA und dem Beschluss der OPEC-Staaten sowie einiger weiterer Ölförderländer, die Produktion um 1,8 Mio. Barrel pro Tag zu kürzen, kam im Vorjahr die Wende.



Während zumindest der Beschluss zur OPEC-Förderkürzung weitgehend umgesetzt wurde und nach der Sitzung am 15. Mai bis Frühjahr 2018 verlängert wurde, zieht die Rohölproduktion in den USA bereits wieder an und lag im April auf dem höchsten Niveau der letzten zwölf Monate. Problematisch ist dabei, dass durch die wieder anziehende Produktion in den USA der Abbau der sehr hohen Lagerbestände nur recht langsam vonstattengeht. Die Lagerbestände für Rohöl verharren derzeit auf Rekordniveaus.

Der Grund für den schnellen Produktionsanstieg in den USA ist, dass sich die Kostenstruktur der US-Ölförderer durch den Einsatz der Fracking-Technologie stark gewandelt hat. Vor einigen Jahren fielen noch sehr hohe einmalige, fixe Kosten an, um ein Ölfeld zu erschließen. Die Kosten der eigentlichen Förderung waren dagegen zu vernachlässigen, wenn ein Ölfeld erst einmal erschlossen war. Heute spielt aber der Abbau kleinerer, schwer erschließbarer Öl- und Gasfelder eine wichtige Rolle (Schieferöl), der mit sehr hohen variablen Förderkosten verbunden ist. Diese variablen Kosten betragen je nach Projekt etwa 40 bis 50 US-Dollar pro Barrel, so dass bei den aktuellen Preisen um die 45 US-Dollar je Barrel wieder vermehrt Bohrstätten in Betrieb genommen werden. Gleichzeitig steigt die Effizienz der US-Fracker an, was tendenziell für sinkende variable Kosten spricht. Die Förderung von Rohöl sollte in den USA daher im Jahresverlauf auch dank politischer Unterstützung weiter zunehmen und könnte die Förderkürzung der OPEC- und Nicht-OPEC-Staaten nahezu ausgleichen.

Der Impuls für den Rohölmarkt muss also von der Nachfrageseite kommen. Da die Wachstumserwartungen für viele Wirtschaftsräume momentan nach oben angepasst werden, spricht einiges dafür, dass die Nachfrage nach Energierohstoffen hoch bleiben wird. Für eine robuste Nachfrage spricht zudem, dass der Rohölmarkt im Contango notiert, also Kurse für zukünftige Lieferungen über dem aktuellen Kurs liegen. Die spekulativen Anleger wie Hedgefonds beginnen bereits, mit verhaltenem Optimismus auf wieder anziehende Notierungen zu setzen, obwohl die Contango-Situation zu Rollverlusten führt.

Anleger sollten aber ihre Erwartungen nicht zu hoch ansetzen, da bei einem Anstieg der Preise Richtung 60 US-Dollar je Barrel die Rohölproduktion in den USA noch schneller als aktuell ansteigen könnte.

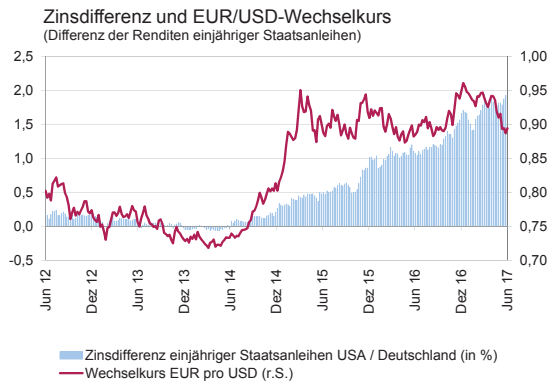
Revision der Jahresprognosen:
Statt 65 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI erwarten wir den Rohölpreis zum Jahresende in einer Bandbreite von 45 bis 55 US-Dollar je Barrel.

Maßnahmen:
Wie senken das Öl-Gewicht von „Stark Übergewichten“ auf „Neutral“.

DEVISENMÄRKTE

Nachlassender „Trump-Effekt“ drückt auf den US-Dollar

Die zunehmende Ernüchterung über die Handlungsfähigkeit der neuen US-Regierung belastet den US-Dollar spürbar. Während direkt nach der Präsidentschaftswahl noch Fantasien über Infrastrukturprogramme und weitreichende Steuersenkungen den Kurs des Greenback befeuerten, bestimmen aktuell Zweifel über die Durchsetzbarkeit der angekündigten Maßnahmen das Tagesgeschehen. Hinzu kommt, dass sich die Kerninflationsrate zuletzt deutlich abgeschwächt hat, was den Handlungsdruck auf die US-amerikanische Notenbank für weitere Zinsschritte verringert. Auf der anderen Seite konnte die Wirtschaftsaktivität im Euroraum stärker zulegen als in den USA. Dies sollte mittelfristig die Nachfrage nach Kapital in Europa weiter beflügeln und so zu einem Anstieg der Realzinsen führen. Darüber hinaus kommen von der EZB erste Signale, die ein langsames Aussteigen aus der sehr expansiven Geldpolitik wahrscheinlicher machen und somit die Zinserwartungen eher nach oben drücken. Im Ergebnis sollte sich die hohe Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa dadurch etwas abbauen, aber auf historisch sehr hohen Niveaus bleiben.



Fundamentale Überbewertung des US-Dollar bleibt weiter bestehen

Unser Marcard-Wechselkursmodell legt nahe, dass der auf fundamentalen Daten basierende faire Wechselkurs des US-Dollar etwa bei 1,30 EUR/USD liegt. Dabei gehen verschiedene Messmethoden der Kaufkraftparität in die Errechnung des Modellwertes ein. Nach dem Konzept der Kaufkraftparitäten sollten Inflationsunterschiede über Veränderungen des Wechselkurses ausgeglichen werden.

Ein Blick auf die Preisentwicklung in den USA und Europa in den letzten zehn Jahren verdeutlicht dabei zwei Punkte. Zum einen ist die Entwicklung der Preise dies- und jenseits des Atlantiks über die letzten zehn Jahre sehr ähnlich, was laut dem Konzept der Kaufkraftparität einen stabilen Wechselkurs impliziert. Dieser schwankte im betrachteten Zeitraum aber von 1,60 EUR/USD bis 1,04 EUR/USD. Zum anderen waren die Inflationsraten im Anschluss an die Finanzmarktkrise in Europa zunächst höher als in den USA, bevor sich dieses Bild im Jahr 2013 umdrehte. Eine tendenziell höhere Teuerungsrate in den USA in den letzten drei Jahren spricht gemäß der Theorie der Kaufkraftparitäten eigentlich für eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Dieser verlor über die letzten 36 Monate aber etwa 10 % an Wert gegenüber dem Greenback.

Abweichungen vom fundamental fairen Wert können also signifikant sein und über längere Zeit andauern. Kurzfristig sind die Kapitalströme zwischen den USA und dem Euroraum für den EUR/USD-Wechselkurs entscheidender. Diese werden maßgeblich durch das relative Zinsniveau und die politischen Umstände bestimmt. Hier sollte der Euro zunächst von einer von uns erwarteten abnehmenden Zinsdifferenz profitieren können, indem Euroanlagen relativ zu US-Dollar-Investments attraktiver werden. Das zum Jahresanfang bestehende starke Untergewicht von Euro-Anlagen im Vergleich zu US-Dollar-Investments dürfte aber größtenteils bereits wieder abgebaut sein. Weiter bestehende Zweifel an der langfristigen Überlebensfähigkeit des Euroraums sowie die damit verbundene höhere Skepsis gegenüber der Gemeinschaftswährung sollten ebenfalls einer stärkeren Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar entgegen wirken.

Revision der Jahresprognosen:
Wir erwarten den Wechselkurs in einem Korridor von 1,15 EUR/USD bis 1,05 EUR/USD anstelle der Parität.

Maßnahmen:
Wir empfehlen dem Anleger, US-Dollar-Positionen bei Erreichen der oberen Korridorgrenze zu kaufen und nahe dem unteren Korridorende abzubauen.

IMMOBILIENMÄRKTE

Die ersten Monate des Jahres 2017 waren von großen politischen Unsicherheiten im Hinblick auf die Zukunftsfähigkeit der Eurozone und der europäischen Union begleitet. Ihnen konnte durch die Wahlausgänge in den Niederlanden und Frankreich nur zum Teil begegnet werden. Immobilieninvestoren zeigten sich davon jedoch weitgehend unbeeindruckt. Vor dem Hintergrund von Negativzinsen auf Bankeinlagen und in Erwartung auch mittelfristig niedriger Zinsen und Inflationsraten hat der Anlagedruck zuletzt eher noch weiter zugenommen.

Innerhalb Europas reift Deutschland aufgrund seiner wirtschaftlichen und politischen Stabilität immer stärker zum wichtigsten Investmentstandort für institutionelle Immobilieninvestoren – eine Entwicklung, die durch die Brexit-Entscheidung der Briten im Sommer letzten Jahres nochmals Unterstützung erhielt.

Differenzierte Preisentwicklung

Die Statistik für die Preisentwicklung der deutschen Gewerbeimmobilienmärkte im ersten Quartal 2017 belegt im Grundsatz eine Seitwärtsbewegung auf historisch hohem Niveau. Im Einzelfall wurden die Preisrekorde vom Jahresende jedoch nochmals überboten. Nach Zahlen von Jones Lang LaSalle für die sieben wichtigsten deutschen Büromärkte blieben die Spitzenrenditen an fünf Standorten unverändert. In Frankfurt und Berlin fielen die Ergebnisse jedoch nochmals 30 Basispunkte niedriger aus als ein Quartal zuvor. Berlin war mit einer Anfangsrendite (Miete vor Eigentümerlasten geteilt durch Kaufpreis vor Erwerbsnebenkosten) von nur noch 3 % zuletzt der teuerste deutsche Büromarkt. Dies stützt einerseits unsere These von der wachsenden Bedeutung des Berliner Immobilienmarkts. Andererseits bestätigt sich in den nochmals verbesserten Ergebnissen für Frankfurt als dem führenden deutschen Bankenplatz möglicherweise bereits die oben getroffene Aussage, dass Deutschland als Profiteur der Brexit-Entscheidung einen Zugewinn europäischer Institutionen und Dienstleistungsarbeitsplätze erwarten kann.

Unsere Ende 2016 getätigte Aussage zur Wohnungsmarktentwicklung, auch hier hatten wir eine Seitwärtsentwicklung der Preise erwartet, hat sich noch nicht bestätigt. Die Empirica Immobilienpreisindizes für den deutschen Wohnungsmarkt zeigen für die Entwicklung der Kaufpreise und der Mietpreise sowohl im Neubau als auch im Bestand einen ungebrochenen Aufwärtstrend an. Alle Indizes sind im ersten Quartal 2017 und auch im Vergleich zum Vorjahr im Plus. Wie bereits in den letzten Jahren war die Kaufpreisdynamik dabei höher als die Mietpreisdynamik, was den spekulativen Charakter vieler Investitionen unterstreicht. Unsere Erwartung war, dass die Hypothekarzinsen, die zwischen Oktober und Dezember 2016 etwas angezogen hatten, stärkeren bremsenden Einfluss auf das Käuferverhalten entwickeln. Jedoch hat sich der Zinstrend seit Jahresanfang wieder verstetigt. Kurz- bis mittelfristig gibt es keine Signale, die einen deutlichen Anstieg der Zinsen erwarten lassen.

Interessanterweise war in Bezug auf den Mietwohnungsmarkt die Mietpreisdynamik im Bestand höher als im Neubau. Zwar differenzieren die zugrundeliegenden Empirica-Daten nicht nach Kommunen, die die Mietpreisbremse eingeführt haben und bei denen, die die Maßnahme nicht eingeführt haben. Dennoch offenbart sich möglicherweise auch in diesen Zahlen die weitgehende Wirkungslosigkeit der Mietpreisbremse, die Kommunen mit angespannten Wohnungsmärkten ermächtigt, die Mieten bei Neuvermietung von Bestandswohnungen an den Mietenspiegel zu koppeln. Weitere Analysen zur Wirksamkeit des wohnungspolitischen Instruments bestätigen diese Vermutung. Hintergrund ist in erster Linie, dass sich Vermieter nicht an die Vorgaben halten. Wie zum Jahresende 2016 geäußert schätzen wir die politische Gemengelage deshalb weiter so ein, dass es zu einer Verschärfung der bestehenden Regeln kommen wird.

Bemerkenswert ist das Verhalten von (institutionellen) Investoren. Wenn institutionelle Investoren, wie am Beispiel Berlins oder Frankfurts gezeigt, Neubau-Immobilien in Zentrumslage und mit langfristiger Vermietung zu Faktoren oberhalb des 30-fachen einer Jahresmiete einkaufen, ist rein rechnerisch nach Kosten ein positiver Ertragsüberschuss kaum mehr darstellbar. Dennoch argumentieren Immobilieninvestoren ihre Engagements heute fast ausschließlich über die laufende Rendite (Einkommensrendite). Kaum jemand trifft noch Aussagen zum „Total Return“ (Gesamtrendite), der neben der laufenden Rendite zusätzlich eine Erwartung zur Wertentwicklung beinhaltet. Anders formuliert traut sich heute

die Mehrzahl von Investoren eine Einschätzung zum perspektivischen Wert einer Immobilie nicht mehr zu. Der Fokus auf die Einkommenskomponente überdeckt also vielfach die Diskussion über die Frage, ob zu teuer eingekauft wird und ob im Verkaufsfall nicht ein negativer Wertbeitrag wahrscheinlicher ist als ein Wertzuschlag.

Investoren befinden sich im Dilemma. Einerseits sehen sie sich gezwungen, weiteres Kapital in Immobilien zu allokieren. Andererseits ist aufgrund des Marktpreisniveaus das Handeln primär dadurch geleitet, kurz bis mittelfristig keine Fehler zu machen. Anleger zeigen eine klare Präferenz für sicherheitsorientierte Investments und agieren tendenziell mit weniger Fremdkapital als noch vor einigen Jahren. Das ist auch ein Grund dafür, warum Wohnimmobilien inzwischen in nahezu jedem institutionellen Portfolio zu finden sind. Sie ermöglichen durch die hohe Diversifikation der Einnahmen üblicherweise eine gute Prognostizierbarkeit der Ertragsentwicklung. Zusätzlich liegen Betreiberimmobilien wie Studentenwohnheime, Sozialimmobilien oder Hotels voll im Trend. Sie versprechen auf Basis eines üblicherweise sehr lang laufenden Fixpacht-Vertrags mit einem Betreiber, der das operative Immobilienmanagement leistet, gegenüber klassischen Immobilientypen eine höhere Rendite und weniger Eigentümeraufwand. Der Eigentümer wird dazu verleitet, das operative Risiko auszublenden, weil der Mietvertrag ihm eine Art „Garantiezins“ vorspiegelt. Tatsächlich aber hängt sein Erfolg nahezu unmittelbar am unternehmerischen Erfolg des Betreibers.

Immobilienstrategie

Unsere Empfehlungen für Maßnahmen haben sich in den letzten sechs Monaten nicht verändert. Naheliegend bieten sich derzeit Verkäufern und Produzenten von Immobilien sehr gute Rahmenbedingungen, so dass das Marktfenster für Portfoliobereinigungen genutzt werden sollte.

Für Neu-Engagements müssen Investoren Marktzugänge erschließen, die nicht nur darin bestehen, für fertige Immobilien noch höhere Kaufpreise als die Konkurrenz zu zahlen. Hierzu zählen weiterhin Engagements in Immobilien in guten Lagen, die baulich oder mietvertraglich Aufgaben bereithalten. Der Investor hat üblicherweise einen günstigeren Einstand und kann aktive Wertschöpfung betreiben. Denkbar sind hier auch Investitionen in den eigenen Bestand, z. B. durch Heben von Flächenreserven oder Repositionierung. Veränderte Anforderungen an Immobilien, z. B. durch die Digitalisierung von Arbeitsprozessen klassischer Büronutzer, veränderte Flächenanforderungen von Einzelhändlern, veränderte Standortanforderungen von Logistikern oder veränderten Anforderungen an das Wohnen in Folge der demografischen Trends zwingen letztlich auch Bestandshalter zur Anpassung ihres Produkts. Das günstige Finanzierungsumfeld bietet hier durchaus gute Voraussetzungen, Maßnahmen zum Erhalt der Zukunftsfähigkeit umzusetzen.

Öffentlich geförderter Wohnungsbau findet zunehmend auch in guten städtischen Lagen, teils in direkter Nachbarschaft zu frei finanziertem Wohnungsbau oder Eigentumsmaßnahmen, statt. Bestände können unter Inkaufnahme von Mietpreis- oder Belegungsbindungen mit Preisvorteilen erworben werden. Nach Auslaufen von Bindungsfristen kann der „innere Wert“ gehoben werden.

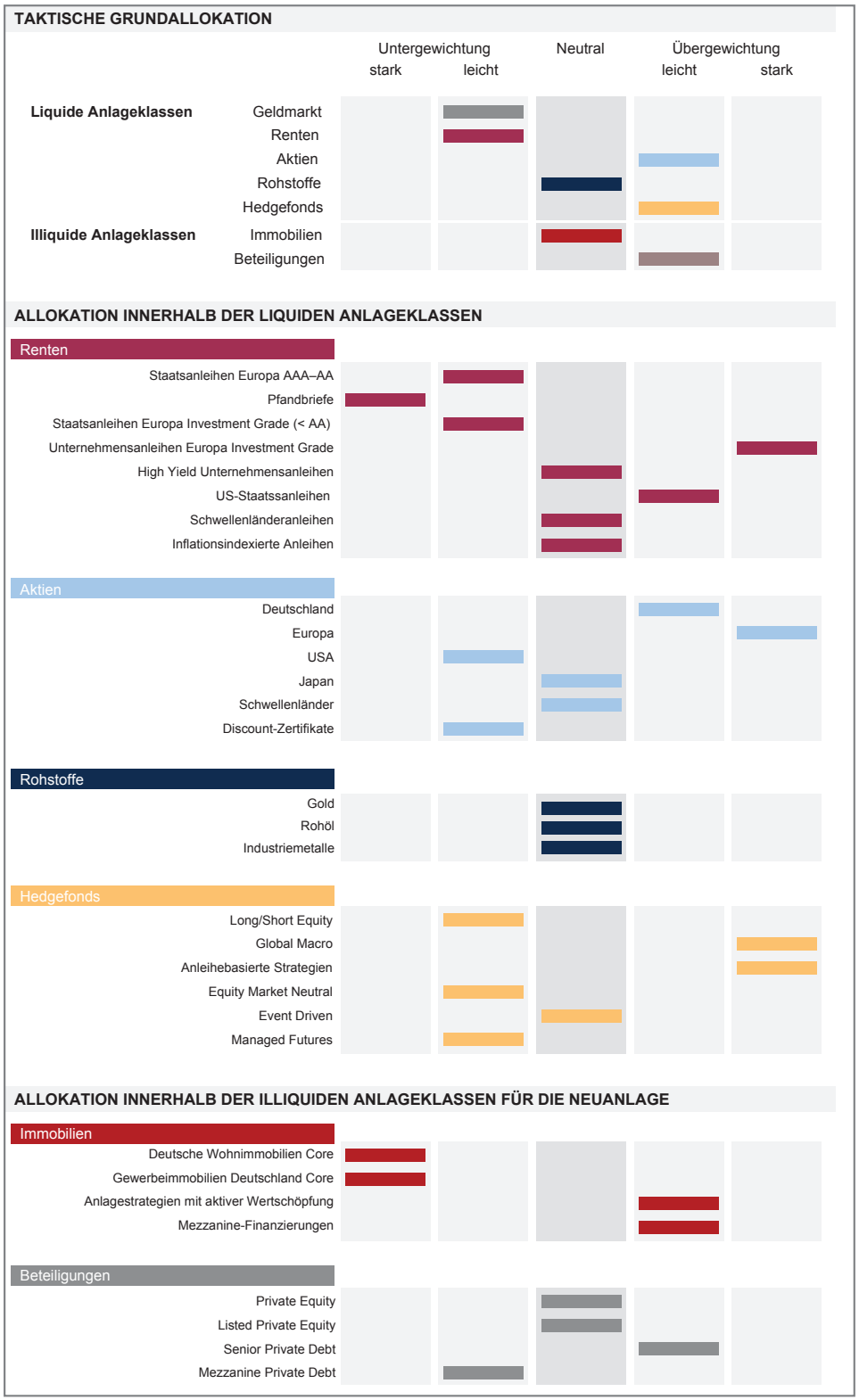
Die Vergabe von Risikokapital an Projektentwickler für Neubau- und Bestandsentwicklungen erachten wir weiterhin als einen interessanten Baustein innerhalb der Immobilienallokation. Projektbeteiligungen bieten die Möglichkeit für zeitlich befristete und attraktiv verzinste Engagements. Hintergrund ist die Nutzung von Ineffizienzen in der Kreditvergabe durch Banken, die sich aufgrund von regulatorischen Vorgaben aus der Vergabe von Krediten im hohen Beleihungsauslauf zurückziehen.

Finanzierungsbeteiligungen an Bestandsimmobilien können Möglichkeiten eröffnen, über laufende Garantieverzinsungen an Immobiliencashflows zu partizipieren, ohne das operative Risiko unmittelbar zu tragen.

Revision der Jahresprognosen:
Die laufenden Renditen für Neu-Investitionen dürften noch geringer ausfallen als zum Jahreswechsel erwartet.

Maßnahmen:
In der Neuanlage nehmen wir deutsche Gewerbeimmobilien von „leicht untergewichten“ auf „stark übergewichten“.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



IMPRESSUM

Herausgeber
MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren
Erik Baas, Björn Block, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Dr. Christoph Kind, Maik Rissel, Dr. Lukas M. Schwarz

Redaktion und Layout
Dr. Christoph Kind, 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