MARCARD, STEIN & CO

Bankiers

DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresrückblick 2015 und Ausblick 2016

Vermögensbaustein Anleihen – Risikoloser Zins oder zinsloses Risiko?

VORWORT

Das Jahr 2015 bescherte den Anlegern ein Wechselbad der Gefühle. Es mussten starke bis enorme Schwankungen insbesondere an den europäischen Aktien- und Anleihemärkten verkraftet werden. Dazu waren gute Nerven notwendig.

Trotz des „Frankenschocks“ gleich im Januar, als die Schweizer Nationalbank den Kurs des Schweizer Franken nicht weiter verteidigte, begann das Jahr für den Anleger überaus erfreulich. Leider waren weder ein unerwarteter wirtschaftlicher Boom noch überraschend sprudelnde Unternehmensgewinne Ursachen für die Entwicklung. Zunächst schien vielmehr die Aussicht auf massive Staatsanleihekäufe durch die EZB und die lockere Geldpolitik anderer Notenbanken alle Belastungsfaktoren, wie zum Beispiel die aufkeimende Griechenlandkrise, mehr als kompensieren zu können. Im April notierte der DAX auf seinem Allzeithoch von 12.391 Punkten (+ 26 %) und die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen erreichte ihren absoluten Tiefpunkt mit 0,05 % (+4,9 % Wertentwicklung).

Nach dem Frühjahr folgte eine Zeit erhöhter Nervosität mit einhergehend starken Kursschwankungen. Die eskalierende Griechenlandkrise sorgte ebenso wie die hinausgezögerte US-Leitzinswende für Irritationen. Schwerpunkt der Sorgen war jedoch China. Das BIP-Wachstum dort verlangsamte sich und der Sommer-Crash des überhitzten Aktienmarktes (-43 %) sowie eine überraschende Abwertung des Chinesischen Yuan machten den Ernst der Lage deutlich. Auch der weitere Ölpreisverfall aufgrund des Angebotsüberhangs, welcher zwar prinzipiell positiv für Verbraucher und Unternehmen war, wurde primär als beunruhigendes Konjunktursignal interpretiert. Die früher erwartete Leitzinsanhebung der US-Notenbank erfolgte dann erst im Dezember. Diese Vorsicht signalisiert, dass die US-Wirtschaft auch nicht sorgenfrei boomt. Bemerkenswert war auch die Reaktion der Börsen auf die EZB-Entscheidung Anfang Dezember, als Strafzinsen auf Bankeinlagen erhöht und das Anleihekaufprogramm verlängert wurden. Am gleichen Tag fiel der DAX um fast 4% und der Eurokurs schoss in die Höhe. Der Markt hatte drastischere Maßnahmen erwartet.

Das Wachstum der Weltwirtschaft wird sich im Jahr 2016 verlangsamen. Es fehlt an Investitionen, das Wachstum wird im Wesentlichen vom Konsum- und Dienstleistungssektor getragen. Der nachhaltige Verfall der Rohstoffpreise könnte sich als Hemmschuh für viele Schwellenländer und die USA erweisen.

Der wichtigste Faktor für die Geldanlage in 2016 bleibt wie im Vorjahr die Politik der Notenbanken. In den USA werden wir verhaltende Zinserhöhungen sehen, während in der restlichen Welt die Geldpolitik expansiv bleiben wird. Die Kapitalströme reagieren zunehmend sensibel auf Zentralbankentscheidungen, so dass die Kurse auch in 2016 stärker schwanken werden. Die Renditen für den Anleger an den Aktienmärkten gehen zurück, da sich die Unternehmensgewinne weniger dynamisch entwickeln. Der Bullenmarkt bei Anleihen neigt sich dem Ende. Als größtes Risiko für die Kapitalmärkte wird eine drohende Rezession in China gesehen. Aber auch ein nachhaltig niedriger Ölpreis könnte zu Insolvenzen in der Energiewirtschaft mit Risiken für die Anleihemärkte und die Finanzindustrie führen.

Es wird zunehmend schwieriger, das Familienvermögen real zu erhalten. Mit dem vorliegenden Jahresausblick möchten wir Ihnen eine Orientierung für die taktische Allokation Ihres Vermögens im vorhandenen Wirtschaftsumfeld geben.

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Januar 2016

Vorwort 1

Zusammenfassung 3

Schwerpunktthema Anleihen: Risikoloser Zins oder zinsloses Risiko? 7

Jahresausblick 2016: Volkswirtschaft, Geldpolitik und Währungen 16
- Weltkonjunktur: Die Konsumenten halten den Aufschwung in Gang 16
- US-Konjunktur: Gespaltenes Wachstum 19
- China-Konjunktur: Zyklische Erholung im Jahresverlauf wegen expansiver Geldpolitik 23
- Europa-Konjunktur: Stabilitätsanker dank wachsender Binnennachfrage 25
- Deutschland-Konjunktur: Aufschwung wird hauptsächlich vom Konsum getragen 30
- Devisenmarkt: US-Dollar-Aufwertung setzt sich trotz hoher Bewertung fort 32

Jahresausblick 2016: Liquide Vermögensklassen 36
- Geldmarkt: Zinsen könnten noch tiefer sinken 36
- Rentenmarkt: Die Zinswende in den USA lässt die Renditen etwas steigen 37
- Aktienmarkt: Ein schwankungsreiches Jahr mit gutem Ende 45
- Rohstoffmarkt: Erneut schwieriges Jahr, aber Überkapazitäten nehmen langsam ab 53
- Hedgefondsmarkt: Regulierte Anlagestrategien bilden neue, attraktive Anlagewelt 61

Jahresausblick 2016: Vermögensklasse Immobilien 67
- Immobilienmarkt: Chancen nur noch in Nischen 67

Jahresausblick 2016: Vermögensklasse Beteiligungen 74
- Private Equity Markt: Unternehmerische Beteiligungen erzielen attraktive Renditen 74

Jahresrückblick 2015 81
- Konjunktur und Geldpolitik 81
- Devisenmarkt 84
- Geldmarkt 84
- Rentenmarkt 85
- Aktienmarkt 87
- Rohstoffmarkt 89
- Hedgefondsmarkt 90
- Immobilienmarkt 91
- Private Equity Markt 94
- Schiffsmarkt 97

Impressum 100

ZUSAMMENFASSUNG

Vermögensinhaber erwarten im Jahr 2016 erneut große Herausforderungen mit erhöhten Kursschwankungen an den Anlagemärkten. Wesentlicher Grund für die Nervosität ist die weltweite Umverteilung weg von den rohstoffproduzierenden Staaten und Unternehmen hin zu den Verbrauchern sowie konsum- und dienstleistungsorientierten Firmen bzw. ölimportierenden Ländern. Dies sorgt für Unsicherheit über die Zahlungsfähigkeit vieler betroffener Konzerne und Volkwirtschaften. Gleichzeitig wächst das Risiko von politischen Spannungen, da die Bevölkerung in den wirtschaftlich negativ betroffenen Ländern unzufrieden wird und die Regierungen möglicherweise durch zwischenstaatliche Konflikte von der Wirtschaftsschwäche ablenken wollen. Russlands Interventionen in der Ukraine und Syrien sowie die Spannungen zwischen Saudi-Arabien und dem Iran sind zwei Beispiele hierfür. Hinzu kommen die wirtschaftlichen Risiken, die z. B. von einem möglicherweise stärkeren Abschwung in China ausgehen.

Der Investor steht bei den politischen und wirtschaftlichen Sorgen zusätzlich vor dem Problem, dass Anleihen wegen des niedrigen Zinsniveaus und des Risikos steigender Leitzinsen auf den ersten Blick keinen geeigneten Schutz mehr bieten. Wir befassen uns daher im **Schwerpunktthema** mit den größten Mythen um diese Anlageklasse. Dabei zeigen wir unter anderem, dass Anleihen auch bei steigenden Leitzinsen ein sinnvoller Bestandteil des Portfolios sein können und selbst bei niedrigen Zinsen eine Absicherung gegen bestimmte Arten von Krisen, wie Rezessionen und Systemkrisen, bieten. Dies ist deshalb ein wichtiges Ergebnis, weil vermeintliche Ersatzstrategien in anderen Anlageklassen die Funktionen von Anleihen im Vermögen nicht ersetzen können. Das gilt auch für Immobilien und Hedgefonds, die oft als Alternativen genannt werden.

Bei all den Herausforderungen sind wir für das Gesamtjahr dennoch optimistisch, dass sich der Aufschwung der **Weltwirtschaft** fortsetzt, wenn auch etwas verlangsamt. In vielen Volkswirtschaften dürfte das Konsumwachstum eine hohe Dynamik erreichen, da die Verbraucher durch die niedrigen Preise für Energie stark entlastet werden und gleichzeitig die Beschäftigung in den großen Wirtschaftsräumen, wie in den USA und im Euroraum, kräftig wächst. Allerdings werden die Wachstumsdifferenzen zwischen den Staaten weiter zunehmen. Insbesondere in den rohstoffproduzierenden **Schwellenländern** ist der Tiefpunkt wohl noch nicht erreicht. Denn aus unserer Sicht tritt eine spürbare Erholung bei den Rohstoffpreisen nicht so schnell ein, wie dies von den Marktakteuren immer noch erwartet wird. Insbesondere beim Rohölpreis halten wir die Analystenschätzungen von 57 US-Dollar je Barrel zum Jahresende 2016 für viel zu optimistisch, zumal die Organisation erdölfördernder Staaten (OPEC) in sich uneinig ist und der Iran nach dem Ende des Embargos wieder als Öllieferant an den Markt kommt.

Zum neuen Stabilitätsfaktor der Weltwirtschaft könnte hingegen **Europa** werden. Nach der Doppelrezession infolge der Finanzmarkt- und der Staatsschuldenkrise zeichnet sich inzwischen ein stabiler Aufschwung ab. Sichtbar wird dies an den steigenden Automobilabsatzzahlen und am kontinuierlichen Beschäftigungsaufbau, der inzwischen nahezu alle Volkswirtschaften Europas erfasst hat. Wir erwarten zudem, dass die Europäische Zentralbank angesichts einer niedrigen Inflationsrate erneut nachlegen wird und sowohl das Anleihekaufprogramm verlängert, als auch den Einlagenzins ein weiteres Mal senkt.

Die zusätzlichen EZB-Maßnahmen werden dazu führen, dass der **US-Dollar** noch etwas stärker wird, obwohl er schon eine hohe Bewertung erreicht hat. Denn die Zinsdifferenz zwischen europäischen und US-amerikanischen Anleihen befindet sich bereits heute auf einem mehrjährigen Rekordniveau und dürfte sich weiter ausweiten, obwohl die US-Notenbank wohl etwas vorsichtiger vorgehen wird, als sie dies selbst plant. Grund ist die heute schon in den Stimmungsindikatoren sichtbare Schwäche des Produzierenden Gewerbes, das unter dem fast völligen Zusammenbruch der Investitionsnachfrage aus der Energiewirtschaft leidet. Die Wirtschaft der **USA** ist wie die Weltwirtschaft stark gespalten, wird aber dank der Konsumnachfrage fast so dynamisch wachsen wie im Vorjahr.

Größtes Sorgenkind der Weltwirtschaft ist **China**, das mit einer Überproduktion, einer hohen privaten Verschuldung und der Transformation von einer produzierenden hin zu einer konsumorientierten Volkswirtschaft zu kämpfen hat. Die damit verbundenen starken Rückgänge beim Im- und Export sowie die Abwertung des chinesischen Yuan

belasten die gesamte Weltwirtschaft. Immerhin haben die Verantwortlichen in China das Risiko eines spürbaren Abschwungs erkannt und steuern nun mit einer sehr expansiven Geldpolitik, einer Lockerung der Kreditvergabebedingungen und mit Stützungskäufen am Aktienmarkt entgegen. Die bereits wieder steigenden Immobilienpreise machen Hoffnung, dass es im Jahresverlauf zu einer Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft kommt.

Die Weltwirtschaft wird zwar etwas weniger dynamisch wachsen als im Vorjahr, ein Abschwung ist jedoch angesichts der tiefen Realzinsen sehr unwahrscheinlich. Vielmehr erwarten wir im Jahresverlauf wegen der weiter steigenden Konsumnachfrage eine Belebung nach einer möglichen Delle im Winter.

Konjunkturprognose Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2015	2016	
	Konsens	Konsens	Marcard
Welt	3,1 %	3,2 %	2,9 %
USA	2,5 %	2,4 %	2,2 %
China	6,9 %	6,5 %	6,5 %
Euroraum	1,5 %	1,7 %	1,6 %

Investitionen in **Aktien** stellen den Investor vor die Herausforderung, angesichts zwischenzeitlich hoher Kursschwankungen die Ruhe zu bewahren und nicht im falschen Moment zu verkaufen, solange das Risikobudget für das Ziel realer Kapitalerhalt auf Vermögensebene dies zulässt. Denn über das Gesamtjahr rechnen wir mit steigenden Aktienkursen. Vor allem europäische Aktien haben vor dem Hintergrund der massiven Liquiditätszufuhr der Europäischen Zentralbank, der moderaten Bewertungen und der fehlenden attraktiven Anlagealternativen im Heimatmarkt noch spürbares Kurspotenzial, auch wenn die Unternehmensgewinne nur leicht steigen werden. Die global besten Aktieninvestitionschancen bieten im Jahr 2016 die konsumnahen Branchen.

Anleihen gehören zur Absicherung gegen Systemrisiken und eine Rezession in jedes Vermögen. Allerdings rechnen wir ausgehend von den Zinserhöhungen in den USA mit einem leicht steigenden Zinsniveau auch in Europa, so dass wir die Anlageklasse untergewichten würden. Unsere Favoriten sind derzeit US-Staatsanleihen, die eine höhere Verzinsung und Chancen auf Währungsgewinne bei überschaubaren Kursrisiken bieten. Bei europäischen Staatsanleihen bevorzugen wir Italien, wo fast unbemerkt zahlreiche Reformen Hoffnung auf einen wirtschaftlichen Aufschwung machen. Angesichts der zunehmenden Illiquidität im Anleihemarkt empfehlen wir, als Basisinvestment Staatsanleihen von großen Emittenten gegenüber Unternehmensanleihen zu präferieren. Insbesondere in Stresssituationen bleibt der Vermögensinhaber so flexibel und besser abgesichert, auch wenn die Rendite bescheiden oder sogar leicht negativ ausfällt.

Gold empfehlen wir wie die übrigen Rohstoffe unterzugewichten, da die höheren US-Zinsen dazu führen, dass insbesondere professionelle Anleger wie auch Zentralbanken auf festverzinsliche Wertpapiere umsteigen. Eine mögliche alternative Absicherung gegen Systemrisiken zu Gold könnten Diamanten darstellen. Allerdings gilt dies wegen der stark eingeschränkten Handelbarkeit und den Zusatzkosten für die Zertifizierung der Echtheit und Qualität nur in der langen Frist.

Im Bereich der **Hedgefonds** hat sich ein liquides und reguliertes Anlagesegment etabliert, das in der Wertentwicklung mit den klassischen, unregulierten Hedgefonds mithalten kann. Diese alternativen Produkte können das Rendite-/Risikoprofil im Vermögen verbessern. Als Alternative zu Anleihen eignen sie sich jedoch nur bedingt, da sie die Funktion einer Anleihe, in bestimmten Krisenphasen Sicherheit zu bieten, nicht komplett erfüllen können.

Der Markt für **Immobilien** nähert sich seinem zyklischen Hochpunkt, auch wenn die Preise im Jahr 2016 noch leicht steigen könnten. Statt weiter in deutsche Wohn- und Büroimmobilien zu investieren, empfehlen wir einen möglichen Verkauf von Immobilien vorzubereiten, die hinsichtlich des Instandhaltungs- oder Wertzyklus verkaufsreif sind. Käufe von etablierten Immobilien in Kernlagen sollten lieber in die Zukunft verschoben werden. Gewisse Erfolgschancen bieten noch Nischen des Wohnimmobilienmarkts wie barrierefreies Wohnen, Logistikimmobilien, staatlich geförderter sozialer Wohnungsbau oder eine Investition in modernisierungsbedürftige Immobilien in Top-Lagen.

Bei **Private Equity** beobachten wir, dass die Bewertungsmultiplikatoren für Neutransaktionen in den vergangenen Jahren entsprechend zu den Preisrelationen am Aktienmarkt weiter angestiegen sind. Wir erwarten vor dem Hintergrund historisch hoher Bewertungen jedoch ein insgesamt umsichtiges Agieren der Gesamtbranche und daher keine weiter steigenden Bewertungsmultiplikatoren. Die Bedingungen auf der Verkaufsseite sind weiterhin attraktiv. Dies gilt auch für Unternehmer, die ihre Firma kurz- bis mittelfristig verkaufen möchten, denn der Wettbewerb von strategischen Käufern und Finanzinvestoren um gute Firmen bleibt hoch. Insgesamt erwarten wir für Investoren in Private Equity weiterhin eine langfristige Mehrrendite gegenüber Aktieninvestments.

Unsere **Anlageempfehlung** für das Jahr 2016 lautet, zunächst mit einer gewissen Vorsicht zu beginnen, um dann im Jahresverlauf die sich bietenden Chancen nutzen zu können. Gerade die derzeit besonders ausgeprägten politischen Risiken können jedoch dazu führen, dass im Jahresverlauf Umschichtungen nötig werden. Auf der einen Seite könnte eine stärker als erwartete Wachstumsverlangsamung in China oder ein politisches Auseinanderdriften in Europa eine höhere Gewichtung von sicheren Staatsanleihen oder Gold erfordern. Auf der anderen Seite könnte eine dynamischere Erholung der chinesischen Wirtschaft eine weitere Aufstockung risikoreicherer Anlageklassen wie Aktien sinnvoll erscheinen lassen. Um eine rasche Reaktion auf Veränderungen des Umfelds gewährleisten zu können, empfehlen wir eine möglichst flexible und fungible Aufstellung des Vermögens.

Liquide Vermögensklassen: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
DAX	11.500 Punkte	Der schwache Euro und eine hohe Konsumnachfrage stützen den DAX. Der niedrige Ölpreis dürfte zunächst für Unsicherheit sorgen, aber insgesamt profitieren die meisten deutschen Unternehmen hiervon.
Bundesanleihen (10 Jahre)	0,9 %	Die Zinswende in den USA belastet auch Bundesanleihen. Ein deutlicher Zinsanstieg wird aber durch weitere expansive geldpolitische Maßnahmen der EZB und die Knappheit der deutschen Staatstitel verhindert.
US-Dollar	1,05 EUR/USD	Die große Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum sollte den US-Dollar trotz einer bereits hohen Überbewertung aufwerten lassen.
Gold	950 US-Dollar	Gold befindet sich weiterhin in einem Bärenmarkt und verliert bei steigenden Zinsen an Wert.

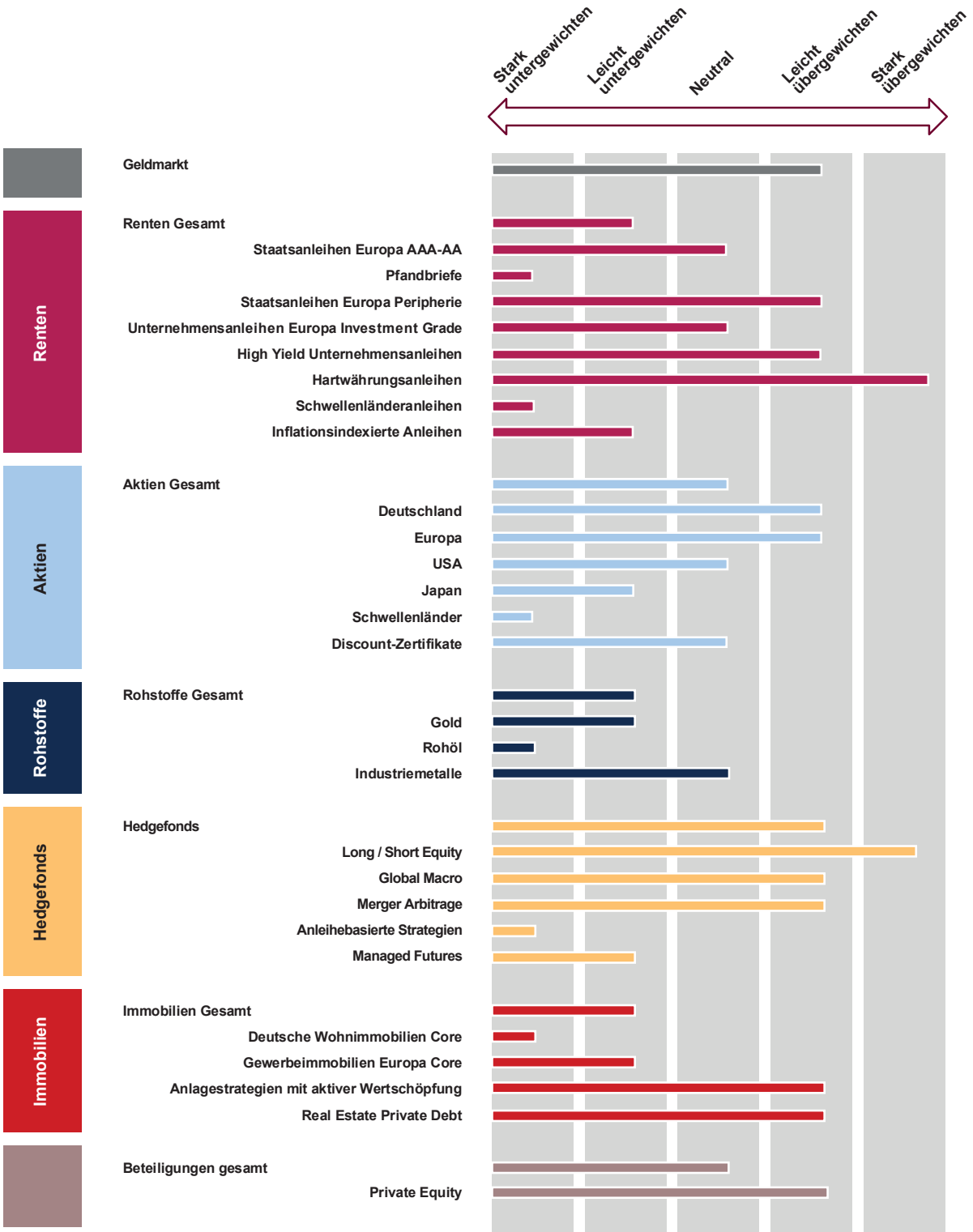
Vermögensklasse Immobilien: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
Deutsche Immobilien (Wohnen, Gewerbe) in Top-Lage und Top-Qualität	Mögliche Rendite: 2 %	Die Ausschüttungsziele müssen weiter reduziert werden. Es sind nicht mehr als 2 % laufende Rendite zu erwarten.
Nischen (barrierefreies Wohnen, günstiger Wohnraum, Logistik)	Mögliche Rendite: 3 – 5 %	Auch hier ist die Rendite gesunken, bietet aber immer noch einen Aufschlag gegenüber herkömmlichen Strategien.
Value- bzw. Strategien der aktiven Wertschöpfung	Mögliche Rendite: 4 – 9 %	Objekte mit Vermietungs- oder baulichen Aufgaben bieten Preisvorteile im Einkauf. Die Immobilienwerte können durch Übernahme von Management-Aufgaben oder Durchführung von Sanierungsmaßnahmen aktiv gesteigert werden.
Vergabe von Mezzanine-Kapital	Mögliche Rendite: 8 – 12 %	Insbesondere im Beleihungsauslauf über 60 % und bei Risikokapital bestehen für Investoren weiter interessante Beteiligungsmöglichkeiten.

Vermögensklasse Beteiligungen: Prognosen Marcard, Stein und Co

	Prognose	Erläuterung
Private Equity	Durchschnittliche jährliche Verzinsung (Netto-IRR) von über 10 % pro Jahr über Gesamtlaufzeit	Langfristige Analysen zeigen Mehrrendite gegenüber Aktieninvestments. Fonds in der Verkaufsphase werden 2016 erfolgreich realisieren können.

Taktische Allokationsempfehlung



SCHWERPUNKTTHEMA ANLEIHEN: RISIKOLOSER ZINS ODER ZINSLOSES RISIKO?

Investitionen in Anleihen werden von vielen Investoren mittlerweile grundsätzlich hinterfragt. Die Renditen von Renten sind niedrig und bei steigenden Zinsen werden Kursverluste befürchtet. Sollte man deshalb komplett auf Investitionen in Anleihen verzichten? Oder braucht man Anleihen noch als Schutz vor Krisen? Wie sollte eine Investmentstrategie für Renten im kommenden Jahr aussehen?

Zur Beantwortung dieser Fragen ist eine realistische Bewertung der Eigenschaften und Funktionen von Renten im Portfolio erforderlich. Viele Investoren werden bei Entscheidungen jedoch von weit verbreiteten Mythen über das Investieren in Anleihen beeinflusst. Diese Erzählungen und Geschichten über den Rentenmarkt sind bestenfalls teilweise richtig, häufig irreführend oder schlichtweg falsch. Im diesjährigen Schwerpunktthema wollen wir die populärsten Mythen beschreiben, richtigstellen und darauf basierend eine „aufgeklärte“ Investmentstrategie für Renten im aktuellen Niedrigzinsumfeld entwickeln.

Mythen des Rentenmarktes

Insgesamt betrachten wir sechs Mythen, die in der nachfolgenden Tabelle im Überblick dargestellt sind.

Mythos 1: Renten sind in allen Marktphasen ein guter Aktienhedge.

Renten stellen bei den meisten Investoren das Gegengewicht zu Aktien im Portfolio dar. In den Krisen der letzten Jahre (Finanz- und Eurokrise, Internetblase) haben sich Anleihen mit hoher Bonität als einzige Vermögensklasse positiv entwickelt und Aktienkursverluste kompensiert. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Zuverlässigkeit von Renten davon abhängt, welcher Risikofaktor zu Aktienkursverlusten führt. Fünf Risikofaktoren müssen hierbei unterschieden werden. Die folgende Tabelle fasst diese zusammen:

Risikofaktoren für Renten und Aktien

Risiken	Renten-Kurse	Aktien-Kurse	Diversifikations-nutzen von Anleihen
Rezessionsrisiko	+	--	Hoch
Systemrisiko	++	--	Hoch
Deflationsrisiko	++	--	Hoch
Inflationsrisiko	--	-	Gering
Zinsanstiegsrisiko	--	-	Gering

+/++ = positive Wechselbeziehung o = neutral -/-- negative Wechselbeziehung

Mythos und Realität auf dem Rentenmarkt

Mythos	Realität
1. „Renten sind in allen Marktphasen ein guter Aktienhedge.“	Renten schützen zwar weiterhin vor Konjunktur- und Systemrisiken, aber nicht vor Aktienverlusten, die durch hohe Inflation und steigenden Zinsen ausgelöst werden.
2. „Kapitalerhalt ist mit Renteninvestitionen nicht mehr zu erreichen.“	Realer Kapitalerhalt ist aufgrund der niedrigen Inflation mit Renten weiterhin möglich.
3. „Renten bergen aktuell ein hohes Verlustrisiko.“	Bei moderaten Laufzeiten sind die potenziellen Verluste bei Renten begrenzt und viel niedriger als bei Aktien.
4. „Der Rentenmarkt befindet sich in einer Spekulationsblase.“	Eine Spekulationsblase ist trotz der niedrigen Renditen unwahrscheinlich.
5. „Das Zinsniveau wird zwangsläufig bald steigen.“	Strukturelle Veränderungen machen ein längerfristig niedriges Zinsniveau möglich.
6. „Es existieren Alternativen zu Renten.“	Renten können nur sehr begrenzt durch alternative Investments ersetzt werden.

1. Rezessionsrisiko

Ein niedrigeres Wirtschaftswachstum belastet die Unternehmensgewinne und damit die Aktienkurse. Gleichzeitig sinken aufgrund der schlechten Konjunkturentwicklungen die Erwartungen für das Zinsniveau. Davon profitieren Renten, da der Diskontfaktor für die zukünftigen Cash Flows sinkt. Renten sind somit ein guter Schutz vor Konjunkturrisiken.

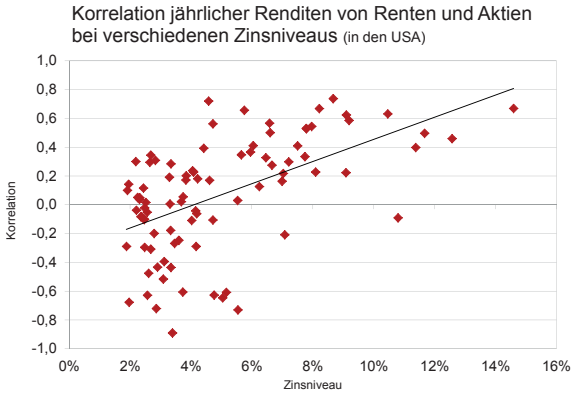
2. Systemrisiko

Ein sinkendes Vertrauen in die Stabilität des Finanzmarktes und das Wirtschaftssystem lässt Aktienkurse meist stark fallen. Gleichzeitig setzt eine Flucht in Sicherheit ein und Renten mit hoher Bonität sind stark nachgefragt. In Phasen von Instabilität und sinkendem Marktvertrauen liefern Renten deshalb auch einen hohen Diversifikationsnutzen.

3. Deflationsrisiko

Für Aktien sind deflationäre Preisentwicklungen besonders negativ, weil die Anschaffung von Konsumgütern in die Zukunft verschoben wird. Dadurch sinkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Unternehmensgewinne kommen unter Druck. Renten hingegen entwickeln sich bei Deflation besonders positiv, weil die Kupons und Nominalwerte fixiert und durch das niedrigere Preisniveau real mehr wert sind.

Vielfach wird argumentiert, dass die Schutzfunktion von Renten gegen Konjunktur- und Systemrisiken sowie Deflation im aktuellen Niedrigzinsumfeld nicht mehr gewährleistet ist. In der Vergangenheit hatten Renten – entgegen dieser Intuition – bei einem niedrigen Zinsniveau jedoch eine besonders gute Wertentwicklung im Vergleich zu Aktien. Dem nachfolgenden Diagramm ist zu entnehmen, dass die Wechselbeziehung (Korrelation) von Renten und Aktien bei einem tiefen Zinsniveau tendenziell niedriger oder sogar negativ ist. Das bedeutet, dass Renten bei Aktienkursverlusten bei einem tiefen Zinsniveau eine besonders stabile Wertentwicklung aufgewiesen haben. Die Schutzfunktion vor den beschriebenen Risiken war somit sogar höher, wenn das Zinsniveau niedrig war.



Die Absicherungsfunktion von Renten wird deshalb wahrscheinlich auch in Zukunft und bei erneuten Finanzmarktkrisen erhalten bleiben. Es gibt jedoch auch Risiken, vor denen man sich mit Renten nicht schützen kann. Dazu zählen das Inflations- und das Zinsrisiko, die nachfolgend beschrieben werden.

4. Inflationsrisiko

Hohe Inflation ist sowohl für Renten als auch für Aktien negativ. Auf steigende Inflationsraten reagieren Renten unmittelbar mit Kursverlusten. Denn je höher die Inflation, desto niedriger ist der reale Wert von Renten. Auch Aktien haben in der Vergangenheit meist negativ auf steigende Inflationsraten reagiert. Denn hohe Inflationsraten sind häufig mit wirtschaftlicher Instabilität verbunden. Diese Unsicherheit über die Entwicklung des Preisniveaus und der Unternehmensgewinne belastet Aktienkurse. Obwohl Aktien eine Beteiligung an realen Gütern verbriefen (Maschinen, Immobilien, Land etc.), bieten diese somit keinen kurzfristigen Schutz vor Inflation. Langfristig ergibt sich ein anderes Bild. Betrachtet man Zeiträume von mehr als fünf Jahren haben Aktien in der Vergangenheit einen wirksamen Inflationsschutz geliefert.

5. Zinsanstiegsrisiko

Steigende Zinsen sind für die Entwicklung von Renten und Aktien negativ. Sowohl Renten als auch Aktien beziehen ihren Wert aus zukünftigen Cash Flows (Zinsen und Nominalwert bei Renten, Dividenden und Liquidationserlös bei Aktien). Je höher das allgemeine Zinsniveau ist, desto niedriger ist tendenziell der heutige Barwert dieser zukünftigen Cash Flows.

Aktien können sich grundsätzlich jedoch auch in einem Umfeld steigender Zinsen positiv entwickeln. Dies ist immer dann der Fall, wenn sich der Konjunkturausblick deutlich verbessert. Die damit verbundenen höheren Gewinnerwartungen können den negativen Effekt des Zinsanstiegs auf den Barwert der zukünftigen Cash Flows überkompensieren.

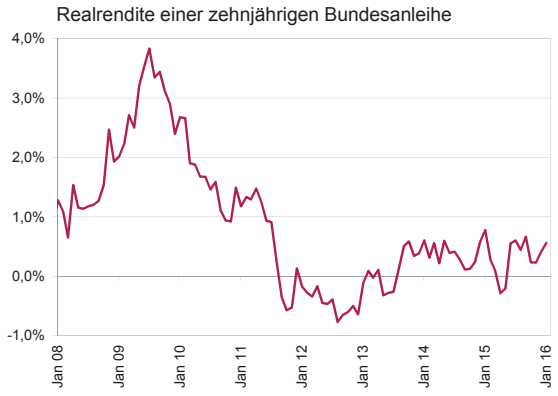
Besonders schwierig für die Aktien- und Rentenmärkte sind Realzinsanstiege. Denn in diesem Fall bieten weder inflationsindexierte Anleihen noch Aktien Schutz. Zwar sind spürbare Zinsanstiege ohne erhöhte Inflationsraten eher unwahrscheinlich, weil die Notenbanken in der Regel auf Inflationsentwicklungen reagieren. Aber auch die Notenbanken können sich in ihren Einschätzungen irren, wie die zwei Leitzinsanhebungen der Europäischen Zentralbank im Jahr 2011 kurz vor der europäischen Staatsverschuldungskrise belegen.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass Renten in Phasen von steigenden Zinsen oder Inflation nicht unbedingt einen Schutz vor Aktienkursverlusten darstellen. Allerdings werden Renten auch weiterhin vor Konjunktur- und Systemrisiken sowie Deflation schützen. Renten bleiben deshalb ein wichtiger Portfoliobestandteil.

Mythos 2: Realer Kapitalerhalt ist mit Renteninvestitionen nicht mehr zu erreichen.

Viele Anleger haben sich in den letzten Jahrzehnten an Renditen bei Renten gewöhnt, die weit über dem aktuellen Niveau liegen. Dabei wird aber zumeist auf das nominale Renditeniveau abgestellt. Aus ökonomischer Sicht muss jedoch vielmehr auf die reale Rendite geschaut werden. Dies ist die Rendite abzüglich der Inflationsrate. Liegt die reale Rendite oberhalb von 0 % kann die Kaufkraft des Anlagebetrages erhalten werden.

Aktuell liegt der reale Ertrag einer zehnjährigen Bundesanleihe auf Basis der derzeitigen Inflation zwar niedriger als in manchen früheren Jahren, aber noch im positiven Bereich.



Dabei bleiben allerdings Kursveränderungen unberücksichtigt. Über die gesamte Laufzeit von zehn Jahren müssten eigentlich die Inflationserwartungen zur Berechnung der realen Rendite herangezogen werden. Diese liegen aktuell bei 1 %, so dass sich rechnerisch eine negative Realrendite ergäbe. Doch gibt es gute Gründe, dass die Inflationserwartungen zu hoch angesetzt sind und die reale Rendite positiv bleibt, weil möglicherweise die Inflation nicht so stark anzieht. Dafür sprechen folgende Argumente:

- Die Rohstoffmärkte werden auf Sicht der nächsten Jahre in einem überversorgten Zustand bleiben, auch wenn sich die Lage langsam entspannen dürfte. Inflationsdruck über eine importierte Inflation ist somit zunächst wenig wahrscheinlich.
- Dass es im Euroraum bisher zu keiner Deflation gekommen ist, liegt auch am schwachen Euro. Sollte der Euro seine fundamentale Unterbewertung zum US-Dollar abbauen, sinken die Importpreise weiter.
- Die Arbeitslosigkeit im Euroraum ist noch hoch und die Konjunktur gewinnt nur langsam an Fahrt. Hohe Inflationsraten aus einer Arbeitskräfteknappheit und steigenden Löhnen sind somit unwahrscheinlich.

Die Renditen sind somit relativ gesehen attraktiver, als es ein erster Blick vermuten lässt. Die Zinsen lohnen sich vor allem dann, entgegen der Intuition, wenn die Phase niedriger Inflationsraten bestehen bleibt.

Mythos 3: Renten bergen aktuell ein hohes Verlustrisiko.

Natürlich haben Anleihen ein Bonitäts- und Ausfallrisiko, so dass Verluste auf Renteninvestments jederzeit möglich sind. Interessant ist allerdings, wie hoch die Verluste bei sicheren Staatsanleihen mit einem Rating von AA oder sogar AAA, wie es z. B. die Bundesrepublik Deutschland oder die USA aufweisen, ausfallen können.

Im Jahr 2015 haben sichere Staatsanleihen mit langen Laufzeiten von über 20 Jahren zwischenzeitlich etwa 17 % an Wert verloren. Viele Investoren befürchten aufgrund solcher Wertschwankungen hohe Verluste bei Renteninvestitionen. Diese hohen Schwankungen können jedoch durch eine Investition in kürzere Laufzeiten gemieden werden. Der Index für deutsche Bundesanleihen REXP hat beispielsweise nur eine durchschnittliche Laufzeit von fünf Jahren und damit ein deutlich reduziertes Verlustrisiko.

Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, ist das Risiko von sicheren Renten mit moderater Laufzeit sehr viel niedriger als das von Aktien. Investiert man in ein breit gestreutes Rentenportfolio mit einer durchschnittlichen Laufzeit von nicht mehr als fünf Jahren, dann tritt statistisch nur alle 100 Jahre ein Verlust von mehr als -10 % auf. Dieser Fall ist seit 1927 in den USA noch nicht eingetreten.

Risiken von Renten und Aktien: Jahresrenditen

Zeitraum 1927 bis 2013	Renten USA	Aktien USA
Rendite p. a.	5,5 %	10,0 %
Anteil negativer Jahresrenditen	14,9 %	28,7 %
Anteil von Verlusten über -10 %	0,0 %	13,8 %
Anteil von Verlusten über -20 %	0,0 %	6,9 %
Höchster Verlust	-8,1 %	-43,1 %

Höhere Verluste würden nur auftreten, wenn das Zinsniveau sprunghaft über mehr als 2 Prozentpunkte ansteigen würde (ein in der Historie beispielloser Fall). Dann würde bei einer Duration des Rentenportfolios von fünf Jahren ein Verlust über 10 % auftreten (Duration von 5 multipliziert mit dem Zinsanstieg von 2 % ergibt 10 %). Durch die Wahl einer moderaten Duration können Verluste somit deutlich begrenzt werden.

Mythos 4: Der Rentenmarkt befindet sich in einer Spekulationsblase.

Der Rentenmarkt hat spekulative Höhen erreicht und ein Kollaps steht unmittelbar bevor. Diese Vorstellung ist in der Presse und bei Investoren weit verbreitet. Es ist jedoch eher unwahrscheinlich, dass sich der Rentenmarkt in einer klassischen Spekulationsblase befindet – auch wenn die Rentensegmente gegenüber der Vergangenheit eine hohe Bewertung aufweisen.

Überprüft man die Merkmale für eine Spekulationsblase, dann fehlt der Enthusiasmus für die Vermögensklasse Renten. Euphorie und die Spekulation auf steigende Kurse sind jedoch Kernmerkmale von Spekulationsblasen und haben auch die Internetblase im Jahr 2000 und die US-amerikanische Immobilienblase des Jahres 2008 geprägt.

Statt hohe Gewinne erzielen zu wollen, investieren die meisten Investoren aus defensiven Gründen in Renten oder aus Mangel an alternativen Anlagemöglichkeiten. Die Ursachen für Investitionen in den Rentenmarkt sind somit durchaus rational und basieren auf der Erwartung, dass die Zinsen noch lange niedrig bleiben werden. Das niedrige Zinsniveau in Europa und den USA seit der Finanzkrise 2008 wird zunehmend als neuer „Normalzustand“ wahrgenommen. Der historische Präzedenzfall dafür ist Japan, das seit Anfang der 1990er Jahre eine lange Phase sehr niedriger Zinsen erlebt. Auch wenn Japan ein Extremfall und in der Geschichte der Finanzmärkte bisher einmalig ist, kann man ein noch lange andauerndes Niedrigzinsumfeld nicht ausschließen. Tritt dieses Szenario ein, dann sind die aktuellen Kurse und Renditen am Rentenmarkt vertretbar und kein „irrationaler Überschwang".

Checkliste zur Identifikation von Spekulationsblasen

Identifikationskriterien			Ausprägung
Quantitativ	1.	Starker Preisanstieg (meist mit zunehmender Dynamik)	5
	2.	Starke Abweichung des Preises vom fundamentalen Wert und unrealistische Zukunftserwartungen für die Entwicklung von Fundamentalwerten	4
Qualitativ	3.	Preisanstiege führen zu großem öffentlichen Optimismus und weiteren Preisanstiegen (Preis-zu-Preis-Feedback, Informationskaskaden).	1
	4.	Investoren erwarten weitere hohe Preisanstiege (bei gleichzeitig sinkendem mittel- und längerfristigem Vertrauen in den Markt).	1
	5.	Umfassende mediale Berichterstattung und Erfolgsgeschichten erzeugen bei Investoren starke Emotionen (Reue, Neid und Gier) und weitere Kaufanreize.	1
	6.	Bisher passive Käufergruppen werden angelockt und treiben Preise durch zusätzliche Nachfrage.	3
	7.	„Neue-Ära-Theorien" und Argumentationsmuster entstehen, um Preisanstiege nachträglich zu rechtfertigen („This time is different").	5
	8.	Vermehrte Kreditvergabe, sinkende Vergabestandards	1
Mittelwert			2,6

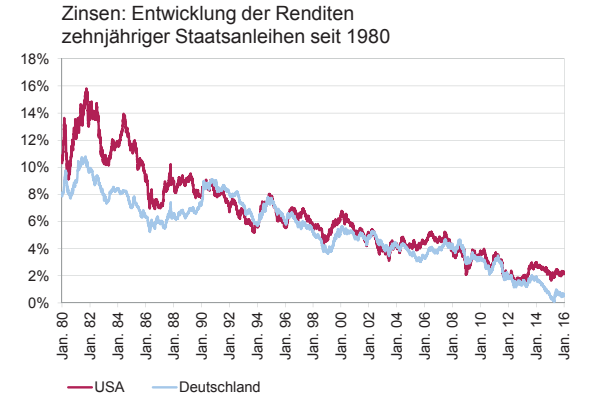
Ausprägung: 1=sehr schwach, 2=schwach, 3=mittel, 4=stark, 5=sehr stark

Das Vorliegen einer Spekulationsblase am Rentenmarkt und ein plötzlicher Kursverfall sind deshalb eher unwahrscheinlich.

Mythos 5: Das Zinsniveau wird zwangläufig zeitnah steigen.

Hinter diesem Mythos steckt die Ansicht, dass das gegenwärtige Zinsniveau in Folge der Finanzmarktkrise viel niedriger ist als im historischen Durchschnitt und dass es sich dabei um eine vorübergehende Sondersituation handelt. Dementsprechend muss irgendwann eine Normalisierung eintreten.

Allerdings kann man kritisch hinterfragen, ob es ein langfristiges Gleichgewichtsniveau gibt. Vielmehr sinkt das Zinsniveau seit den 1980er Jahren kontinuierlich.



Für diesen Trend gibt es zudem handfeste Gründe:

1. Die demografische Entwicklung

Die demografische Entwicklung mit einer schrumpfenden und alternden Bevölkerung in den Industrieländern führt zu weniger Investitionen und zu einer geringeren Investitionsrendite. Es werden deshalb weniger Investitionen getätigt, weil ältere Menschen das Risiko scheuen und weil der Absatzmarkt tendenziell kleiner wird, da die Konsumquote älterer Bevölkerungsschichten geringer ist als bei jüngeren Bevölkerungsschichten. Das führt dazu, dass selten neue Kapazitäten aufgebaut werden müssen und im Wesentlichen nur noch Erneuerungsinvestitionen übrig bleiben. Die Verbindung zu den Zinsen ergibt sich dann aus dem geringeren Kreditbedarf. Denn über Kredite wird Geld geschöpft und die Geldmenge ausgeweitet. Die zusätzliche Geldmenge wird dann wieder bei einer Bank angelegt und kann erneut als Kredit vergeben werden. Dies wird als Geldmengenmultiplikator bezeichnet. Ein geringeres Geldmengenwachstum führt wiederum zu einer niedrigen Inflation und entsprechend tiefen Zinsen.

2. Verstärkte Bankenregulierung

Eine im Nachgang der Finanzmarktkrise verstärkte Bankenregulierung, die politisch gewollt ist, um den Steuerzahler vor Bankenrettungen zu schützen, führt zu weniger Kreditvergabemöglichkeiten der Banken. In den 1990er und 2000er Jahren hatte vor allem die immer lockerer werdende Regulierung einen großen Anteil an den erhöhten Wachstumsraten. Dreht sich die Regulierung von Lockerung in restriktivere Regulierung um, dann nehmen die Wachstumsraten der Volkswirtschaften ab. Das führt zu weniger Investitionen und niedrigeren Zinsen.

3. Abnehmendes Wachstum in den Schwellenländern

Das Wachstum in den Schwellenländern hat seinen Höhepunkt überschritten. Die hohen Wachstumsraten insbesondere in China waren durch eine massive Kredit- und Kapitalausweitung möglich. Dieses hohe Niveau lässt sich auf Dauer nicht beibehalten. Ein schwächeres Weltwirtschaftswachstum dämpft erneut die Investitionen.

4. Globalisierung und Vernetzung

Internet und Globalisierung führen zu transparenteren und damit effizienteren Märkten. Die Preise für viele Güter sinken, so dass die Inflation, wie sie im Verbraucherpreisindex ausgedrückt wird, nicht steigen kann. Vermögenspreise steigen dagegen wegen des Versuchs der expansiven Geldpolitik.

5. Hohe Staatsverschuldung

Die hohe Staatsverschuldung führt dazu, dass Staaten nicht in der Lage sind, öffentliche Investitionen vorzunehmen. Auch dadurch wird das Wachstum gedämpft.

Der globale Trend ist so stark, dass die Notenbanken Schwierigkeiten haben, die Zielinflation zu erreichen. Bestes Beispiel ist Japan, das demografisch dem Euroraum 15 Jahre und den USA 25 Jahre voraus ist. Massive Anleihekäufe bringen nur ein Strohfeuer, da der Geldmengenmultiplikator dadurch noch weiter gestört wird. Denn mit noch mehr Liquidität werden noch weniger Kredite benötigt. Dieses als keynesianische Liquiditätsfalle beschriebene Szenario ist an der trotz einer zuletzt guten Konjunkturentwicklung schwachen Kreditnachfrage in Europa bereits erkennbar. Die Anleiherenditen fallen in diesem Umfeld weiter, weil erstens keine Leitzinserhöhungen drohen und zweitens sehr viel Kapital seine Anlage sucht. Die wachsende ältere Bevölkerung sucht zudem sichere Anlagen.

Das Zinsniveau kann aus den genannten Gründen noch eine Weile niedrig bleiben. Ein zwangsweiser Anstieg der Zinsen ist nicht vorhanden.

Mythos 6: Es existieren vergleichbare Alternativen zu Renten.

Renten übernehmen im Gesamtvermögen verschiedene Funktionen. Dazu zählen Liquidität, Krisenschutz, konstante Rendite und Inflationsschutz. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus besteht vielfach der Wunsch, diese Funktionen durch alternative Investments mit höherer Rendite zu ersetzen. Dies ist jedoch nur sehr eingeschränkt möglich.

1. Liquidität

Die Möglichkeit, jederzeit auf Geldmittel zugreifen zu können, bieten Investitionen in Staatsanleihen mit hoher Bonität und Laufzeiten unter einem Jahr. Die hohe Liquidität des Marktes für Staatsanleihen ermöglicht einen schnellen Verkauf mit sehr geringen Transaktionskosten. Gleichzeitig besteht durch die geringe Volatilität kurzlaufender Staatsanleihen nicht das Risiko zu einem ungünstigen Zeitpunkt verkaufen zu müssen. Die Renditen für

Alternativen für Renten im Portfolio

Funktionen	Rente	Alternative	Einschränkungen
Liquidität	Staatsanleihen mit sehr kurzer Laufzeit	Kontokorrentkonten bei Banken als Ersatz für kurzlaufende Staatsanleihen mit hoher Bonität	Höhere Bonitätsrisiken der Banken, begrenzte Diversifikation
Krisenschutz	Staatsanleihen mittlerer/langer Laufzeit und höchster Bonität	Gold und marktneutrale Hedgefonds als Ersatz für Staatsanleihen mit hoher Bonität	Höhere Volatilität von Gold, Hedgefonds mit Strategie- und Strukturrisiken
Konstante Rendite	Staats- und Unternehmensanleihen mittlerer und niedriger Bonität	Dividendenaktien und Discountzertifikate als Ersatz für Anleihen	Höheres Kurs- und Verlustrisiko
Inflationsschutz	Inflationsindexierte Anleihen	Rohstoffe, Gold und Immobilien als Ersatz für inflationsindexierte Anleihen	Höhere Volatilität, nur indirekter und weniger umfassender Inflationsschutz, Illiquidität v. Immobilien

Bundesanleihen mit kurzen Laufzeiten sind aktuell jedoch negativ. Die hohe Liquidität und Sicherheit müssen somit durch einen hohen Preis erkauft werden.

Als Alternative kommen grundsätzlich Tagesgeldkonten bei Banken mit hoher Bonität in Frage. Aufgrund der täglichen Zinsstellung ist das Zinsänderungsrisiko noch geringer als bei kurzlaufenden Staatsanleihen. Problematisch ist jedoch das Ausfallrisiko von Banken, das auch bei sehr guten Ratings nicht vernachlässigbar ist. Zur Risikoreduzierung sollte die Liquidität über mehrere Institute und die verschiedenen Bank- und Sparkassensysteme verteilt werden. Allerdings bleibt das Ausfallrisiko bei Banken immer höher als bei sehr guten staatlichen Schuldnern. Zudem ist bei einem Rentenportfolio ein deutlich höherer Diversifikationsgrad über verschiedene Emittenten zu erreichen. Insbesondere bei großen Vermögen bleiben kurzlaufende Staatsanleihen als hochliquide Investition aus Sicherheitsgründen deshalb unverzichtbar.

2. Krisenschutz

Renten mit hoher Bonität weisen Kursgewinne in Aktienmarktkrisen auf und stabilisieren damit das Gesamtvermögen. Die „Kosten“ für den Krisenschutz sind aktuell jedoch hoch, da die Verzinsung sicherer Renten aktuell niedrig ist. Als alternative Investments kommen Edelmetalle (insbesondere Gold) und marktneutrale Hedgefonds in Frage.

Der Goldpreis hat sich in der Vergangenheit unabhängig vom Aktienmarkt entwickelt. Diese niedrige Korrelation bedeutet einen hohen Diversifikationsnutzen und ist das wichtigste Argument für eine Investition in Gold. Problematisch an Gold ist jedoch die hohe Volatilität von ca. 25 %. Der Goldpreis schwankt damit etwa so stark wie der Aktienmarkt und ist deutlich riskanter als der Rentenmarkt. Die Volatilität von Renten mit hoher Bonität liegt je nach Laufzeit nur zwischen 1–10 %.

Bei Hedgefonds eignen sich Investmentstrategien, die eine weitgehende Neutralität gegenüber dem Aktienmarkt anstreben (z. B. Aktien Long/Short oder Market Neutral). Diese weisen eine geringe Korrelation mit Aktienrenditen auf und haben eine Volatilität von 8–10 % (vergleichbar mit Renten). Problematisch ist, dass qualitativ hochwertige Hedgefonds mit konsistentem Risiko-Rendite-Verhältnis und geringen Strukturrisiken rar sind. Die Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise belegen, dass in Stressphasen nur wenige Hedgefonds zumindest stabile Erträge liefern, der Durchschnitt sogar Verluste erleidet. Aus Diversifikationsgründen kann in der Regel deshalb nur ein geringer Anteil der Rentenquote durch Hedgefonds ersetzt werden.

3. Konstante Rendite

Renten mit mittlerer und niedriger Bonität bieten durch die feste Verzinsung eine relativ konstante Rendite. Dazu zählen vor allem Unternehmensanleihen und Staatsanleihen aus Schwellenländern. Die Kursschwankungen dieser Anleihesegmente sind deutlich niedriger als die des Aktienmarktes. Die Renditen sind jedoch auch in diesen Rentensegmenten teilweise gesunken – auch wenn die Renditeaufschläge zu Staatsanleihen mit hoher Bonität im historischen Vergleich noch attraktiv sind. Als alternative Investments zu Unternehmensanleihen werden häufig Dividendenaktien genannt. Die Dividendenrendite der Aktien vieler Unternehmen ist vielfach höher als die Verzinsung der Renten des gleichen Unternehmens. Zudem hat der Investor die Chance auf wachsende Dividenden. Dafür muss jedoch ein viel höheres Risiko für Kapitalverluste eingegangen werden, welches aus dem niedrigeren Rang des Eigenkapitals in der Kapitalstruktur resultiert. Dividendenaktien sind deshalb nur für ausschüttungsorientierte Investoren mit langem Anlagehorizont, wie z. B. Stiftungen, als Alternative zu Renten geeignet.

4. Inflationsschutz

Inflationsindexierte Renten bieten einen wirksamen Schutz vor unerwartet hohen Inflationsraten, da der Rückzahlungsbetrag und die Kuponzahlungen gemäß der offiziell gemessenen Inflationsrate angepasst werden. Da inflationsindexierte Renten damit noch risikoärmer als festverzinsliche Renten sind (kein Inflationsrisiko), sind die Renditen aktuell auch entsprechend niedrig.

Als Ersatz kommen grundsätzlich andere Realwerte wie Rohstoffe und Immobilien in Frage. Bei Rohstoffen ist der Inflationsschutz allerdings weniger direkt und umfassend, da der Besitz von Rohstoffen nur gegen Inflation aus importierter Rohstoffpreis-Inflation (Öl, Industriemetalle) schützt. Rohstoffe haben zudem eine sehr hohe Volatilität und gehören zu den riskantesten Investments,

während inflationsindexierte Renten zu den sichersten gehören.

Investitionen in Immobilien schützen wirksam vor Inflation, wenn bestehende Mietverträge inflationsindexiert sind und bei Mieterwechseln entsprechend höhere Mieten durchgesetzt werden können. Für einen wirksamen Inflationsschutz ist es entscheidend, Immobilien hoher Qualität als Rentenersatz zu wählen. Denn hohe Inflationsraten gehen häufig mit wirtschaftlicher Instabilität einher und eine stabile Wertentwicklung ist nur bei Immobilien in besten Lagen, in gutem Zustand und mit bonitätsstarken Mietern gegeben.

Problematisch bei Immobilien als Ersatz für Renten ist die geringe Liquidität der Vermögensklasse. Die Transaktionskosten sind im Vergleich zu Renten sehr hoch und im aktuellen Marktumfeld mangelt es an geeigneten Investitionsmöglichkeiten.

Schlussfolgerungen und Maßnahmen

Da der Vermögensinhaber nicht ganz auf Anleihen verzichten kann, ist es umso wichtiger, die aktuell bestehenden Risiken zu beachten und die Positionierung bei Anleihen den Gegebenheiten optimal anzupassen.

Maßnahme 1: Renten untergewichten

Renten sollten taktisch untergewichtet werden, weil sich durch die hohen Bewertungen das Risiko-Rendite-Verhältnis gegenüber anderen Vermögensklassen verschlechtert hat. Die dadurch frei werdende Liquidität sollte in geeignete alternative Investments umgeschichtet werden. Dazu zählt eine höhere Kassequote und Investitionen in marktneutrale Hedgefonds, Dividendenaktien und Discountzertifikate.

Gleichzeitig bleiben Renten ein unverzichtbarer Portfoliobestandteil, weil wichtige Funktionen von Renten nicht durch alternative Investments ersetzt werden können. Auch in den kommenden Jahren werden Renten die zuverlässigste Vermögensklasse sein, um das Gesamtvermögen vor hohen Kapitalverlusten in Krisenzeiten zu schützen. Die Beibehaltung einer strategischen Rentenallokation mit hoher Bonität und Liquidität bleibt deshalb für den Kapitalerhalt eines diversifizierten Vermögens von hoher Bedeutung.

Maßnahme 2: Laufzeiten verkürzen

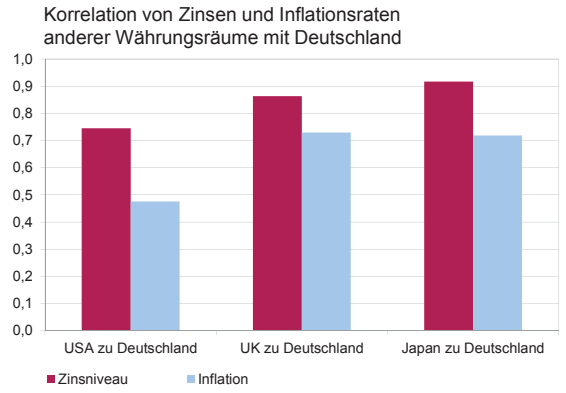
Aktuell sollten Renten mit langen Laufzeiten untergewichtet werden, um Verlustrisiken zu verringern. Als Benchmark zur Festlegung der Laufzeit eines Rentenportfolios eignen sich die gängigen Rentenindizes. Bei einer neutralen Positionierung sollte die Laufzeit eines Rentenportfolios ungefähr der Laufzeit des jeweiligen Benchmark-Index entsprechen. Für ein Portfolio aus Bundesanleihen würde dies einer durchschnittlichen Laufzeit von 5,3 Jahren entsprechen. Aktuell empfehlen wir jedoch lange Laufzeiten leicht unterzugewichten und die Laufzeit von Rentenportfolios zu verkürzen. Die empfohlenen Laufzeiten je Rentensegment sind der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen.

Laufzeiten von Rentenindizes		Untergewichten			Übergewichten	
Rentensegment	Index	stark untergewichten (-50 %)	leicht untergewichten (-25 %)	neutral (Ø-Laufzeit des Index in Jahren)	leicht übergewichten (+25 %)	stark übergewichten (+50 %)
Bundesanleihen	eb.rexx Government Germany	3	4	5,3	7	8
US-Staatsanleihen	Barclays U.S. Treasury Bond Index	4	5	7,1	9	11
Euroraum Staatsanleihen	Barclays Euro Treasury Bond Index	4	7	8,8	11	13
Unternehmensanleihen Euroraum	Barclays Euro Corporate Bond Index	3	4	5,5	7	8
High Yield Euroraum	Markit iBoxx Euro Liquid High Yield Index	2	3	3,6	5	5
Schwellenländeranleihen	Barclays Emerging Markets Local Currency Government Bond	4	6	7,4	9	11

Bei dieser Entscheidung ist jedoch zu berücksichtigen, dass kürzere Laufzeiten eine geringere Schutzfunktion gegen Deflations- und Rezessionsrisiken mit sich bringen. Aktuell schätzen wir die Risiken jedoch eher unterdurchschnittlich stark ausgeprägt, so dass die Positionierung auch unter Risikoaspekten vertretbar erscheint.

Maßnahme 3: Global diversifizieren

Eine globale Diversifikation des Rentenportfolios kann im aktuellen Umfeld das Risiko von Verlusten reduzieren. Wichtige Einflussgrößen für die Rentenmärkte entwickeln sich weltweit unterschiedlich. Während in den USA die Zinsen wieder steigen, fällt das Zinsniveau in Europa wahrscheinlich noch weiter. Die Liquiditätszufuhr im Euroraum durch die EZB ist so groß, dass sich der Währungsraum inzwischen von den US-Zinsen ähnlich gut abkoppeln kann, wie dies seit Jahren in Japan der Fall ist. Durch die Diversifikation der Renteninvestitionen auf verschiedene Länder und Regionen reduziert man das Risiko, weil ein gleichzeitiger weltweiter Zins- oder Inflationsanstieg deutlich weniger wahrscheinlich als früher geworden ist.



Die Vergangenheit zeigt, dass insbesondere zwischen den USA und Deutschland eine relativ schwache Wechselbeziehung bei Zinsen und Inflationsraten besteht. Eine Investition in US-Anleihen bietet deshalb einen Diversifikationsnutzen und reduziert die Schwankungsbreite des Rentenportfolios.

Als Fazit bleibt, dass Renten im Portfolio nur in begrenztem Umfang durch alternative Investments ersetzt werden können. Die denkbaren Alternativen bringen immer entweder eine Ausweitung des Risikos oder eine Einschränkung der Fungibilität mit sich.

JAHRESAUSBLICK 2016: VOLKSWIRTSCHAFT, GELDPOLITIK UND WÄHRUNGEN

Weltkonjunktur: Die Konsumenten halten den Aufschwung in Gang

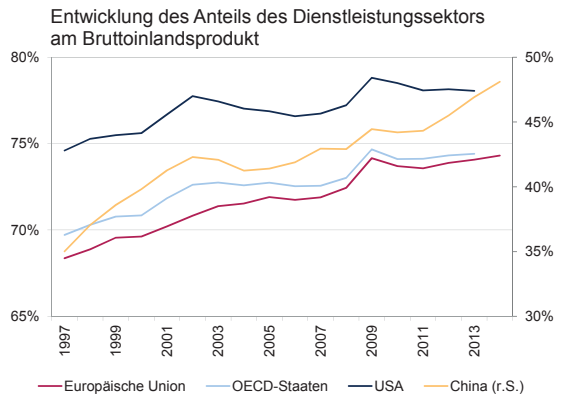
These 1: Im Jahr 2016 wird der Konsum der wesentliche Wachstumstreiber der Weltwirtschaft sein, während die Investitionen unter dem Einbruch der Rohstoff- und Energieförderung leiden.

Die Weltwirtschaft unterliegt derzeit einem außergewöhnlich schnellen Wandlungsprozess, dessen Auswirkungen auf Staaten und Branchen noch stärker als im Vorjahr spürbar sein werden. Auch wenn der Nettoeffekt aller Voraussicht nach positiv ausfallen wird, sind die damit verbundenen wirtschaftlichen Umbrüche für einige Unternehmen und Personen schmerzhaft. Zudem werden sie von einer Zunahme politischer Spannungen begleitet, da entweder in Teilen der Bevölkerung Unzufriedenheit aufkommt oder Regierungen gezielt Krisen gegenüber anderen Staaten forcieren, um von innenpolitischen Problemen abzulenken.

Ausgelöst, aber nicht allein verursacht, wurde die Transformation von der chinesischen Regierung, die den Wandel von einer produktions- und exportorientierten Wirtschaft hin zu einer stärker konsum- und dienstleistungsorientierteren Gesellschaft in Gang setzte. Vermutlich zur eigenen Überraschung verläuft dieser Transformationsprozess rascher als erwartet und hat Folgewirkungen für die ganze Welt.

Sichtbar wird dies in erster Linie an den rapide fallenden Rohstoff- und Energiepreisen, bei denen eine Angebotsausweitung auf eine nachlassende chinesische Nachfrage trifft, da das nun in der Expansion gedrosselte Produzierende Gewerbe Chinas der weltweit größte Abnehmer von Rohstoffen ist. Durch den Preisrutsch schrumpfen die Exporterlöse in den Förderstaaten, während gleichzeitig die Importeure dieser Erzeugnisse profitieren. Auf der anderen Seite bleiben die Preise für Autos, Maschinen oder andere Güter weitgehend konstant, so dass Industrieländer wie Deutschland gleich viel verdienen, aber weniger ausgeben müssen (diese Verschiebung der Preisrelationen wird Veränderung der „Terms of Trade“ genannt). Daraus ergibt sich eine wirtschaftliche Umverteilung von Rohstoffförderländern zu rohstoffimportierenden Staaten.

Daneben wird auch der langfristige Trend, dass der Anteil des Produzierenden Gewerbes an der gesamten Weltwirtschaft sinkt und der des Dienstleistungssektors steigt, noch beschleunigt. Vor allem in China ging diese Entwicklung rasch voran. Zuletzt deuten die deutlich besseren Stimmungsindikatoren unter den Einkaufsmanagern im Dienstleistungssektor im Vergleich zu denen im Produzierenden Gewerbe darauf hin, dass sich dieser Trend insbesondere in den USA, aber auch in anderen Staaten fortgesetzt hat.



Dieser große Wandlungsprozess führt zu Verlierern und Gewinnern. Dabei treten die Verlierer in Form von Staaten und Unternehmen schneller zu Tage, da z. B. die Risikoprämien in Form von Zinsen zur Beschaffung von Fremdkapital steigen oder Insolvenzen drohen, was wiederum Nebeneffekte für andere Unternehmen, andere Staaten oder Staatengemeinschaften bewirkt. Dadurch wird die Geschäftstätigkeit gehemmt, da Investoren oder Handelspartner stets die Bonität ihrer Ziele neu bewerten müssen. Oftmals werden auch Investitionsvorhaben von den in Mitleidenschaft gezogenen Unternehmen schneller gestoppt, als dass sie bei florierenden Unternehmen neu in Auftrag gegeben oder gar umgesetzt werden. Zudem zeigen die Beispiele Russlands (mit der Intervention in der Ukraine und in Syrien), Chinas (mit den offensiven Gebietsansprüchen im Südchinesischen Meer) oder die Konflikte im Nahen Osten (z. B. zwischen Saudi-Arabien und dem Iran), dass Politiker von Staaten mit Wachstumsproblemen durch politische Störfeuer hiervon ablenken wollen. All

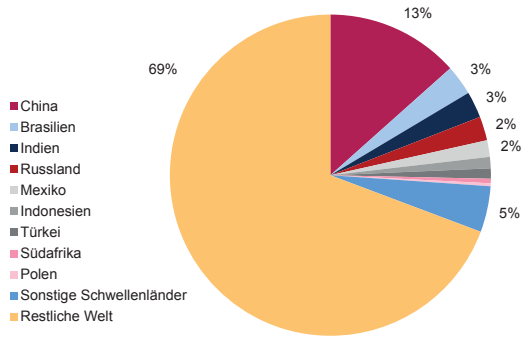
dies führt zu Unsicherheiten, die das Wachstumstempo zunächst drosseln.

Die Profiteure der Währungsabwertungen oder der höheren Nachfrage der Konsumenten werden erst deutlich später sichtbar. Dabei ist der mittelfristige positive Effekt auf den Konsum sehr hoch. Denn die Konsumenten können viele Waren wie z. B. Benzin zu günstigeren Preisen einkaufen, während sich gleichzeitig ihre Löhne stabil oder sogar positiv entwickeln. Sie können dadurch mehr konsumieren, so dass die Weltnachfrage steigt. Insgesamt zeigen verschiedene Berechnungen internationaler Organisationen, wie die des Internationalen Währungsfonds, dass allein der Ölpreisrückgang das Weltwachstum netto um mindestens 0,3 Prozentpunkte erhöht. Die Preisrückgänge bei anderen Rohstoffen dürften sich ebenfalls positiv auswirken. Möglicherweise werden diese Effekte jedoch erst im zweiten Halbjahr 2016 verstärkt sichtbar werden und dann die negativen Aspekte mehr als ausgleichen.

These 2: Viele rohstoffexportierende Schwellenländer werden in der Rezession verharren oder in eine geraten, einige rohstoffimportierende Schwellenländer werden jedoch wirtschaftlich positiv überraschen.

Große Sorgen machen im Jahr 2016 erneut die Schwellenländer. Die niedrigen Rohstoffpreise lasten schwer auf der wirtschaftlichen Entwicklung. Da deren Anteil inzwischen immerhin mehr als 30 % an der Weltproduktion gemessen in US-Dollar beträgt, wirkt sich dies auch spürbar auf die gesamte Weltwirtschaft aus.

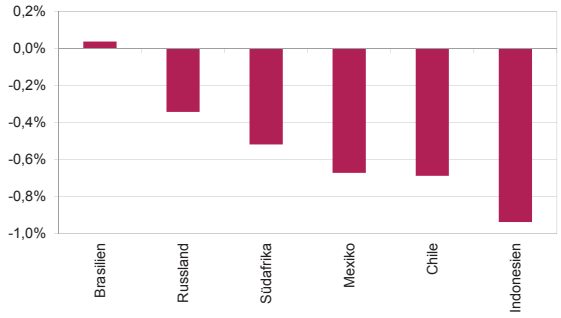
Verteilung des globalen Bruttoinlandsprodukts auf die Schwellenländer gemäß IWF



Dabei werden es nicht mehr vor allem die geringeren Exporteinnahmen aus dem Verkauf von Förderprodukten sein, sondern verstärkt die Folgeeffekte der niedrigen Rohstoffpreise. So brechen zum einen die Investitionen in neue Ölfelder und Minen ein, und zum anderen sind die großen Fördergesellschaften mittlerweile dabei, Minen und Ölfelder zu schließen. Die dadurch freigesetzten Arbeitskräfte werden den Abschwung zusätzlich verstärken. Zu den realwirtschaftlichen kommen die finanzwirtschaftlichen Effekte. Die Anleger verlangen erhöhte Risikoprämien für Schuldscheine der Staaten, und gleichzeitig verliert die eigene Währung an Wert, was die Refinanzierung der Staaten sowohl in heimischer Währung als auch in Hartwährung, d. h. US-Dollar oder Euro, kostspieliger macht. Der Internationale Währungsfonds könnte im Jahr 2016 von den ersten Ländern als Unterstützung in Anspruch genommen werden müssen.

Besonders stark betroffen sind die sich bereits in der Rezession befindlichen Staaten Brasilien, Russland und Venezuela sowie zusätzlich Südafrika, Chile und Kasachstan. Mexiko, Indonesien und Malaysia werden die Effekte ebenfalls spüren, aber nicht in eine Rezession fallen. Erkennbar ist der Rückgang der wirtschaftlichen Kraft an den OECD-Frühindikatoren in den vergangenen Monaten.

Rohstoffförderländer: Aktueller OECD-Frühindikator im Vergleich zum Mittelwert der letzten 12 Monate
(prozentuale Abweichung)



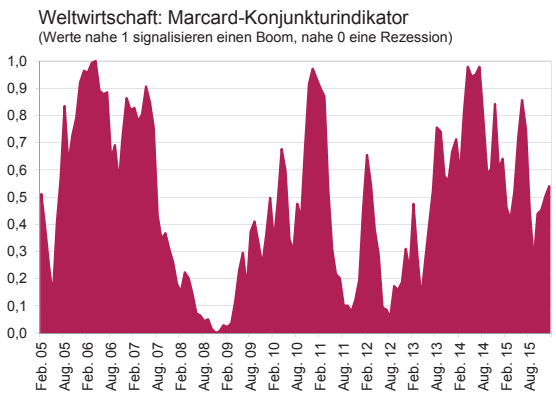
Die jüngsten Preisrückgänge, die in den Werten noch keinen Eingang gefunden haben, dürften die Stimmungslage weiter verschlechtert haben. Dabei gibt es einen direkten Zusammenhang zur Abhängigkeit vom Anteil der Rohstoffexporte an den Gesamtexporten. Volkswirtschaften mit einem einseitig auf die Rohstoffausfuhr ausgerichteten Geschäftsmodell leiden besonders stark.

Auf der anderen Seite werden einige Schwellenländer, vor allem die ölimportierenden Staaten, positiv überraschen. Dazu gehört auch das ökonomisch drittgrößte Schwellenland Indien. Zwar fördert Indien selbst ein großes Volumen an Rohstoffen wie z. B. Kohle, weist aber wegen seines immensen Energiebedarfs eine hohe Importrate von Rohstoffen auf, da es den eigenen Bedarf bei weitem nicht selbst decken kann. Weitere Profiteure der niedrigen Energiekosten dürften die fernöstlichen Staaten Vietnam, Thailand, die Philippinen sowie die osteuropäischen Volkswirtschaften um Polen und Tschechien sein.

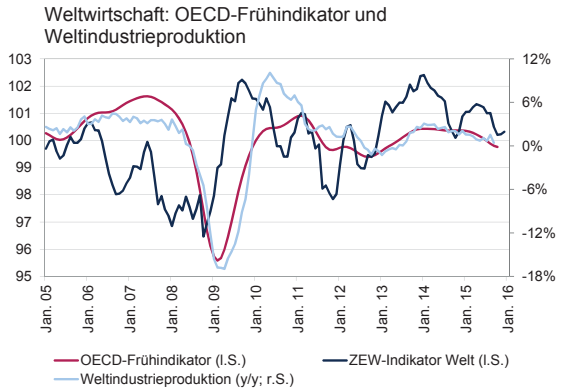
Für die Weltwirtschaft stehen die Probleme der Krisenstaaten zunächst im Vordergrund, zumal oftmals politische Probleme wie Korruption und Vetternwirtschaft hinzukommen. Mittelfristig wird sich der positive Nettoeffekt jedoch in einer erhöhten Nachfrage aus den Gewinnern der Umverteilung bemerkbar machen.

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

Die Stimmungsindikatoren zeigen für die Weltwirtschaft zu Jahresbeginn ein gemischtes Bild. Unser Marcard-Konjunkturindikator, der eine breite Palette von insgesamt 69 Frühindikatoren aus der ganzen Welt auswertet, weist mit einem Wert von 0,54, der in der Mitte der Skala von 0 bis 1 liegt, auf eine moderate wirtschaftliche Dynamik hin.



Andere wichtige Weltwirtschaftsindikatoren wie der OECD-Frühindikator oder der ZEW-Weltindex zeigen ebenfalls ein diffuses Bild für den Start in das Jahr 2016. Der OECD-Frühindikator ist seit einigen Monaten rückläufig und deutet nur auf eine mäßige Dynamik hin. Der volatilere, aber dafür frühzeitiger verfügbare ZEW-Weltindex zeigt immerhin an, dass die temporäre Delle zur Mitte des Jahres 2015 ihren Boden gefunden haben könnte.



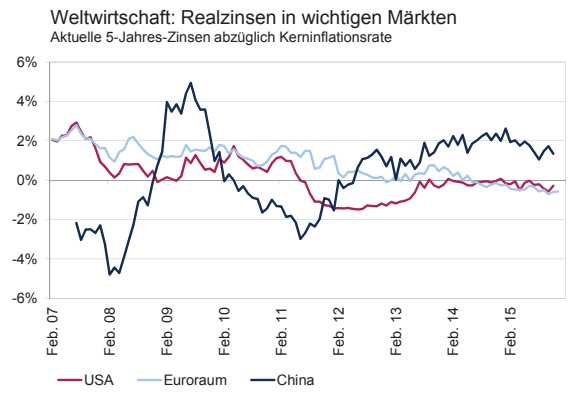
Neben dem Rohstoffpreisverfall belastet die globale Zinsentwicklung die Stimmung. Die US-Notenbank ist unverändert der Taktgeber für den globalen Zins, dem sich viele unterordnen müssen. Immerhin können sich inzwischen einige große Staaten mit einem Leistungsbilanzüberschuss und hohen Devisenreserven abkoppeln. Bestes Beispiel der Vergangenheit ist Japan, wo die Zinsen selbst bei US-Zinsanstiegen tief geblieben sind. Mittlerweile kommen auch China und die Europäische Währungsunion hierfür in Frage. Die Abkopplung ermöglicht den Ländern, die Konjunktur weiter zu stimulieren und so die Weltwirtschaft zu stützen.

Wir gehen davon aus, dass sich im Laufe des Jahres die positiven Kräfte stärker durchsetzen werden. Entscheidend ist dabei, dass es nicht zu einem starken Anstieg der Realzinsen kommt. Denn hohe Realzinsen sind das stärkste Gift für die Weltkonjunktur. Bisher sind die Realzinsen trotz des Beginns der Zinserhöhungen der US-Notenbank unverändert moderat, in den USA und im Euroraum auf der Basis fünfjähriger Staatsanleihen sogar noch negativ. Damit ist die Geldpolitik keineswegs restriktiv.

Weltwirtschaft – Wachstumsprognosen in %

Region	2014	2015	2016				
			IWF	OECD	SVR*	Konsens	Marcard
Welt (Kaufkraftparität)	3,4	3,2	3,6		3,3		2,9
USA	2,4	2,5	2,8	2,5	2,4	2,5	2,2
Euroraum	0,9	1,5	1,6	1,8	1,5	1,7	1,6
Japan	-0,1	0,6	1,0	1,0	0,8	1,2	0,8
Großbritannien	2,9	2,4	2,2	2,4	2,2	2,3	2,3
Russland	0,6	-3,8	-0,6	-0,4	-1,2	-1,0	-1,8
China	7,3	6,9	6,3	6,5	6,5	6,5	6,5
Indien	7,3	7,4	7,5	7,3	7,1	7,8	7,3
Brasilien	0,1	-3,5	1,4	-1,2	-1,3	-2,5	-2,8

* Sachverständigenrat



Das Bruttoinlandsprodukt dürfte in den meisten großen Volkswirtschaften in einer ähnlichen Größenordnung zulegen wie im Vorjahr. Dazu gehören die Vereinigten Staaten sowie das Vereinigte Königreich, obwohl in beiden Volkswirtschaften auch Verlierer der Transformationsprozesse zu finden sind. Aber die großen Gewinner des niedrigen Ölpreises – die Konsumenten – werden das Wachstum stabil halten. Etwas stärker als im Vorjahr dürfte das Bruttoinlandsprodukt beim großen Profiteur der Veränderungsprozesse, dem Euroraum, zulegen. Weniger dynamische Impulse kommen aus den Schwellenländern, da dort viele Verlierer der Transformation zu finden sind.

US-Konjunktur: Gespaltenes Wachstum

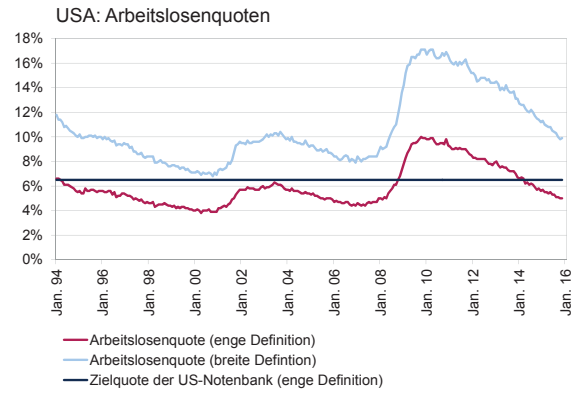
Die Vereinigten Staaten befinden sich bereits im siebten Jahr des Aufschwungs – und doch will noch keine euphorische Stimmung aufkommen. Normalerweise müsste sich die US-Wirtschaft bei einem so langen Aufschwung bereits in einer Boomphase befinden. Aber es gab gerade zuletzt sehr heterogene Entwicklungen, die die Wirtschaft spalten. Auf der einen Seite steht beispielsweise ein kräftiges Konsumwachstum, auf der anderen Seite verlaufen die Investitionen relativ schleppend. Die Arbeitslosenquote ist auf einem sehr niedrigen Niveau, doch die Löhne bewegen sich nur sehr zögerlich nach oben. Der Dienstleistungssektor floriert, doch das Verarbeitende Gewerbe reduziert die Produktion. Der Automobilabsatz boomt, während der Neubau von Immobilien noch ohne große Dynamik verläuft.

Diese Diskrepanzen erschweren das Bestimmen der richtigen Geldpolitik. Während für die eine Branche Zinserhöhungen überfällig sind, weil z. B. die Preise für Dienstleistungen ohne Energieservices Ende 2015 mit einer Jahresinflationsrate von 2,9 % das höchste Niveau seit dem Jahr 2008 erreicht haben, bringen sie andere Sektoren, wie beispielsweise die Ölförderindustrie, durch eine Verteuerung der Refinanzierungskosten in arge Bedrängnis. Aber auch die US-Gesellschaft ist im Jahr der Präsidentschaftswahlen tief gespalten. Während sich eine konservative Gruppierung gegen Überfremdung, liberale internationale Vereinbarungen (Iran-Atomabkommen, Normalisierung des Verhältnisses zu Kuba, Pariser Klima-Abkommen) und

zunehmenden Staatseinfluss wehrt, kämpft die wirtschaftliche Mittel- und Unterschicht dafür, dass sie wieder stärker am wirtschaftlichen Erfolg teilnimmt, als es zuletzt der Fall war. Denn fast 50 % des Konsumwachstums kommen von den 20 % der Bevölkerung mit dem höchsten Einkommen. Bis 2009 lag dieser Anteil bei unter 40 %. Doch trotz dieser Diskrepanzen spricht vieles dafür, dass der Aufschwung auch das achte Jahr noch weiterläuft. Vor allem die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt hat noch nicht ihren Endpunkt erreicht und führt zur Entspannung bei einigen der größten Streitthemen der US-Gesellschaft.

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

Die Arbeitslosenquote wurde im Jahr 2015 spürbar um 0,6 Prozentpunkte auf 5,0 % abgebaut. Zuletzt hatte sich der Trend zwar etwas verlangsamt, dafür hat sich jedoch der Abbau der versteckten Arbeitslosigkeit beschleunigt. Die Arbeitslosenquote in der weiten Definition, bei der auch Personen berücksichtigt werden, die ungewollt weniger arbeiten oder die sich deshalb temporär vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, weil sie von der Arbeitssuche frustriert sind, ist stark rückläufig.



Dieser Trend wird sich dieses Jahr fortsetzen, wenngleich mit verlangsamtem Tempo. Vor allem im arbeitsintensiven Dienstleistungssektor werden nach wie vor Arbeitskräfte gesucht. Hauptgrund ist die stetig wachsende Konsumnachfrage. Dagegen dürfte sich die Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe nur wenig verändern, da in einigen Sektoren Arbeitskräfte freigesetzt werden. Entsprechend groß ist derzeit gemäß einer Umfrage unter US-Einkaufsmanagern der Unterschied zwischen den beiden Wirtschaftssektoren in der Bereitschaft, zusätzliche Beschäftigung aufzubauen.

Gegen Ende des Jahres 2015 berichteten einer Umfrage der National Association of Business Economics zufolge immerhin 36 % der Unternehmen von Schwierigkeiten, Facharbeiter zu rekrutieren. Dies war ein signifikanter Anstieg gegenüber dem Vorjahr, als nur 24 % Probleme bei der Mitarbeitersuche meldeten. Wir erwarten, dass dies zu einem verlangsamten Beschäftigungsaufbau führen wird.

Wir rechnen damit, dass die Arbeitslosenquote in ihrer engen Definition von heute 5,0 % noch etwas weiter auf 4,6 % sinkt. Erneut etwas stärker sollte die Arbeitslosenquote in ihrer weiten Abgrenzung fallen. Hier sind noch Reserven an Facharbeitern, vor allem unter den Frauen, die sich temporär zugunsten der Kindererziehung vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, zu finden.

Die reduzierte Arbeitslosigkeit bietet insofern genügend Argumente für Zinsanhebungen. Allerdings ist die Lohnentwicklung schwächer ausgeprägt als in den vorherigen Konjunkturzyklen. Der von der US-Notenbank viel beachtete Employment Cost Index lag Mitte 1996 und Mitte 2005, als die Arbeitslosenquote auf das gleiche Niveau zurückgegangen war, schon bei 2,7 % bzw. 3,2 %. Aktuell sind es dagegen nur 1,9 %. Auch die Stundenlöhne wiesen damals mit 3,2 % (Mitte 1996) und 2,9 % (Mitte 2005) höhere Zuwachsraten auf als heute (2,4 %).

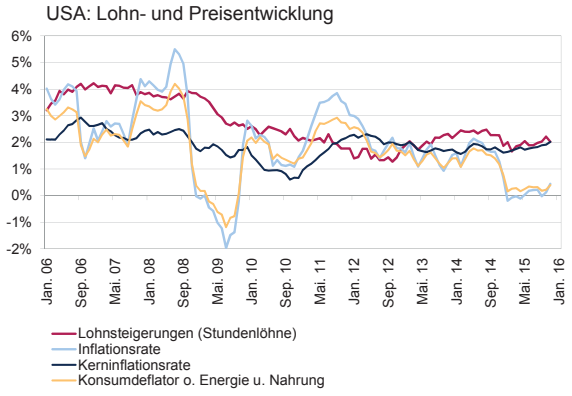
Ein Grund für diese zögerliche Lohnentwicklung könnte die reduzierte Macht der US-Gewerkschaften sein. Ein Indiz hierfür ist, dass insbesondere die Geringverdiener sehr mäßige Lohnsteigerungen erfahren durften.

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

Bei den moderaten Lohnsteigerungen fällt der zugrundeliegende Inflationsdruck gering aus. Darüber hinaus liegt die Kapazitätsauslastung mit 77 % unterhalb des langjährigen Mittelwertes von 79 %, so dass die Preissetzungsspielräume der Unternehmen begrenzt sind.

Die Inflationsrate in den USA ist mit zuletzt 0,4 % außergewöhnlich niedrig. Ein großer Teil der geringen Dynamik geht jedoch auf die Preisentwicklung für Energie und Nahrungsmittel zurück. Die Kerninflationsrate, bei der die beiden volatilen Komponenten herausgerechnet werden, liegt erstmals seit Februar 2013 wieder über der Marke von 2 % und damit im Zielkorridor der US-Notenbank von 2 % bis 2,5 %. Allerdings betrachtet die US-Notenbank verstärkt den Konsumdeflator. Hierbei handelt es sich um ein alternatives Inflationsmaß, das auf die Preisentwicklung des gesamten Konsumanteils am Bruttoinlandsprodukt abzielt statt auf den Warenkorb eines durchschnittlichen Verbrauchers. Dessen Rate beträgt mit allen Preisgruppen 0,2 % und ohne Energie und Nahrung 1,3 %. Er liegt damit aktuell niedriger als die Verbraucherpreisindizes. Ein wesentlicher Grund für die Diskrepanz ist das hohe Gewicht der Ausgaben im Pharmabereich im Konsumdeflator, denn die Preise in diesem Segment sind zuletzt deutlich moderater gestiegen als früher und als dies in anderen Warengruppen der Fall ist.

Aus unserer Sicht ergeben sich für das Jahr 2016 weiterhin keine größeren Inflationsgefahren. Unseren Erwartungen zufolge wird der Ölpreis nicht so stark zulegen wie es mit einem Anstieg um über 50 % vom Markt erwartet wird. Und die moderate Dynamik der US-Wirtschaft bietet weder für Unternehmen noch für die Beschäftigten große Chancen auf Preis- und Lohnsteigerungen.



Wir erwarten daher, dass die Inflationsrate für das Jahr 2016 die meiste Zeit unter der wichtigen Marke von 2 % bleiben und im Jahresschnitt 1,6 % erreichen wird. Die Kerninflationsrate wird in einem Bereich zwischen 1,8 % und 2,3 % schwanken. Die Rate des Konsumdeflators dürfte im Jahr 2016 erneut unter der Verbraucherpreisentwicklung liegen. Die aktuelle Prognose der US-Notenbank für die Kernrate geht von 1,6 % aus.

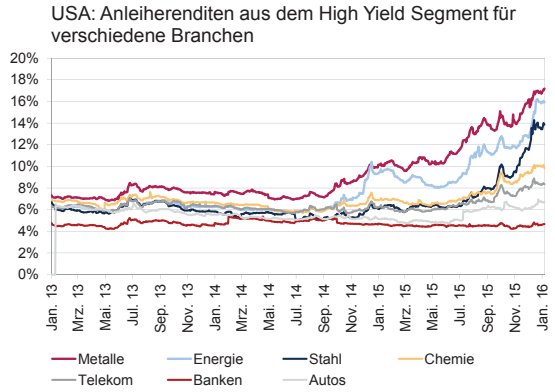
Aus Inflationssorgen heraus muss die US-Notenbank daher auch im Jahr 2016 nicht an der Zinsschraube drehen.

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

Nach dem ersten Zinsschritt bleibt die spannende Frage, in welchem Rhythmus die US-Notenbank weitere Zinsschritte vornehmen wird. Die Projektionen der Fed-Mitglieder sehen vier Zinsschritte zu je 25 Basispunkten vor. Die positive Entwicklung der Gesamtwirtschaft und insbesondere des Arbeitsmarkts liefern einige Argumente für dieses Vorgehen. Doch sieht es in bedeutenden Teilbereichen der Wirtschaft weniger rosig aus. Für die Ölförderunternehmen und für große Teile der Industrie, die von Investitionsaufträgen aus diesem Sektor aus dem In- und Ausland leben, sind bereits leichte Zinsniveauerhöhungen und die damit verbundene US-Dollar Aufwertung eine starke Belastung.

Die seit dem Herbst 2015 stark gestiegenen Renditeaufschläge für Anleihen von bonitätsschwächeren Unternehmen aus den Energie-, Metallverarbeitungs- Stahl- und Chemiesektoren verschärfen die Situation zusätzlich, da

eine Refinanzierung für viele Unternehmen nicht mehr möglich ist.

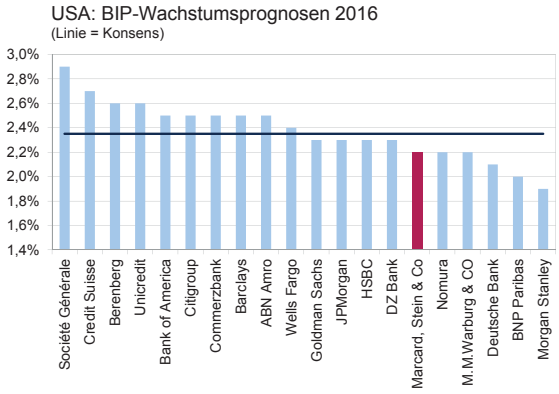


Dies bringt die US-Notenbank in den kommenden Monaten in ein Dilemma. Einerseits sollte sie einer möglichen Überhitzung des Dienstleistungssektors, in dem die Stimmung deutlich besser ist, durch Zinsanhebungen entgegenwirken. Andererseits muss sie aufpassen, durch ihre Maßnahmen nicht eine Deindustrialisierung der US-Wirtschaft zu forcieren. Der Druck aus diesem Wirtschaftszweig auf die Politik wird in den kommenden Monaten spürbar zunehmen und auch bei der US-Notenbank landen. Wir glauben daher, dass die Federal Reserve nur dann im Jahr 2016 weitere Schritte vornehmen wird, wenn sich die Stimmung unter den Industrieunternehmen aufhellt.

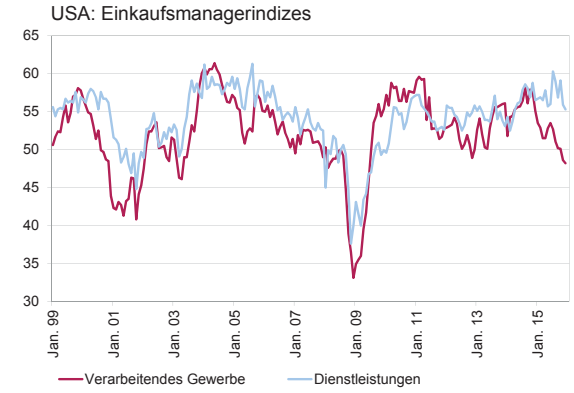
Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen möglicherweise weniger schnell angehoben werden. Denn Fed-Präsidentin Janet Yellen hat bewiesen, dass sie bei Unsicherheiten über die wirtschaftliche Entwicklung eher zu einer vorsichtigen Vorgehensweise neigt, um die US-Konjunktur nicht auszubremsen. Wir erwarten, dass die US-Notenbank eine Zeit lang mit einer Anhebung aussetzen und die Zinsen nur in maximal zwei Schritten auf 1 % erhöhen wird.

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

Die Prognosen der Banken und Institute für die USA zeigen aktuell ein Wirtschaftswachstum von im Schnitt rund 2,5 % an. Das Spektrum ist dabei mit Schätzungen zwischen 1,6 % und 2,9 % relativ breit.



Wir glauben, dass die US-Wirtschaft zunächst mit einer etwas schwächeren Dynamik in das Jahr 2016 geht. Darauf deuten die leichten Stimmungseintrübungen unter den Einkaufsmanagern sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch bei den Dienstleistern hin.



Dies spiegelt aus unserer Sicht die Investitionszurückhaltung in Teilen der Wirtschaft infolge des Rohstoffpreisverfalls wider. Darüber hinaus hatten sich in einigen Sektoren wegen einer etwas moderateren als erhofften Nachfrageentwicklung höhere Lagerbestände aufgebaut, die zunächst noch verkauft werden müssen. Der gegenüber allen Währungen sehr feste US-Dollar hinterlässt zunächst ebenfalls noch Spuren, da sich die Unternehmen noch nicht an dieses Niveau gewöhnt haben.

Damit einher geht allerdings eine bessere Entwicklung im weiteren Jahresverlauf. Da die Nachfrage der Konsumenten mit einem Rückgang der Arbeitslosigkeit, steigenden Löhnen und niedrigen Energiekosten kräftig zunehmen muss, werden die Lagerbestände zeitnah abgebaut sein.

Unsere Wachstumsprognose von 2,2 % fußt in erster Linie auf der Erwartung einer weiterhin starken Expansion des privaten Konsums. Die privaten Investitionen könnten dagegen enttäuschen, da nicht nur die Energiebranche, sondern auch die indirekt davon betroffenen Sektoren ihre Expansion spürbar zurückfahren werden. Eine wesentliche Wachstumsstütze bleibt der Staat im Wahljahr 2016. Dank der sprudelnden Steuereinnahmen und der weniger auf Konfrontation ausgerichteten Politik der Republikaner wird der Staat seine Ausgaben weiter ausweiten und so das Wachstum stützen.

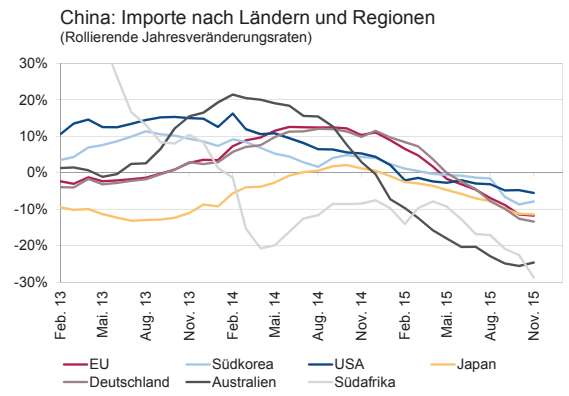
China: Zyklische Erholung im Jahresverlauf wegen expansiver Geldpolitik

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

China ist aktuell nicht mehr der große Wachstumstreiber und Garant für steigende Nachfrage in der Weltwirtschaft. Vielmehr exportiert China derzeit Unruhe. Stark schwankende Aktienmärkte mit teilweise so hohen Kursverlusten, dass der Aktienhandel geschlossen wird, schüren Nervosität. Hinzu kommt noch eine schleichende Abwertung des chinesischen Yuan, die zum einen als Schwächesignal der chinesischen Wirtschaft interpretiert wird und zum anderen in vielen Volkswirtschaften die Sorge bereitet, dass sich deren Wettbewerbsfähigkeit zugunsten des Reichs der Mitte verschlechtert.

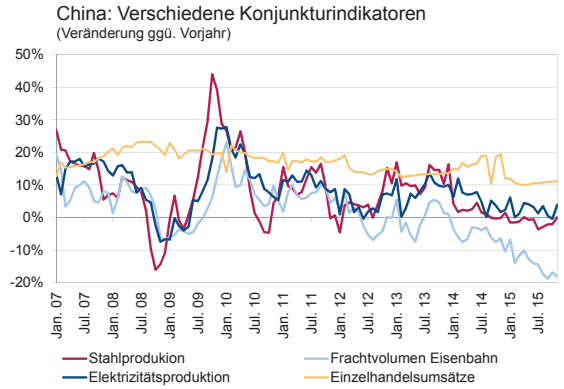
Hintergrund dieser Entwicklung ist der Transformationsprozess Chinas von der Werkbank der Weltwirtschaft zu einer Dienstleistungs- und Konsumnation. Dieser Prozess wurde von der chinesischen Regierung bewusst eingeleitet, schreitet nun aber schneller voran, als von allen erwartet. Es erscheint derzeit auch wenig wahrscheinlich, dass der Trend aufzuhalten ist.

Zwar ist der BIP-Zuwachs mit 6,9 % im Jahr 2015 immer noch hoch, doch wird dieses Wachstum nun vermehrt im Inland erzeugt und weniger durch den Außenhandel. Sichtbarstes Zeichen dieser Entwicklung ist der starke Importrückgang gegenüber allen wichtigen Volkswirtschaften. Zwar handelt es sich hierbei um nominale Werte, worin sich zum Teil die Preisreduktion bei Rohstoffen und anderen Gütern widerspiegelt, doch verbleibt selbst nach der Preisbereinigung ein kräftiges Minus.



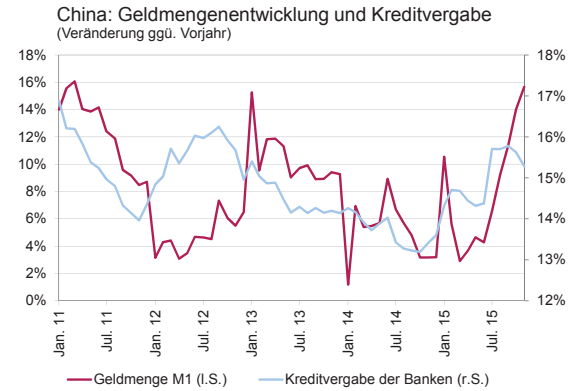
Aber auch im Inland gibt es große Unterschiede zwischen den Wirtschaftszweigen. Spürbar rückläufige Zahlen melden das Produzierende Gewerbe und der Transportsektor. So sank im Stahlbereich – mit rund 50 % der weltweiten Produktion ein sehr bedeutender Industriezweig – der Ausstoß fast das ganze letzte Jahr über. Das Volumen der Eisenbahntransporte ging zuletzt sogar um fast 20 % gegenüber dem Vorjahr zurück. Entsprechend zurückhaltend ist die Stimmung unter den Einkaufsmanagern im Verarbeitenden Gewerbe.

Anders sieht es im Konsumbereich aus. So steigen die Einzelhandelsumsätze kontinuierlich mit zweistelligen Wachstumsraten an. Die Elektrizitätsproduktion zeigt dagegen ein gemischtes Bild. Der Rückgang der Nachfrage aus dem Produzierenden Gewerbe wird teilweise durch die Haushalte ausgeglichen.



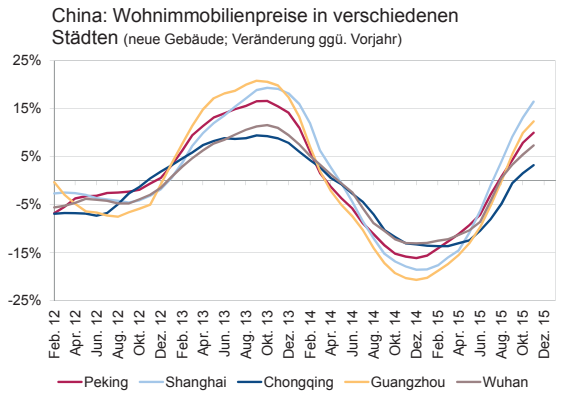
Insgesamt versuchen die politischen Entscheidungsträger inzwischen aktiv, den Transformationsprozess abzufedern, damit es nicht zu großen Verwerfungen kommt. Zu den Gegenmaßnahmen gehören eine spürbare Lockerung der Kreditvergabe, mehrere Zins- und Mindestreservesatzsenkungen, eine Öffnung des Immobilienmarktes für Ausländer, eine Abwertung des chinesischen Yuan gegenüber dem US-Dollar sowie verschiedene Reformen u. a. zur Bekämpfung der Korruption.

Diese Maßnahmen werden erst mit der Zeit spürbar. Dennoch lassen sich bereits erste Anzeichen erkennen. So stieg z. B. das Wachstum der Geldmenge M1, zu der Bargeld und Sichtguthaben gehören, zuletzt stark an. Diese Entwicklung ist in der Regel ein guter Indikator für höhere Investitionen und Konsum in der Zukunft. Auch die Kreditvergabe der Banken und Schattenbanken hat sich zuletzt wieder erhöht.



Größter Hoffnungssektor für die konjunkturelle Wende ist der Immobilienmarkt. Dort sind vor dem Hintergrund des günstigeren und erleichterten Zugangs zu Krediten bereits erste Preissteigerungen erkennbar. Vor allem der Wohn- aber auch der Gewerbeimmobilienmarkt entwickeln sich positiv. Ebenso dynamisch legte zuletzt die Zahl der Wohnungsverkäufe zu. Mit Zeitverzug dürfte den Preissteigerungen auch eine erhöhte Neubautätigkeit folgen. Bisher lässt dies allerdings noch auf sich warten, da zunächst der Angebotsüberhang an in den Jahren bis 2014 fertiggestellten Wohnungen abgebaut werden muss. Aber der Prozess schreitet zügig voran.

Dies hätte dann in mehrfacher Hinsicht positive Effekte, zum einen auf den Arbeitsmarkt, da sich der Bau um ein arbeitsintensives Geschäft handelt, und zum anderen auch auf die Rohstoff- und Industriegüternachfrage. Davon würden wiederum die verschiedenen Exporteure nach China profitieren.



Wir sehen daher eine berechtigte Chance, dass China im Verlaufe des Jahres 2016 aus seiner konjunkturellen Delle herausfindet und dann sogar positiv überraschen könnte.

Insgesamt prognostizieren wir für das Jahr 2016 ein etwas niedrigeres Wachstum als im Vorjahr in Höhe von 6,5 % und liegen damit im Konsens.

Europa-Konjunktur: Stabilitätsanker dank wachsender Binnennachfrage

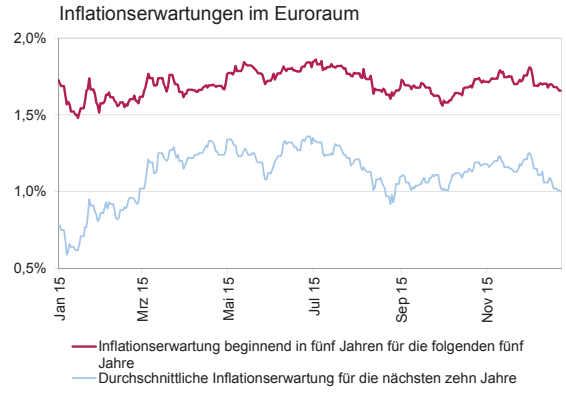
These 9: Die EZB wird ihre Geldpolitik expansiver gestalten. Dies wird eine Verlängerung der Laufzeit des Anleiheaufkaufprogramms und eine weitere Senkung des Einlagenzinses auf -0,4 % bis -0,5 % einschließen.

Die EZB wird im Jahr 2016 weitere Schritte der geldpolitischen Lockerung unternehmen. Vor allem die verhaltene Entwicklung der Inflation wird die EZB dazu zwingen, noch expansiver als ohnehin schon zu werden.

Aktuell liegt die Kerninflationsrate mit 0,8 % bereits in einem kritischen Bereich, der mit Deflationsgefahren in vielen Produktgruppen einhergeht. Durch einen weniger positiven Wechselkurseffekt im Jahr 2016 im Vergleich mit 2015 sollte die Kerninflationsrate tendenziell weiter sinken. Denn der Effekt über die Importpreise auf die Kerninflation sollte negativ sein, da der Euro im Vergleich zum US-Dollar im neuen Jahr nicht mehr so stark abwerten dürfte wie im letzten Jahr. Importierte Güter werden dann nicht mehr in dem Maße teurer wie im Jahr 2015. Dieser Effekt sollte sich mit 0,1 bis 0,2 Prozentpunkten negativ auf die Kerninflation auswirken.

Anleger sollten zudem im Blick haben, dass der Ölpreis mit einem sehr geringen Wert in der Nähe des Jahrestiefs 2015 in das neue Jahr ging. Wird unterstellt, dass der Ölpreis im Jahr 2016 im Durchschnitt bei 40 US-Dollar liegen wird und damit ca. 26 % unter dem Durchschnittsniveau von 2015, ergibt sich ein negativer Effekt von etwa 0,4 Prozentpunkten. Auf Jahressicht ist somit mit einer Inflationsrate von 0,3 % bis 0,4 % zu rechnen, wenn sich der Ölpreis stabilisiert. Der Wert liegt deutlich unter dem Zielwert der EZB von nahe, aber unter 2 %.

Zwar sollte die EZB über diese eher kurzfristigen Entwicklungen hinwegsehen, da sie keinen Einfluss auf die Entwicklung der Rohstoffpreise hat und die langfristigen Inflationsaussichten im Blick haben muss, aber auch hier verfehlt die EZB nun bereits seit geraumer Zeit ihr Inflationsziel. Die dauerhafte Verfehlung des Ziels stellt zunehmend ein Problem für die Glaubwürdigkeit der Notenbank dar. Eine hohe Reputation ist jedoch die wichtigste Voraussetzung für die Durchführung einer erfolgreichen Geldpolitik.



Uns fällt es im aktuellen Umfeld schwer, den Ursprung möglicher höherer Inflationsraten im Jahresverlauf zu erkennen. Wir rechnen zwar mit einer konjunkturellen Belebung im Euroraum, allerdings wird diese noch nicht ausreichend kraftvoll ausfallen, um die Inflationsentwicklung nachhaltig in Richtung des Inflationsziels der EZB zu bringen. Die Kapazitätsauslastung im Euroraum liegt mittlerweile wieder auf einem durchschnittlichen Niveau von 81,5 %. Um die Preissetzungsmacht der Produzenten aber nachhaltig zu erhöhen, müsste der Wert nochmals deutlich ansteigen und in eine Region über 84 % zurückkehren, die mit einem Boom einhergehen würde. Auch die Arbeitslosenquote im Euroraum ist zwar gesunken, liegt aber mit 10,5 % noch auf einem deutlich erhöhten Niveau, welches die Durchsetzung von Lohnsteigerungen in der Breite nahezu ausschließt.

Dabei wird häufig argumentiert, dass eine Inflationsrate im genannten Bereich von ca. 0,5 % für die Volkswirtschaft zunächst kein Problem darstellen sollte, da die Preise schließlich steigen würden. Zudem sollten gesunkene Energiekosten aus europäischer Sicht eher positiv beurteilt werden. Die EZB steht aber vor der schwierigen Herausforderung, für verschiedene Sektoren und Regionen eine einheitliche Geldpolitik zu machen. Eine Inflationsrate von 0,5 % würde bedeuten, dass es zumindest eine sektorale und regionale deflatorische Entwicklung gibt. So liegt die Inflationsrate beispielsweise in Spanien seit Oktober 2013 immer mal wieder teils deutlich unterhalb der Marke von 0 %. Dies erschwert aber Anpassungsprozesse in der Volkswirtschaft oder in einem bestimmten Sektor, da die notwendige Verschiebung relativer Preise in einem deflatorischen Umfeld zu absoluten Einkommensverlusten breiter Bevölkerungsschichten führt. Zudem sind die

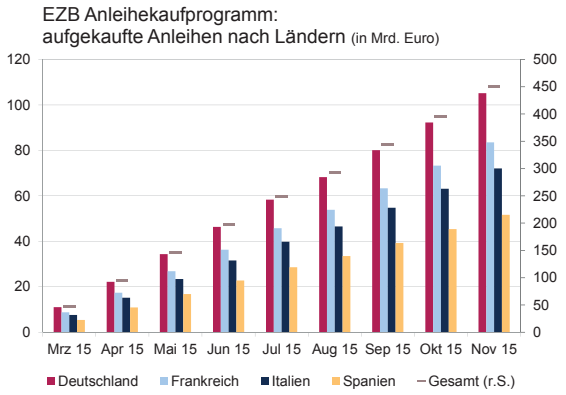
Unternehmen und Konsumenten nicht mehr gewillt, Kredite aufzunehmen, wenn die Deflation dazu führt, dass ihre Umsätze und Gewinne zurückgehen.

Die Legitimation für eine weitere geldpolitische Lockerung kann die EZB aus ihrem Mandat ableiten, denn Preisstabilität bedeutet nicht nur, zu stark steigende Preise zu vermeiden, sondern auch fallende Preise zu bekämpfen. Letzteres stellt dabei die bei weitem größere Herausforderung dar, denn die Zinsen können ab einem bestimmten Punkt nicht weiter gesenkt werden. Dabei hatte die EZB mit ihrer bisherigen Politik teilweise Erfolg. So schätzt die Notenbank, dass die Inflationsrate durch die geldpolitischen Maßnahmen im Jahr 2016 ca. 0,5 Prozentpunkte höher liegen wird als ohne diese Maßnahmen. Vor allem die deutliche Senkung der Kreditzinsen an nicht-finanzielle Unternehmen um 80 bis 120 Basispunkte hat einen positiven Effekt auf die Kreditvergabe, die zwischenzeitlich besorgniserregend stark gefallen war.

Ein Risiko für unsere Prognose bleibt jedoch die Situation im EZB-Rat. Die Vertreter der Bundesbank und offenbar einiger kleinerer Länder sind skeptisch hinsichtlich der Ratsamkeit weiterer Anleiheaufkäufe und Zinssenkungen. Dies hat unserer Einschätzung nach dazu geführt, dass die am 3. Dezember 2015 beschlossenen Maßnahmen hinter den im Vorfeld von Notenbankpräsident Mario Draghi und Chefvolkswirt Peter Praet geschürten Erwartungen zurückgeblieben sind.

Sollte es nicht zu einem deutlichen Anstieg des Ölpreises kommen und der Euro nicht überraschenderweise nachhaltig in Richtung Parität zum US-Dollar rutschen, halten wir im neuen Jahr weitere expansive geldpolitische Maßnahmen für wahrscheinlich. Eine erneute Senkung des Einlagenzinses könnte vor allem in einer Situation entschieden werden, in der der Euro unterjährig gegenüber dem US-Dollar aufwerten würde. Denn ein zu fester Euro stellt ein beträchtliches Risiko für die Wirtschafts- und Inflationsentwicklung dar. Eine Euro-Aufwertung kann die EZB am effektivsten mit einer Senkung des Einlagenzinses begegnen, da ausländische Investoren dadurch hohe Strafzinsen auf Geldmarktanlagen bezahlen müssten. Dies haben auch andere Notenbanken wie die Schwedische Reichsbank und die Schweizerische Nationalbank bereits praktiziert, so dass dies im EZB-Rat nicht auf allzu viel Widerstand stoßen dürfte.

Da es nicht zu deutlich höheren Inflationsraten kommt, wird die EZB ihr Anleiheaufkaufprogramm im März 2017 nicht auslaufen lassen. Aus diesem Grund und weil die Anleiheaufkäufe aus Sicht der EZB erfolgreich bei der Bekämpfung der Deflation gewirkt haben, dürfte die EZB das Programm mit einer längeren Laufzeit ausstatten. Wir rechnen mit einer Verlängerung um sechs Monate bei gleichbleibenden monatlichen Volumina von 60 Mrd. Euro. Dabei wird sie weiterhin gemäß des Kapitalschlüssels der nationalen Notenbanken an der EZB die Anleihekäufe gestalten. Möglicherweise werden die Aufkäufe zudem auf weitere Emittenten aus dem staatsnahen Bereich ausgeweitet, nachdem Anleihen teilstaatlicher Unternehmen wie Enel bereits gekauft werden dürfen.

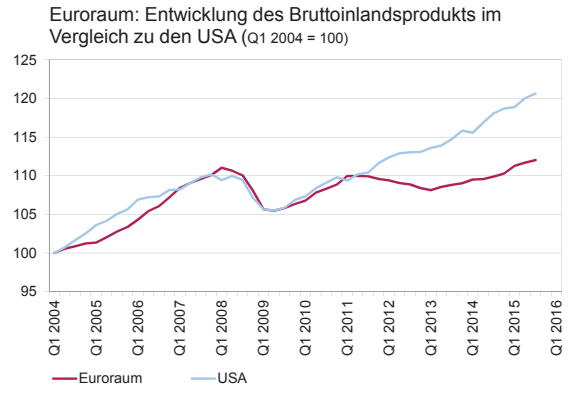


Durch das bisherige Programm hat die Zentralbankbilanz bereits eine deutliche Ausweitung erfahren. Die Ausweitung der Bilanzsumme sollte sich weiter fortsetzen. Bisher hat sich die EZB im Vergleich mit anderen Notenbanken, wie beispielsweise der Federal Reserve, die deutlich aggressivere Programme zur quantitativen Lockerung durchgeführt haben, noch zurückgehalten.

Aus unserer Sicht hat die EZB im Jahr 2016 die wichtige Aufgabe, ihre Glaubwürdigkeit bei der Erreichung des Inflationsziels zu verteidigen. Dies wird ihr nur gelingen, wenn die nun bereits über einen längeren Zeitraum anhaltenden Gefahren eines Abdriftens in die Deflation nachhaltig bekämpft werden. Die EZB hat gezeigt, dass sie Nebenwirkungen ihrer Geldpolitik akzeptiert, um das Ziel der Preisniveaustabilität zu erreichen.

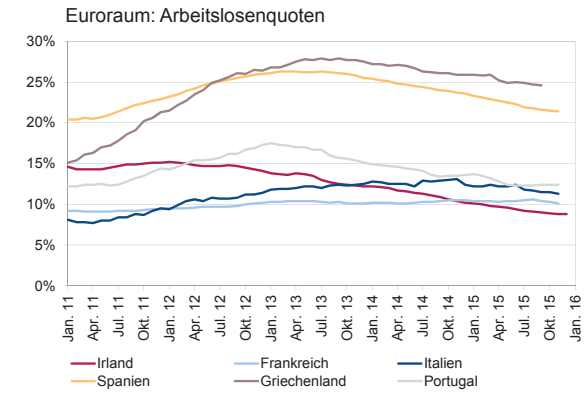
These 10: Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im Jahr 2016 um 1,6 % zulegen.

Wie in den Konjunkturzyklen zuvor hängt die europäische Wirtschaft der US-amerikanischen hinterher. Diesmal ist der Zeitverzug durch die europäische Schuldenkrise noch größer als in früheren Zyklen. Inzwischen hat sich eine große Wachstumsschere zwischen den beiden Währungsräumen aufgetan.



Aber es gibt starke Anzeichen dafür, dass Europa zu einem selbstragenden Aufschwung gefunden hat, dem selbst externe Schocks, wie z. B. die Nachfrageschwäche Chinas, nicht mehr so viel anhaben können. So weist die Stimmung unter den Einkaufsmanagern sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor seit Mitte 2013 auf eine Expansion der Wirtschaftsleistung hin. Das aktuelle Niveau deutet auf ein Wirtschaftswachstum von rund 2 % hin.

Haupttreiber für 2016 dürfte noch mehr als schon im vergangenen Jahr der Konsum werden. Vor allem die spürbar zunehmende Beschäftigung in fast allen Volkswirtschaften des Euroraums stabilisiert die Wirtschaftsentwicklung. So sollte die saisonbereinigte Arbeitslosenquote im Jahr 2016 von 10,5 % auf 10,0 % zurückgehen. Hierbei helfen zum einen die positiven wirtschaftlichen Aussichten, die zu einer erhöhten Einstellungsbereitschaft der Unternehmen führen, und zum anderen die Arbeitsmarktreformen in einigen ehemaligen Krisenstaaten, die das Risiko einer Neueinstellung eines Mitarbeiters für die Unternehmen mindern, da Arbeitsplätze leichter wieder abgebaut werden können. Weil gleichzeitig die Löhne in einigen Ländern spürbar steigen, erhöht sich das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte merklich.



Über das nominal verfügbare Einkommen hinaus schieben zwei weitere Faktoren das Wachstum an. Zum einen ist dies der niedrige Ölpreis, der dafür sorgt, dass die Inflationsrate tief und damit die Kaufkraft der Konsumenten hoch bleibt. Zum anderen nimmt in einigen Ländern, allen voran in Italien und Deutschland, die Kreditvergabe an Konsumenten Fahrt auf. Dies könnte eine erste sichtbare Folge der sehr expansiven EZB-Politik sein. Die negativen Einlagenzinsen und die überreichliche Liquidität veranlasst die Banken, vermehrt Kredite zu vergeben, um keine Strafzinsen zahlen zu müssen.

Wir sind daher bezüglich des privaten Konsums optimistisch und erwarten einen im Vergleich zu den vergangenen Jahren kräftigen Anstieg von 1,8 %.

Etwas unsicherer ist die Entwicklung bei der Industrie und den Investitionen. Viel hängt davon ab, ob die Exporte weiter florieren. Im vergangenen Jahr hat der schwache Euro den Aufschwung maßgeblich gestützt. Im

Jahr 2016 wird der zusätzliche Impuls geringer ausfallen. Allerdings dürfte die Abwertung des US-Dollar um 16 % im Durchschnitt des Jahres 2015 in Form einer absolut gesehen höheren Wettbewerbsfähigkeit noch nachwirken.

In den vergangenen beiden Jahren hatte der Euroraum starke Absatzeinbußen bei wichtigen Handelspartnern wie Russland (2014) sowie Brasilien und China (2015) zu verkraften. Im Jahr 2016 werden die Öl- und Rohstoffförderstaaten wie Saudi-Arabien und Südafrika deutlich weniger nachfragen. Wir gehen jedoch davon aus, dass die USA und das Vereinigte Königreich diesen Nachfragerückgang mehr als kompensieren können.

Gestützt werden die Investitionen durch das laufende Investitionsprogramm der EU-Kommission im Volumen von 315 Mrd. Euro, das langsam in Gang kommt. Darüber hinaus dürfte sich auch die Kreditvergabe an Unternehmen wieder erhöhen. Die niedrigeren Zinsen in den Peripherieländern und die Erosion der Margen bei den Bankkrediten werden zu attraktiven Konditionen führen und die Nachfrage nach Fremdkapital steigen lassen.

Wir sind in Bezug auf die Investitionen dennoch vorsichtiger als andere, weil zyklisch gesehen in einigen Ländern eine temporäre Verlangsamung der wirtschaftlichen Expansion logisch wäre. Das gilt insbesondere für Deutschland und für Spanien. In Italien könnten sich Unternehmen im Jahr 2016 noch in Zurückhaltung üben, um von einem steuerlichen Investitionsanreizprogramm zu profitieren, das erst im Jahr 2017 beginnt.

Dagegen dürften die Staatsausgaben nach Jahren der Sparmaßnahmen wieder kräftiger zulegen. Dazu tragen die Kosten für die Flüchtlingsunterbringung und die Terrorabwehr sowie die Entlastung der Öffentlichen Haushalte dank der niedrigen Zinsen bei.

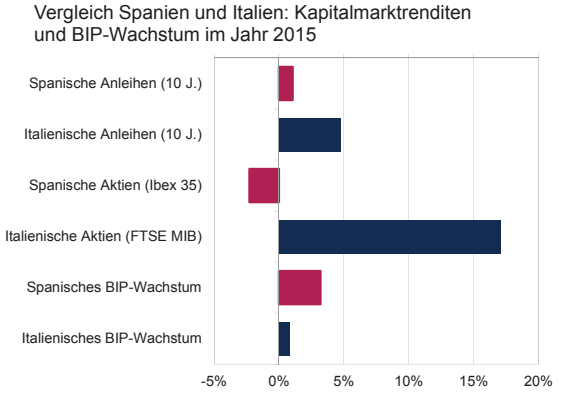
Wir rechnen damit, dass das Bruttoinlandsprodukt insgesamt um 1,6 % etwas weniger stark zulegt, als es die Analysten im Durchschnitt erwarten. Wir sind optimistischer für Italien sowie einige kleinere Staaten, dafür vorsichtiger in Bezug auf Deutschland und Frankreich. Die spanische Wirtschaft wird ohne politische Veränderungen weiter kräftig wachsen, kann aber bei einer weniger wirtschaftsfreundlichen Regierungsbildung auch die große Enttäuschung des Jahres 2016 werden.

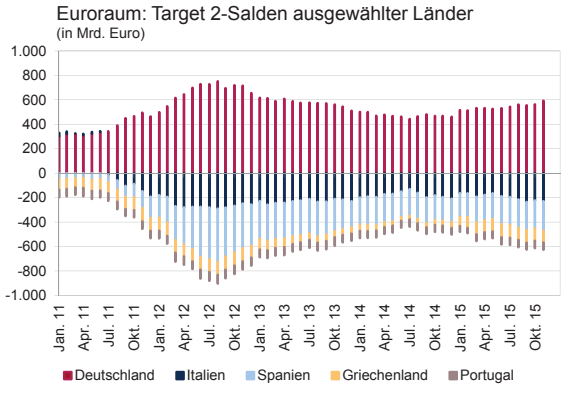
These 11: Die Euro-Krise wird im Jahr 2016 trotz politischer Unsicherheiten um Griechenland, Portugal und Spanien nicht wieder akut werden.

Die wesentlichen Risiken für den Euroraum kommen nicht mehr von der wirtschaftlichen, sondern von der politischen Seite. Die Bevölkerung in den südeuropäischen Staaten ist in ihrer politischen Meinung zunehmend gespalten. Während auf der einen Seite ein Teil der Einwohner von den Reformen der vergangenen Jahre profitieren und eine Arbeitsstelle gefunden haben, gibt es eine andere Schicht, die sich vom Wirtschaftsleben komplett abgehängt fühlt und die harten Sparmaßnahmen mehr als leid ist. Die letztere Bevölkerungsgruppe neigt dazu, Parteien zu wählen, die durch radikale Gesetzesänderungen eine schnelle Verbesserung der Lebensumstände propagieren. Der Terror und die Flüchtlingskrise führen ebenfalls zu einer möglichen Radikalisierung der Wähler. Es besteht das Risiko, dass diese Parteien an die Macht kommen und die erfolgreichen Reformen zurücknehmen.

Das Beispiel Griechenlands hat gezeigt, welche starken wirtschaftlichen Auswirkungen dies haben kann. Die dramatische wirtschaftliche Verschlechterung in Griechenland hat diesen populistischen Parteien zwar einen kurzfristigen Dämpfer verpasst, sie aber längst nicht in die Knie gezwungen, wie der überraschende Erfolg der linksgerichteten Podemos-Partei bei der Parlamentswahl Ende Dezember in Spanien beweist, wo sie gut 20 % der Stimmen erhielt.

Anders als noch vor drei Jahren gewichten die Anleger die politischen Risiken deutlich höher als die wirtschaftlichen Rahmendaten. Das zeigt die bessere Entwicklung italienischer Aktien und Anleihen gegenüber spanischen Titeln im Jahr 2015, obwohl die spanische Wirtschaft ein um mehr als zwei Prozentpunkte höheres Wachstum erzielen konnte.





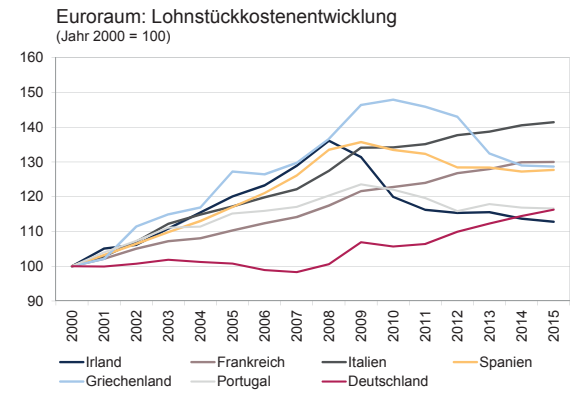
Die beiden iberischen Staaten, Spanien und Portugal, werden daher aufgrund einer politischen Pattsituation beziehungsweise eines Linksrutsches derzeit kritischer eingeschätzt als noch vor einem Jahr.

Zum letzten Jahreswechsel hat sich die Situation in Griechenland stabilisiert, weil die Regierung das im Juli ausgehandelte Reformprogramm Schritt für Schritt umsetzt. Dennoch dürfte Griechenland erneut für Unruhe sorgen, da sich die regierende Syriza auf der einen Seite ideologisch schwer tut, den erzwungenen Reformen zuzustimmen, und sie auf der anderen Seite nur über eine dünne Mehrheit im Parlament verfügt. Eine Regierungsauflösung und Neuwahlen sind ebenso denkbar wie eine erneute Brüskierung der Gläubiger mit einer Wiederverschärfung der Kapitalverkehrskontrollen. Dennoch dürfte der Euro-Austritt wohl nicht mehr wieder so nahe kommen wie im Jahr 2015. Der wesentliche Grund hierfür ist, dass kein Politiker in Griechenland eine erneute politische Niederlage einstecken möchte. Denn der Krisengipfel Im Juli 2015 hat die Grenzen des Verhandlungsspielraums verdeutlicht.

Dass die Krise des Euroraums nicht dauerhaft gelöst ist, sondern in erster Linie von einer guten konjunkturellen Entwicklung überdeckt wird, belegen die Target2-Salden. Hierbei handelt es sich um Forderungen und Verbindlichkeiten der Europäischen Zentralbank gegenüber den nationalen Notenbanken. Ein Überschuss, wie im Fall von Deutschland, lässt sich als Kreditvergabe an die Defizitländer – vor allem Italien, Spanien, Griechenland und Portugal – erklären.

Das aktuell wieder wachsende Ungleichgewicht belegt, dass sich der Finanzierungsbedarf der südeuropäischen Länder nicht allein aus privaten Mitteln decken lässt. Im Fall eines konjunkturellen Abschwungs kann es daher schnell zu massiven Kapitalabflüssen aus den Peripheriestaaten kommen.

Derzeit schützt jedoch die stabile Wirtschaftslage. Dabei helfen die in vielen Ländern gesunkenen Lohnstückkosten. Das gilt z. B. für Irland, Spanien und Portugal, aber auch für Griechenland. Basierend auf unseren Prognosen für die Weltkonjunktur dürften die ehemaligen Krisenstaaten dank ihrer gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit Exporterfolge erzielen, so dass es im Jahr 2016 nicht zu einer Zuspitzung der Euro-Krise kommen wird.



Während der Euroraum sowohl ökonomisch als auch institutionell wieder stabiler dasteht, überlagert die Krise der Europäischen Union den Jahresbeginn. Zunächst dürfte die geplante Wählerbefragung in Großbritannien über einen Verbleib oder Austritt aus der Europäischen Union ihren Schatten vorauswerfen. Der Termin für die

Abstimmung im Vereinigten Königreich steht zwar noch nicht fest, könnte aber bereits auf den Sommer 2016 fallen, spätestens Ende 2017 wird abgestimmt. Die aktuellen Umfragen deuten auf ein Kopf-an-Kopf-Rennen hin, wobei zuletzt die euroskeptischen Stimmen Boden gut machen konnten. Sollte es dem britischen Premierminister Cameron nicht gelingen, insbesondere bei den Regelungen zur Freizügigkeit von Arbeitnehmern innerhalb der EU Zugeständnisse der anderen Länder zu erlangen, dürfte die Wahrscheinlichkeit eines Austritts des Landes auf deutlich über 50 % zunehmen.

War die Abstimmung in Großbritannien noch vor kurzem als isoliertes Problem gesehen worden, so besteht heute das Risiko, dass es politische Fliehkräfte freisetzt, die auch andere Länder erfassen. Wesentlicher Auslöser hierfür ist das Flüchtlingsproblem, das große Differenzen in den ethischen Grundsätzen zwischen den einzelnen Staaten offenbart. Insbesondere die osteuropäischen Staaten wehren sich dagegen, Flüchtlinge in ihr Land zu lassen. Dies stellt aus Sicht der die Flüchtlinge aufnehmenden Staaten eine Verletzung des Solidaritätsprinzips dar. Sollte sich der Zuzug von Flüchtlingen im Jahr 2016 nicht deutlich abschwächen, wird der Druck auf die osteuropäischen Staaten aus innenpolitischen Gründen erhöht werden, sich an den Folgekosten des Flüchtlingszustroms stärker zu beteiligen und Flüchtlinge aufzunehmen. Bereits jetzt reagieren einige Politiker, Journalisten und Bürger dieser Länder gereizt auf Forderungen aus Berlin und Brüssel, sich stärker als bisher zu engagieren.

Zudem entfernten sich einige Länder wie Polen oder Ungarn zuletzt von den europäischen Werten, indem sie Einschränkungen in der Pressefreiheit vornahmen und die Unabhängigkeit der Justiz beschnitten. Die Drohung mit dem Entzug des Stimmrechtes in der EU wurde bereits von hochrangigen Vertretern der Staatengemeinschaft ausgesprochen.

Ein Szenario, in dem einem Mitglied der EU das Stimmrecht entzogen wird und ein anderes Mitglied die Gemeinschaft verlässt, würde das Fundament der Gemeinschaft erschüttern lassen. Schließlich gehören Polen und insbesondere Großbritannien zu den wichtigsten Ländern innerhalb des Staatenbundes. Angesichts der wesentlich gravierenderen Krisen, die bereits im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise zumindest vorerst gelöst wurden, erwarten wir im Hauptszenario, dass es zu einer Einigung und nicht zum Bruch kommen wird. Ein Restrisiko geht jedoch im Jahr 2016 von einer Verschärfung der Krise der Europäischen Union aus. Dies könnte zu Unsicherheiten und damit verbundenen wirtschaftlichen Kosten führen.

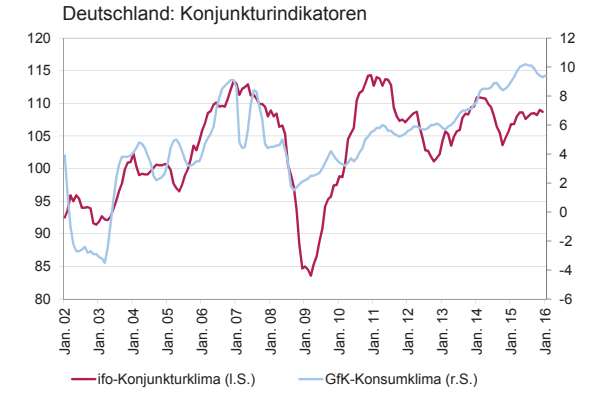
Deutschland-Konjunktur: Aufschwung wird hauptsächlich vom Konsum getragen

These 12: In Deutschland wird das Bruttoinlandsprodukt um 1,6 % zulegen und dabei maßgeblich vom privaten Konsum gestützt werden.

Die Voraussetzungen für ein wirtschaftlich erfolgreiches Jahr 2016 scheinen für Deutschland fast zu optimal, um wahr zu sein. Eine rekordhohe Beschäftigung sowie Tariflohnsteigerungen von rund 3 % sollten dem Konsum zu einem signifikanten Zuwachs verhelfen. Eine leichte Nettoentlastung bei den Steuern und Abgaben zu Jahresbeginn sowie ein außergewöhnlich hoher Anstieg der Rentenzahlungen und monetären Sozialleistungen um wohl über 4 % zur Jahresmitte kommen noch hinzu.

Wir rechnen daher mit einem deutlichen Anstieg der nominal verfügbaren Einkommen um 2,5 % im Jahr 2016, wobei der kräftige Zuwachs der monetären Sozialleistungen und der Tariflöhne durch ein moderateres Plus bei den Einkommen aus selbständiger Arbeit und aus Kapitalvermögen etwas gemindert wird. Bei einer erwarteten Inflationsrate von 0,6 % verbleibt dennoch ein kräftiger Zuwachs der real verfügbaren Einkommen von 1,9 %.

Dies sollte sich auch in einem nahezu entsprechenden Anstieg der privaten Konsumausgaben um 1,8 % im Jahr 2016 bemerkbar machen. Denn in der Vergangenheit war stets ein enger Zusammenhang zwischen den verfügbaren Einkommen und den Konsumausgaben zu beobachten. Daran wird auch eine mögliche Verunsicherung der Verbraucher durch die Flüchtlingskrise oder die Terroranschläge nicht viel verändern. Der anhaltend hohe Wert des GfK-Konsumklimas lässt zudem bisher eine weiterhin hohe Konsumlaune erkennen.

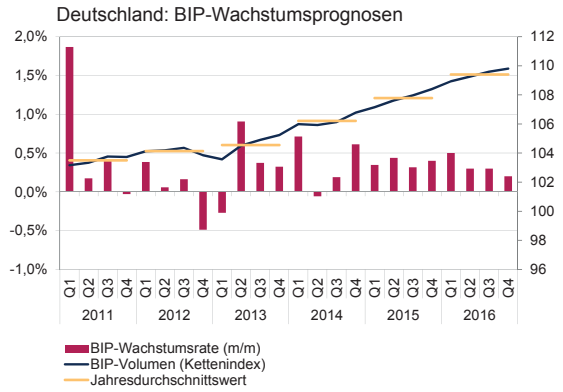


Stärker bemerkbar macht sich die Flüchtlingssituation in den Staatsausgaben. So dürften Versorgung, Unterbringung und Integrationsmaßnahmen im Jahr etwa 10.000 Euro pro Flüchtling kosten und den Staatskonsum um 2,7 % stark erhöhen. Der singuläre Effekt der Flüchtlinge auf das BIP-Wachstum dürfte etwa 0,2 Prozentpunkte betragen, da die höheren Staatsausgaben für Flüchtlinge nur teilweise – und wenn, dann vor allem in den Kommunen – durch Haushaltskürzungen ausgeglichen werden.

Der Export wird um rund 4 % zulegen. Zwar expandiert die Nachfrage in den Volkswirtschaften außerhalb Europas nur verhalten, aber die durch den schwachen Euro stark gestiegene Wettbewerbsfähigkeit und die anziehende Konjunktur in den europäischen Ländern schieben die Ausfuhr an. Etwas Gegenwind kommt dadurch auf, dass die Investitionsnachfrage aus den rohstoffförderndenden Staaten einbrechen dürfte, von der die deutsche Wirtschaft jahrelang stark profitiert hat. Da die Importe wegen der hohen Konsumnachfrage sogar noch etwas kräftiger als die Exporte zunehmen, kommt vom Außenbeitrag ein kleiner negativer Beitrag zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts.

Ein gewisses Risiko rührt von den Auswirkungen des Abgas-Skandals um Volkswagen her, da die Automobilindustrie über die gesamte Wertschöpfungskette einen signifikanten Anteil am Bruttoinlandsprodukt ausmacht. Sollte der Exportmotor von VW und eventuell auch anderen deutschen Automobilherstellern stottern, kann es schnell zu einem Lageraufbau mit der Folge von Auftrags- und Investitionskürzungen kommen. Dies wird keine Rezession auslösen, aber zumindest eine lagerzyklisch bedingte Delle ist denkbar. Immerhin signalisiert der ifo-Index aktuell noch keine spürbaren Effekte. Dennoch sind wir bei den Ausrüstungsinvestitionen etwas vorsichtiger als die meisten Analysten und prognostizieren nur ein moderates Plus von 1,5 %. Die Bauindustrie expandiert angesichts der niedrigen Zinsen und der Zuwanderung weiter. Vor allem im Wohnungsbau sind die Bauanträge gestiegen. Dagegen schwächelt der Wirtschaftsbau, da derzeit keine Kapazitätsengpässe zu Erweiterungsbauten veranlassen. Insgesamt dürfte es bei den Bauinvestitionen zu einem Plus von 1,2 % kommen.

Für das Gesamtjahr ergibt sich daraus ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,6 %.



Damit liegen wir unterhalb der Konsens-Schätzungen von aktuell 1,8 %, da wir die Risiken etwas höher gewichten.

Die Erwartungen der Experten für Deutschland – Wachstumsprognosen für 2015

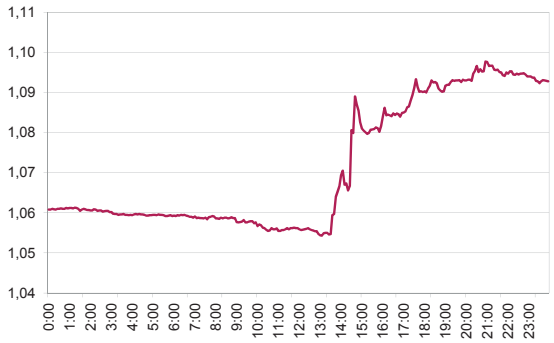
Insitut	Bruttoinlands-produkt	Private Kon-sumausgaben	Bau-investitionen	Ausrüstungs-investitionen	Exporte	Importe	Haushalts-saldo	Arbeitslosen-quote
IfW, Kiel	2,2	2,7	3,0	3,0	5,2	6,7	0,1	6,3
Allianz	2,0	1,8		0,9			0,5	6,5
Morgan Stanley	2,0	1,9		3,7			0,0	6,6
ifo Institut, München	1,9	2,0	2,1	3,5	4,4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

Devisenmarkt: US-Dollar-Aufwertung setzt sich trotz hoher Bewertung fort

These 1: Wir erwarten zum Jahresende einen US-Dollar-Kurs von 1,05 US-Dollar je Euro.

Der US-Dollar hat mittlerweile ein sehr hohes Bewertungsniveau erreicht. Diese hohe Bewertung lässt sich nur dann rechtfertigen, wenn die Notenbankpolitik diese Situation durch entsprechende Maßnahmen stützt. Einen empirischen Beleg für diese These lieferte die deutliche Reaktion der Märkte, als die Europäische Zentralbank im Dezember 2015 eine weniger expansive Geldpolitik ankündigte, als dies erwartet worden war. Die rapide Abwertung der US-Währung von gut 1,05 Euro je US-Dollar bis auf fast 1,10 Euro je US-Dollar innerhalb weniger Stunden belegt, dass sich der starke US-Dollar nur noch mit einer extremen Divergenz der Notenbankpolitik zwischen der EZB und der Federal Reserve rechtfertigen lässt.

Entwicklung des US-Dollar Wechselkurses zum Euro am 3. Dezember 2015



Gäbe es keine Unterschiede in den geldpolitischen Maßnahmen diesseits und jenseits des Atlantiks, würde der US-Dollar wohl nahe bei seiner Kaufkraftparität liegen. Diese beträgt – gemessen anhand des Marcard-Konzepts, bei dem verschiedene Varianten der Berechnungsweise der Kaufkraftparität kombiniert werden, – aktuell 1,30 EUR/USD. Dabei ist sogar ein Trend zu noch höheren Werten über 1,30 EUR/USD hinaus zu erkennen, da sich die US-Inflation seit Jahren oberhalb der des Euroraums bewegt.

Die entsprechend abzuleitende Überbewertung des US-Dollar von rund 15 % lässt sich jedoch damit begründen, dass Anleger die nordamerikanische Währung für attraktiver erachten, weil sie bei US-Investments heute und aller Voraussicht nach auch in der nahen Zukunft eine höhere Verzinsung als im Euroraum erhalten. Zu Jahresbeginn 2016 betrug der Renditevorteil der US-Anleihen mit einer Laufzeit von fünf Jahren rund 170 Basispunkte. Solange die Anleger also nicht von einer kurzfristigen Abwertung der US-Devisen ausgehen, fließt Kapital in US-Investments, um am Renditevorteil zu partizipieren.

Noch wichtiger als die Laufzeit von fünf Jahren sind allerdings die kurzen Fristen von bis zu zwei Jahren, die wiederum vom Leitzinspfad determiniert werden. Entscheidend ist dabei, wie viele Zinsschritte die Federal Reserve im Jahr 2016 vornehmen wird. Werden es vier Zinsschritte zu jeweils 25 Basispunkten, wie ihre eigenen Projektionen lauten, dann dürfte der US-Dollar sehr fest notieren. Denn die Marktakteure zweifeln diese Vorhersage an und erwar-

ten im Schnitt nur einen Anstieg um insgesamt etwas mehr als 50 Basispunkte. Der Grund hierfür ist die aktuelle Schwäche des Teils der US-Wirtschaft, der direkt oder indirekt mit Öl- und Rohstoffförderung zu tun hat. Dazu gehören auch Industrieunternehmen, die Investitionsgüter herstellen, sowie Banken, die in den vergangenen Jahren hohe Kredite in diesen Sektor vergeben haben. Sollten sich die Rohstoffpreise nicht kurzfristig spürbar erholen, könnten die Probleme so deutlich zu Tage treten, dass der Druck auf die US-Notenbank steigt, vorsichtiger zu werden, als sie es eigentlich vorhat. Dies kann – je nach Verlauf des Jahres – dazu führen, dass geplante Zinsschritte ausgelassen werden.

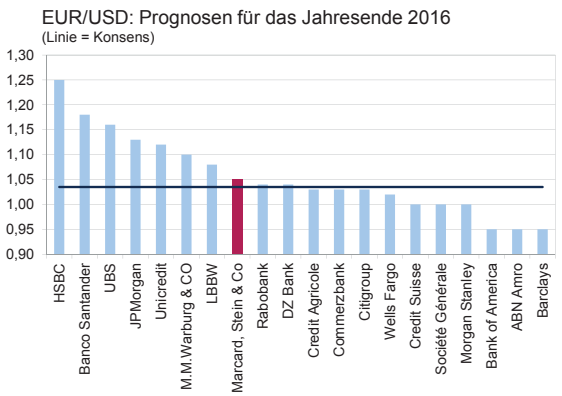
Wir sind dementsprechend ähnlich skeptisch wie die Marktakteure, was die Durchführbarkeit der vier Zinsschritte anbelangt, und gehen daher nicht davon aus, dass der Markt von einer sehr restriktiven Notenbankpolitik auf dem falschen Fuß erwischt wird.

Dagegen erwarten wir weitere expansive geldpolitische Maßnahmen der EZB. Damit weichen wir vom Konsens ab, denn einer Umfrage der Financial Times zufolge erwartet eine Mehrheit der Volkswirte keine zusätzliche Lockerung mehr. Die wesentliche Differenz kommt dadurch zustande, dass wir für den Euroraum eine niedrigere Inflationsrate als im Mittel der Prognosen von 1 % vorhersagen. Damit dürfte die EZB ihr Inflationsziel erneut deutlicher verfehlen, als sie es selbst erwartet. Wahrscheinlich wird die EZB daher gezwungen sein, über eine erneute Senkung des Einlagenzinses den Euro zu schwächen, um über eine importierte Inflation die Preissteigerungsraten zu erhöhen. Zudem könnten sich die Erwartungen, wann Europa mit dem ersten Zinsschritt nachzieht, weiter in die Zukunft bis über das Jahr 2018 hinaus verschieben. All dies wird den Euro in der Tendenz schwächen und den US-Dollar stärken.

Zusätzlich zur US-Notenbank und zur EZB spielt die chinesische Zentralbank noch eine wichtige Nebenrolle. Denn nach der Bank of Japan ist sie der größte Gläubiger der Vereinigten Staaten und im Besitz von US-Staatsanleihen von mehr als einer Billion US-Dollar. Bis vor einiger Zeit war sie vorwiegend als Käufer aufgetreten. Doch seit die chinesische Wirtschaft langsamer wächst und das Kapital aus dem Reich der Mitte abfließt, ist sie verstärkt dabei, US-Papiere zu verkaufen, um die heimische Währung zu stabilisieren. In jüngster Zeit wird diese Entwicklung noch dadurch verstärkt, dass die chinesische Regierung ankündigte, den chinesischen Yuan nicht mehr fast ausschließlich am US-Dollar, sondern an einem breiten Währungskorb auszurichten. Ein derart großer Euro-Käufer und US-Dollar-Verkäufer wie die chinesische Notenbank kann den Wechselkurs kurzfristig beeinflussen. Insofern könnte der US-Dollar zeitweise schwächer notieren. Für eine große Wende dürfte der Einfluss Chinas jedoch nicht reichen.

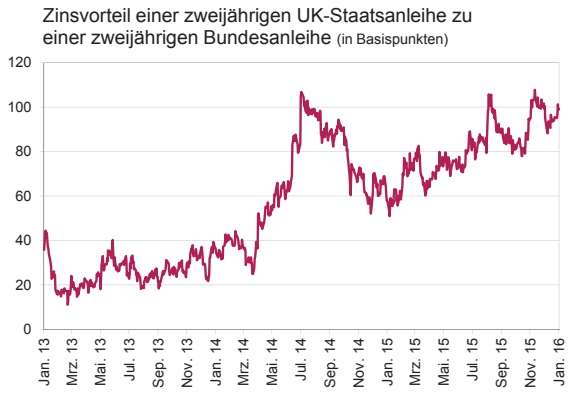
Wir gehen davon aus, dass der aktuelle Wechselkurs das ökonomische Gleichgewicht zwischen der Kaufkraftparität auf der einen Seite und dem Zinsvorsprung der USA auf der anderen Seite gut widerspiegelt. Der Wechselkurs hängt insofern stark davon ab, wie kräftig die US-Wirtschaft wächst und wie schnell sie die Probleme der niedrigen Rohstoffpreise verdaut. Für die erste Jahreshälfte sehen wir eine verhaltene Wirtschaftsentwicklung. Aber da wir für die zweite Jahreshälfte 2016 mit einer leichten Belebung der US-Wirtschaft rechnen, könnte der US-Dollar gegen Ende des Jahres etwas fester notieren. Die Parität scheint aber mit der stabilen Konjunkturentwicklung im Euroraum nicht mehr erreichbar zu sein.

Wir erwarten einen Wechselkurs von 1,05 EUR/USD zum Jahresende 2016. Mit unserer Prognose liegen wir leicht über der Konsensprognose von 1,04 EUR/USD.



These 2: Wir erwarten zum Jahresende einen Kurs des Britischen Pfund von 0,78 EUR/GBP.

Der Zinsvorteil von zu Jahresbeginn rund 100 Basispunkten bei zweijährigen Gilts (Britischen Staatsanleihen) gegenüber Bundesanleihen spricht für eine erhöhte Bewertung der Britischen Währung. Hinzu kommt der Wachstumsvorsprung des Vereinigten Königreichs gegenüber dem Euroraum von immerhin noch mehr als einem halben Prozentpunkt dank eines boomenden Dienstleistungssektors, der in Großbritannien traditionell ein überdurchschnittlich hohes Gewicht ausmacht. Denn damit steigt auch die Chance, dass die Bank of England zeitnah dem Beispiel der Federal Reserve folgt und die erste Zinsanhebung seit vielen Jahren vornimmt.



Allerdings gibt es aktuell wieder vermehrt Gegenargumente für ein festes Pfund. Dazu gehört die sehr niedrige Inflationsrate von 0,1 %, die auch im Jahr 2016 nur auf 1 % im Jahresmittel ansteigen wird. Damit dürfte es der Bank of England schwer fallen, die Zinsen schon im Jahr 2016 zu erhöhen, weil sie verfassungsgemäß zur Einhaltung des Inflationsziels von 2 % verpflichtet ist. Da aber immerhin noch fast die Hälfte der Finanzexperten gemäß des ZEW-Finanzmarkttests mit einer Zinserhöhung im Verlauf des Jahres 2016 rechnen, ist Enttäuschungspotenzial vorprogrammiert. Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil Teile der Wirtschaft wie in den Vereinigten Staaten von dem Rohstoffpreisrückgang betroffen sind. Denn erstens verfügt Großbritannien über eine signifikante Ölförder- und Serviceindustrie, zweitens sind die Hauptquartiere der wichtigsten Industriemetallkonzerne in London ansässig und drittens leidet das Investmentbanking in London ebenfalls unter den Wertverlusten bei Rohstoffen.

Darüber hinaus gibt es mit der Diskussion um einen Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union („Brexit“), ein potenzielles Risiko für das Britische Pfund. Denn die Unsicherheit bezüglich eines möglichen Wahlausgangs über den Verbleib in der EU und die damit verbundenen ökonomischen Gefahren lasten negativ auf dem Britischen Pfund. Vor allem die Sorge, dass der Finanzplatz London durch Verlagerung der Aktivitäten der Banken auf den Kontinent geschwächt wird, trübt die Stimmung unter den Anlegern. Sollte sich Premierminister Cameron nicht mit den anderen EU-Partnern auf einen gemeinsamen Weg aus der Krise der Beziehungen einigen und damit die konservative Partei („Tories“) einen Austritt aus der EU-Mitgliedschaft empfehlen, dürfte das Britische Pfund unter Druck geraten. Denn die Umfragewerte sahen zuletzt eine erhöhte Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Mehrheit der Briten gegen den Verbleib in der EU votiert. Sollte die Abstimmung schon im Oktober 2016 stattfinden, wonach es zu Jahresbeginn ausschaute, könnten je nach Umfragewerten und Wahlausgang spürbare Schwankungen beim Britischen Pfund auftreten.

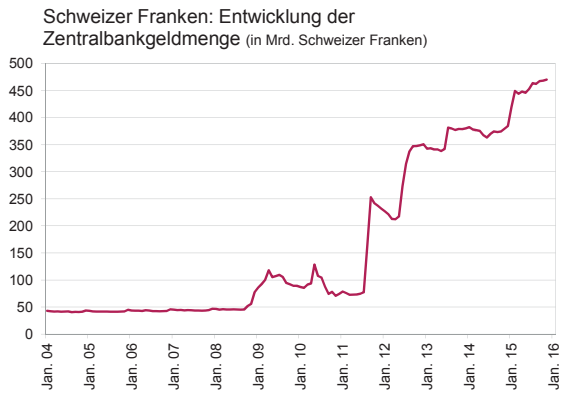
Zwar halten wir die mit einem EU-Austritt verbundenen Ängste für überzogen, da damit nicht automatisch das Ende des Freihandels zwischen den beiden Währungsräumen verbunden ist. Aber da es sich um einen Präzedenzfall handeln würde, sind die Bedenken der Anleger groß.

Wir erwarten daher, dass das Britische Pfund im Jahresverlauf auf 0,78 EUR/GBP abwertet und sich damit leicht von seinem Gleichgewicht gemäß Kaufkraftparitäten bei 0,75 EUR/GBP entfernt.

These 3: Der Schweizer Franken wird zum Jahresende bei 1,07 EUR/CHF liegen.

Die Angst vor einem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit in der Industrie und im Tourismus durch einen zu starken Schweizer Franken ist in der Eidgenossenschaft unverändert groß. Entsprechend bemüht ist die Schweizerische Nationalbank (SNB), gegen den Aufwertungsdruck anzugehen. Dies tut sie auf zweierlei Art und Weise. Zum einen schreckt sie Anleger durch Strafzinsen in Höhe von aktuell 0,75 % auf Geldanlagen in Franken ab, was sich zuletzt als recht wirksame Maßnahme erwiesen hat. Zum

anderen kauft sie unverändert Auslandsdevisen auf, was sich an der kontinuierlichen Ausweitung der Zentralbankgeldmenge ablesen lässt.



Trotz der ungebrochenen Attraktivität des Schweizer Franken als Hort der Sicherheit scheint eine Spekulation gegen die SNB derzeit wenig aussichtsreich zu sein. Denn eine Erhöhung der Strafzinsen über 0,75 % hinaus wurde bereits ausführlich diskutiert und scheint jederzeit möglich zu sein. Insofern dürfte das Aufwertungspotenzial des Schweizer Franken begrenzt sein, zumal wir nicht mit einer neuen Systemkrise rechnen.

Wir glauben jedoch, dass sich die Schweizer Wirtschaft langsam an die starke Inlandswährung gewöhnen wird, so dass eine langsame Aufwertung im Laufe des Jahres verkraftbar erscheint. Wir sehen den Wechselkurs daher bei 1,07 EUR/CHF zum Jahresende.

Devisenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: US-Dollar Engagements bei Wechselkursen unter 1,03 EUR/USD verkaufen, bei Kursen über 1,12 EUR/USD aufbauen

Der starke Aufwertungstrend des US-Dollar ist zuletzt zum Erliegen gekommen, da der US-Dollar schon eine hohe Bewertung erreicht hat. In diesem Umfeld hat ein einseitiges und dauerhaftes Investment in den US-Dollar keine Erfolgsgarantie mehr. Vorteilhafter erscheint es, die Schwankungen der Währung auszunutzen und in Phasen der kurzfristigen Über- oder Unterbewertung gegen den Trend zu setzen. Dabei können Positionen in ein- bis zweijährigen US-Staatsanleihen genutzt werden, da sie zusätzlich eine positive Rendite abwerfen sowie Sicherheit und Liquidität versprechen.

Maßnahme 2: In das Britische Pfund nur bei einem Kursrückgang aus übertriebenen Ängsten vor einem „Brexit“ investieren, den Schweizer Franken bei Kursen über 1,10 EUR/CHF übergewichten

Das Britische Pfund ist wegen der Risiken über einen möglichen Austritt Großbritanniens aus der EU zunächst wenig attraktiv, da das Aufwertungspotenzial angesichts nicht kurzfristig anstehender Zinserhöhungen der Bank of England begrenzt erscheint. Erst wenn die Sorgen der Marktakteure vor einem „Brexit“ zu einer starken Abwertung führen, kann ein antizyklisches Investment attraktiv sein. Eine Geldanlage in Schweizer Franken birgt wegen des Negativzinses der Schweizerischen Nationalbank erhöhte Kosten und sollte daher nur bei Kursen über 1,10 EUR/CHF erwogen werden, um gegebenenfalls von einer Aufwertung des Schweizer Franken zu profitieren.

Maßnahme 3: Engagement in asiatische Währungen erwägen

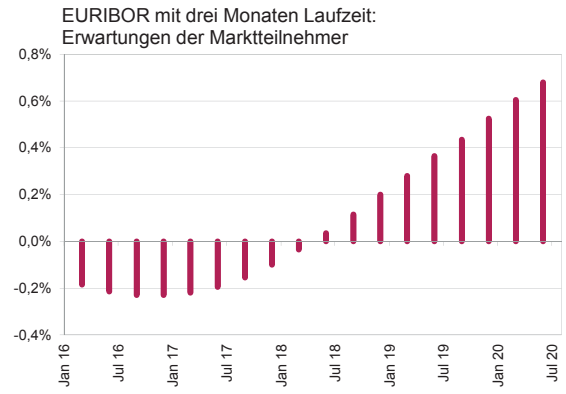
Ein interessantes Investment könnten asiatische Währungen sein. Viele dieser Volkswirtschaften profitieren als Rohölimporteure von einer Verbesserung der Terms of Trade (Realaustauschverhältnis). Der Theorie und Erfahrung nach sollten deren Währungen daher aufwerten. Dazu gehören der Südkoreanische Won,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

JAHRESAUSBLICK: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

Geldmarkt: Zinsen könnten noch tiefer sinken

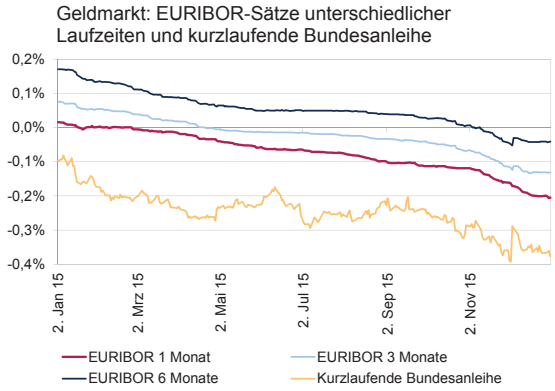
These 1: Die EZB wird den Leitzinssatz nicht verändern und auf dem aktuellen Niveau belassen. Aber sie wird eine weitere Senkung des Einlagenzinssatzes auf -0,4 % bis -0,5 % vornehmen.

Die Situation am Geldmarkt wird sich vorerst nicht entspannen, sondern sich eher nochmals weiter verschärfen. Die Europäische Zentralbank hat mit der Senkung des Einlagenzinses auf -0,3 % dafür gesorgt, dass wichtige Referenzzinssätze am Geldmarkt in den negativen Bereich gefallen sind. Es besteht die Erwartung, dass erst zur Mitte des Jahres 2018 wieder ein Umfeld positiver Zinsen eintritt.



Anleger sollten vor allem mit einer abermaligen Absenkung des Einlagenzinssatzes auf möglicherweise -0,4 % bis -0,5 % rechnen. Dafür spricht, dass die Inflationsrate weiterhin unter dem Ziel der Notenbank verharren dürfte und die Inflationserwartungen so schnell nicht auf den Zielwert der EZB von unter, aber nahe 2 % ansteigen werden. Es hat sich gezeigt, dass eine Senkung des Einlagenzinses im EZB-Rat im Gegensatz zu einer massiven Ausweitung des Anleiheaufkaufprogramms mehrheitsfähig ist. Die EZB könnte mit dieser Maßnahme effektiv den Euro schwächen, was die Inflationsentwicklung ankurbeln und die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen dürfte.

Durch die mögliche weitere Absenkung des Einlagenzinssatzes könnte es im Jahr 2016 dazu kommen, dass auch bei großen geldmarktnahen Vermögen von Privatpersonen negative Zinsen erhoben werden. Noch können die Banken aber durch die Fristentransformation und durch die Quersubventionierung des Geldmarktgeschäfts in den meisten Fällen negative Zinsen vermeiden. Aber der Spielraum hierfür engt sich zunehmend ein.



Maßnahme 1: Negative Zinsen auf Tages- und Festgeldern durch Diversifikation des Geldmarktvermögens über mehrere Banken vermeiden.

Mit positiven Tagesgeldsätzen ist mehr und mehr ein erhöhtes Risiko verknüpft. Noch solide Adressen wie die deutschen Autobanken zahlen heute Tagesgeldzinssätze im Bereich von maximal 0,05 % für sehr hohe Beträge. Sehr bonitätsstarke Institute bieten nur noch im Rahmen von Sonderaktionen für kurze Laufzeiten und geringe Vermögen nennenswert positive Zinssätze an. Für Privatanleger mit großen Vermögen stellt sich möglicherweise im Jahresverlauf die Herausforderung, solide Banken zu selektieren, die keine negativen Zinsen auf Tages- und Festgelder nehmen. Unter Umständen lässt sich dies aber nicht immer vermeiden. Geldmarktfonds kommen wegen der zusätzlichen Fondskosten nicht mehr in Frage.

Strategiebeitrag Geldmarkt in 2016

Sicherheit und Fungibilität durch Cash-Haltung sind auch bei Zinsen von 0 % ein wichtiger Strategiebeitrag im Portfoliokontext. Auch negative Zinsen müssen gegebenenfalls hingenommen werden.

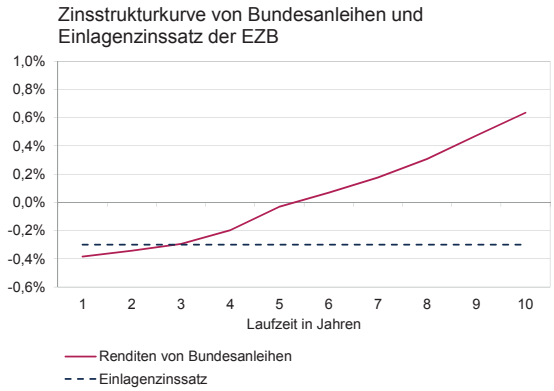
Rentenmarkt: Die Zinswende in den USA lässt die Renditen etwas steigen

These 1: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende auf 0,9 %.

Bei Bundesanleihen stehen die Anzeichen zunächst auf Fortsetzung des Umfelds sehr niedriger Renditen. Vor allem die anhaltend geringen Inflationsraten sollten Bundesanleihen stützen. So liegt die aktuelle Inflationsrate bei 0,3 % unterhalb der Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe von 0,63 %, so dass die Realrendite zu Jahresbeginn positiv ausfällt. Auch die Erwartungen an die Inflation befinden sich auf einem niedrigen Niveau.

Gestützt werden Bundesanleihen zudem vom EZB-Anleiheaufkaufprogramm, dessen Gesamtvolumen am 3. Dezember 2015 durch eine Verlängerung der Programmlaufzeit von etwa 1,1 Bio. Euro auf etwa 1,5 Bio. Euro erhöht wurde. Da die Anleihen gemäß des Kapitalschlüssels der nationalen Notenbanken an der EZB aufgekauft werden, entfällt der größte Betrag des Programms auf Bundesanleihen. Bereits jetzt hält die EZB ca. 10 % aller ausstehenden Bundesanleihen. Dieser Wert wird sich auf Jahressicht mehr als verdoppeln.

Darüber hinaus hat die EZB Anleihen von ihrem Programm ausgeschlossen, die unterhalb ihres Einlagenzinssatzes liegen. Denn dies könnte aus bilanzieller Sicht einen Verlust für die EZB bedeuten. Zwar zahlt sie den negativen Zins wie alle anderen Marktteilnehmer auch. Aber die EZB erhält wiederum von den Geschäftsbanken den negativen Einlagenzins von -0,3 %, der auf die Einlagen bei der Notenbank berechnet wird. Die Einlagen steigen aber an, wenn die EZB neues Zentralbankgeld schafft und damit Anleihen vom Markt nimmt. Für Bundesanleihen stellt dieser Mechanismus aber ein Problem dar, denn ein Teil der ausstehenden Anleihen liegt unterhalb des Einlagenzinssatzes von -0,3 %. Aktuell rentieren Bundesanleihen mit einer Laufzeit bis zu drei Jahren tiefer.



Dies führt zu einer Situation, in der die EZB als Käufer auf längere Laufzeiten ausweichen muss. Sollten die Renditen am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums weiter fallen, würde dies eine stärkere Ausweichreaktion der EZB auf längere Anleihen bedeuten. Solch eine Situation könnte vor allem dann entstehen, wenn der Euro temporär zum US-Dollar aufwertet. Als Konsequenz würden viele Investoren auf eine Senkung des Einlagenzinssatzes spekulieren und die Renditen unter den bestehenden Satz drücken, bevor dies von der EZB veranlasst werden würde. In der Folge würden dann auch die Renditen auf länger laufende Anleihen sinken.

Die Nachfrage nach Bundesanleihen mit positiver Verzinsung ab einer Laufzeit von ca. sechs Jahren wird verschärft durch viele institutionelle Investoren. So dürfen zahlreiche Versorgungswerke und Stiftungen keine negativ verzinsten Anleihen erwerben, da dies einen sicheren nominalen Kapitalverlust bedeutet, wenn die Anleihen bis zur Fälligkeit gehalten werden. Als weiterer Nachfrager für Bundesanleihen tritt möglicherweise China auf. Das Land hat Signale gesendet, wonach die enge Kopplung des Yuan an den US-Dollar perspektivisch aufgegeben werden soll. Stattdessen könnte der Yuan zukünftig an einen Korb von Währungen gekoppelt werden, in dem der Euro mit 21,4 % am zweitstärksten nach dem US-Dollar vertreten ist. Für die Anleihemärkte hat dies bedeutende Konsequenzen.

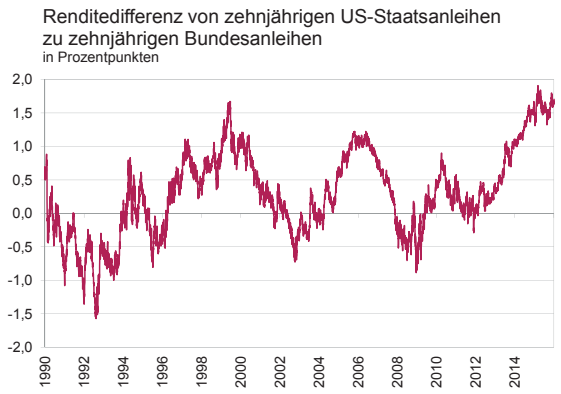
So hat die enge Kopplung des Yuan an den US-Dollar dazu geführt, dass China mit 1,3 Bio. US-Dollar nach der Fed der größte Halter von US-Staatsanleihen ist. Zukünftig könnte die chinesische Notenbank ihre Devisenreserven verstärkt in Bundesanleihen anlegen, um den Yuan an den neuen Währungskorb zu koppeln.

Weitere Unterstützung für Bundesanleihen sollte von der Angebotsseite kommen. So wird der Haushalt der Bundesrepublik nach den Planungen ausgeglichen sein. Neue Schulden sollen nach aktuellem Stand keine gemacht werden. Dies führt dazu, dass die Deutsche Finanzagentur mit 164 Mrd. Euro an geplanten Neuemissionen und Aufstockungen bestehender Anleihen noch unter den für 2016 fälligen Rückzahlungen alter Anleihen in Höhe von 168,5 Mrd. Euro bleiben wird. Deutschland würde dann die nominalen Schulden reduzieren.

Es gibt somit für Bundesanleihen weiterhin stützende Faktoren. Einen Renditeanstieg zum Jahresende hin erwarten wir dennoch aus zwei Gründen.

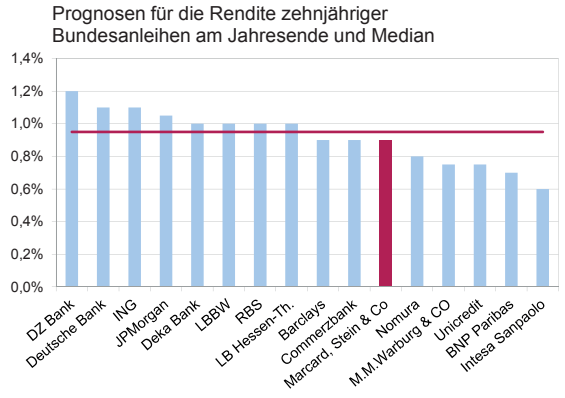
Erstens rechnen wir damit, dass sich die konjunkturelle Aufhellung im Euroraum fortsetzen wird und die Inflationsentwicklung zum Jahresende allmählich Fahrt aufnimmt. Der Abbau der Arbeitslosigkeit sollte in Südeuropa mit zunehmendem Tempo gelingen, schließlich sind die Arbeitsmärkte in Italien, Spanien und Portugal reformiert worden. Selbst wenn wir für Spanien und Portugal aufgrund der politisch schwierigen Lage keine weiteren nachhaltigen Reformen erwarten, reichen die bestehenden Regelungen aus, um die Arbeitslosigkeit zurückzuführen. In Deutschland ist der Beschäftigungsstand bereits auf einem sehr hohen Niveau. Der Auslastungsgrad der europäischen Fabriken hat zudem in den letzten drei Jahren stetig zugenommen und beträgt aktuell 81,5 %. Dies ist zwar nur ein durchschnittlicher Wert, aber eine robuste Nachfrage der Konsumenten sollte auch hier für einen höheren Auslastungsgrad sorgen. Beide genannten Faktoren führen dazu, dass die Inflation zum Jahresende wieder etwas ansteigen sollte, da die Löhne wieder anziehen und die Produzenten höhere Preise durchsetzen können. Damit sollten auch die Erwartungen der Marktteilnehmer an die zukünftige Inflationsentwicklung in den Kursen von Bundesanleihen eingepreist werden, so dass die Renditen etwas ansteigen.

Als zweiten Belastungsfaktor sehen wir einen Anstieg der US-Zinsen. Die US-Notenbank wird vermutlich zwei bis drei Zinsschritte im Jahr 2016 vornehmen. Da in den USA auch die Kerninflationsrate und die Inflationserwartungen trotz des sehr festen US-Dollar höher liegen, rentieren US-Staatsanleihen bereits jetzt deutlich über ihren deutschen Pendants auf einem sehr hohen Niveau.



Die Renditedifferenz zwischen US-Staatsanleihen und Bundesanleihen kann aber nicht beliebig weit ansteigen, da es sich bei den beiden Anlageformen um imperfekte Substitute handelt. Ab einem gewissen Punkt lohnt es sich, statt Bundesanleihen US-Staatsanleihen zu erwerben. Sollten die Renditen auf US-Staatspapiere im Zuge des restriktiveren geldpolitischen Kurses der Fed weiter zunehmen, können sich Bundesanleihen dem nicht vollständig entziehen.

Auf Jahressicht erwarten wir eine Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen von 0,9 % und liegen damit etwas unter der Konsensschätzung von 1 %. Während die stützenden Faktoren vor allem in der ersten Jahreshälfte für anhaltend tiefe Renditen sorgen sollten, rechnen wir in der zweiten Jahreshälfte im Zuge der US-Zinswende mit leicht steigenden Renditen. Anleger sollten auf Jahressicht bei zehnjährigen deutschen Staatsanleihen mit leichten Verlusten von etwa 2 % rechnen.



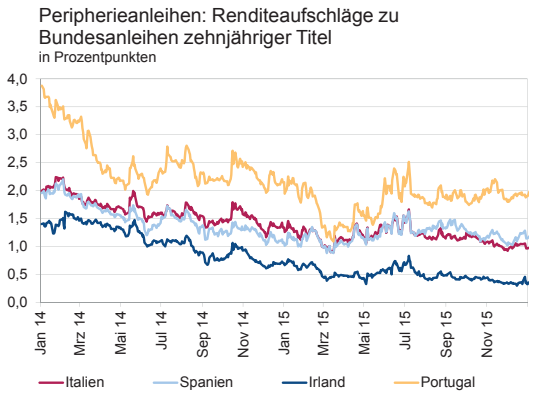
These 2: Die Entwicklung von Peripherieanleihen verläuft heterogen. Während Anleihen Italiens und Irlands profitieren, können sich die Renditeaufschläge bei Anleihen Portugals und Spaniens nicht weiter einengen.

Bei Peripherieanleihen rechnen wir für 2016 mit einem heterogenen Bild. Anleger werden unserer Ansicht nach bei Titeln der ehemaligen Krisenstaaten verstärkt auf die politische Stabilität der jeweiligen Länder und die wirtschaftspolitische Agenda der Regierungen achten.

Denn im Jahr 2015 hat es eine spürbare Veränderung in der politischen Landschaft auf der Iberischen Halbinsel gegeben. Zuerst fanden Anfang Oktober Wahlen in Portugal statt. Die daraus hervorgegangene Minderheitsregierung unter dem Premierminister António Costa wird von dem marxistischen Linksblock und der grün-kommunistischen Koalition geduldet. Es gibt eine Art Tolerierungsvereinbarung zwischen den Parteien, die nun abgearbeitet wird. Zu den Punkten in dieser Vereinbarung gehört eine Rückabwicklung bereits umgesetzter Reformen. So wurde der Mindestlohn zum 1. Januar 2016 von 505 auf 530 Euro erhöht und soll weiter auf 600 Euro steigen. Auch werden wieder Zuschüsse für niedrige Renten gewährt und Steuererleichterungen für Geringverdiener beschlossen. Abgerundet wird das Paket mit einer quartalsweisen Rücknahme der Lohnkürzungen im Öffentlichen Dienst.

Vom Kapitalmarkt wurden diese Regelungen bisher ohne einen nachhaltigen Anstieg der Renditen akzeptiert. Denn die Regierung hat sich klar zu den Absprachen mit den europäischen Partnern bekannt. Die neue Ausrichtung der Wirtschaftspolitik stellt zumindest aktuell keinen Bruch mit den Abmachungen dar, sondern bewegt sich in einem vertretbaren Rahmen und kann zudem helfen, den inneren Frieden in dem Land zu sichern. Wie glaubhaft die Zusicherungen der neuen Regierung sind, sich an die Abmachungen zu halten, bleibt allerdings abzuwarten. Grund für weitere Spreadeinengungen gibt es somit nicht, da hierfür größere Reform- und Sparanstrengungen vonnöten wären.

Dies gilt aller Voraussicht nach auch für Spanien, das nach den Wahlen vom 20. Dezember 2015 am Scheideweg steht. Denn die Wahlen haben kein eindeutiges Ergebnis hervorgebracht. Eine Regierungsbildung dürfte sich als schwierig gestalten. Ob der Reformkurs fortgeführt wird, ist derzeit schwer abzuschätzen. Allerdings deutet einiges auf einen Reformstopp hin. Zudem könnten Neuwahlen ausgerufen werden, sollte es zu keiner stabilen Regierung kommen. Dies könnte dazu führen, dass es der linkspopulistischen Podemos-Partei doch noch gelingen könnte, an die Regierung zu gelangen. Spreadeinengungen sind in diesem Umfeld nicht zu erwarten. Da die wirtschaftliche Situation des Landes aber als positiv zu bewerten ist und bereits umfangreiche Reformen umgesetzt wurden, sollten die Renditeunterschiede zu Bundesanleihen zumindest konstant bleiben.



Besser sieht es dagegen in Italien und vor allem in Irland aus. In Italien regiert die Regierung von Matteo Renzi nun seit Februar 2014, was für italienische Verhältnisse bereits ein sehr langer Zeitraum ist. In dieser Zeit sind substanzielle Reformen in dem Land angegangen worden. So wurde der Arbeitsmarkt liberalisiert, die Verwaltung reformiert und Steuersenkungen ausgesprochen. Dies hat sich ausgezahlt, denn die Wirtschaft hat sich spürbar erholt,

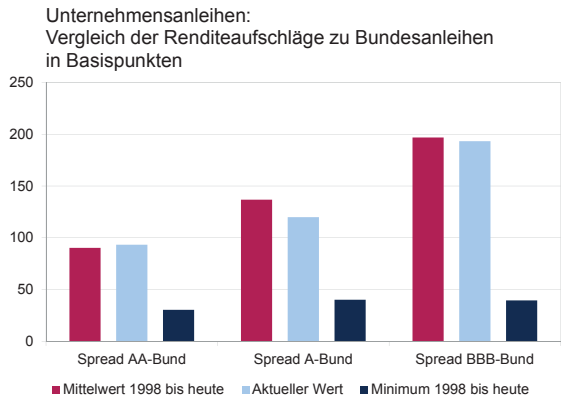
wie ein Blick auf die Stimmung der Einkaufsmanager zeigt. In Irland ist die konjunkturelle Entwicklung ebenfalls als äußerst positiv zu beurteilen. So lag das Wachstum im dritten Quartal bei sehr hohen 6,8 % gegenüber dem Vorjahreswert. Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung konnte sich auch das Rating des Landes der Ratingagentur S&P verbessern und liegt nun bei A+. Irland wird vermutlich bald die Riege der ehemaligen Krisenländer verlassen und von seiner Bonitätseinschätzung an Frankreich und Belgien heranrücken.

Sowohl für Italien als auch für Irland rechnen wir somit im Jahr 2016 mit sinkenden Anleihespreads von 20 Basispunkten für zehnjährige Titel zu Bundesanleihen. Ihre spanischen und portugiesischen Pendants dürften sich weitgehend parallel zu deutschen Staatstiteln entwickeln und keine weitere Einengung der Renditedifferenzen erzielen. Insgesamt sollten die Renditen somit trotzdem leicht ansteigen, allerdings etwas weniger stark als die von Bundesanleihen. Unter diesen Annahmen ergibt sich für Spanien eine leicht negative Wertentwicklung auf Jahressicht. Die Verzinsung kann den Anstieg des Zinsniveaus nicht vollständig kompensieren. Zehnjährige Anleihen Portugals, Italiens und Irlands dürften dagegen eine leicht positive Jahresperformance erzielen, wobei Italien unser Favorit ist.

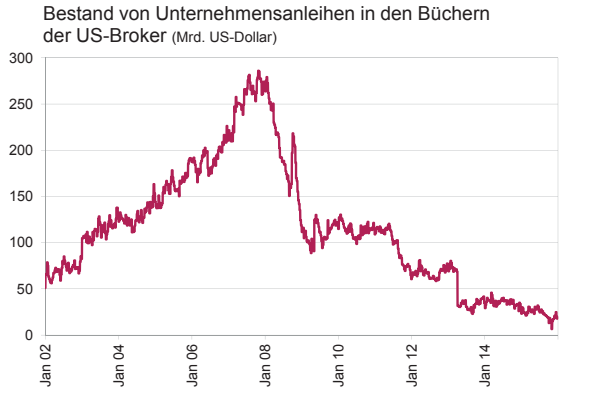
These 3: Die Spreads von Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade-Bereich stabilisieren sich auf den aktuellen Niveaus.

Unternehmensanleihen gehörten im Jahr 2015 zu den weniger gefragten Anlageklassen und haben relativ gesehen zu deutschen Staatsanleihen eine Spreadausweitung erfahren. Diese fiel kräftig genug aus, um das aktuelle Spreadniveau in die Nähe des Durchschnittsniveaus seit 1998 anzuheben. Die Bewertungen in diesem Segment, die zwischenzeitlich deutlich gestiegen waren, haben sich wieder normalisiert. Aktuell erhält der Anleger im Durchschnitt für europäische Unternehmensanleihen mit einem Rating von BBB einen Renditeaufschlag von rund 200 Basispunkten im Vergleich zu einer Bundesanleihe.

Der gestiegene Renditeaufschlag stellt unserer Ansicht nach für viele Investoren ein wichtiges Argument dar, um im Rentenportfolio Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating zu allokieren. Denn das Niedrigzinsumfeld wird auch im Jahr 2016 Bestand haben. Der hohe Kupon bei Unternehmensanleihen kann helfen, einen Anstieg des Zinsniveaus zu kompensieren. Der von uns erwartete positive Konjunkturverlauf sollte das Segment zusätzlich stützen.



Anleger sollten allerdings nicht mit einer Einengung der Creditspreads rechnen. Denn die Entwicklungen des Jahres 2015 wirken nach. Ein großes Problem der Anlageklasse stellt die weiter abnehmende Liquidität dar. Banken ziehen sich mehr und mehr aus ihrer Funktion als Broker zurück, da sich die Regularien verschärft haben und das Handelsgeschäft sehr eigenkapitalintensiv ist. So hielten die US-Händler im Jahr 2007 knapp 300 Mrd. US-Dollar an US-Unternehmensanleihen in ihren Händen, während es zuletzt nicht einmal 20 Mrd. US-Dollar waren. Anleihen, die frisch begeben werden, landen nun nicht mehr in den Büchern der Banken und Broker, sondern in den Portfolios großer institutioneller Investoren.

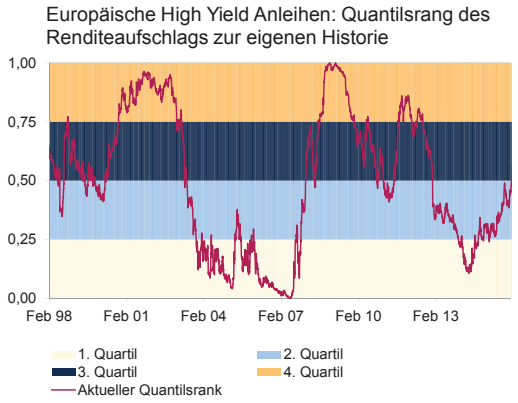


Diese Anlegergruppe handelt ihre Bestände jedoch nicht, sondern hält sie oftmals bis zu Fälligkeit. Die Entwicklung führt dazu, dass Unternehmensanleihen insbesondere in Krisenphasen sehr schwer handelbar geworden sind und oft nur unter hohen Abschlägen veräußert werden können. Verschärft wird diese Situation davon, dass durch die EZB-Käufe ebenfalls eine gewisse Knappheit bei Staatsanleihen aufgetreten ist, die nun auf den Markt für Unternehmensanleihen ausstrahlt. Risiken gehen zudem weiterhin vom Rohstoff- und Energiesektor aus, die teilweise auch im Jahr 2016 unter Überkapazitäten leiden werden, sowie von einem Anstieg des Zinsniveaus, der mit steigenden Spreads bei Unternehmensanleihen einhergehen kann.

These 4: Europäische High Yield Unternehmensanleihen erbringen eine Rendite im unteren einstelligen Bereich.

Im High Yield Bereich konnten Anleger im Jahr 2015 im Vergleich mit anderen Anlageklassen attraktive Renditen erzielen. Zwar kam es zu Kursverlusten und zu einer Ausweitung der Anleihespreads, dies wurde jedoch durch die höhere laufende Verzinsung überkompensiert. Allerdings gab es auch einige weniger erfreuliche Entwicklungen wie Insolvenzen in dem Segment, die auch größere Unternehmen betroffen haben. In Spanien musste beispielsweise Abengoa, ein Unternehmen aus dem IBEX 35, Konkurs anmelden. In den USA waren vor allem im Rohölsektor Insolvenzen zu beobachten. Dies hat dazu geführt, dass es im Jahr 2015 einen leichten Anstieg der Ausfallraten gegeben hat. Angesichts der problematischen Lage im Rohstoff- und Energiesektor werden die Ausfallraten vor allem in den USA weiter ansteigen. So schätzt die Ratingagentur Moody's, dass die Ausfallraten im US-amerikanischen High Yield Segment von 2 % auf rund 3,5 % ansteigen könnten, was etwas unter dem Durchschnitt seit 1998 liegt. Für Europa rechnet die Ratingagentur S&P mit einer Ausfallrate von etwa 2,4 % nach 1,5 % im Jahr 2015.

Die gestiegenen Ausfallraten sind bereits hinreichend in den aktuellen Anleihespreads berücksichtigt. Aktuell liegt der Renditeaufschlag zu Bundesanleihen für europäische High Yield Titel auf einem durchschnittlichen Niveau im Vergleich zur eigenen Historie. Bei leicht unterdurchschnittlichen Ausfallraten ergibt sich somit ein interessantes Chance-Risiko-Profil. Dies gilt sowohl für den europäischen als auch für den US-amerikanischen High Yield Markt.



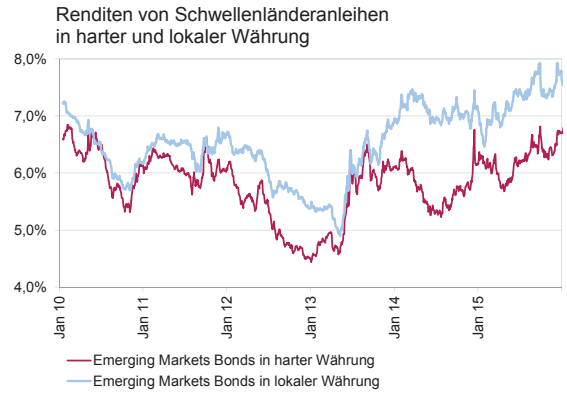
Wir rechnen im Jahr 2016 mit einer Seitwärtsentwicklung bei den Anleihespreads. Während die robuste Konjunkturlage in Europa den Markt stützt, wird die mangelnde Liquidität noch stärker als beim Segment der Investment Grade-Unternehmensanleihen zum Problem für die Anlageklasse. Auf Basis der aktuellen Fälligkeitsrenditen und unter der Annahme leicht steigender Zinsen und der genannten Ausfallraten sind Renditen im unteren einstelligen Bereich für den europäischen und US-amerikanischen Markt realistisch.

These 5: Schwellenländeranleihen werden unter den niedrigen Rohstoffpreisen leiden. In Teilmärkten wird es zu deutlichen Kursverlusten kommen.

Die fundamentalen Probleme im Segment der Schwellenländeranleihen haben im Jahr 2015 weiter zugenommen, so dass die Fälligkeitsrenditen gestiegen sind. Wichtige

Länder aus dem Segment befinden sich in wirtschaftlichen und politischen Schwierigkeiten. Vor allem in Lateinamerika ist die Lage als kritisch zu bezeichnen. Das reale Wirtschaftswachstum betrug beispielsweise in Brasilien im dritten Quartal 2015 -4,5 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Gleichzeitig liegt die Inflationsrate bei über 10 %. Hinzu kommen Misswirtschaft und eine politisch instabile Situation. Dieses Muster kann auch auf andere lateinamerikanische Volkswirtschaften übertragen werden.

Die niedrigen Preise für Rohstoffe wie Industriemetalle und Rohöl bergen zudem hohe Risiken für Länder, in denen große Minen oder Ölfelder liegen. Produktions- und Investitionskürzungen setzen in einer ohnehin angespannten konjunkturellen Situation viele Arbeitskräfte frei, was die sozialen Spannungen steigen lassen dürfte. Besonders betroffen hiervon sind Brasilien, Russland und Venezuela sowie zusätzlich Südafrika, Chile und Kasachstan. Ein weiterer Effekt der geringeren Preise sind wegbrechende Staatseinnahmen aus dem Verkauf von Rohstoffen, so dass die Haushaltslage der betroffenen Staaten angespannt bleiben dürfte.



Für Schwellenländeranleihen spricht zwar die hohe Rendite, die einen Großteil der Risiken bereits einpreist. Allerdings nehmen die Risiken im Bereich der Schwellenländer momentan eher noch weiter zu, so dass wir mit negativen Überraschungen rechnen. Wir denken zudem, dass die Erwartungen an eine mögliche Erholung im Rohstoffbereich zu hoch liegen. So liegt die Konsensprognose für den Preis eines Barrels der Rohölsorte WTI zum Jahresende bei 57 US-Dollar deutlich über dem aktuellen Kurs von etwa 33 US-Dollar. Da sich die Preise für Rohstoffe vermutlich nur sehr langsam erholen werden, bleibt der Druck auf die Schwellenländer bestehen. In Teilmärkten besteht sogar die Möglichkeit, dass es zu einer Zahlungsbilanzkrise kommen kann. Merkliche Kursverluste bei den Anleihen besonders gefährdeter Länder sind möglich.

These 6: Inflationsindexierte Anleihen und Floater werden im Umfeld rückläufiger Inflationserwartungen und weiterer Zinssenkungen keine Outperformance zu nominalen Bundesanleihen erbringen.

Aufgrund der weiterhin expansiven Notenbankpolitik und der verhaltenen Inflationsaussichten bieten Floater und inflationsindexierte Anleihen im Jahr 2016 keinen Mehrwert.

Da die Kuponzahlung von Floatern meistens an den dreimonatigen Euribor-Zinssatz gekoppelt ist und vierteljährlich an das neue Zinsniveau angepasst wird, sind diese Anleihen besonders interessant, wenn ein Zinserhöhungszyklus der Notenbanken zu erwarten wäre. In so einem Fall steigen die Kuponzahlungen an. Im Gegensatz zu nominalen Anleihen kommt es in diesem Fall bei Floatern nicht zu Kursverlusten. Floater sind somit im Rentenbereich ein interessantes Instrument zur Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken. Da die EZB aber aufgrund der deflatorischen Risiken dazu gezwungen werden wird, die Geldpolitik eher noch weiter zu lockern, sind Festkuponanleihen vorzuziehen.

Inflationsindexierte Anleihen bieten einen Schutz gegen einen Anstieg der Inflationserwartungen. Da die Arbeitslosigkeit in den europäischen Peripheriestaaten aber noch erhöht ist, viele Rohstoffproduzenten aufgrund von Überkapazitäten keine höheren Preise durchsetzen können und Energie aufgrund der massiven Überkapazitäten sehr preiswert ist, entsteht kein Inflationsdruck, so dass die Inflationserwartungen weiter sinken könnten. Zudem sind die Erwartungen an die Entwicklung der Rohstoffpreise für die nächsten Jahre noch zu hoch. Zeigt sich im Jahresverlauf, dass die Preiserwartungen gesenkt werden müssen, wirkt sich dies auch negativ auf die Inflationsperspektiven aus. Inflationsindexierte Anleihen bieten daher keinen Mehrwert gegenüber ihren nominalen Pendants.

Rentenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Die Liquidität und die mögliche Liquidierbarkeit von Rentenpapieren haben einen neuen Stellenwert erreicht und im Jahr 2016 oberste Priorität.

Das Jahr 2015 hat für die Anleiheinvestoren die Erkenntnis gebracht, dass die Liquidität im Rentenbereich einen wichtigen Stellenwert beigemessen bekommen sollte. Phasenweise waren selbst großvolumige Unternehmensanleihen von etablierten Emittenten oder selbst Staatsanleihen kleinerer Länder nur mit hohen Geld-Brief-Spannen handelbar. Insbesondere in nervösen Marktzeiten und bei fallenden Kursen hat sich dies wiederholt gezeigt. Das Rentenportfolio sollte dementsprechend mindestens zu 50 % aus sehr liquiden Titeln bestehen. Dazu zählen vor allem Staatsanleihen bedeutender Emittentenländer. Dazu zählen in erster Linie bonitätsstarke europäische Staatsanleihen sowie US-amerikanische Staatstitel.

Maßnahme 2: Die Duration sollte etwas unter neutral liegen.

Für 2016 steht in den USA mit einer hohen Wahrscheinlichkeit die Fortsetzung der Zinswende bevor. Auch wenn diese eher sanft ausfallen sollte, da die US-Notenbank Rücksicht auf die Schwellenländer und die zu Jahresbeginn lahmende US-Konjunktur nehmen wird, geht hiervon ein potenzielles Risiko für länger laufende Anleihen aus. Auch wenn die EZB zwar weiterhin einen expansiveren geldpolitischen Kurs einschlagen wird, wird das Weltzinsniveau von dem US-amerikanischen Anleihemarkt bestimmt. Einem Anstieg des Weltzinsniveaus können sich Anleihen aus anderen Währungsräumen nicht vollständig entziehen, so dass wir Anlegern eine Duration empfehlen, die etwas unter neutral im Bereich von 4 bis 4,5 liegt.

Eine zu kurze Duration ist allerdings nicht ratsam, da wir erstens nur einen moderaten Zinsanstieg erwarten und zweitens die deflatorischen Risiken noch nicht gebannt sind.

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

Maßnahme 3: US-Staatsanleihen sollten übergewichtet werden.

Die Zinsdifferenz zwischen US-Staatsanleihen und ihren deutschen Pendants ist momentan so hoch wie lange nicht mehr. Da wir zusätzlich auf Jahressicht mit einer weiteren Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar rechnen, bieten sich Staatsanleihen in US-Dollar als Alternative zu Euro-Anleihen an. US-Staatsanleihen gewährleisten zudem einen Schutz, sollte es in Ländern wie Spanien und Portugal zu einer zunehmenden politischen Unsicherheit kommen oder sich die Situation in einigen Schwellenländern zuspitzen. Außerdem sind US-Staatstitel äußerst liquide.

Dabei eignen sich US-Staatsanleihen sowohl bei steigenden als auch bei fallenden US-Zinsen. Denn eine gute Konjunkturentwicklung in den USA würde zwar die Zinsen schneller als erwartet steigen lassen, dies würde aber wiederum den US-Dollar tendenziell stärken, was die Performance stützt. Umgekehrt führt eine schwache Konjunkturentwicklung zu sinkenden Zinsen, da die Federal Reserve die geplanten Zinserhöhungen verschieben würde. Dies lässt die Anleihekurse steigen, aber die Währung abwerten. Insgesamt wird durch diesen Mechanismus die Wertentwicklung von US-Staatsanleihen aus Sicht eines Euro-Investors geglättet.

Gemieden werden sollten dagegen Anleihen der rohstoffexportierenden Länder mit einer Hartwährung wie Norwegen, Kanada und Australien, da vom Rohstoffsektor weiterhin hohe Unsicherheiten ausgehen.

Maßnahme 4: Bei Peripherieanleihen sollten Anleger die politischen Einzelländerrisiken wieder stärker berücksichtigen. Die Anlageklasse sollte aber trotzdem weiterhin hoch gewichtet bleiben.

Peripherieanleihen werden sich im Jahr 2016 nicht einheitlich entwickeln. Während die Länder, in denen Reformen weiterhin umgesetzt werden, eine leicht positive Performance erbringen sollten, könnten insbesondere die spanischen Anleihen die Phase der Spreadeinengung beenden. Hier müssen Anleger angesichts eines erwarteten leichten Anstiegs des Zinsniveaus im Euroraum mit leichten Verlusten rechnen. Eine stärkere Berücksichtigung der Länderrisiken bei der Allokation von Peripherieanleihen ist somit geboten.

Auf Segmentebene ist aufgrund der höheren Verzinsung und erwarteter Spreadeinengungen bei Italien und Irland ein leicht positiver Ertrag zu erwarten, so dass diese Anleihen hoch gewichtet werden sollten. Anleger sollten zudem bedenken, dass im Jahr 2015 erstmals seit der europäischen Schuldenkrise Peripherieanleihen phasenweise von einer hohen Aktienmarktnervosität profitieren konnten, wie es vor der Krise bereits der Fall war. Die Anlageklasse bietet zudem einen Deflationsschutz.

Maßnahme 5: Unternehmensanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Unternehmensanleihen bieten im Niedrigzinsumfeld erstmals seit mehreren Jahren wieder ein faires Spreadniveau an. Die Bewertungen sind somit günstig, spiegeln aber auch die Liquiditätsprobleme wider. Aufgrund der Risiken im Rohstoff- und Energiebereich sowie weiterer unternehmensspezifischer Risiken erhält die Selektion eine größere Bedeutung. Die Gewichtung kann trotz der fairen Bewertung und der von uns erwarteten Unterstützung durch die Konjunktur nur bei neutral liegen, da die Liquidität selbst bei sehr großvolumigen Anleihen nicht immer gewährleistet werden kann.

Maßnahme 6: High Yield Anleihen sollten leicht übergewichtet werden.

Europäische High Yield Anleihen bieten im aktuellen Umfeld eine interessante Anlagealternative, da bei relativ geringen Ausfallraten attraktive Anleihespreads bezahlt werden. Anleger investieren aufgrund der angespannten Liquiditätssituation aber am besten nicht in ein Einzeltitelportfolio, sondern bilden die Anlageklasse über einen aktiven Fonds ab. Zwar ist dieser mit Kosten verbunden, spezialisierte Manager können die erhöhten Risiken in bestimmten Sektoren und die Liquiditätslage aber gut beurteilen.

Maßnahme 7: Schwellenländeranleihen sollten zunächst gemieden werden. Bei einer Entspannung können die attraktiven Renditen aber als Argument für eine Erhöhung der Quote herangezogen werden.

Im Segment der Schwellenländeranleihen bestehen aktuell hohe Risiken, die noch weiter zunehmen dürften. Daher empfehlen wir zunächst, die Anlageklasse mit einer geringen Quote zu allokieren. Im Jahresverlauf ist es möglich, dass der Tiefpunkt der Rezession in vielen Schwellenländern erreicht wird. Dann bietet sich unter Umständen ein interessanter Zeitpunkt zur Erhöhung der Quote von Schwellenländeranleihen.

Maßnahme 8: Investoren sollten verstärkt taktisch agieren.

Das Jahr 2015 hat gezeigt, dass eine reine Buy-and-Hold-Strategie optimiert werden kann. So schwankte die Rendite von zehnjährigen deutschen Staatsanleihen zwischen 0,05 % und 1,06 % beträchtlich. Hier haben sich Phasen der Unter- und Übertreibung abgewechselt, die sich gezielt ausnutzen lassen, solange es nicht zu ausgeprägten Trends an den Märkten kommt. Anleger sollten ein Budget von bis zu 15 % der Rentenallokation reservieren, um auf Übertreibungen am Rentenmarkt nach oben mit Verkäufen und auf Übertreibungen nach unten mit Käufen zu agieren. Denn das Umfeld niedriger Zinsen wird so schnell nicht weichen. Dieses antizyklische Element kann bei seitwärtslaufenden Märkten zur Renditeoptimierung und Durationssteuerung genutzt werden. Aber nur besonders liquide Anleihesegmente wie Bundesanleihen, US-Staatsanleihen und einige Peripherieanleihen kommen dafür in Frage, da der Geld-Brief-Spread in diesen Segmenten relativ gering ist.

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

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

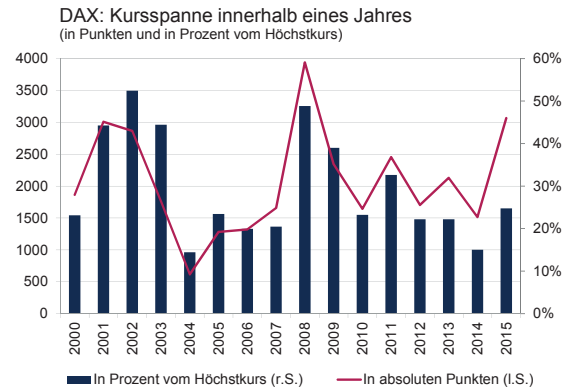
Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2016

Die Renditeerwartung für den Rentenanteil im Portfolio wird durch den von uns erwarteten Zinsanstieg belastet. Allerdings ist die Rendite in bestimmten Rentenmarktsegmenten wieder attraktiv. Anleger sollten den Liquiditätsaspekt in den Vordergrund stellen und können mit einer leicht positiven Rendite im Bereich von maximal 1 % rechnen.

Auf Portfolioebene bilden Renten weiterhin eine wichtige Funktion ab. Vor allem der Liquiditätsaspekt, der Deflationsschutz und der Krisenschutz rechtfertigen eine substanzielle Allokation in die Anlageklasse. Die Anleihequote sollte insgesamt leicht untergewichtet werden.

Aktienmarkt: Ein schwankungsreiches Jahr mit gutem Ende

Eine absolut gesehen so große Kursschwankung von mehr als 3.000 Punkten beim DAX innerhalb eines Jahres wie in 2015 gab es zuletzt im Finanzmarktkrisenjahr 2008. Zwar relativiert sich dies etwas, wenn stattdessen die prozentuale Veränderung verglichen wird, aber alle Jahre, in denen es höhere relative Schwankungen gab, waren wirtschaftliche Krisenjahre. Im Zeitraum von 2001 bis 2003 war dies das Platzen der New Economy Blase, 2008 und 2009 die Finanzmarktkrise und 2011 die europäische Staatsverschuldungskrise.



Die hohen Schwankungen im Jahr 2015 lassen sich rein volkswirtschaftlich kaum begründen. Denn sowohl in den USA als auch in Europa verlief die wirtschaftliche Entwicklung relativ konstant und die Wachstumsraten und -aussichten waren ausgesprochen stabil. Auch die Unternehmensgewinne entwickelten sich mit Steigerungsraten von rund 10 % in Europa sehr ordentlich. Möglicherweise sind die starken Kursbewegungen eine Folge der gestiegenen Bewertungen am Aktienmarkt. Mit den hohen Kursen mehren sich die Ängste, dass es zu schmerzhaften Kursrückschlägen kommt, wenn sich die Konjunktur abkühlt. Entsprechend schnell wird auf jeden Hauch einer Gefahr, wie sie z. B. die wirtschaftliche Abkühlung in China oder der erste Zinsschritt der US-Notenbank darstellten, mit Aktienverkäufen reagiert. Gleichzeitig zwingen die mangelnden alternativen Anlageoptionen mit attraktiven Renditen die Anleger immer wieder zurück in den Markt, sobald sich eine Beruhigung abzeichnet.

Unruhe in den Markt bringen aber nicht nur die hohen Bewertungen, sondern auch die Notenbanken, deren Handlungen große Bedeutungen haben, aber nicht immer vorhersehbar sind. Zu den Unruheherden kommen schließlich noch die hochspekulativen und damit volatilen Börsen in China sowie die Bankenregulierung. Letztere führt dazu, dass der Eigenhandel der Banken soweit zurückgefahren wird, dass diese kaum noch als Marktpfleger agieren können.

Viel spricht dafür, dass das Charakteristikum stark schwankender, aber tendenziell steigender Märkte erhalten bleibt. Denn die großen wirtschaftlichen Probleme in einigen Branchen, wie z. B. Energie und Rohstoffe, aber auch Chemie und Industriegüter, führen zu einer hohen Unsicherheit darüber, wie stark die jeweiligen Unternehmen in ihren Erträgen oder sogar in ihrer Existenz betroffen sind. Auch die Folgen der Abschwächung der chinesischen Wirtschaft auf die Weltwirtschaft sind mangels Erfahrungen aus der Vergangenheit schwierig einzuschätzen. Zudem führt ein wirtschaftlicher Abschwung in den rohstoffproduzierenden Staaten oftmals zu politischen Spannungen innerhalb der Bevölkerung. In einigen Fällen werden auch Konflikte zu anderen Staaten ausgelöst, um von den wirtschaftlichen Schwierigkeiten im Inland abzulenken. Auch wenn politische Börsen oft kurze Beine haben, bringen sie doch zunächst Unruhe und Kursschwankungen mit sich. In diesen Phasen gilt es mit kühlem Kopf die Lage rational zu analysieren und sich nicht von der momentanen Nachrichtenlage zu sehr beeinflussen zu lassen.

Die aus unserer Sicht größte Herausforderung der kommenden Monate, vielleicht sogar der nächsten zwei bis drei Jahre, ist jedoch, zwischen den kleinen Schwächen der Konjunktur und Aktienmärkte auf der einen Seite und einem von einem Weltwirtschaftsabschwung ausgelösten Kursrutsch auf der anderen Seite zu unterscheiden.

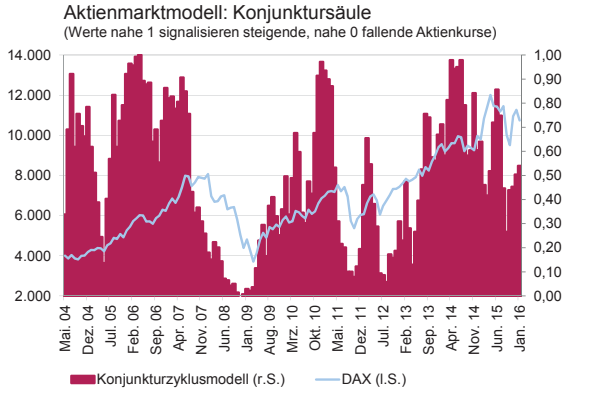
Dieser Herausforderung, die bei weitem keine leichte ist, stellen wir uns. Denn nur mit wohl kalkuliertem Risiko sind bei negativen kurzfristigen Zinsen noch positive oder sogar attraktive Renditen zu erzielen. Bei positiven und sogar schon bei neutralen Konjunkturaussichten, wie derzeit gegeben, gehören Aktien als Renditequelle zwingend in einer vernünftigen Gewichtung in das Portfolio.

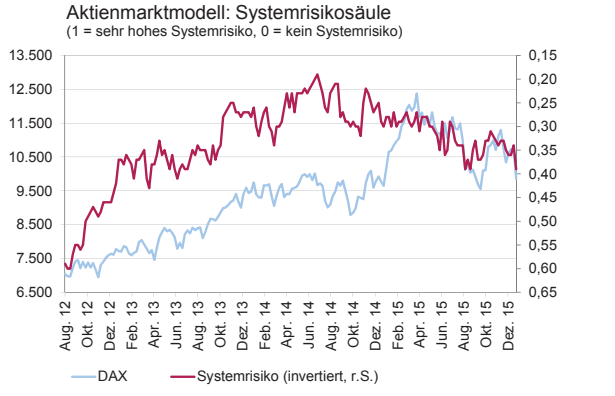
Der Frage, ob ein kleiner Aktienkursrutsch nur das Ergebnis einer temporären konjunkturellen Delle ist oder ob es sich um ein Warnzeichen für einen bevorstehenden Abschwung handelt, der dann weitere Kursverluste zur Folge hätte, nähern wir uns auf zweierlei Weise.

Erstens analysieren wir anhand von verschiedenen Merkmalen, in welcher Position des Konjunkturzyklus wir uns befinden. Dabei geht es in erster Linie darum, einen möglicherweise bevorstehenden Abschwung zu erkennen. Zu den Kriterien gehören, der Relevanz nach sortiert:

1. Das reale Zinsniveau in den wichtigsten Volkswirtschaften (allen voran in den USA): In der Vergangenheit wurden Rezessionen immer durch gestiegene und signifikant positive Realzinsen ausgelöst.
2. Der Grad der Marktsättigung der US-Volkswirtschaft: Eine gesättigte Nachfrage führt zu einer Überproduktion und kann in der Folge durch Produktionskürzungen einen Abschwung auslösen.
3. Die Geldmengenentwicklung: Ein niedriges Wachstum der Geldmenge deutet auf begrenzte Investitions- und Konsummöglichkeiten hin.
4. Die Kapazitätsauslastung und der Lohndruck: Beides sind in erster Linie Frühindikatoren für die ersten beiden Kriterien, da sie sowohl zu steigenden Leitzinsen als auch zu einer Marktsättigung führen.
5. Anzeichen für Übertreibungen wie Blasenbildungen, Fusionsfieber oder Börseneuphorie: Auch dies sind Anzeichen für eine Marktsättigung bzw. für ein risikounbewusstes Verhalten, das bei Veränderungen der Marktgegebenheiten wie z. B. den Leitzinsen heftige Reaktionen hervorrufen kann.
6. Negative Markterwartungen: Dazu gehören z. B. eine inverse Zinsstrukturkurve, Insiderverkäufe, eine schwache Aktienkursentwicklung der Transportunternehmen.

Aktuell gehen von den sechs Kriterien mehrheitlich keine negativen Signale aus, selbst wenn es erste Anzeichen eines Fusionsfiebers und eine schwache Aktienkursentwicklung bei den US-Transportunternehmen gibt. Alle anderen Werte befinden sich dagegen auf einem normalen oder maximal leicht erhöhten Niveau.

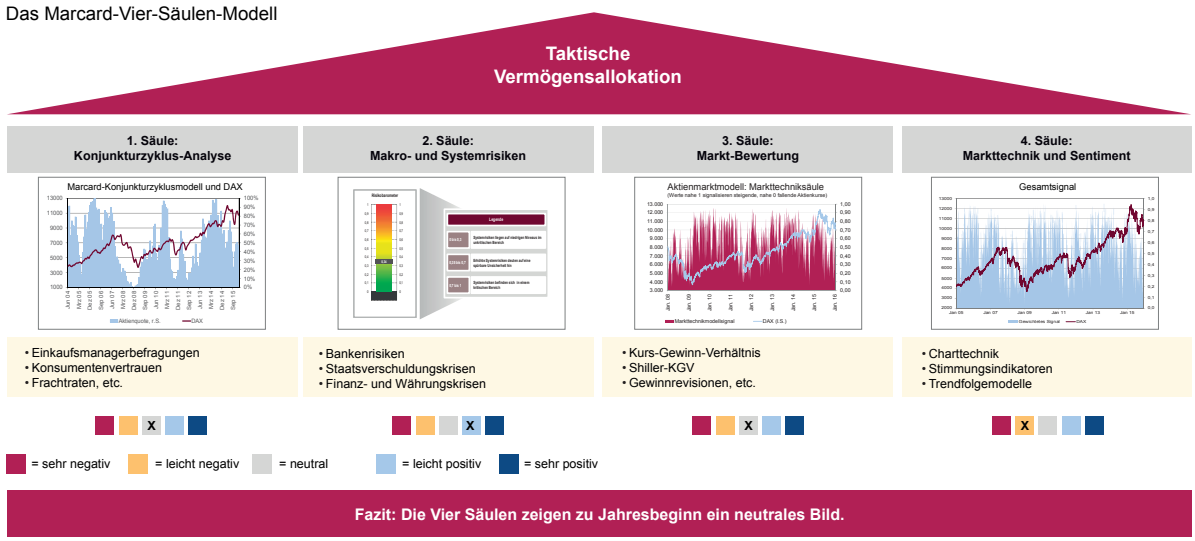




Zweitens analysieren wir mit Unterstützung unseres Marcard-Vier-Säulen-Modells täglich erneut, wie hoch die Aktienquote gemäß der aktuellen Marktlage sein sollte. Genau genommen werden die vier Säulen jeweils bezüglich ihrer jeweiligen Signale für den Aktienmarkt ausgewertet und anschließend zu einem Gesamtergebnis verdichtet. Dieses Werkzeug gibt uns eine wertvolle Orientierungshilfe und zuweilen überraschende Signale, wenn der Mensch noch zögert oder zu euphorisch wird. Die letztendliche Entscheidung kann und darf jedoch nicht allein auf Basis dieser Modellergebnisse getroffen werden, schon allein deswegen, weil sich die komplexe reale Welt nicht in einem Modell abbilden lässt. Zudem fließen die oben genannten Analysen bezüglich der Position im Konjunkturzyklus zusätzlich ein.

Die Signale von dem traditionell wichtigsten Baustein, der Konjunktursäule, sind aktuell neutral. Das Konjunkturzyklusmodell, das eine große Zahl von Indikatoren aus der ganzen Welt auswertet, die die konjunkturelle Entwicklung frühzeitig anzeigen, liegt zu Jahresbeginn bei 0,54 Punkten, wobei eins das Maximum und null das Minimum darstellt. Darin spiegelt sich die gemischte Stimmungslage zwischen den Profiteuren und den Verlierern des Rohstoffpreisrückgangs wider. Gute Daten kommen insbesondere aus Europa, während die Vereinigten Staaten eine kleine konjunkturelle Delle erleben. Die wirtschaftliche Abschwächung in China hinterlässt bisher geringere Spuren in der Stimmungslage bei den Unternehmen in Europa und den USA, als dies viele Analysten erwartet hätten, obwohl die Importe Chinas bereits seit rund einem Jahr merklich zurückgehen.

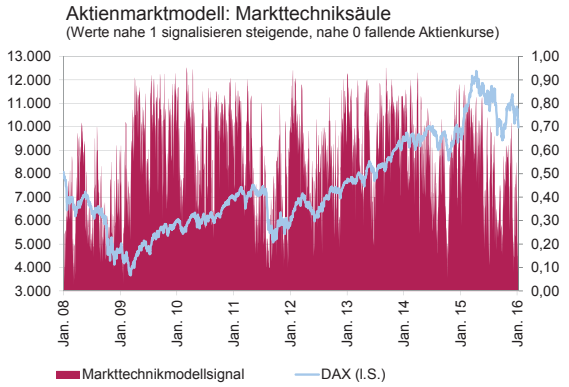
Neben der Konjunktur sind Systemrisiken von großer Bedeutung. Denn bei erhöhten Systemrisiken wird von riskanten Investments, wie Aktien, in sichere Anlagen, wie z. B. Bundesanleihen, umgeschichtet.



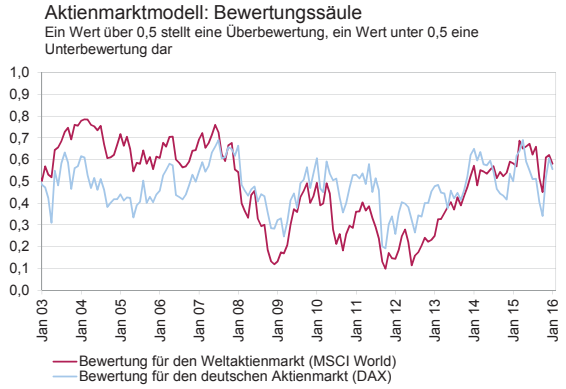
Unser Systemrisikomodell ist der zweite Baustein des Vier-Säulen-Modells. Es zeigt zuletzt ein auf moderatem Niveau befindliches Systemrisiko. Erkennbar ist dabei der Zusammenhang zwischen dem Systemrisiko und dem Deutschen Aktienindex (DAX) von August 2012 bis Ende 2014 und dann wieder von März 2015 an. Die zwei Monate dazwischen sind durch die Ankündigung des EZB-Anleihekaufprogramms verzerrt.

Das Systemrisikomodell ist gleichzeitig ein quantitativer Indikator dafür, wie gut der Euroraum gegenüber einer neuen Zuspitzung der Krise um Griechenland, Spanien oder Portugal gewappnet ist. Aktuell scheint das Risiko dementsprechend sehr moderat zu sein, so dass von diesem Modell ein leicht positives Signal ausgeht.

Für das Markttiming hilft die Markttechnik-Säule unseres Aktienmarktmodells, d. h. unser technisches Modell. Dieses weist Mitte Januar mit 0,27 Punkten einen schwächeren Wert aus, wobei wieder eins das Maximum und null das Minimum darstellt. Dieses Modell schwankt jedoch naturgemäß stark und kann sich von einem Tag auf den anderen ändern.



Die vierte Säule des Aktienmarktmodells stellt auf die Aktienmarktbewertung ab. Dazu haben wir ein Modell entwickelt, das auf einer Auswahl von zwölf wichtigen Kriterien basiert, die in der Vergangenheit gute Ergebnisse zur Erkennung von Überbewertungen am Aktienmarkt erzielt haben. Dazu gehören klassische Kennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnisse und Dividendenrenditen, aber auch moderne Konzepte wie das Schiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis, ein angepasstes Fed-Modell sowie die Marktkapitalisierung zum Bruttoinlandsprodukt.

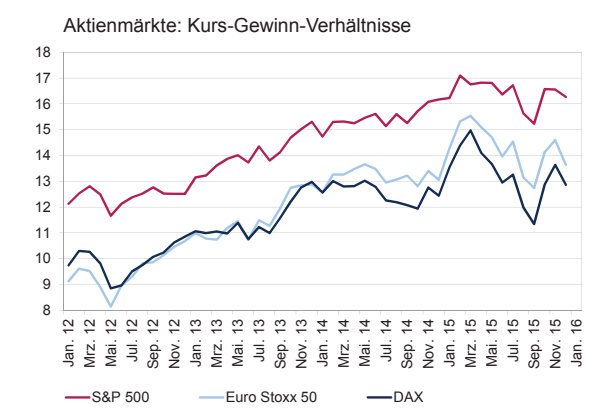


Unser Marktbewertungsmodell weist auf einen leicht überbewerteten Weltaktienmarkt hin. Die Überbewertung ist dabei jedoch noch insignifikant und geringer, als sie vor einem Jahr war. Bei den Einzelmärkten erscheint die Bewertung der europäischen Aktien am fairsten, während der US-Aktienmarkt etwas teurer ist.

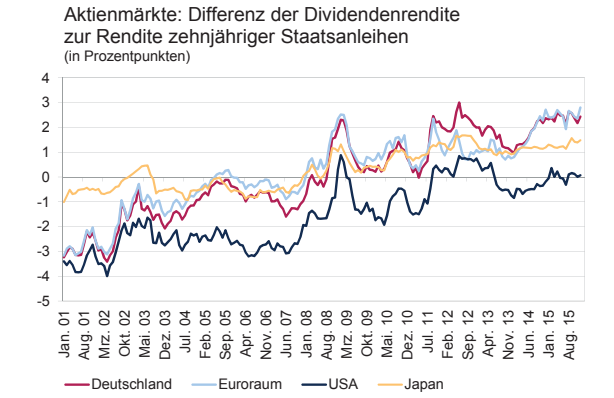
In der Summe liefert das Vier-Säulen-Modell einen neutralen Ausblick für das Aktienjahr 2016. Zwar gibt es einige Risiken, zu denen die politische Krise in Europa mit einem drohenden Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union, die US-Notenbankpolitik, eine mögliche Verschärfung des wirtschaftlichen Abschwungs in China und in einigen Schwellenländern sowie die Folgen des niedrigen Ölpreises für einige Staaten und Unternehmen zählen. Uns erscheinen die exogenen Risiken jedoch beherrschbar zu sein, so dass Kursrückschläge eher Einstiegsgelegenheiten bieten sollten. Denn der konjunkturelle Aufschwung wird im Jahr 2016 weitergehen und damit den Aktienkursverlauf stabilisieren.

These 1: Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der drei Aktienindizes DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 werden steigen.

Nichts ist für die Aktienmarktentwicklung wichtiger als die Gewinnentwicklung der Unternehmen. Diese These bestätigte sich auch wieder im Jahr 2015. Bei einem Gewinnanstieg der DAX-Unternehmen um gut 11 % legte der Index um 10 % zu. Der S&P 500 verbuchte einen Wertverlust von -0,7 % bei wiederum leicht rückläufigen Gewinnen von etwa -0,2 %.



Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse veränderten sich somit kaum. Dies ist aus unserer Sicht überraschend, da die Aktienmärkte gegenüber den Renten- und Immobilienmärkten damit weiterhin vergleichsweise günstig bleiben. So liegt die Differenz zwischen der Dividendenrendite und der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den verschiedenen Anlagemärkten auf einem attraktiven Niveau. Im Euroraum stieg die Differenz sogar auf einen Rekordwert von 2,8 Prozentpunkten an. Selbst in den USA ist sie trotz zuletzt spürbar gestiegener Zinsen immer noch positiv.



Ein Grund für diese Entwicklung könnte die abschreckende Wirkung der hohen Kursschwankungen sein. Das Risiko, zum falschen Zeitpunkt einzusteigen, ist für den Anleger nicht zu unterschätzen. Allerdings ist auch der Druck, bei Kursanstiegen mit dabei zu sein, enorm. Denn alternative Anlageklassen können angesichts der tiefen Zinsen und Erträge kaum die Rendite erzielen, die der Aktienmarkt liefern kann.

Wir erwarten, dass die Schwankungen am Aktienmarkt im Laufe des Jahres im Zuge einer Stabilisierung der konjunkturellen Weltwirtschaftslage nachlassen werden. Dann werden auch die Anleger wieder mutiger. Selbst wenn die Gewinne der Unternehmen nur leicht steigen, bleibt die Anlageklasse Aktien dann eine attraktive Rendite- und Cash Flow-Quelle. Wesentliche Treibkraft der Aktienmärkte wird zusätzlich die reichliche Zufuhr von Liquidität in den Markt durch die Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank sein. Die Erfahrungen aus Japan und den USA haben bewiesen, dass damit steigende Aktienkurse einhergehen, selbst wenn die Unternehmensgewinne weitgehend stagnieren. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse haben daher aus unserer Sicht über die kommenden Jahre noch 10 % bis 20 % Luft nach oben.

These 2: Wir erwarten den DAX zum Jahresende 2016 bei 11.500 Punkten.

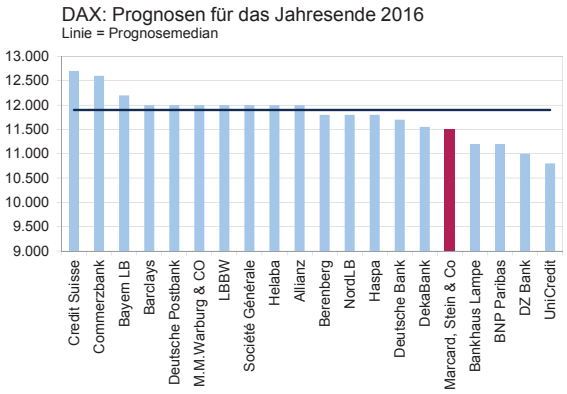
Die deutschen Unternehmen haben nach wie vor Rückenwind von wesentlichen makroökonomischen Entwicklungen. Schubfaktoren sind dabei der schwache Euro, die niedrigen Preise für Rohstoffe und Energie sowie die global gesehen sehr günstigen Refinanzierungskosten. Zudem stützt die starke Konsumnachfrage den Produktabsatz im Heimatmarkt und die Wettbewerbsposition der deutschen Konzerne im Rest der Welt. Die Unternehmen haben darüber hinaus in den vergangenen zwei Jahren bewiesen, dass sie einerseits in der Lage sind, davon zu profitieren, wenn sich eine Volkswirtschaft erholt, anderseits aber auch rasch neue Absatzmärkte finden zu können, wenn dies nicht geschieht.

Allerdings gibt es auch etwas Gegenwind. Die Lohnstückkosten steigen in Deutschland deutlich an. Die schleichende Erosion der Wettbewerbsfähigkeit wird aktuell noch durch den schwachen Euro kompensiert. Hinzu kommt nach mehreren Jahren des Aufschwungs die Möglichkeit, dass sich in einzelnen Segmenten eine gewisse Sättigung des Marktes gebildet hat. Die Folgen des VW-Skandals sind zudem noch nicht absehbar und werden möglicherweise noch stärker sichtbar werden, wenn der Wolfsburger Automobilkonzern die Produktion zurückfährt, um zunächst die Lager zu räumen. Schließlich spüren die deutschen Industriekonzerne die schwindende Finanz- und Kaufkraft der Rohölunternehmen und -förderstaaten.

Insgesamt sind die Gewinnaussichten der deutschen Unternehmen gemischt einzuschätzen. Aus unserer Sicht werden die Gewinne nicht mehr so stark steigen wie im Vorjahr und die hohen Erwartungen eines Ertragsanstiegs um 10 % nur zum Teil erfüllen können. Wir rechnen mit einem spürbar geringeren Gewinnplus von 2 %. Allerdings dürften die Erwartungen der Analysten für das Jahr 2017 per Ende 2016 ähnlich positiv ausfallen wie heute für das laufende Jahr, so dass sich die höheren Gewinne direkt in einem Kursplus niederschlagen dürften.

Darüber hinaus sind deutsche Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von unter 13 immer noch vergleichsweise günstig bewertet und hätten selbst bei konstanten Gewinnen zusätzliches Kurspotenzial. Solange die Gewinne nicht spürbar zurückgehen, werden die unattraktiven Bondrenditen und die hohe Liquidität die Anleger zu Investitionen in den Aktienmarkt veranlassen. Aktuell mag es noch einige Sorgen geben, doch die stabile Wirtschaftslage in Europa und die weltweit hohe Konsumnachfrage kann durchaus zu einem im Jahresverlauf wachsenden Optimismus führen. Insbesondere die im Vergleich zu den laufenden Anleiherenditen sehr attraktiven Dividendenrenditen werden Kapital anziehen.

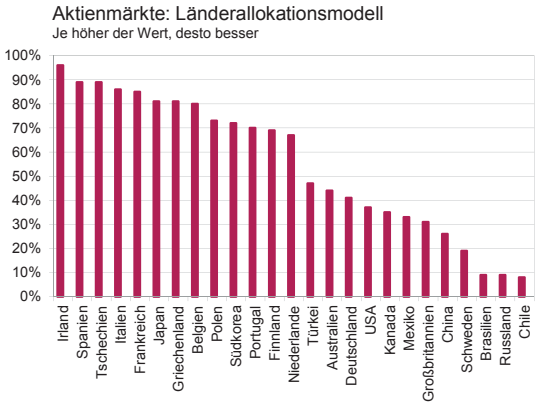
Unsere DAX-Prognose von 11.500 Punkten basiert neben dem zweiprozentigen Gewinnanstieg darauf, dass sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis um 2 % erhöht. Zusammen mit den Dividendenausschüttungen, die etwa 3 % betragen und beim DAX mit in den Kurs hineingerechnet werden, ergibt sich daraus unser Kursziel von 11.500 Punkten. Mit dieser Prognose liegen wir unter der Konsensschätzung.



These 3: Europäische Aktien könnten unter den Industrieländermärkten überdurchschnittlich hohe Kursgewinne erzielen.

Den europäischen Unternehmen kommt der niedrige Ölpreis besonders stark zugute. Darüber hinaus sorgt die sehr lockere Geldpolitik für einen schwachen Euro und einen hohen Anlagebedarf. Entscheidend ist aber, dass die europäische Wirtschaft einen recht stabilen Aufschwung erreicht hat, der inzwischen nicht mehr allein von den Exporten, sondern zunehmend von der heimischen Konsumnachfrage gestützt wird. Der kontinuierliche Beschäftigungsaufbau und die in einigen Volkswirtschaften anziehenden Löhne erzeugen ein kontinuierliches Nachfragewachstum.

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



Für die US-Wirtschaft zeigt das Modell zuletzt schwächere Werte an. Die US-Wirtschaft leidet unter dem Verfall der Energiepreise und den damit zurückgefahrenen Investitionen sowie dem starken US-Dollar. Wir glauben, dass die Erwartungen an die Ölpreisentwicklung immer noch zu optimistisch sind, so dass weiterhin Enttäuschungspotenzial besteht. Allerdings gibt es auch einige US-Aktien, die besonders stark von der weltweit steigenden Konsumnachfrage profitieren. Auch die in den USA starke Technologie- und Biotechnologiebranchen könnten weiter kräftige Umsatz- und Gewinnsteigerungen präsentieren. Insgesamt könnte der Aktienmarkt ähnlich wie die Konjunktur eine sehr heterogene Entwicklung aufweisen.

Unverändert schwierig einzuschätzen sind japanische Aktien. Für Japan sprechen die weiterhin sehr expansive Geldpolitik der Notenbank und der positive Effekt des Ölpreisverfalls für das rohstoffarme Land. Dagegen leidet Japan darunter, dass Premierminister Abe mit den Strukturreformen nicht vorankommt. Kritisch zu sehen sind zudem die zuletzt geringere Innovationskraft und die schwache Exportentwicklung nach China. Japanische Aktien könnten nach dem guten Vorjahr im Aktienjahr 2016 etwas enttäuschen.

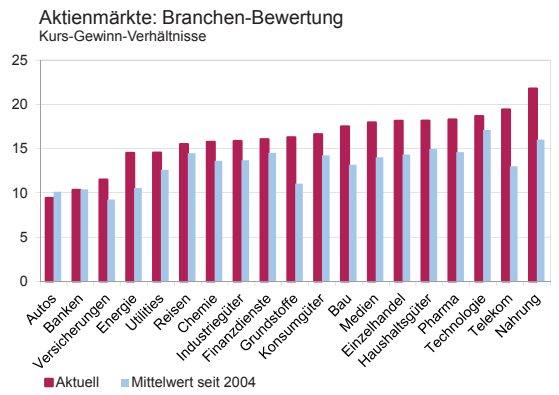
These 4: Die Branchen Konsumgüter, Technologie und Telekom werden dank der Nachfrage der Konsumenten eine überdurchschnittliche Kursentwicklung erreichen. Versicherungen könnten zudem von den höheren US-Zinsen profitieren.

Größter Einflussfaktor im Jahr 2016 auf die Branchenperformance bleiben die Rohstoffpreise. Bleibt es bei dem aktuellen Preisniveau oder steigen die Kurse nur leicht, so werden die Branchen am besten abschneiden, bei denen der niedrige Ölpreis den stärksten Gewinnhebel hat. Das sind vor allem konsumnahe Sektoren, denn der Konsument wird durch geringere Benzin- und Heizkosten entlastet.

Zwar gehörten die konsumnahen Branchen schon im Jahr 2015 zu den erfolgreichsten Sektoren, doch dürfte unseres Erachtens die Dimension der Umverteilung zwischen den Öl- und Rohstoffförderunternehmen sowie deren Zulieferern und den Profiteuren wie den Konsumenten noch unterschätzt werden. Hierzu trägt auch die Trägheit der Konsumenten bei, da diese erfahrungsgemäß ihr Ausgabeverhalten erst nach und nach an die frei gewordenen Ressourcen anpassen. Daher sollte der Effekt der steigenden Nachfrage noch das ganze Jahr 2016 hindurch anhalten, auch wenn der größte Teil des Rohstoffpreisrutsches schon mehr als ein Jahr zurückliegt. Die Bewertung der Branche liegt trotz der guten Aussichten nur im Mittelfeld der verschiedenen Sektoren.

Zwei weitere Branchen, die nicht direkt im Fokus stehen, können davon auch profitieren. Das sind zum einen die Telekomdienstleister, die nahe am Konsumenten sind, und zum anderen die konsumnahen Technologiewerte. Wir sehen zudem, dass die staatliche Regulierung bei den großen Telekomunternehmen nachlässt, so dass diese wieder einen größeren Spielraum für steigende Gewinne erhalten. Die Technologiebranche zeichnet sich außerdem dadurch aus, dass Informationen immer besser verarbeitet werden können, so dass in vielen Segmenten etablierte Anbieter verdrängt werden können. Darüber hinaus profitieren die Technologieaktien von der hohen Verfügbarkeit von Kapital, da sich so das Wachstum günstig finanzieren lässt. Wir glauben, dass beide Branchen eine so dynamische Umsatz- und Gewinnentwicklung erzielen können, dass sie trotz einer bereits heute leicht erhöhten Bewertung noch Potenzial für weitere Kurssteigerungen haben.

Schließlich könnte sich auch die Versicherungsbranche positiv entwickeln. Denn die steigenden US-Zinsen kommen den Versicherungen zugute, die in den vergangenen Jahren unter sehr niedrigen Renditen gelitten haben. Zudem ist in den vergangenen Jahren ein starker Trend zu Sachversicherungen festzustellen, der sich mit den steigenden politischen Unsicherheiten auch noch fortsetzen dürfte. Schließlich sind Versicherungen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11,5 eine der günstigeren Branchen.



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

Steigen Öl- und Industriemetallpreise entgegen unseren aktuellen Erwartungen wieder spürbar an, werden die Gewinnerbranchen dagegen eher Energie und Rohstoffe sein. Eine Umschichtung während des Jahres kann daher vonnöten sein. Derzeit sehen wir in diesen Branchen aber noch mehr Risiken als Chancen.

Aktien: Maßnahmen

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

Unsere vier Säulen der Allokation sprechen zum Jahresanfang für eine neutrale Aktienquote. Die konjunkturelle Wende in China und den USA lässt derzeit noch auf sich warten. Wir glauben, dass es vernünftig ist, auf die ersten Anzeichen einer Besserung zu warten. Dann sollte es sich jedoch lohnen, die Aktienquote zu erhöhen. Denn erstens stimmen die mittelfristigen Indikatoren, wie die Geldmengenentwicklung, sehr positiv für alle großen Währungsräume. Zweitens gibt es keine Anzeichen dafür, dass eine Rezession bevorsteht, so dass Kursrückschläge begrenzt ausfallen sollten. Drittens sind die Bewertungsrelationen zumindest in Europa immer noch attraktiv. Viertens wird die gestiegene Kaufkraft der Konsumenten zu einer guten Geschäftsentwicklung bei Konsumgüterproduzenten und Dienstleistern führen.

Maßnahme 2: Risiken kontrollieren, aber auch mutig sein

Die hohen Schwankungen der Aktienkurse werden dem Anleger einiges abverlangen. Gerade in Stressphasen, wenn die Kurse fallen, gilt es mit kühlem Kopf rationale Entscheidungen zu treffen. In den meisten Fällen dürfte der Mut, in diesen Momenten die Ruhe zu bewahren, belohnt werden. Allerdings kann es in bestimmten Situationen ratsam sein, Risiken aktiv zu reduzieren, um bei noch tieferen Kursen nicht aus Risikogründen verkaufen zu müssen, sondern ggf. wieder zukaufen zu können. Für diese Entscheidung sollten insbesondere die konjunkturellen Frühindikatoren und die Systemrisiken bewertet werden. Zudem muss immer die Frage beantwortet werden, ob sich die Risiken für eine globale Rezession spürbar erhöht haben. Denn lautet das Ergebnis nein, dann werden sich die Kurse wegen des hohen Anlagenotstands bald wieder erholen.

Maßnahme 3: Europa übergewichten

Die günstigen Rahmenbedingungen dank eines niedrigen Ölpreises, des schwachen Euro und der expansiven Geldpolitik lassen Gewinn- und Kurssteigerungen bei europäischen Aktien erwarten. Darüber hinaus bieten die gegenüber den USA sehr moderate Bewertung und das damit verbundene Kurspotenzial ein attraktives Chance-/ Risikoverhältnis.

Maßnahme 4: In US-Aktien nur selektiv investieren

US-Aktien sind wegen der Währung und der starken Position in den zukunftsweisenden Branchen wie Technologie und Gesundheitswesen interessant. Allerdings eignet sich ein Investment in den breiten Aktienmarkt über ETF wegen der Risiken und nach wie vor zu hohen Erwartungen im Energie- und Industriesektor nicht. Stattdessen sollte eher selektiv in bestimmte Sektoren der US-Wirtschaft wie Konsumunternehmen oder Versicherungen investiert werden. Bei Technologiewerten und Pharmaunternehmen sollten günstige Einstiegskurse abgewartet werden.

Maßnahme 5: Konsumnahe Aktien bevorzugen

Zwar haben Konsumaktien bereits im Jahr 2015 eine überdurchschnittlich starke Kursentwicklung gezeigt, aber die Performance blieb aus unserer Sicht hinter der historischen Dimension der Entlastung der Konsumenten durch die niedrigen Energiepreise zurück. Hier ist noch reichlich Luft für weitere Kursanstiege.

Maßnahme 6: Discountzertifikate bedingt beimischen

Discountzertifikate sind dann attraktive Investments, wenn die Volatilität an den Aktienmärkten hoch ist. Denn preist der Markt eine höhere Wahrscheinlichkeit ein, dass die Kurse stark fallen, erhält der Anleger höhere Renditen. Diese Stressphasen werden wohl auch im Jahr 2016 wiederholt auftreten. Discountzertifikate mit einem Discount von 10 % bieten dann eine attraktive Rendite.

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

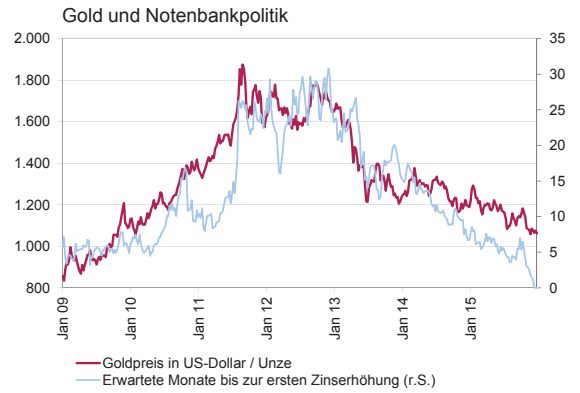
Strategiebeitrag Aktienmarkt in 2016

Da die Geld- und Rentenmärkte für das Jahr 2016 allenfalls geringe Renditen und Cash Flows versprechen oder möglicherweise in einigen Segmenten sogar Verluste erleiden, sind es bei den liquiden Anlageklassen in erster Linie Aktien, die im Portfolio eine höhere Rendite und den notwendigen Cash Flow erbringen müssen. Aktien können einen Cash Flow von 2 % bis 3 % erreichen. Die darüber hinausgehenden Wertzuwächse könnten zwischen 4 % und 7 % liegen.

Rohstoffmarkt: Erneut schwieriges Jahr, aber die Überkapazitäten nehmen langsam ab

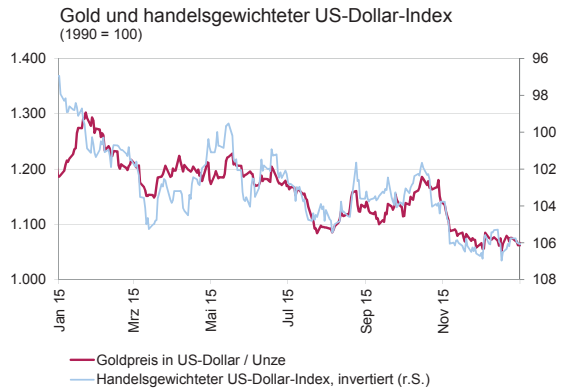
These 1: Der Goldpreis wird auf 950 US-Dollar je Unze zum Jahresende fallen.

Für Gold wird 2016 erneut ein schwieriges Jahr werden, nachdem es bereits im Jahr 2015 an Glanz verloren hat. Das Edelmetall befindet sich nach wie vor in einem Bärenmarkt, der nun bereits seit fast vier Jahren anhält.



Vor allem die US-Notenbankpolitik dürfte Gold zu schaffen machen, denn die nun restriktivere US-Geldpolitik erhöht die Opportunitätskosten der Goldhaltung, da die Zinsen wieder steigen. Gold wirft im Gegensatz zu Anleihen und Aktien keine Erträge ab und ist deswegen äußerst zinsreagibel. Steigen die Zinsen an, werden Anleihen im Vergleich zu Gold attraktiver und die Anleger reallokieren ihre Goldbestände in US-Staatsanleihen. Dies gilt nicht nur für Privatanleger, sondern auch für große institutionelle Investorengruppen wie Notenbanken oder Staatsfonds.

Die steigenden Zinsen in den USA gehen zumindest mittelfristig auch mit einem festeren US-Dollar einher. Denn die meisten anderen wichtigen Zentralbanken der Welt fahren einen diametral entgegengesetzten, eher noch expansiver werdenden geldpolitischen Kurs zur Federal Reserve. Dies betrifft unter anderem die EZB und die chinesische Notenbank, was den US-Dollar zusätzlich stärkt, da die Zinsdifferenzen tendenziell zunehmen. Je stärker der US-Dollar gegenüber den anderen Währungen aufwertet, desto schwächer entwickelt sich der Goldpreis, denn Goldgeschäfte werden in US-Dollar abgewickelt. Entsprechend besteht ein inverser Zusammenhang zwischen der Stärke des US-Dollar und dem Goldpreis.



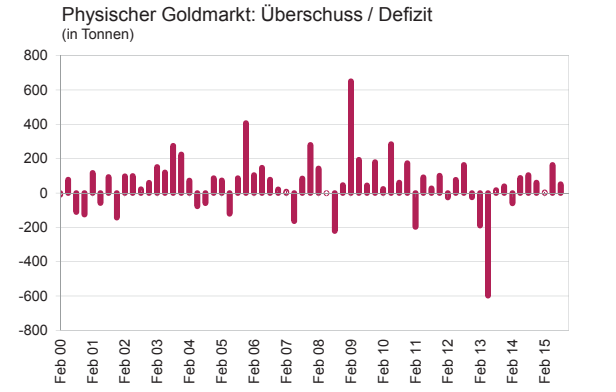
Zwar kann Gold im Prinzip auch bei steigenden Leitzinsen an Wert gewinnen wie im letzten Zinserhöhungszyklus. Dies gilt jedoch zumeist nur in einem inflationären Umfeld wie von 2004 bis 2008. Damals stieg die Inflationsrate in den USA von 2 % auf 5 % an, und der US-Dollar wertete gegenüber dem Euro und vielen anderen Währungen stark ab. Die globale Geldpolitik der Notenbanken, angeführt von der Federal Reserve, verlief in dieser Zeit nahezu im Gleichklang, so dass in den USA kein ausgeprägter Zinsvorteil entstand, der den US-Dollar wie aktuell gestärkt hätte. Auch erhöhte Inflationsraten sind momentan nicht zu erwarten.

Gemischte Signale für Goldanleger kommen von der Nachfrageseite. Die Nachfrage nach Gold fiel zwar in den ersten neun Monaten 2015 um 4,5 %, allerdings stiegen die Absätze im dritten Quartal merklich an. Der Grund für den Anstieg waren starke Käufe von Münzen und Barren, da Privatanleger die gesunkenen Preise zur Aufstockung ihrer Goldbestände genutzt haben.

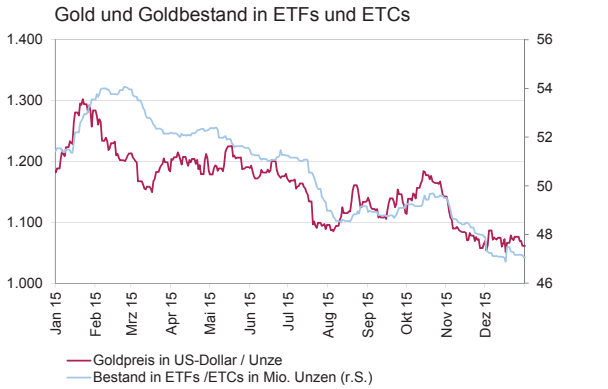
Die Nachfrage aus den beiden wichtigen Goldimportländern Indien und China sollte aufgrund der von uns erwarteten dortigen stabilen konjunkturellen Entwicklung wieder zunehmen, nachdem die chinesische Nachfrage aufgrund von Kapitalabflüssen in den letzten beiden Jahren schwach ausfiel. Vor allem aus Indien dürfte wieder eine verstärkte Nachfrage kommen. Dort ist es üblich, dass die meisten Familien über einen kleinen Goldschatz in Form von Schmuck verfügen, der in Notsituationen wie Erkrankungen oder Arbeitsplatzverlust die Familie absichert. Das hohe Wirtschaftswachstum des Landes von über 7 % ermöglicht es den Familien, die Goldbestände zu erhöhen.

Die Käufe der Zentralbanken lagen in den ersten neun Monaten des letzten Jahres bei 331 Tonnen und somit 7,8 % niedriger als im Vorjahr. Hier rechnen wir mit einer Stabilisierung, da die starken Kapitalabflüsse des Jahres 2015 aus wichtigen Schwellenländern aufgrund einer erwarteten Bodenbildung bei den Rohstoffpreisen gestoppt werden sollten. Dies ermöglicht den Zentralbanken, wieder Devisenreserven anzuhäufen, welche teilweise in Gold angelegt werden.

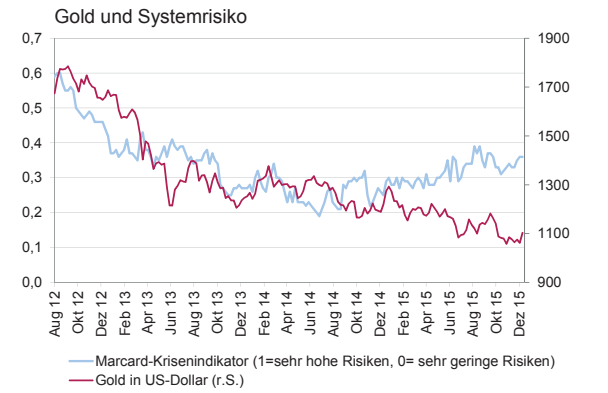
Das globale Minenangebot ist im letzten Jahr in den ersten drei Quartalen trotz des niedrigen Preises um 1,6 % angestiegen. Durch ein vermindertes Volumen an recyceltem Material fiel das gesamte globale Angebot in den ersten neun Monaten 2015 aber um 1,6 % und lag bei 3.177 Tonnen. Unter dem Strich besteht weiter ein Überangebot auf dem Goldmarkt, das allerdings gesunken ist.



Entscheidend für die Entwicklung des Goldpreises ist allerdings nicht unbedingt die Angebots- und Nachfragesituation der langfristigen Investoren, sondern die spekulative Positionierung der großen Hedgefonds und institutionellen Anlegergruppen, die wiederum mit Blick auf das makroökonomische Umfeld agieren. Hier gab es einen deutlichen Abbau von Goldpositionen. Zum einen sind die spekulativen Long-Positionierungen über die Terminmärkte deutlich gesunken, zum anderen haben ETF-Investoren ihre Mittel im letzten Jahr wieder verringert.



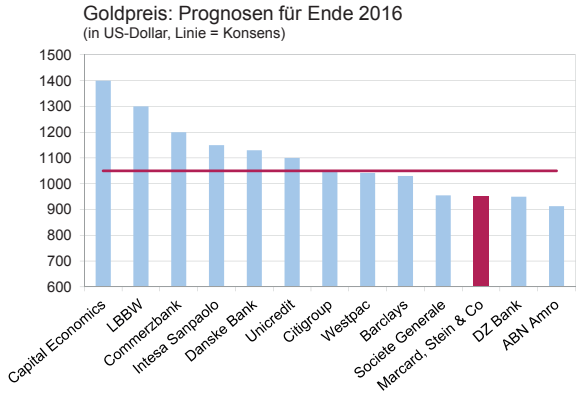
Dabei fällt auf, dass selbst die gestiegenen geopolitischen Risiken im Jahr 2015 die Investoren nicht von ihrer negativen Einschätzung zu Gold abbringen konnten. Die systemischen Risiken haben im letzten Jahr moderat zugenommen, ohne dass Gold hiervon profitiert hätte. Dies signalisiert die jüngste Abweichung des Goldpreises vom Marcard-Krisenindikator, in den verschiedene kapitalmarktnahe Daten sowie Informationen der Zentralbanken einfließen. Wahrscheinlich waren die Krisen des vergangenen Jahres aus Sicht der Kapitalmärkte nicht hinreichend systemgefährdend, denn nur davon hätte Gold profitieren können.



Wir rechnen für 2016 damit, dass der Goldpreis weitere Verluste erleiden wird. Vor allem die steigenden Zinsen sollten Gold belasten. So würde ein Anstieg der Realzinserwartungen in den USA um 0,5 Prozentpunkte und die damit verbundene Aufwertung des US-Dollar einen Goldpreisrückgang um etwa 200 US-Dollar implizieren. Allerdings sollte sich die Angebots- und Nachfragesituation im Jahr 2016 weiter entspannen. Viele Minen sind bei den aktuellen Preisen nicht mehr rentabel und könnten stillgelegt werden. Auch neue Investitionen sind bei den aktuellen Preisen schwer durchzusetzen, denn auch die mittelfristigen Perspektiven für Gold haben sich eingetrübt. Dies spricht dafür, dass das Überangebot an Gold im Jahresverlauf abgebaut werden könnte. Gold wird zudem in Ländern wie Indien und China, die nach wie vor stark wachsen, als Wertaufbewahrungsmittel immer stärker nachgefragt. Aus unserer Sicht reicht dies aber nicht aus, um die Marktrichtung entscheidend zu beeinflussen, hilft aber, den von uns im Hauptszenario erwarteten weiteren Goldpreisrückgang abzumildern.

Allerdings bleiben Unsicherheiten bestehen, wie am Marcard-Krisenindikator abzulesen ist. Die geopolitische Lage ist angespannt, und die Wahlen in Spanien und Portugal haben nicht für klare Verhältnisse gesorgt. Zudem ist nicht sicher, dass die Zinswende in den USA gelingt. Sollte es einen geldpolitischen Rückfall in den USA geben, der mit weiteren Anleiheaufkaufprogrammen einhergeht, könnte Gold profitieren und möglicherweise wieder um bis zu 200 US-Dollar ansteigen. Auch ein stärkerer Anstieg der Systemrisiken, die mit dem Marcard-Krisenindikator gemessen werden, könnte Gold um bis zu 200 US-Dollar verteuern.

In unserem Hauptszenario halten wir aber ein Gelingen der Zinswende in den USA und einen Goldpreisrückgang auf 950 US-Dollar je Unze für wahrscheinlich.

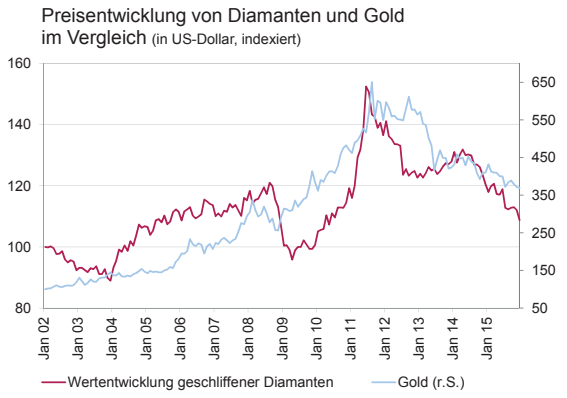


These 2: Die Preise von Diamanten sollten etwas weniger an Wert verlieren als der Goldpreis.

Diamanten finden nicht nur als Schmuck Verwendung, sondern werden auch als Investitionsobjekte nachgefragt.

Dabei weist die Anlageklasse der Diamanten einige Gemeinsamkeiten zu Gold auf. So wird schnell klar, dass die Werttreiber sehr ähnlich mit denen von Gold sind. Auch Diamanten können in einem Szenario zunehmender systemischer Risiken einen Vermögensschutz bieten, da sie über einen intrinsischen Wert verfügen, der über die Jahrzehnte und Jahrhunderte erhalten bleibt.

Diamanten sind ähnlich zinsreagibel wie Gold. Denn Erträge fallen nicht ab. Entsprechend vermindert sich die Attraktivität dieser Anlageklassen in einem Szenario steigender Zinsen, so dass aktuell der Preis von Diamanten fällt. Da wir damit rechnen, dass die Zinswende in den USA im Jahr 2016 gelingen wird, sind die Aussichten auf Jahressicht eher als negativ zu beurteilen.



Allerdings sollte ein Investment in Diamanten nicht im Hinblick auf ein einzelnes Jahr beurteilt werden, sondern längerfristig und im Idealfall über Generationen hinweg angelegt sein. Denn das Vorkommen an Diamanten ist endlich, und neue Minen werden nur in sehr geringem Umfang erschlossen. Im Gegensatz zum Goldmarkt besteht auf dem Diamantenmarkt kein zu hohes Angebot, sondern eher eine Überschussnachfrage. Jährlich ist ein Wachstum der Nachfrage von 10 % bis 15 % zu verzeichnen. Der größte Anteil davon entfällt auf die Schwellenländer Indien, China, Russland, Brasilien und Mexiko, wo es jährliche Zuwachsraten von bis zu 40 % gibt. In diesen Ländern entsteht eine neue Mittel- und Oberschicht, die am Kauf von Diamanten interessiert ist. Der arabische Frühling und die Schuldenkrise in Europa haben außerdem dazu beigetragen, dass reiche Bevölkerungsschichten ihr Vertrauen in herkömmliche Währungen verloren haben und sich bei ihrer Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten vermehrt für Diamanten entscheiden.

Positiv beurteilen wir die relativ geringe Schwankungsbreite von Diamanten im Vergleich mit anderen Rohstoffen wie Gold. Ein weiterer Vorteil von Diamanten gegenüber Gold besteht in dem sehr günstigen Verhältnis von Gewicht zu Gegenwert. So erzielt ein Diamant guter Qualität mit einem Gewicht von einem Karat einen Preis von etwa 6.700 US-Dollar. Ein Karat entspricht aber nur 0,2 Gramm. Dies erleichtert die Lagerung im Vergleich zu Gold erheblich. Zudem würden im Fall systemischer Krisen Diamanten möglicherweise von einem Besitzverbot, wie es in der Geschichte bereits im Fall von Gold mehrfach verhängt wurde, verschont bleiben.

Während Goldanleger den Rohstoff aber über ihre Bank oder andere Stellen problemlos beziehen und zurückgeben können, stellen sich im Falle eines Investments in Diamanten andere hohe Hürden. Dies verteuert die Anschaffungskosten beträchtlich, wenn die Wahrscheinlichkeit eines Betrugs mit gefälschten oder minderwertigen Diamanten ausgeschlossen werden soll. Vor einer Investition ist ein hohes Fachwissen aufzubauen oder externe Expertise zur Beurteilung von Diamanten und des Diamantenmarktes hinzuzuziehen. Von entscheidender Bedeutung ist es, beim Kauf auf ein Zertifikat eines der drei international führenden gemmologischen Institute zu achten. Dies sichert den Kauf ab und ermöglicht es, später beim Wiederverkauf einen besseren Preis zu erzielen. In dem Zertifikat werden die sogenannten vier C beurteilt, die den Wert eines Diamanten bestimmen. Neben der Farbe (colour), der Reinheit (clarity) und der Karatzahl (carat) ist der Schliff (cut) von hoher Bedeutung. Denn der Schliff bestimmt, ob ein Diamant zu einem Brillanten wird. Der Brillantenschliff ist sehr arbeitsaufwendig, verleiht dem Edelstein aber mehr Glanz. Brillanten sind daher teurer als Diamanten.

Neben den hohen Anschaffungskosten besteht ein weiterer Nachteil in der sehr eingeschränkten Liquidität der Anlageklasse. Es existiert kein geregelter Markt für Diamanten. Zudem ist der Markt anfällig für Moden, das heißt, dass Diamanten mit bestimmten Farbtönen weniger oder stärker als zum Kaufzeitpunkt gefragt sein könnten. Letztendlich sind Diamanten immer nur so viel wert, wie ein anderer bereit ist, dafür zu zahlen.

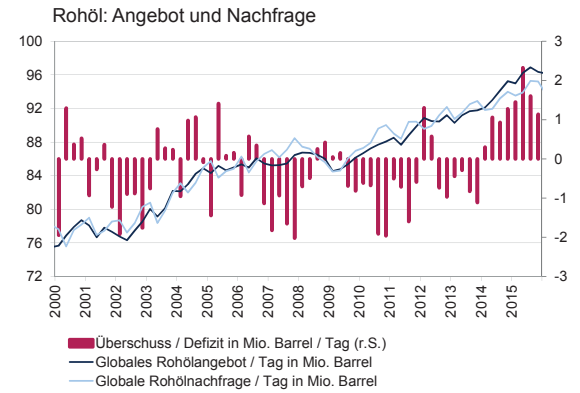
Ein weiterer, nicht zu unterschätzender Nachteil für Diamanten ist die Möglichkeit, synthetische Diamanten herzustellen. So wird in der Industrie fast ausschließlich auf künstliche Diamanten gesetzt. Aber auch in der Schmuckindustrie werden die unter extrem hohem Druck und bei 1500 Grad Celsius produzierten Edelsteine mehr und mehr verkauft. Die Produktionsmethoden werden außerdem immer besser. Gold dagegen ist ein natürlich vorkommendes Element, das zwar theoretisch ebenfalls synthetisch hergestellt werden kann, praktisch wird es aber auf absehbare Zeit hierfür keinen wirtschaftlich sinnvollen Weg geben.

Anleger sollten aus moralischen, aber auch aus finanziellen Erwägungen vom Kauf von sogenannten Blutdiamanten absehen, mit deren Erlösen Kriege finanziert werden. Denn Blutdiamanten dürfen nicht mehr in die Europäische Union eingeführt werden. Beim späteren Verkauf von Blutdiamanten drohen daher Preisabschläge.

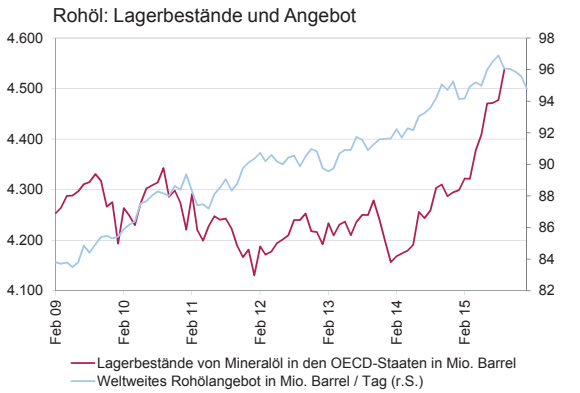
Diamanten bieten sich für vermögende Privatkunden als Ergänzung zu Edelmetallen im Portfolio grundsätzlich an. Aufgrund der beschriebenen Nachteile wie der Illiquidität und des sehr langen Anlagehorizontes sollte dieser Anlageklasse aber nur ein sehr geringes Gewicht zugeordnet werden. Auf Sicht von 2016 erwarten wir, dass die Diamantenpreise weiter fallen, aber die Verluste aufgrund des geringen Diamantenangebots niedriger als bei Gold ausfallen und moderat bleiben werden.

These 3: Das hohe Überangebot an Rohöl wird im Jahr 2016 abgebaut werden, woraufhin sich der Rohölpreis wieder auf 38 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI erhöhen wird.

Für Rohöl rechnen wir im Jahr 2016 mit einer allmählichen Bodenbildung bei den Preisen und einem langsamen Abbau der massiven Überkapazitäten, die maßgeblich den Absturz des Rohölpreises im letzten Jahr verursacht haben. Im späteren Jahresverlauf sollte sich die überversorgte Situation am Rohölmarkt entspannen, so dass sich der Rohölpreis wieder etwas erholen kann.



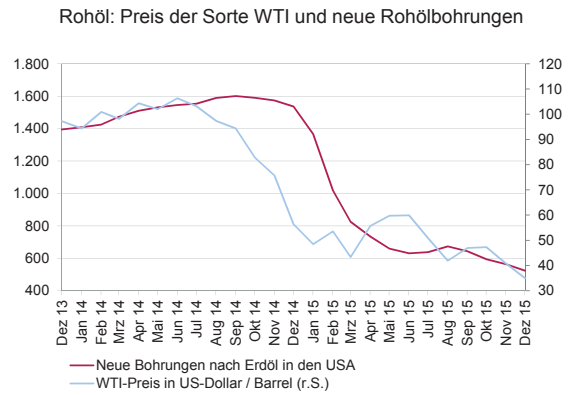
Allerdings ist der Angebotsüberhang aktuell beträchtlich. In den letzten Jahren hat sich das globale Rohölangebot deutlich ausgeweitet und das Nachfrageniveau über Jahre hinweg überschritten. Dabei hat sich die globale Nachfrage keineswegs negativ entwickelt wie während der Finanzmarktkrise, sondern ist ebenfalls angestiegen. Durch das hohe Angebot hat sich in den letzten Jahren ein hoher Lagerbestand an Rohöl aufgebaut, der zunächst reduziert werden muss, damit sich die Preise stabilisieren können.



Das hohe Rohölangebot erklärt sich durch einen starken Wettbewerb, der auf dem Rohölmarkt seit 2010 zwischen den USA und der OPEC (Organisation der erdölexportierenden Staaten) immer schärfer ausgetragen wird. So sehen sich die OPEC-Staaten mit Saudi-Arabien an der Spitze durch die Zunahme des Marktanteils der USA an der globalen Rohölproduktion herausgefordert. Betrug die Rohölproduktion der USA im Jahr 2010 mit 5,5 Mio. Barrel pro Tag noch ca. die Hälfte des saudi-arabischen Wertes, produzierten beide Länder Ende 2014 mit etwa 9,5 Mio. Barrel vergleichbar viel Rohöl.

Anstatt dies hinzunehmen, die eigene Förderung etwas zu drosseln und die Preise damit auf einem für alle erträglichen Niveau zu halten, reagieren die OPEC-Staaten mit einer Ausweitung ihrer Förderung. Ziel ist, die US-amerikanischen Produzenten in die Knie zu zwingen. Zudem drängen Länder innerhalb der OPEC wie der Iran nach einem möglichen Wegfall des Rohölexportembargos verstärkt auf den Markt. Russland ist angesichts des Rubel-Verfalls dazu gezwungen, die Produktion auf rekordnahes Niveau auszuweiten, um an ausreichend Devisen für Warenimporte zu gelangen.

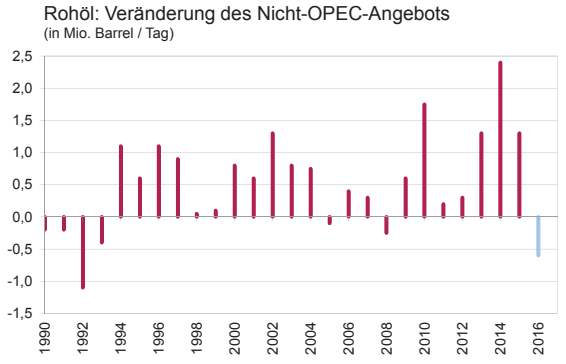
Das hohe Angebot setzt vor allem die US-amerikanischen Rohölproduzenten unter Druck. Denn die Förderkosten für das in Nordamerika produzierte Rohöl liegen mit etwa 45 US-Dollar spürbar über den Förderkosten, die im Nahen und Mittleren Osten anfallen. Der deutliche Preisrückgang von Rohöl unter die Marke von 45 US-Dollar je Barrel hat bereits zu einer signifikanten Reduzierung neuer Bohrungen in den USA geführt.



Dabei ist die Kostenstruktur der unkonventionellen Förderung, welche in den USA die dominierende Rolle spielt, von entscheidender Bedeutung. Bei der traditionellen Erdölförderung kommt es darauf an, ein geeignetes Reservoir zu finden, das unter Einsatz hoher einmaliger Kosten erschlossen wird. Ist ein großes Ölfeld erschlossen, entstehen kaum noch variable Kosten, da das Erdöl von alleine aus dem Feld heraussprudelt. Zwischenzeitliche Einbrüche bei dem Rohölpreis können dann besser verkraftet werden.

Im Unterschied dazu zieht die unkonventionelle Förderung hohe variable Kosten nach sich, da das Erdöl mit vielen horizontalen Bohrungen und unter Einsatz von Chemikalien aus der Erde gepresst wird. Diese hohen variablen Kosten sind die Achillesferse der US-amerikanischen Rohölförderung. In welchen Nöten die US-Produzenten stecken, macht die Aufhebung des Exportverbots für US-amerikanisches Rohöl zum Ende des letzten Jahres deutlich. Das Ölexportverbot bestand seit über 40 Jahren und wurde als Reaktion auf die Ölkrise in den 1973er-Jahren eingeführt. Auch erste Unternehmenspleiten in dem Segment und ein deutlich reduziertes Investitionsbudget sind bereits ersichtlich.

Es ist daher davon auszugehen, dass die US-amerikanischen Produzenten ihre Rohölförderung im Jahr 2016 drosseln werden. Auch wenn sich der Energiesektor noch als sehr widerstandsfähig erweist und es bisher kaum zu Produktionskürzungen gekommen ist, weist die gesunkene Zahl der Bohrungen auf geringere Fördermengen in den nächsten Quartalen hin. Die Internationale Energieagentur schätzt, dass die Nicht-OPEC-Produktion um mehr als 0,5 Mio. Barrel pro Tag zurückgehen wird. Ein Großteil davon dürfte auf Produktionskürzungen in den USA entfallen.



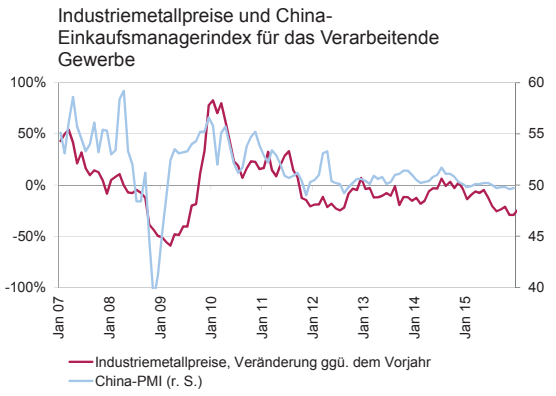
Wir gehen davon aus, dass die überversorgte Situation an den Ölmärkten bis weit ins Jahr 2016 hinein anhalten wird. Ein Lichtblick kommt von der Nachfrageseite, die aufgrund der robusten Konjunkturlage und der hohen Konsumlaune anziehen sollte. Später im Jahr könnten die weltweit gesunkenen Investitionen in den Energiesektor für einen Produktionsrückgang und eine Stabilisierung der Preise sorgen. Wir rechnen mit einem Rohölpreis von 38 US-Dollar je Barrel am Jahresende und liegen damit unter der Markterwartung von 57 US-Dollar je Barrel.

These 4: Die Preise von Industriemetallen werden im neuen Jahr dank einer gekürzten Produktion und anziehender Nachfrage wieder im hohen einstelligen Prozentbereich zulegen.

Die Industriemetallpreise werden unserer Ansicht nach im Jahr 2016 die Wende schaffen und auf Indexebene zulegen. In den aktuellen Metallpreisen ist zu viel Pessimismus eingepreist. Vor allem werden die Konjunkturdaten aus China unserer Ansicht nach zu negativ gesehen. China ist der mit Abstand größte Importeur von Industriemetallen. Deshalb ist die chinesische Konjunktur ein wichtiger Treiber für die Entwicklung der Preise für Industriemetalle.

Zwar hat sich das chinesische Wachstum im Trend der letzten Jahre abgeschwächt, aber die Zuwachsraten sind nach wie vor auf einem hohen Niveau von über 6 %. Anleger sollten bedenken, dass die chinesische Volkswirtschaft in den letzten Jahrzehnten rapide gewachsen ist, so dass etwas geringere Zuwachsraten nicht zwangsläufig zu einem geringeren absoluten Verbrauch an Rohstoffen und Industriemetallen führen, denn die Basis hat sich

erhöht. Gemessen an der Stimmung der chinesischen Einkaufsmanager waren Preisabschläge gerechtfertigt, aber nicht in dem Ausmaß des letzten Jahres.

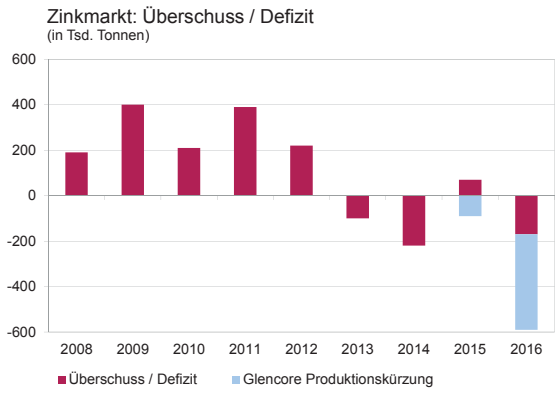


Die jüngsten Zinssenkungen und eine Absenkung des Mindestreservesatzes der chinesischen Notenbank sollten die Bautätigkeit weiter antreiben, nachdem die Preise für Immobilien bereits in den letzten Monaten des Jahres 2015 teils stark gestiegen waren. Vor allem der Bausektor verbraucht große Mengen an Industriemetallen, so dass nachfrageseitig mit Unterstützung für viele Industriemetalle gerechnet werden kann. Zudem hat das Land im neuen Fünfjahresplan große Infrastrukturprojekte auf den Weg gebracht, die einen hohen Verbrauch an Kupfer, Zink und Nickel nach sich ziehen.

Angebotsseitig stellt sich die Situation je nach Metall unterschiedlich dar. Bei einigen Metallen wie Aluminium wird auch im Jahr 2016 ein zu hohes Angebot bestehen bleiben. Trotz der niedrigen Preise wurde die Produktion vor allem in China fast ununterbrochen ausgeweitet. Insgesamt ist der Produktionsanstieg von 10 % im Jahr 2015 nahezu ausschließlich auf China zurückzuführen. Das Land stellt mittlerweile 55 % des weltweiten Angebots.

Bei anderen Metallen wie Kupfer und vor allem Zink scheint sich die Marktbilanz von einem Überschuss wieder in ein Defizit umzukehren. Die International Copper Study Group (ICSG) schätzt, dass das Angebot 2016 wieder um 127 Tsd. Tonnen merklich hinter der Nachfrage zurückbleibt. Als Grund wird ein globales Nachfragewachstum von 3 % genannt, das von China mit einem Nachfragewachstum von 4 % angetrieben wird. Dabei soll zwar auch das Angebot zulegen, aber in geringerem Ausmaß. Denn die niedrigen Preise haben bereits heute zu einer Kappung der Produktion bei wichtigen Minenbetreibern geführt.

Alleine der Minenbetreiber und Rohstoffhändler Glencore hat angekündigt, seine Kupferproduktion um 455 Tsd. Tonnen zu reduzieren, was mit 2,2 % der globalen Kupferproduktion einem beachtlichen Anteil entspricht. Neben Glencore haben auch andere Gesellschaften Produktionskürzungen verkündet. Auf dem Markt für Zink sieht es ähnlich aus. Dort wird ähnlich wie bei Kupfer laut Einschätzung der International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) das Angebot hinter der Nachfrage zurückbleiben. Das Ausmaß dürfte hier sogar noch größer sein als am Kupfermarkt. Auch auf diesem Markt hat es bereits deutliche Produktionskürzungen gegeben, die die Marktbilanz im Jahr 2016 vermutlich wieder in den negativen Bereich drücken.



Als Hemmschuh für die Entwicklung am Markt für Industriemetalle stellt sich die von uns erwartete weitere Aufwertung des US-Dollar dar. Die Finanzmarktinvestoren sind zudem anhaltend pessimistisch gestimmt und wetten weiter auf fallende Notierungen bei den Metallpreisen.

Sollte es aber wie von uns erwartet zu einer Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft kommen und das Wachstum der Weltwirtschaft anhalten, rechnen wir mit einer Gegenbewegung bei den Preisen für Industriemetalle.

Rohstoffe: Maßnahmen

Maßnahme 1: Gold sollte untergewichtet werden.

Die Aussichten für Gold haben sich weiter eingetrübt. Die Zinswende in den USA und die niedrigen Inflationsraten sprechen für sinkende Preise. Anleger sollten die Goldquote auf untergewichten setzen. Eine Goldquote sollte aber weiterhin fester Bestandteil im Portfolio sein, da die politischen und geopolitischen Risiken grundsätzlich weiter bestehen, nur aktuell in den Hintergrund gerückt sind.

Maßnahme 2: Diamanten bieten sich als langfristige Alternative zu Gold an, sollten aber nur mit einem sehr geringen Portfoliogewicht erworben werden.

Als langfristige Alternative zu Gold bieten sich Diamanten an, um das Vermögen umfassender gegen systemische Risiken abzusichern. Anleger sollten sich aber in jedem Fall mit den Nachteilen und Hürden der Anlageklasse vertraut machen, bevor eine Investition getätigt wird. Das Portfoliogewicht sollte sehr gering sein und wegen der Illiquidität unter 1 % des Vermögens liegen.

Maßnahme 3: Wenn sich eine Bereinigung des massiven Angebotsüberhangs bei Rohöl abzeichnet, kann im Jahresverlauf wieder verstärkt in die Anlageklasse über Rohölaktienunternehmen investiert werden.

Zunächst bestehen erhebliche Risiken am Rohölmarkt, solange der Angebotsüberhang nicht bereinigt ist. Daher sollte zu Jahresbeginn eine abwartende Positionierung eingenommen werden. Wir rechnen im Jahresverlauf mit einer Bereinigung des Angebotsüberhangs. Bei einer robusten Konjunkturlage sollte im Jahresverlauf die Anlageklasse wieder verstärkt allokiert werden.

Anleger sollten aber bedenken, dass aktuell noch sehr hohe Erwartungen an den Rohölpreis für das Jahr 2016 eingepreist sind. Zum Jahresende rechnen Ökonomen im Durchschnitt mit 57 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI. Erst wenn sich die Erwartungen nach unten angepasst haben, lohnt sich ein Einstieg.

Maßnahme 4: Risikofreudige Anleger können die stark gefallenen Kurse von Minenwerten für einen sehr selektiven antizyklischen Einstieg nutzen.

Der starke Preisverfall bei Industriemetallen hat bereits im Jahr 2015 zu deutlichen Produktionskürzungen der Minenbetreiber geführt, so dass das Überangebot etwas zurückging. Sollte die Nachfrage aus China stabil bleiben, könnten die Aktien von Rohstoffunternehmen ihr Comeback feiern. Besondere Vorsicht ist aber geboten: Nur die starken Unternehmen mit den hochmargigen Minen, dem richtigen Rohstoffmix und gesunden Bilanzen werden gestärkt aus der Baisse hervorgehen. Eine Marktbereinigung steht noch aus. Reine Goldminenbetreiber sollten gemieden werden.

Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2016

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

Da wir aber weder mit hohen Inflationsraten rechnen noch mit einem Anstieg der Systemrisiken, sollte der Rohstoffanteil untergewichtet werden.

Hedgefondsmarkt: Regulierte Anlagestrategien bilden neue, attraktive Anlagewelt

(Text und Thesen sind ein Gastbeitrag der Absolut Research GmbH, einem Spezialisten und Publizisten für institutionelle Anleger im Bereich Alternative Investmentprodukte.)

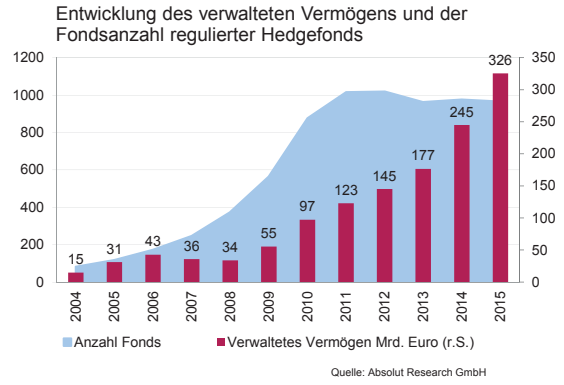
Das Jahr 2015 verlief für liquide alternative Strategien, zu denen u. a. Equity Long/Short, Event Driven, Managed Futures oder auch Fixed Income Long/Short Strategien zählen, ambivalent. In puncto Gesamtperformance war die Entwicklung in der Breite, abgesehen von einigen regional fokussierten Aktienstrategien, verhalten. Dennoch stellten regulierte alternative Fonds eines der dynamischsten Marktsegmente der europäischen Publikumsfonds dar. Die anhaltende bzw. zunehmende Beliebtheit dieser Produkte entspringt einerseits ihrer verlustmindernden Eigenschaft in schwierigen Marktphasen, andererseits führte das Verschwinden schwankungsarmer Investments mit potenziell positivem Ertrag zu einer Suche nach Substituten.

Bei regulierten alternativen Fonds, deren Strategien bis zur Finanzkrise im Jahr 2008 vornehmlich in Hedgefonds, zumeist mit geringer Regulierung als Offshore-Vehikel in Staaten wie den Kaimaninseln oder Gibraltar, umgesetzt wurden, handelt es sich trotz ihrer stabilisierenden Eigenschaften und medialer Verlautbarungen nicht um Absolute-Return-Produkte, bei denen eine stets positive Rendite versprochen wird. Die Abhängigkeit alternativer Strategien von bestimmten Risikoprämien wurde bereits in der einschlägigen Hedgefondsliteratur ausführlich dokumentiert und von einigen Anlegern in der Finanzkrise (schmerzlich) erfahren. Mittlerweile liegen entsprechende Studien auch für regulierte alternative Produkte, die unter die europäischen UCITS-Regeln fallen, vor. Die Ergebnisse dieser Untersuchungen (siehe bspw. Busack, Drobetz und Tille, 2014 und 2015) belegen, dass diese Produkte gleichfalls, wenn auch in gemindertem Umfang, von den allgemeinen Markbewegungen bei Aktien, Anleihen oder Rohstoffen beeinflusst werden. Von absoluten, im Sinne von garantierten Renditen, insbesondere auf kurzfristiger Jahresbasis, kann und darf nicht die Rede sein, andernfalls drohen erneut Enttäuschungen. Dennoch bieten die liquiden alternativen Produkte Investoren Zugang zu Strategien, die potenziell asymmetrische Risiko-Ertrags-Profile erzielen und somit bei dem Ziel, realen Vermögenserhalt nach Steuern und Kosten zu erzielen, einen Mehrwert bieten können.

> These 1: Der Markt regulierter alternativer Produkte wird 2016 um 20 % bis 30 % wachsen.

Seit der Finanzkrise hat sich das Fondssegment der regulierten alternativen Strategien dynamisch entwickelt. Wurden Ende 2008 von 374 Fonds gerade einmal 34 Mrd. Euro verwaltet, haben sich die Assets under Management dieser Fonds bis heute nahezu verzehnfacht. Diese Zunahme entspricht einem jährlichen Wachstum von 38 %. Das verwaltete Vermögen aller UCITS-konformen Produkte stieg laut europäischem Fondsverband (EFAMA) im gleichen Zeitraum nur um etwa 9 % pro Jahr. Angesichts der konstant hohen jährlichen Wachstumsraten ist zu erwarten, dass das Fondssegment auch im Jahr 2016 deutlich schneller wachsen wird als der europäische Fondsmarkt insgesamt. Dafür spricht auch, dass Investoren angesichts niedriger und negativer Zinsen weiterhin auf der Suche nach schwankungsarmen Anlagealternativen sind, die langfristig einen positiven Ertrag bieten können.

Wie bei Fondsinnovationen üblich, kommt es im Zuge anfänglicher Euphorie zu Produktlancierungen, die sich mittelfristig nicht durchsetzen, da sie schlecht oder falsch konzipiert wurden oder nicht den Bedürfnissen der Anleger entsprechen. So erklärt sich die Konsolidierung der Anzahl der Fonds seit dem Jahr 2013. Verzeichnete das Segment in der Spitze über 1.000 Fonds, existieren heute nur noch gut 950. Allerdings ist die Veränderung dynamischer, als es die Gesamtzahl vermuten lässt. Seit 2012 wurden jedes Jahr jeweils mehr als 100 neue Fonds aufgelegt bzw. geschlossen. Insgesamt ließ sich dabei ein gewisser Reifungsprozess feststellen. Die Tatsache, dass das Volumen des Fondssegments trotz der hohen Zahl liquidierter Fonds wächst, zeigt, dass die Anleger qualitativ gute von weniger guten Produkten unterscheiden können. So lässt sich auch erklären, dass die 100 größten Fonds in diesem Segment mit zusammen 230 Mrd. Euro knapp 75 % des gesamten Volumens verwalten.



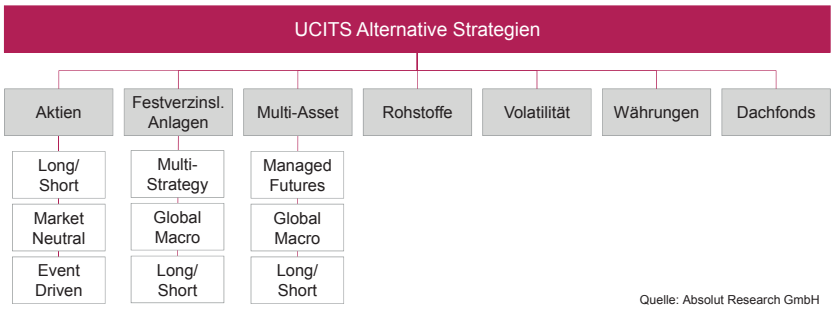
Da es sich bei den Fonds um europäisch harmonisierte Anlageprodukte handelt, die europaweit erworben und vertrieben werden können, sind die meisten Fonds in den klassischen europäischen Fondsdomizilen Luxemburg und Irland angesiedelt. Die größte Auswahl haben Anleger im Aktienbereich mit knapp 400 Produkten. Davon setzen etwa 290 Fonds Long/Short-Strategien um, die tendenziell auch größeren Markteinflüssen ausgesetzt sein können. Ferner gibt es in diesem Segment etwa 75 marktneutral ausgerichtete Strategien. Das zweitgrößte Fondssegment sind die alternativen Mischfonds, die neben Aktien auch in Renten- oder Rohstoffmärkte investieren können. Hier finden sich beispielsweise Global Macro und trendfolgende Managed Futures Fonds.

> These 2: Regulierte alternative Produkte werden mindestens eine ähnlich gute Performance erzielen wie klassische Hedgefonds.

Wie eingangs erwähnt, setzen die regulierten liquiden alternativen Fonds Anlagetechniken ein, die vor der Finanzkrise der Masse der Anleger nur aus der Hedgefondswelt bekannt waren. Darunter fallen beispielsweise der verstärkte Einsatz derivativer Finanzinstrumente, wie börsengehandelte Optionen oder Terminkontrakte, um von fallenden Kursverläufen zu profitieren oder aber mittels Hebelwirkung ein breiteres Anlagespektrum zu nutzen. Bei den liquiden alternativen Fonds handelt es sich rechtlich betrachtet um Fonds, die sich hinsichtlich ihrer Struktur, der Aufsicht und Transparenzanforderungen nicht von einem traditionellen Aktien- oder Rentenfonds unterscheiden. Aufgrund der regulatorischen Gleichheit zu traditionellen Fonds bestand die Skepsis, dass der europäische harmonisierte Rechtsrahmen nicht adäquat sein könnte, um Strategien, die einen hohen Freiheitsgrad im Anlageprozess haben, umzusetzen. Kritiker argumentierten, dass Anleger zu große Abstriche in puncto Performance hinnehmen müssten oder mit deutlich höheren Kosten konfrontiert würden als bei gering regulierten, weniger liquiden und weniger transparenten Produkten. Selbstverständlich lässt der Regulierungsrahmen dieser Fonds es nicht zu, extrem illiquide Strategien oder hoch konzentrierte Portfolios umzusetzen, wie dies mit Offshore-Vehikeln möglich ist. Unter Risikogesichtspunkten ist das auch nicht zwingend wünschenswert und Anleger sollten sich fragen, ob derartige Strategien überhaupt zu ihren Anlagevorstellungen passen. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass Fonds mit diesen Strategien gerade in Stressphasen sehr hohe Verluste erleiden, die Rückzahlung der Anteile aussetzen oder abgewickelt werden. Sofern ein Anleger nicht auf diese Art von Strategien zurückgreifen möchte, bietet der UCITS-Rahmen für alternative Strategien ausreichend Gestaltungsspielraum. In dem liquiden Segment ist das Strategiespektrum mit den bekannten Strategien aus der Hedgefondswelt vergleichbar. Equity Market Neutral, Merger Arbitrage, Managed Futures, Global Macro und direktionale Aktienstrategien sind ebenso vertreten wie Long/Short-Ansätze im Anleihebereich. Bei letzteren entfallen jedoch Distressed Debt (notleidende Kredite) und einige illiquidere Spread-Strategien. Auch Activist-Strategien, bei denen das Fondsmanagement versucht, sich Einfluss auf die Geschäftstätigkeiten eines Unternehmens zu verschaffen, sind im UCITS-Rahmen nicht darstellbar, da es den Fonds nicht gestattet ist, so große Positionen aufzubauen, dass eine Einflussnahme auf das operative Geschäft möglich wird. Insgesamt ähnelt das Strategiespektrum aber jenem, das früher von Hedgefonds umgesetzt wurde. Das hat die Branche in den vergangenen Jahren ebenfalls zunehmend erkannt und Strategien, die nur Offshore verfügbar waren, einem breiteren Anlegerkreis zugänglich gemacht.

Dass sich die Performance regulierter alternativer Fonds mittel- und langfristig nicht vor der Performance von Offshore-Fonds zu verstecken braucht, zeigt beispielsweise der Performancevergleich in der nachfolgenden Abbildung. Hier wird die Wertentwicklung des Absolut Research UCITS Equity Long/Short Index der eines klassischen Hedgefonds-Index mit gleicher Strategie (HFRX Equity

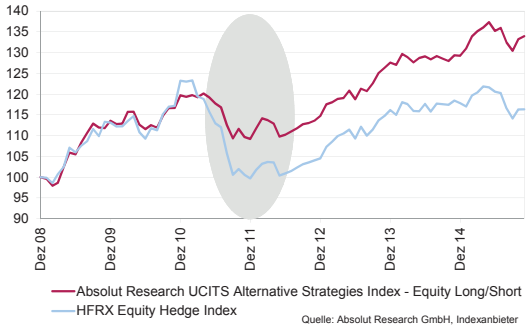
Regulierte alternative Fonds und Hedgefonds im Vergleich



Quelle: Absolut Research GmbH

Hedge für den Zeitraum von Januar 2009 bis November 2015) gegenübergestellt. Ersterer bildet die durchschnittliche Wertentwicklung aller von Absolut Research analysierten, UCITS-konformen Equity Long/Short-Fonds ab (aktuell ca. 290 Fonds). Letzterer stellt die Performance von Equity Long/Short Offshore Hedgefonds, die offen für Neuanlagen sind, dar. Die Abbildung zeigt einen relativen Gleichlauf der beiden Indizes. Bis April 2011 zeigen sich nur marginale Performanceunterschiede. Als es im Sommer 2011 im Zuge einer unerwarteten Herabsetzung der Bonität der USA durch die Ratingagentur S&P zu Unsicherheiten und Kursverlusten kam, erlitten die Offshore-Fonds deutlich höhere Verluste, wohingegen sich die regulierten Fonds deutlich robuster zeigten.

Regulierte alternative Fonds und Hedgefonds im Vergleich (Dezember 2008 = 100)

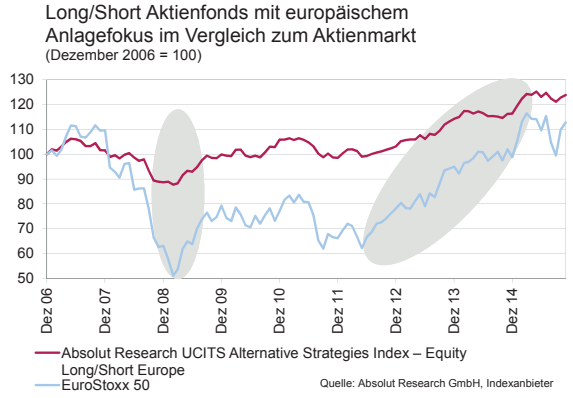


Quelle: Absolut Research GmbH, Indexanbieter

Es gibt jedoch auch Strategiesegmente und Marktphasen, in denen sich die Performance regulierter und weniger regulierter alternativer Strategien deutlich unterscheidet. Nach der Finanzkrise profitierten beispielsweise Relative Value Arbitrage Strategien (Strategien, die Bewertungsunterschiede zwischen verschiedenen Anlageklassen ausnutzen) von der Einengung der Zinsdifferenzen zwischen risikobehafteten und risikolosen Anleihen. Diese Entwicklung führte bei Relative Value Arbitrage Hedgefonds im Jahr 2009 zu sehr hohen Renditen, die sich bei den regulierten Produkten nicht einstellten.

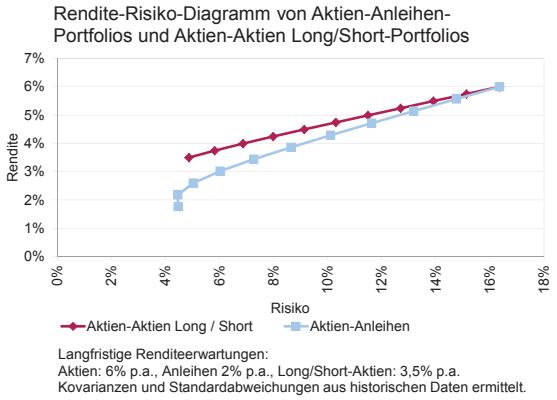
> These 3: Sollte es zu größeren Kursverlusten an den Aktienmärkten kommen, werden die alternativen Strategien in diesen Phasen besser abschneiden als ein gemischtes Aktien- und Rentenportfolio.

Es ist unter anderem aufgrund gewisser Marktabhängigkeiten nicht zu erwarten, dass ein einzelner Fonds oder eine einzelne Strategie stets absolut positive Renditen erzielt. Dennoch können alternative Ansätze die Nerven und Anlegerportfolios in Krisenzeiten schonen, weshalb eine partielle Substitution traditioneller durch alternative Strategien sinnvoll und geboten erscheint. Sie verfügen über wesentlich mehr Freiheitsgrade bei ihrer Investmententscheidung und können so die Volatilität senken bzw. das Markt-Exposure steuern. Alternative UCITS-Fonds konnten in der Vergangenheit mehrfach nachweisen, dass sie – gerade in kritischen Marktphasen – in der Lage sind für Investoren einen Mehrwert zu generieren. Beispielsweise verloren in 2011 die Fonds im Mittel 2,6 %, während der MSCI World knapp 11 % und der DAX sogar knapp 19 % verloren. Auch während der Turbulenzen im Sommer des vergangenen Jahres erwiesen sich die regulierten alternativen Strategien als Stabilisator. Allerdings hat der Einsatz von Long- und Short-Investments zur Folge, dass Anleger in stark haussierenden Marktphasen weniger an diesen Bewegungen partizipieren, so wie dies beispielsweise zwischen Mai 2012 und August 2015 zu beobachten war. Der positive Diversifikationseffekt zeigt sich daher nur mittel- bis langfristig.



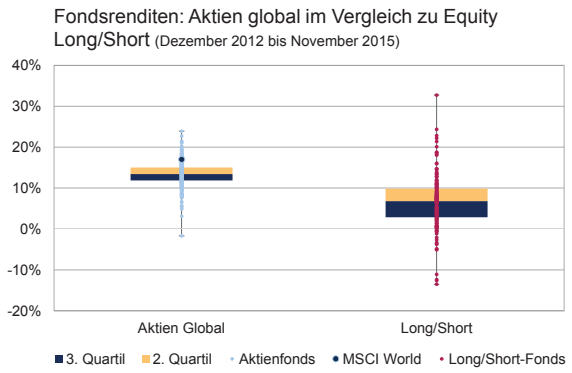
These 4: Liquide alternative Strategien als Anleiheersatz verbessern die Rendite-Risiko-Charakteristika.

Angesichts der anhaltend niedrigen Zinsen verringert sich der historische Nutzen von Anleihen zur Ertragsgenerierung in einem klassischen Portfolio. Während der vergangenen 30 Jahre konnten Anleger mit einem gemischten Anleiheportfolio einen sehr auskömmlichen und relativ schwankungsarmen Ertrag erzielen. Diese Entwicklung dürfte sich in naher Zukunft nicht wiederholen, da die laufenden Anleiherenditen für die kommenden zehn Jahre kaum mehr als 2 % pro Jahr versprechen. Liquide alternative Strategien, die deutlich schwankungsärmer als klassische Aktienanlagen sind, aber dennoch von den attraktiveren Aktienmarktrenditen profitieren, könnten deren Ertragsfunktion zum Teil übernehmen und zudem die mittelfristigen Rendite-Risiko-Charakteristika eines Wertpapierportfolios über eine zusätzliche Diversifikation deutlich verbessern, wie die nachfolgende Abbildung zeigt.



These 5: Die Top-Quartile des Jahres 2016 erzielen Renditen, die zehn Prozentpunkte über dem Durchschnitt liegen.

Anleger im Bereich liquider alternativer Strategien müssen sich der Herausforderung stellen, dass es hier nicht möglich ist, eine mittlere Marktrendite, beispielsweise mittels ETF zu kaufen. Ferner bergen Strategien, die gleichzeitig auf der Long- und der Short-Seite umgesetzt werden, eine höhere Gefahr, die falschen Titel zu kaufen bzw. leer zu verkaufen. Selbst in Zeiten ausgeprägt positiver Märkte sind Verluste auf Fondsebene möglich und deutlich wahrscheinlicher als dies bei Long-Only-Aktienfonds der Fall ist. Dadurch können einerseits sehr große Unterschiede zwischen den Fonds entstehen, andererseits führt die Nivellierung guter und schlechter Fonds im Mittel zu einem wenig attraktiven Ergebnis. Zwar bietet aktives Management auch im traditionellen Aktienbereich einen Mehrwert, hier ist in der Regel aber die Marktperformance hinreichend attraktiv. Im alternativen Segment kommen Anleger um eine gründliche Fondsauswahl nicht herum, um die Wahrscheinlichkeit negativer Überraschungen zu minimieren.



Das heterogene Marktsegment erschwert Prognosen über die zukünftige Entwicklung, zumal es in diesem Falle im Gegensatz zu traditionellen Anlageklassen keine kostengünstigen passiven Zugangswege gibt, die es Anlegern ermöglichen die „Marktrendite“ zu verdienen. Einerseits gibt es in steigenden Marktphasen immer auch Fonds, die Verluste erzeugen, andererseits gibt es auch in Marktsegmenten, die sich in der Breite unattraktiv entwickeln, die Möglichkeit, Manager zu finden, die ansprechende Ergebnisse erzielen. Eine strukturierte und professionelle

Auswahl ist in diesem Segment für Anleger von besonderem Mehrwert.

These 6: Long/Short-Fonds sollten im Sog eines positiven Aktienmarktes erneut zu den sich besser entwickelnden Strategien im Jahr 2016 zählen.

Eine Vorstellung von der mittelfristig wahrscheinlichen Entwicklung der unterschiedlichen Anlageklassen kann helfen, jene Strategien höher zu gewichten, die von den entsprechenden Marktszenarien am ehesten profitieren, um die Wahrscheinlichkeit von Verlusten im Portfolio zu reduzieren. Angesichts der für 2016 erwarteten positiven Entwicklung an den Aktienmärkten dürften Long/Short-Aktienstrategien erneut zu den Profiteuren zählen. Da die anhaltenden Unsicherheitsfaktoren im Markt jedoch auch Raum für Wechsel zwischen „Risk-On-“ und „Risk-Off-Phasen“ bieten, sollten Anleger vor allem auf die Risikomanagementprozesse der Fonds schauen.

These 7: Event Driven Fonds mit Merger Arbitrage Strategien agieren in einem chancenreichen Markt und haben mithin eine gute Chance auf eine attraktive Wertentwicklung.

Da in 2016 das Finanzierungsumfeld weiterhin positiv sein dürfte und darüber hinaus mit einer robusten wirtschaftlichen Entwicklung zu rechnen ist, dürfte auch der Übernahmemarkt profitieren, wodurch sich für ereignisorientierte Merger Arbitrage Strategien Chancen eröffnen.

These 8: Fonds, die im Anleihebereich aktiv sind, haben ein derzeit unattraktives Chancen-Risiko-Profil und werden daher in 2016 voraussichtlich unterdurchschnittlich abschneiden.

Fonds, die überwiegend im Anleihebereich aktiv sind, dürften aufgrund der niedrigen Zinsen und der potenziellen graduellen Anhebung ein schwieriges Jahr vor sich haben. Allerdings könnten sich für Credit-Fonds durch steigende Kursspreizungen im Anleihebereich, beispielsweise induziert durch anhaltend niedrige Ölpreise, auch Chancen eröffnen. So können Anleihen bonitätsschwacher Produzenten und Zulieferer unter Druck kommen, während energieintensive Unternehmen profitieren, was sich im Zuge von Long- und Short-Positionen entsprechend ausnutzen ließe. Darüber hinaus könnten bei einem weiteren Anstieg der Zinsen spekulativere Rentenpapiere höherem Druck ausgesetzt sein als Anleihen bonitätsstarker Unternehmen.

These 9: Managed Futures Fonds werden aufgrund von häufigen Richtungswechseln an den Märkten unterdurchschnittlich abschneiden.

Managed Futures Fonds, die in Zeiten stabiler Auf- oder Abwärtstrends gut abschneiden, dürften in 2016 Probleme haben. Da sowohl geopolitisch als auch bezüglich der Europäischen Union und der Schwellenländer weiterhin große Unsicherheiten vorherrschen, ist wie im Jahr 2015 mit häufigen kurzfristigen Richtungswechseln zu rechnen. Ein solches Marktumfeld führt in der Regel zu hohen Handelskosten, die die Renditen drücken. Global Macro Strategien, die einen diskretionären, nicht allein auf Computeralgorithmen basierenden Ansatz verfolgen und versuchen, von den Auswirkungen makroökonomischer Entwicklungen durch eigene Ermessensentscheidungen zu profitieren, bieten sich in diesem Szenario eher an.

Maßnahmen

Maßnahme 1: Alternative Anlagestrategien in 2016 übergewichten

Durch eine Umschichtung von Aktien- und insbesondere Renteninvestitionen in alternative Anlagestrategien wird die Abhängigkeit von der Kursentwicklung der Aktien- und Rentenmärkte für das Gesamtportfolio reduziert. Grund hierfür ist das Bestreben der Hedgefondsstrategien, Erträge möglichst unabhängig von der Gesamtmarktentwicklung zu erzielen. Hedgefonds haben in den vergangenen Jahren zumeist ein besseres Chancen-Risiko-Verhältnis (Sharpe Ratio) als Aktien oder Renten aufgewiesen. Da sie häufig nur eine geringe Abhängigkeit zur Aktien- oder Rentenmarktentwicklung aufweisen, sind sie zur Diversifikation des Gesamtvermögens sehr gut geeignet.

Mit der Schaffung von alternativen Anlagestrategien im UCITS-Mantel wurde zudem der Nachteil der langen Rückgabefristen der Hedgefonds beseitigt. Mithin waren kurzfristig Reaktionen auf ein geändertes Kapitalmarktumfeld mit diesen Fonds nicht möglich. Alternative Anlagestrategien im UCITS-Mantel weisen zumeist eine Rückgabefrist von maximal einer Woche auf, so dass nur noch ein geringer Liquiditätsnachteil gegenüber Aktien und Rentenanlagen besteht.

Maßnahme 2: Alternative Strategien nur sehr begrenzt als Rentenersatz ansehen

Nachteilig gegenüber einer Rente ist, dass bei alternativen Anlagestrategien keine garantierte Rendite bis zur Fälligkeit gezahlt wird. Eine Prognose der Wertentwicklung der Hedgefonds ist für den Investor dagegen kaum möglich.

Gegenüber Anleihen ist die Spannbreite der Performanceergebnisse deutlich weiter. Eine Investition in Hedgefonds bringt Managementrisiken mit sich. Je weniger die Erträge von der Marktpreisentwicklung abhängen, desto stärker sind sie durch die Anlageentscheidungen des Fondsmanagers beeinflusst.

Schließlich bieten Hedgefonds in einer Rezession und erst recht nicht bei Systemrisiken den Vermögensschutz, den eine sichere Staatsanleihe bieten kann. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit zeigen, dass Hedgefonds in Krisen im Durchschnitt ebenfalls Verluste erleiden. Immerhin ist die Liquidität durch die neuen, regulierten Anlagestrategien besser gewährleistet.

Maßnahme 3: In liquide und regulierte statt in unregulierte Strategien investieren

Die Inkaufnahme von Illiquidität wird üblicherweise mit einer Prämie bezahlt, d. h. es lassen sich höhere Renditen erwirtschaften. Diese allgemeine Regel lässt sich auf den Hedgefondsmarkt nicht ohne weiteres übertragen. Zwar scheint es auf den ersten Blick vorteilhaft, Hedgefonds in der Offshore-Variante zu investieren. Die Gebühren sind bei diesen Fonds oftmals geringer, weil die administrativen Anforderungen für diese Fonds geringer sind. Dieser Gebührenunterschied ist jedoch nur gering. Investoren erhalten im Gegenzug durch die UCITS-Regulierung den Vorteil, dass die Gelder nicht in Offshore-Jurisdiktionen wie z. B. die Kaiman Inseln verschoben werden müssen. Es wird juristisch in europäischen Ländern investiert und von steuerlicher Transparenz profitiert. Investoren werden ebenso durch die notwendige Unabhängigkeit von Dienstleistern der Fonds geschützt, so dass Betrugsrisiken stark verringert werden. Nicht zuletzt durch Auflagen an das Risikomanagement erleiden Investoren regulierter Vehikel in Abschwungphasen geringere Wertverluste, so dass die langfristige Wertentwicklung sogar besser ausfällt als bei den Offshore-Fonds.

Maßnahme 4: Equity Long/Short, Global Macro und Merger Arbitrage übergewichten

Das extrem niedrige Zinsniveau dämpft unsere Renditeerwartung für Fonds, deren Wertentwicklung vom Rentenmarkt abhängig ist. Auch Managed Futures könnten bei häufigeren Richtungswechseln der Märkte enttäuschen. Infolge einer grundsätzlich positiven Einschätzung für die Entwicklung des Aktienmarktes schätzen wir die Wertentwicklung von Equity Long/Short Fonds als attraktiv im Jahr 2016 ein. In diesem Marktumfeld sollten auch Global Macro Fonds gut abschneiden können. Das Niedrigzinsumfeld ist zudem ein Katalysator für Übernahmen. Dies lässt Merger Arbitrage Strategien aussichtsreich erscheinen.

Strategiebeitrag Hedgefondsmarkt 2016

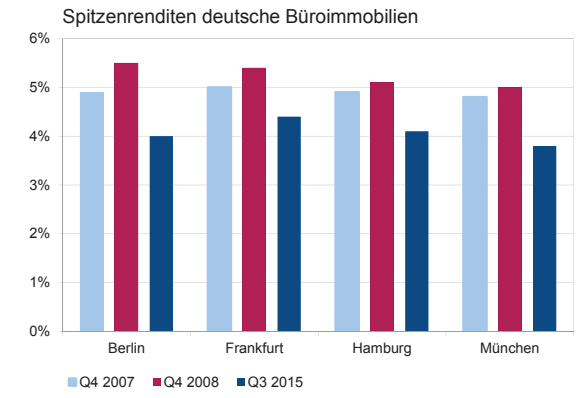
Hedgefonds eignen sich zur Diversifikation im Portfolio. Sie sind zwar nur ein begrenzter Ersatz für Renten, da sie nicht alle Funktionen erfüllen können, bieten aber im Jahr 2016 bessere Ertragschancen bei im Durchschnitt ähnlicher Volatilität. Hedgefonds sind eher als Renditeziel, denn als Cash Flow Investment geeignet.

JAHRESAUSBLICK 2016: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

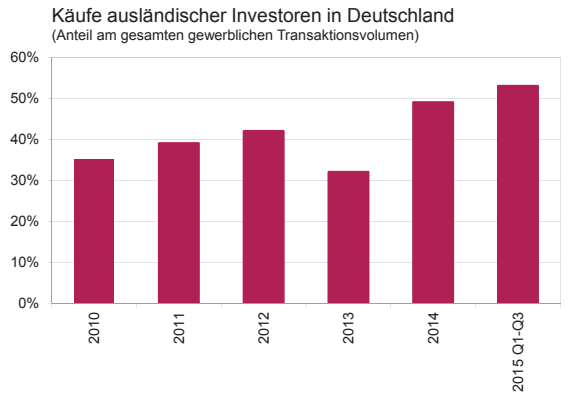
Immobilienmarkt: Chancen nur noch in Nischen

These 1: Die deutschen Immobilienmärkte nähern sich dem zyklischen Höhepunkt. Liquiditätsgetrieben dürften die Preise 2016 dennoch weiter ansteigen.

Die deutschen Immobilienmärkte haben zuletzt einen rasanten Preisaufschwung vollzogen. Akzeptierten Investoren auf dem Höhepunkt der letzten Krise Ende 2008/Anfang 2009 in den führenden deutschen Metropolen Anfangsverzinsungen bei Büroimmobilien von durchschnittlich 5,25 % (Nettomiete vor Bewirtschaftungskosten geteilt durch Kaufpreise ohne Berücksichtigung von Erwerbsnebenkosten), geben sie sich heute mit einer Anfangsverzinsung von nur noch gut 4 % zufrieden, rund 120 Basispunkte weniger. Interessanter noch ist aber der Vergleich zum letzten zyklischen Hoch im Jahr 2006/2007. Auf die Kaufpreise bezogen sind Investoren heute bereit, 20 % mehr für eine Immobilie zu bezahlen als auf dem letzten zyklischen Hoch und rund 29 % mehr als Ende 2008. Das heutige Preisniveau liegt ebenfalls deutlich über den Ergebnissen der Jahre 2000/2001 kurz vor dem Platzen der Technologie-Blase.



Nach Angaben des international tätigen Immobiliendienstleisters Jones Lang LaSalle wurden in den ersten drei Quartalen 2015 rund 38,2 Mrd. Euro in gewerblich genutzte Immobilien in Deutschland investiert, ein Plus von 50 % gegenüber dem bereits sehr guten Vorjahresergebnis. Nicht nur deutsche institutionelle Investoren haben in den vergangenen Jahren ihre Investitionsaktivitäten am Immobilienmarkt beständig hochgefahren. Zunehmend ist auch die Aktivität internationaler Investmentriesen wie der chinesischen Fosun-Gruppe, Blackrock, Blackstone, asiatischen Pensionskassen oder den großen internationalen Staatsfonds zu spüren, was den Druck auf die Preise fördert. Der hohe Anteil ausländischer Investoren am Transaktionsumsatz war schon in den letzten Zyklen ein gutes Indiz dafür, dass der Marktzyklus bereits sehr weit gelaufen ist.



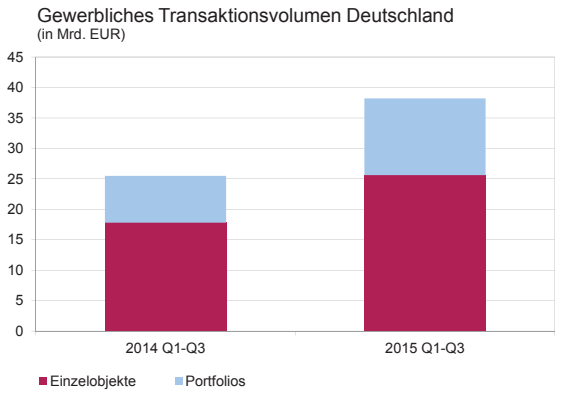
Wir erwarten dennoch, dass die Preise auf den deutschen Immobilienmärkten 2016 liquiditätsgetrieben nochmals zulegen werden.

These 2: Ein Stimmungsumschwung ist nicht erkennbar, das Investitionsinteresse bleibt 2016 weiter hoch.

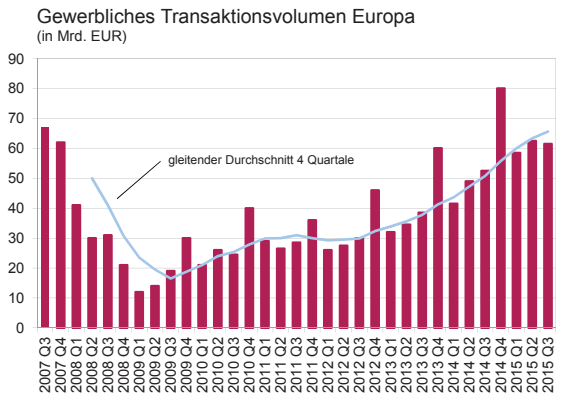
Aus der fundamentalen Betrachtung der Immobilienmärkte heraus fällt es schwer, gute Argumente für neue Engagements am Immobilienmarkt zu finden. Die Immobilienpreise haben sich spätestens im zurückliegenden Jahr so weit von ihren langfristigen Durchschnitten entfernt, dass Neuinvestitionen mit Blick auf die erzielbaren operativen Überschüsse kaum mehr begründbar sind. Fundamental wäre damit als einziger gültiger Erklärungsansatz ein exorbitant hohes erwartetes Mietpreiswachstum akzeptabel, dieses ist jedoch bei einer lediglich moderaten Wachstumserwartung für die Volkswirtschaft insgesamt und die Unternehmen als potenzielle Flächennachfrager insbesondere nicht in Sicht.

Das Gros der Investoren lässt sich davon jedoch kaum irritieren, denn es schreibt, getrieben vom Anlagenotstand, die derzeitigen Marktrahmenbedingungen auf unbestimmte Zeit fort und liefert damit das Fundament für ein fortgesetztes Umschichten von Anlagegeldern in die Immobilienmärkte. Ohne exogene Schocks dürfte die Rallye also zunächst weitergehen.

Wir gehen davon aus, dass die Transaktionsvolumina im deutschen gewerblichen Immobilienmarkt auch 2016 den Durchschnitt der letzten fünf Jahre übertreffen werden. Um den Investitionshunger und den Wunsch der großen internationalen Investoren nach einem schnellen Portfolioaufbau zu befriedigen, stellen Verkäufer zunehmend größere Portfolios zum Verkauf. Die Bedeutung von Portfolioverkäufen wird 2016 noch zunehmen.



Abgeschwächt spiegelt sich das Marktbild Deutschlands auch in Europa wider, wo die Transaktionsumsätze das Niveau des letzten zyklischen Hochs ebenfalls wieder erreicht haben.



These 3: Klassische Zinshäuser in deutschen Metropolen werden als Investment immer unattraktiver, die Transaktionsumsätze dürften deshalb 2016 zurückgehen.

Aufgrund der historisch niedrigen Zinsen haben sich auch vermietete Wohnhäuser, sogenannte Zinshäuser, zu einer begehrten Geldanlage für Privatpersonen und für institutionelle Anleger entwickelt. Mehr als 30 Milliarden Euro investierten Anleger im vergangenen Jahr in solche Zinshäuser. In etablierten Städten werden diese mittlerweile zum 25- bis 35-fachen der Jahresmiete gehandelt, so dass stichtagsbezogen unter Berücksichtigung von Erwerbsnebenkosten und Abzug von Bewirtschaftungskosten nur noch knapp zwei Prozent laufende Rendite erwirtschaftet werden können. Die bereits eingeführten bzw. noch geplanten Regulierungen (Mietrechtsnovellierungsgesetze I und II) werden die Einnahmesteigerung weiter dämpfen. Gleichzeitig erhöhen sich die nicht umlegbaren Bewirtschaftungs- und Lebenszykluskosten von Wohnimmobilien durch überbordende technische Anforderungen, so dass das operative Ergebnis bzw. der Überschuss weiter abschmilzt. Damit erhöht sich das Risiko, dass der verbleibende Überschuss nicht ausreicht, um unerwartete außerordentliche Instandhaltungsmaßnahmen in dem Bestand vorzunehmen oder ggf. höhere Finanzierungskosten im Falle einer Anschlussfinanzierung zu tragen.

These 4: Produzenten und Verkäufer von Immobilien profitieren im aktuellen Marktumfeld am stärksten. Investoren mit konventionellen Anlagestrategien, die auf aktuell sehr hohem Preisniveau einsteigen, gehen überproportional hohe Risiken ein.

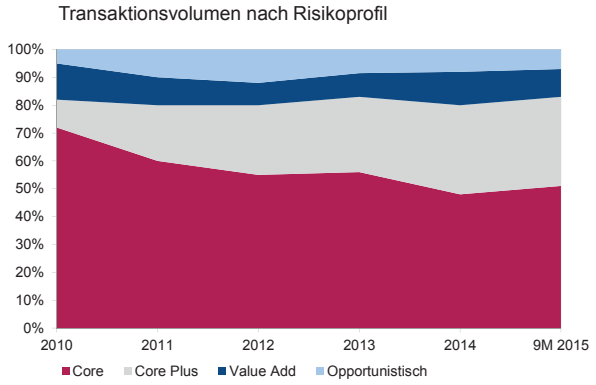
Tatsächlich stellt sich die Frage, wie lange das System aus hoher Verfügbarkeit von Kapital, niedrigen Zinsen, der Schwäche alternativer Kapitalanlagen und der guten Entwicklung der Nachfrage von Immobiliennutzern (Mietern, Unternehmen) stabil bleibt. Das Realisieren weiterer Wertgewinne allein aus Marktbewegungen heraus erscheint uns auf dem erreichten Preisniveau mit konventionellen Anlagestrategien kaum mehr möglich, insbesondere wenn die hohen Transaktionskosten und die Langwierigkeit von Transaktionsprozessen berücksichtigt werden. Die besten Voraussetzungen finden heute Marktteilnehmer, die ihre

Bestände veräußern wollen oder deren Geschäftsmodell auf einen kurzfristigen Exit hin ausgerichtet ist. Hier lassen sich verschiedene Gruppen unterscheiden:

- Projektentwickler, deren Geschäftsmodell generell auf eine kurzfristige Kapitalbindung und die Veräußerung von Projekten unmittelbar mit Abschluss der maximalen Wertschöpfung (üblicherweise nach Vermietung, teils noch vor dem eigentlichen Bauen) ausgerichtet ist
- Bestandsentwickler, die Optimierungspotenziale im Bestand z. B. durch Schaffung zusätzlicher Mietflächen oder Höhervermietung nach Investition in die Mieteinheiten bereits gehoben haben
- Bestandshalter mit dysfunktionalen Beständen oder Bestandshalter, die in ihren Beständen nach einer längeren Phase der Bewirtschaftung aufgrund des technischen Zustands einen hohen Investitionsbedarf haben und das Bestandsportfolio in Teilen bereinigen wollen
- Privatinvestoren, die nach Ablauf der zehnjährigen Spekulationsfrist Bestände steuerfrei veräußern können

These 5: Investoren öffnen sich für Anlagestrategien außerhalb der etablierten Pfade. Verkäufer nutzen dies zur Bereinigung der Portfolios von B- und C-Klasse Immobilien.

Eine Umkehr des Preisauftriebs bei Core-Immobilien (üblicherweise voll vermietete Immobilien in sehr guter Lage und Qualität) ist derzeit nicht auszumachen, so dass Investoren vermehrt bereit sind, höhere Risiken einzugehen, um ihre Renditeziele zu erfüllen. Sie erwerben Immobilien schlechterer Qualität und in schwächeren Lagen oder aber in Standorten außerhalb der Metropolen. Der Immobiliendienstleister Jones Lang LaSalle hat ermittelt, dass der Anteil von Core-Immobilien am gewerblichen Transaktionsvolumen in Deutschland in den letzten Jahren sukzessive zurückgegangen ist.



Verkäuferseitig werden sog. B-Klasse und opportunistische Immobilien auch großen Verkaufsportfolios beigemischt, die im Rahmen von Bieterverfahren veräußert werden. Portfolios bieten insbesondere internationalen Anlegern die Möglichkeit, im Zuge weniger Transaktionen ein größeres Portfolio aufzubauen, jedoch um den Preis, dass üblicherweise stärkere mit schwächeren Objekten gemeinsam zum Verkauf gestellt werden.

Es wäre keine Überraschung, wenn sich der Anteil von Non-Core Immobilien am Transaktionsvolumen auch mangels Verfügbarkeit von Core-Immobilien 2016 auf deutlich über 50 % erhöhen würde.

These 6: Die Ausweisung neuer Flächen für den Wohnungsbau und die Zahl der Baugenehmigungen zur Schaffung von bezahlbarem Wohnraum wird in den Ballungszentren deutlich ansteigen.

In den Wachstumsregionen, dort insbesondere in den Groß- und Universitätsstädten, haben vor allem Haushalte der unteren Einkommensgruppen zunehmend Probleme, angemessenen und bezahlbaren Wohnraum zu finden. Die Anspannung im preisgünstigen Mietwohnungssegment resultiert sowohl aus der gewachsenen Nachfrage als auch aus der Verknappung des Angebots. Mit dem Abbau der staatlichen Förderung im sozialen Mietwohnungsbau gibt es seit geraumer Zeit kaum mehr Zuwachs im einfachen und mittleren Preissegment. Gleichzeitig verringerte sich das Angebot an preisgünstigen Mietwohnungen durch Aufwertungen infolge von Modernisierung und energetischer Sanierung, Umwandlungen von Miet- in Eigentumswohnungen sowie durch den Abriss von Substandard-

wohnungen. Gebraucht werden deshalb nachhaltig bezahlbare Wohnungen, die flexibel nutzbar sind und deren Warmmiete mit der Leistungsfähigkeit niedriger Einkommen korrespondiert. Im Jahr 2015 hat sich die Problematik durch die Flüchtlingsströme massiv verschärft. Als Reaktion auf die Situation wurde 2014 das „Bündnis für bezahlbares Wohnen und Bauen" ins Leben gerufen. Es bündelt neben der privaten Immobilien- und Bauwirtschaft alle relevanten Bundes- und Länderministerien. Vier Handlungsfelder stehen im Vordergrund: 1. Stärkung der Investition in den Wohnungsbau, 2. Senkung der Baukosten, 3. Altersgerechter Umbau im Quartier, 4. Soziales und klimafreundliches Wohnen. Aufgrund der allseits erkannten Dringlichkeit, Wohnraum zu erstellen, erwarten wir, dass die Baugenehmigungen im Wohnungsbau bereits 2016 gegenüber 2015 merkbar ansteigen. Ein Katalog aus Förderinstrumenten dürfte dabei ggf. auch neue Betätigungsfelder für Investoren eröffnen.

These 7: Wir erwarten keine messbaren Auswirkungen der US-Zinswende auf die Investorennachfrage und die Preisentwicklung an den US-Immobilienmärkten.

Zyklisch laufen die US-amerikanischen Immobilienmärkte den europäischen Märkten voraus. Dabei ist das generelle Bild der US-Märkte dem der deutschen Märkte nicht unähnlich: Neben den einheimischen Investoren drängen globale Kapitalsammelstellen mit milliardenschweren Investitionsprogrammen auf den Markt und suchen verzweifelt nach Immobilienanlagemöglichkeiten mit der Folge, dass die Preise vielerorts massiv angezogen haben. Nun hat die Federal Reserve im Dezember 2015 erstmalig seit 2006 die Leitzinsen um 25 Basispunkte angehoben und lässt für 2016 weitere moderate Zinsschritte erwarten. Aufgrund der nachfolgenden Argumente erwarten wir hieraus keine messbaren Effekte auf die US-amerikanischen Immobilienmärkte:

- Vor dem Hintergrund der stabilen Lage am Arbeitsmarkt und des gesunden Wirtschaftswachstums dürften die Effekte auf die fundamentalen Angebots- und Nachfrageparameter der Immobilienmärkte gering bleiben.
- Der bereits erfolgte Zinsschritt, ebenso wie gegebenenfalls weitere noch zu erwartende Zinsschritte, erscheint zu gering, um den Renditeabstand zwischen Immobilien und Anleihen so stark zu verschieben, dass Kapital massiv aus dem Immobilienmarkt abgezogen würde.
- Die Effekte auf die Finanzierungskonditionen dürften ebenfalls untergeordnet sein, da Bestandsinvestoren sich auf dem sehr günstigen Niveau eingebucht haben werden.
- Durch die im Zuge der Zinsanhebung erwartete weitere Aufwertung des US-Dollar gegenüber nahezu allen anderen Weltwährungen ist eher noch zu erwarten, dass sich die Menge des ausländischen Kapitals, das nach Immobilienanlagen im US-Dollarraum sucht, erhöht, was den Preisauftrieb weiter anheizen dürfte.

These 8: Deutsche börsennotierte Immobiliengesellschaften werden 2016 keine Outperformance gegenüber dem breiten Markt erzielen.

An der Börse werden Erwartungen gehandelt, und zuletzt waren insbesondere die großen deutschen Wohnungsunternehmen immer wieder einmal für eine Überraschung gut (s. auch „Rückblick 2015"). Für 2016 glauben wir allerdings, dass die Fantasie limitiert ist, da wesentliche Potenziale zur Kostenreduzierung und Ertragsminimierung und damit zur Steigerung der operativen Überschüsse bereits gehoben wurden:

- Refinanzierungsmöglichkeiten wurden soweit als möglich bereits in der Vergangenheit genutzt.
- Aufwertungen der Portfolios dürften marktabhängig bereits erfolgt sein, so dass das weitere Aufwertungspotenzial limitiert sein dürfte.
- Ertragssteigerungen durch Mieterhöhungen sind aufgrund der Regulierungsinitiativen auch für die großen Wohnbestandshalter nur noch sehr bedingt möglich.
- Nach den Großfusionen der Jahre 2014/2015 dürfte die geplante feindliche Übernahme der Deutsche Wohnen durch Vonovia in erster Linie durch einen Kampf um Marktanteile und Investorenwahrnehmbarkeit motiviert sein. Im Hinblick auf die Bewertung der Immobilienportfolios ist zu erwarten, dass die Deutsche Wohnen ihren derzeitigen Bewertungsaufschlag im Zuge der Fusion einbüßen würde. Sinnvolle Fusio-

nen sind eher unter kleineren Unternehmen erwartbar, die aber hinsichtlich Marktkapitalisierung und Reichweite nur eine Nischenbedeutung haben und an der Börse wenig Aufmerksamkeit erfahren.

Vor diesem Hintergrund fehlen aktuell wichtige Argumente, die für eine Outperformance der deutschen börsennotierten Immobiliengesellschaften gegenüber dem breiten Markt im Jahr 2016 sprechen. Allenfalls in einem sehr volatilen Börsenumfeld dürften Immobilienaktien überproportional profitieren, da Investoren den Sektor dann aufgrund der guten Prognostizierbarkeit der Geschäftsmodelle sowie der üblicherweise guten Dividendenrendite entsprechend höher gewichten dürften. Zudem sind ausgewählte Gesellschaften in Folge der jüngsten Fusionen und der dadurch erreichten Marktkapitalisierung bei den großen Investoren heute stärker im Blickfeld als noch vor wenigen Jahren, was tendenziell positiv für die Kursentwicklung zu werten ist.

Immobilienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Verkauf von Immobilien

2015 war ein exzellentes Jahr für die Immobilienbranche in Deutschland. Wir haben zugleich wenig Anlass anzunehmen, dass sich das generelle Marktbild 2016 drastisch ändern sollte. Dennoch befinden wir uns fundamental betrachtet bereits in einer Übertreibungsphase. Die Preise für Immobilien in Deutschland haben die Preisspitze der letzten Zyklen bereits deutlich hinter sich gelassen. Während die Preise immer weniger Luft nach oben haben, ist die Fallhöhe hingegen mittlerweile beträchtlich und eine Realisierung von Gewinnen bietet sich an. Da eine geordnete Transaktion gut vorbereitet sein will, ist unsere Empfehlung, 2016 zu nutzen, um Immobilien, die seitens des Instandhaltungszyklus oder des Wertzyklus grundsätzlich verkaufsfähig sind, auf einen Verkauf hin zu überprüfen und ggf. für einen Verkauf vorzubereiten (Zusammenstellen aller relevanten Unterlagen, Vermarktungsstrategie entwickeln, Vermarktungspartner auswählen, etc.). Somit könnte etwa nach der Sommerpause der Vermarktungsprozess begonnen und spätestens zum Jahresende abgeschlossen sein. Auch schwächere Immobilien und Immobilien in Nebenlagen haben aktuell gute Chancen, einen Käufer zu finden.

Bei der Reinvestition von Verkaufserlösen empfehlen wir Gelassenheit. Sinnvoll könnte es also sein, zumindest einen Teil der Erlöse zu parken, bis sich nach einer Marktkorrektur auf einem dann wieder ausgewogenen Preis-/Ertragsniveau Gelegenheiten für klassische Investitionen in etablierten Lagen und Immobilienarten bieten.

Maßnahme 2: Kauf von modernisierungsbedürftigen Immobilien mit Potenzial in guten Lagen – Aktive Wertschöpfung betreiben

Eine wertschöpfende Nischenstrategie ist das sogenannte „Value Investing“ (wertorientiertes Anlegen). Hierbei werden Kauf- und Verkaufsentscheidungen ausschließlich auf Basis des so genannten inneren Wertes einer Immobilie (oder eines Unternehmens) getroffen. Der Value Investing Ansatz unterscheidet sich grundlegend von passiven Investmentstrategien, die sich primär aus dem Verhältnis von Ist-Miete zu aktuellem Kaufpreis ableiten. Immobilieninvestitionen nach dem Value Investing Ansatz haben zum Ziel, durch aktive Umsetzung von Maßnahmen zur Wertschöpfung den inneren Wert des Wirtschaftsgutes zu steigern. Im Ergebnis steht bei erfolgreicher Umsetzung eine gegenüber dem Gesamtmarkt überdurchschnittliche Rendite durch Übernahme von Managementaufgaben.

Erfolgreiche Strategien zur aktiven Wertschöpfung mit Immobilien und mit dem Ziel, Erträge und Erlöse aktiv zu steigern, können in verschiedenen Aufgaben bestehen, wie beispielsweise

- Sanierung
- Erweiterung
- Repositionierung
- Neuvermietung oder Verbesserung der Ist-Vermietungssituation
- Verbesserung der Finanzierungsstruktur
- Verbesserung der Nachhaltigkeit (Green Building).

Grundvoraussetzung ist jedoch die ausschließliche Fokussierung auf gute und sehr gute Lagen, denn nur in exzellenten Lagen ist dauerhaft und konjunkturresistent eine breite Nachfrage sowohl von Mietern als auch von Investoren feststellbar. Am Ende des Wertschöpfungsprozesses sollte stets ein Objekt in guter Lage, mit einer hohen Objektqualität und einer stabilen Vermietungssituation stehen, das in nahezu jeder Marktzyklusphase zu einem höheren Preis an klassische Core-Investoren veräußerbar ist.

Maßnahme 3: Investition in günstigen und kompakten Wohnraum unter Ausnutzung öffentlicher Förderungen oder günstiger KfW-Finanzierungen (Vorzugskredite der Kreditanstalt für Wiederaufbau)

Die höchsten Mietpreissteigerungen waren im Segment der mittelgroßen Durchschnittswohnungen in einfacheren Wohnlagen zu verzeichnen. In diesem Segment dürfte die Nachfrage nach günstigem Wohnraum über die nächste Dekade gut einschätzbar bleiben. So könnten langfristige Investitionen in öffentlich geförderte Wohnungen oder Neubauten unter Ausnutzung von günstigen KfW-Finanzierungen interessant werden.

Maßnahme 4: ABBA – Investition in A-Lagen der B-Städte oder B-Lagen der A-Städte

Trotz des Booms kann sich der Kauf eines Mietshauses auch heute noch rentieren: Zwar nicht mehr in den nahezu ausverkauften Spitzenlagen von Hamburg, Düsseldorf oder Frankfurt, aber immerhin noch in vielen Städten der zweiten oder dritten Reihe. Interessant sind sogenannte „Schwarmstädte". Das sind Städte mit einem besonders hohen Bevölkerungsanteil von fachlich gut ausgebildeten 20- bis 35-Jährigen wie Flensburg, Rostock, Münster, Bonn, Aachen, Leipzig, Jena, Heidelberg, Würzburg, Darmstadt, Erlangen, Karlsruhe, Freiburg, Bayreuth, Regensburg, Erfurt, Mainz oder Trier. Die Umsetzung ist allerdings nicht ganz einfach, da die strategische Bearbeitung dieser Städte aufgrund der geringen Markttiefe einen hohen Aufwand bedeutet. In den Metropolen Berlin, Köln und Hamburg sind allenfalls noch in den B-Lagen Objekte zu finden, die den Mindestverzinsungsanforderungen gerecht werden.

Maßnahme 5: Investition in barrierefreies Wohnen im freien Wohnungsbau

Nach Erhebungen des Marktforschungsinstituts Empirica können sich rund 70 Prozent der Seniorenhaushalte und damit rund 10 Millionen Haushalte eine Miete von 450 Euro inklusive Nebenkosten monatlich leisten. Rund die Hälfte, nämlich 4,86 Millionen Seniorenhaushalte, könnten sogar eine Miete von 1.000 Euro tragen. Der sehr großen und zukünftig noch wachsenden Nachfragegruppe steht ein sehr geringes Angebot an altersgerechten barrierefreien Wohnungen gegenüber. Kaum jemand investiert in diese Art von Wohnungen, obgleich die Risiken überschaubar erscheinen. So sind barrierefreie Wohnungen auch für alle anderen Altersklassen und gesellschaftliche Gruppen wie Familien, Singles oder Studenten nutzbar. Insbesondere die jungen Alten in den Altersklassen 60 bis 69 Jahre sind noch mobil und bereit, ihre Wohnungssituation zu verändern, wenn denn ein entsprechendes Angebot verfügbar wäre. Senioren möchten bis zum Tode möglichst selbstbestimmt leben. Deshalb suchen sie bei Umzügen Standorte in zentralen Lagen mit umfangreicher Infrastruktur. Gute Erreichbarkeit der Angebote für die Alltagsversorgung sowie ein sicheres Umfeld haben sich neben der barrierefreien Zugänglichkeit von Wohnung und Gebäude als bedeutend herausgestellt – Merkmale, die auch von alternativen Zielgruppen wie Singles oder Studenten wertgeschätzt werden.

Maßnahme 6: Investition in Logistikimmobilien

Die Chance, dass die Weihnachtsgeschenke dieses Jahr im Internet geordert wurden, ist groß, denn der Onlinehandel legt weiter zu. Der Marktanteil (ohne Lebensmittel) hat 2014 nach Zahlen der Gesellschaft für Konsumforschung GfK 15,3 % erreicht, Tendenz weiter steigend. Bis 2025 rechnet die GfK mit einem weiteren Anstieg des Onlinehandels (ohne Lebensmittel) auf rund 25 %. Die Auswirkungen auf den stationären Einzelhandel sind beträchtlich. Der Onlinehandel war in den vergangenen Jahren aber auch ein wichtiger Treiber für den Logistikimmobilienmarkt. Der Flächenbedarf des Onlinehandels in Deutschland wird in einer aktuellen Studie des Fraunhofer-Instituts in diesem Jahr auf etwa 600.000 qm geschätzt, was einem Plus von 20 % gegenüber 2014 entspricht. Dabei kommt die größte Nachfrage von den Paketdiensten. Rund 42 % aller seit 2008 neu gebauten Logistikanlagen werden allein für die Kurier-, Express- und Paketdienste benötigt. Die reinen Onlinehändler waren mit 36 % dabei. Der Onlinehandel verändert zusehends auch den Markt für Logistikimmobilien. Für die neuen Serviceanforderungen werden andere Standortkonzepte benötigt – von Auslieferungslagern in der Fläche bis hin zu Standorten für die taggleiche Auslieferung (same-day-delivery) in den Städten. Die reinen Fahrtzeiten auf zunehmend belasteten Strecken zeigen physische Grenzen auf, also rücken die Verteillager näher an die Kunden und an die großen Ballungsgebiete heran. Die Verzinsung von Logistikimmobilien ist in den zurückliegenden Monaten zwar ähnlich wie in anderen Anlageklassen zurückgegangen, bietet aber immer noch 200 Basispunkte Aufschlag gegenüber klassischen Core-Immobilien. Wir empfehlen

deshalb die Beschäftigung mit diesem interessanten Thema, das zukünftig weiter an Bedeutung gewinnen wird.

Maßnahme 7: Vergabe von Risikokapital zur Finanzierung von Bestands- oder Projektentwicklungen

Auf der Suche nach Rendite bieten sich für Investoren weiter Möglichkeiten im Bereich der Immobilienfinanzierung. Während der klassische Immobilienkredit im Beleihungsauslauf bis 60 % üblicherweise durch Banken und zu aktuell sehr günstigen Konditionen zur Verfügung gestellt wird, bestehen Finanzierungslücken und damit Spielräume für privates Engagement im höheren Beleihungsauslauf zwischen 60 % und 95 %. Bestands- und Projektentwickler, die üblicherweise mit sehr limitierten Eigenkapitalquoten arbeiten, schließen diese Lücke vielfach durch Aufnahmen von sog. Mezzanine-Kapital, das definitorisch zwischen dem Fremdkapital und dem Eigenkapital des Entwicklers rangiert und in der Regel eher schwach besichert ist („Risikokapital"). Diese Mezzaninetranchen werden üblicherweise mit 8–12 % p. a. verzinst. Ein Engagement ist im Regelfall zeitlich begrenzt, da der Entwickler bei möglichst kurzer Kapitalbindung eine Rückführung im Zuge des Verkaufs eines realisierten Projekts anstrebt. Gerade in der aktuellen „reifen" Marktphase ist die begrenzte Investitionsdauer ein wichtiger Aspekt. Innerhalb der Immobilienallokation kann der Anlagebaustein „Risikokapital für Immobilienprojekte" durch die besonderen Merkmale – kurze Kapitalbindung, hoher Zins, hohes Risiko – eine wichtige Ergänzung zu den direkt gehaltenen Immobilien darstellen.

	Untergewichten			Übergewichten	
Allokationsbausteine	stark	leicht	neutral	leicht	stark
Wohn-Zinshäuser – Core	x				
Gewerbeimmobilien – Core		x			
Value bzw. Wertschöpfungsstrategien Wohnen			x		
Value bzw. Wertschöpfungsstrategien Gewerbe				x	
Nischen (barrierefreies Wohnen, günstiger Wohnraum, Logistik)				x	
Immobilien Privat Equity / Mezzanine Finanzierung				x	

Strategiebeitrag Immobilienmarkt in 2016

Bei Neu-Investitionen in das vermeintlich risikoarme Core Segment dürften nur noch Nachkostenrenditen von unter 2 % p.a. erwirtschaftet werden können. Renditen oberhalb von 4 % p.a. können mit Nischenstrategien und Strategien aktiver Wertschöpfung erwirtschaftet werden. Als Diversifikator zu Aktien und Renten behalten Immobilien ihre Bedeutung in der Gesamtallokation. Insbesondere Gewerbeimmobilien können auf Basis indexierter Mietverträge gegebenenfalls auch einen partiellen Inflationsausgleich bieten.

JAHRESAUSBLICK 2016: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

Private Equity Markt: Unternehmerische Beteiligungen erzielen attraktive Renditen

These 1: Die gestiegenen Bewertungsrelationen der Aktienmärkte werden auch in 2016 Druck auf die Preisrelation von Private Equity Transaktionen ausüben.

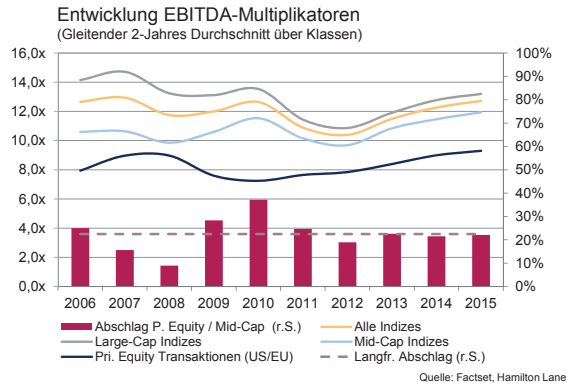
Im Rahmen von Unternehmenstransaktionen werden Wertdiskussionen meist unabhängig von der aktuellen bzw. zukünftigen Finanzierung des Zielunternehmens auf Ebene des Gesamtunternehmenswertes (Enterprise Value) geführt. Zur Einschätzung des relativen Preises einer Transaktion hat sich dabei die Relation zum EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) etabliert.

Bei privaten Transaktionen wird die breite Öffentlichkeit in der Regel nur unvollständig über Kaufpreise und Ergebniskennzahlen der Zielunternehmen informiert. Eine Reihe von Dienstleistern vermarkten jedoch Datenbanken, in denen Transaktionsmultiplikatoren aufbereitet werden. Auf Grund des Reportings an die Investoren in Private Equity Fonds gibt es für Transaktionen, bei denen Private Equity auf Käufer- und/oder Verkäuferseite stehen, eine gewisse Transparenz.

Je nach Anbieter und Zusammensetzung der Transaktionen nach Größenklassen, Branchen, Regionen etc. zeigen sich die aggregierten Kennzahlen jedoch teilweise uneinheitlich. In der folgenden Grafik haben wir der längerfristigen Entwicklung der EBITDA Transaktionsmultiplikatoren des Anbieters Hamilton Lane die entsprechenden EBITDA Multiplikatoren von Börsenindizes für Large- und Mid-Cap Segmente aus den USA und Europa gegenüber gestellt. Um kurzfristigere Entwicklungen in den Hintergrund zu bringen, haben wir gleitende Durchschnitte für jeweils Zweijahresperioden dargestellt.

Grundsätzlich zeigt sich auf diesem stark aggregierten Niveau eine klare Bewertungsrangfolge, die sich in allen Jahren (auch bei Betrachtung von Einjahresperioden) nicht verändert. Large-Cap Unternehmen werden an der Börse mit einem Aufschlag zu Mid-Cap Unternehmen gehandelt. Dieser Aufschlag hat sich in den letzten Jahren zunehmend verengt und beträgt in unserem Datensatz aktuell rund 8 %.

Private Equity Transaktionen werden im Durchschnitt mit einem signifikant geringeren EBITDA Multiplikator vollzogen. Wir halten hier einen Vergleich zu den Mid-Cap Indizes, die Unternehmen mit Marktkapitalisierungen im drei- bis vierstelligen Millionenbetrag abbilden, für angemessen. Private Equity Transaktionen dürften im Mittel kleiner sein, je nach Gewichtung der Mittelwerte sind die Unternehmen aber dennoch vergleichbar. Der Abschlag der Private Equity Multiplikatoren im Vergleich zu den Mid-Cap Indizes beträgt im Mittel seit 2005 etwa 22,5 %. Im gleitenden Zweijahresdurchschnitt sind wir im Abschlag aktuell nah am langfristigen Mittel.



Seit 2010 zeigt der dargestellte Graph der Private Equity Multiplikatoren einen konstanten Aufwärtstrend. Seit 2012 ist eine starke Korrelation zu den Aktienmärkten zu identifizieren, welche offenbar als Preistreiber auch bei privaten Transaktionen fungieren. Wir glauben, dass diese Korrelation auch langfristig erhalten bleiben wird.

These 2: Bei weiter steigenden Preisrelationen an den Aktienmärkten wird sich der Bewertungsabschlag von Private Equity von heute 22 % gegenüber mittelgroßen Aktienindizes eher erhöhen.

Die Private Equity Branche befindet sich im historischen Vergleich aktuell auf einem sehr hohen Bewertungsniveau. Der Einjahreswert zeigt für 2015 einen Multiplikator von 9,3-fach, der sehr nah an dem historischen Höchst-

wert von 9,5-fach aus 2007 liegt. Auch wenn durch deutlich geringere Zinsen die aktuelle Kennziffer als tendenziell weniger aggressiv einzuschätzen ist als 2007, wird das aktuelle Bewertungsniveau von Private Equity Managern vor dem Hintergrund der grundsätzlichen Renditeerwartungen als zum Teil problematisch hoch eingeschätzt.

Wir glauben, dass die schlechten Erfahrungen aus den Transaktionen 2007 und 2008 dazu führen werden, dass sich die Private Equity Branche im Allgemeinen diszipliniert verhalten wird. Mithin dürfte sich der Abschlag im Fall von steigenden Börsenmultiplikatoren tendenziell weiter erhöhen.

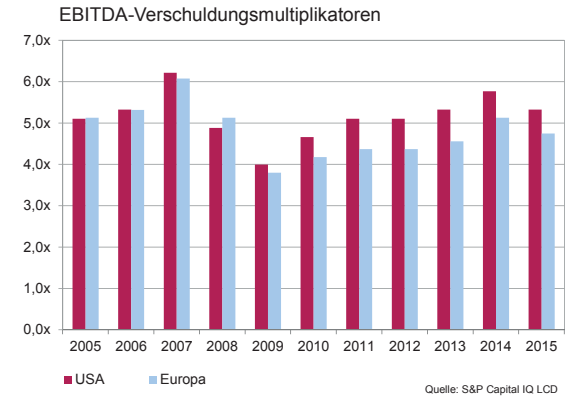
In der Branche wird es mit Sicherheit Ausnahmen geben, die in der Hoffnung weiter steigender Bewertungen historische Höchstmultiplikatoren zu zahlen bereit sind. Begünstigt werden solche Tendenzen durch den weiterhin bestehenden Anlagedruck. Die langfristige Orientierung der Asset Manager auch im Hinblick auf Nachfolgefonds sowie die Skepsis der Investoren in Private Equity dürften hier jedoch korrigierend entgegen wirken.

Vor dem Hintergrund der historisch hohen Multiplikatoren kann eine Wertgenerierung durch Steigerung des Multiplikators zwischen Ein- und Austritt aus einem Zielunternehmen nur noch schwer unterstellt werden. Eine Steigerung wird sich auf solche Verkäufe reduzieren, in denen entweder an strategische Käufer, im Wege eines Börsengangs oder in einem höherwertigen Segment veräußert wird.

> These 3: Die Finanzierungsbedingungen für Buy-Out Transaktionen bleiben auf einem attraktiven Niveau. Wir erwarten kein weiteres Ansteigen der Fremdfinanzierungsgrade. Mögliche Verbesserungen werden sich in Margen oder Bedingungen zeigen.

Buy-Out Transaktionen werden mit einem hohen Einsatz von Fremdkapital finanziert. Die Verfügbarkeit von Finanzierungen hat sich auch in 2015 für Private Equity Häuser als positiv dargestellt. Der durchschnittliche Verschuldungsgrad, gemessen als Net Debt/EBITDA Multiplikator, ist jedoch nach einem relativ konstanten Anstieg zwischen 2009 und 2014 nicht weiter angestiegen. Der Wert pendelte sich in Europa per Ende Juli 2015 für große Transaktionen bei knapp unter 5,0x ein. Auch in den USA ist der entsprechende Wert in 2015 zurückgegangen.

Wir sehen den Grund für die Stagnation bzw. leichten Rückgänge in den deutlich restriktiveren Auflagen der Finanzaufsichten in den USA und Europa. Der Appetit der Finanzierungsinstitutionen verbleibt jedoch hoch. So haben sich die Fremdkapitalkonditionen für Private Equity sowohl bei Kreditmargen als auch bei Kreditvergabebedingungen verbessert.



Die Kreditmarge über Euribor weist weiterhin auf einen leichten Abwärtstrend. Die jeweils neu verhandelte Marge bei Preisanpassungen für bestehende Leverage-Buy-Out Transaktionen reduzierte sich seit 2012 von 406 auf 340 Basispunkte per Mai 2015.

Die Verbesserungen der Kreditbedingungen für Buy-Out Transaktionen lassen sich exemplarisch an dem Anteil der Finanzierungen ablesen, die zu sogenannten „Covenant-Lite“ Bedingungen strukturiert werden. Hier verzichten die Kapitalgeber für besonders begehrte Finanzierungen z. B. auf Kündigungsmöglichkeiten, Ausschüttungssperren, Verschuldungsbegrenzungen etc. Der Anteil der Covenant-Lite Transaktionen ist in Europa seit 2012 von 5 % auf 33 % in 2015 kontinuierlich angestiegen. In den USA sind derartige Finanzierungen mit einem Anteil von 62 % in 2015 (bis Mai) schon wieder überwiegend.

These 4: Das Transaktionsvolumen insgesamt sowie das für Private Equity wird auch in 2016 ein hohes Niveau erreichen. Der Exitkanal über Börsengänge für Private Equity bleibt attraktiv. Bei guten Rahmenbedingungen wird das Volumen wieder ansteigen.

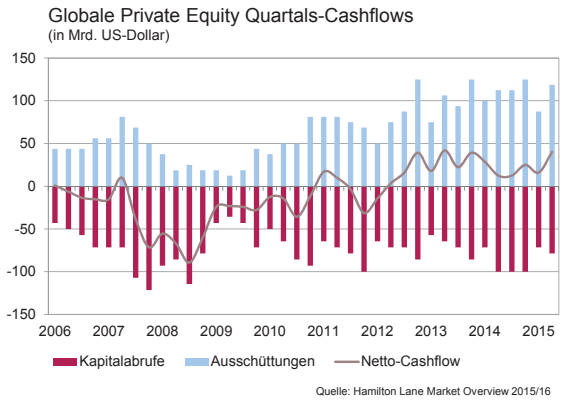
Das weltweite Transaktionsgeschehen steuerte in 2015 auf ein Rekordniveau zu. In den ersten neun Monaten meldete der Datenbankanbieter Thomson Reuters einen Anstieg des Volumens um 32 % gegenüber 2014, welches sich nur noch geringfügig unter dem Niveau von 2007 befindet. Der Anstieg basierte dabei sehr stark auf den sehr großen Transaktionen mit einem Wert von jeweils mehr als 10 Mrd. US-Dollar. Der Anteil der Private Equity Transaktionen nahm dabei trotz absolut starken Wachstums ab, da sehr große Transaktionen weiterhin eher von strategischen Käufern durchgeführt wurden. Insgesamt betrug der Anteil der Private Equity Käufer in den ersten drei Quartalen 2015 ca. 15 %.

Die beiden großen M&A Regionen Americas (Nord- und Südamerika) und EMEA (Europa, Mittlerer Osten und Afrika) zeigten sich mit unterschiedlichen Profilen. Americas wuchs in den ersten neun Monaten mit 33 %, dabei stand Private Equity für einen Anteil am Volumen von 53 %. Die EMEA Region zeigte sich mit einem Wachstum von nur 8 %, wobei das Volumen der Finanzinvestoren auf der Käuferseite mit -11 % gegenüber 2014 rückläufig war. Insgesamt standen die Private Equity Käufer hier nur für 15,2 % des Transaktionsvolumens mit rückläufiger Tendenz.

Wir erwarten auf Basis unserer allgemeinen makroökonomischen Prognose auch in 2016 ein hohes Transaktionsvolumen. Das Volumen von Private Equity auf der Käuferseite wird auch durch die umfangreichen verfügbaren Mittel auf einem langfristig hohen Niveau sein.

Das weltweite Emissionsvolumen bei Börsengängen war in den ersten neun Monaten 2015 nach Angaben des Datenbankanbieters Dealogic 34 % unter dem Niveau von 2014. Das dritte Quartal zeigte dabei die geringste Aktivität seit 2012. Auch für Finanzinvestoren hat die Bedeutung des Exitkanals „IPO“ (Erstnotiz an einer Börse) in 2015 mit 45 % Volumenrückgang gegenüber Vorjahr deutlich abgenommen. Eine hohe Anzahl von Börsengängen mit Private Equity Hintergrund wurden vor Erstnotiz abgebrochen. Der Kapitalmarkt bleibt dennoch auf Grund der hohen Bewertungen ein attraktiver Exitkanal. Wenn die Planungssicherheit für IPOs wieder ansteigt, kann das IPO-Volumen mit Private Equity Hintergrund wieder signifikant ansteigen.

These 5: Auch im Jahr 2016 wird auf Grund der guten Exitbedingungen für Private Equity das Volumen der Unternehmensverkäufe hoch sein. Der Nettocashflow aus Investorensicht wird somit positiv bleiben.



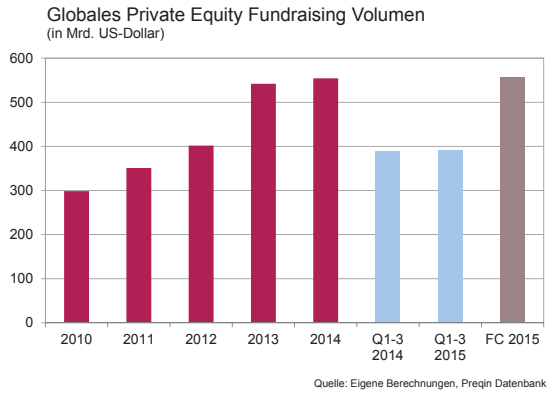
Seit 2011 ist das Volumen von Verkäufen in Private Equity Portfolios wieder nachhaltig größer als die Neuinvestitionen. Der Nettocashflow aus Sicht der Investoren in Private Equity war damit in allen Quartalen positiv. Wir erwarten hier auch für 2016 einen positiven Wert. Dies ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen:

- Das Volumen der Abverkäufe aus den Portfolios ist nach einem starken Einbrechen in 2008 wieder nachhaltig angestiegen. In 2015 beträgt der Abverkauf voraussichtlich ca. 25 % des Bestandsportfolios gemessen am Net Asset Value. Dies entspricht in etwa dem langfristigen Durchschnitt. Dies zeigt, dass Private Equity gute Verkaufsphasen abpasst. In einer solchen Phase befinden wir uns zur Zeit und eine deutliche Eintrübung erwarten wir aktuell nicht.
- Es gehört zum Geschäftsmodell von Private Equity, kleinere Firmen, z. B. von privaten Gesellschaftern, zu erwerben, um diese über Wachstumsstrategien zu vergrößern und anschließend in einer höheren Größenklasse, z. B. im Wege eines IPOs, zu veräußern. Nach-

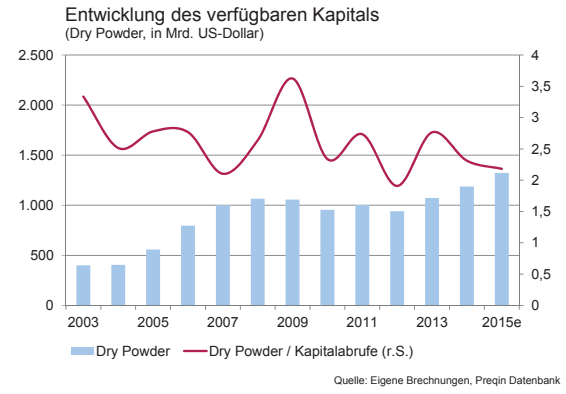
folgeinvestments setzen erneut bei kleineren Firmen mit geringerem Kapitaleinsatz an. Aus diesem Effekt ergibt sich grundsätzlich ein positiver Nettocashflow.

- Auch bei Secondary Transaktionen (Private Equity an Private Equity) ergibt sich durch die in der Regel höhere Verschuldung nach Transaktionen ein Nettocashflow an die Investoren in Private Equity.
- Durch das Wachstum im Fundraising der letzten Jahre wuchs das investierbare Kapital deutlich an. Wir gehen jedoch davon aus, dass es durch ein insgesamt diszipliniertes Investitionsverhalten hierdurch nicht zu einer Überkompensation der positiven Cashflows kommen wird.

These 6: Trotz des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes wird das Fundraisingvolumen im Jahr 2016 nicht signifikant steigen. Die verfügbaren Mittel werden industrieweit keinen zusätzlichen Katalysator für ein expansives Transaktionsvolumen und/oder die Preispolitik im Jahr 2016 bedeuten.



Nachdem das Fundraising-Volumen unter Betrachtung aller Subklassen in den Jahren bis 2013 einem starken Wachstum unterlag, hat sich eine Stagnation im Jahr 2014 eingestellt, die nach aktuellen Daten des Datenbankdienstleisters Preqin wohl auch im Jahr 2015 erhalten bleiben wird. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2015 wurde das nahezu gleiche globale Volumen an Kapitalzusagen wie im Vorjahr eingesammelt, so dass wir von einem Nullwachstum und einem Volumen von leicht über 550 Mrd. US-Dollar in 2015 ausgehen. Wir sehen aktuell keine Indikatoren für ein signifikantes Wachstum der Fundraisingvolumina in 2016.



Da die Neuzusagen an Kapital weiterhin über den Kapitalabrufen durch Neutransaktionen liegen, steigt das für Transaktionen zur Verfügung stehende Kapital weiterhin an, wenngleich mit reduzierter Geschwindigkeit. Auf Basis der Preqin Daten nimmt das Verhältnis des sogenannten Dry Powders jeweils per Jahresende zu den Kapitalabrufen in dem Jahr durch die steigende Tendenz im Transaktionsvolumen jedoch ab. Auf Basis unserer Berechnungen beträgt dieser Wert per Ende 2015 ca. 2,2 Jahre. Dies bedeutet, dass die Branche bei unveränderter Aktivität etwas mehr als zwei Jahre ohne Neuzusagen von Kapital auskommen würde. Da wir aktuell nicht unterstellen, dass Private Equity das Transaktionsvolumen undiszipliniert im Vergleich zur allgemeinen Aktivität am Transaktionsmarkt ausgeweitet hat, halten wir diese Kennzahl im Langfristvergleich für angemessen.

Wir befürchten daher nicht, dass aus dem Volumen an verfügbaren Mitteln ein zu großer Druck für zukünftiges undiszipliniertes Verhalten in Bezug auf eine weitere Ausweitung des Transaktionsvolumens und der Preisgestaltung in Transaktionen entsteht.

These 7: Das Interesse der Investoren in Private Equity an Co-Investment Aktivitäten wird weiter wachsen. Auch der Trend, dass große Investoren und Family Offices das Beteiligungsgeschäft verstärkt selbst betreiben, wird anhalten.

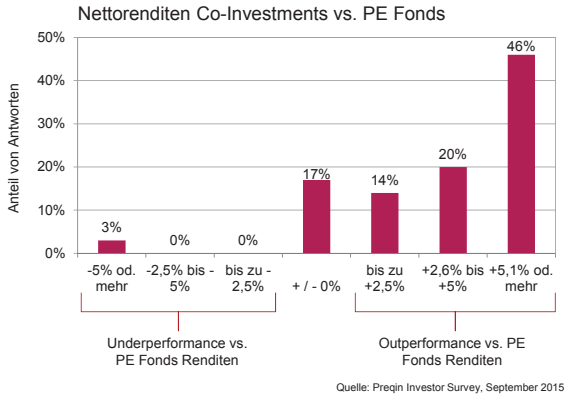
Die Aussagekraft der unter These 6 dargestellten Fundraisingaktivitäten und des Volumens an verfügbarem Kapital wird durch zwei maßgebliche Entwicklungen eingeschränkt. Konnte man in der Vergangenheit das verfüg-

bare Kapital der Private Equity Fonds als alleinigen Gradmesser der Potenz von rein finanzorientierten Investoren nutzen, müssen wir zunehmend die Mittel mit in Betracht ziehen, die von Investoren in Form von Co-Investments und als unabhängige Direktinvestments allokiert werden können. Unter Co-Investments werden dabei Investments verstanden, die von Investoren direkt in Private Equity Zieltransaktionen allokiert werden. Der „Umweg" über den Fonds wird dabei unterlassen. Über die verfügbaren Mittel in diesen beiden Kanälen gibt es keine Transparenz. Hinsichtlich Co-Investment Strategien gehen Brancheninsider davon aus, dass rund 10 % zusätzliche zu den zugesagten Mitteln für Investments zur Verfügung stehen. Doch welche Aspekte treiben diese Entwicklungen?

Co-Investments: Investoren schätzen die Flexibilität und Transparenz von Co-Investments. Erst zu dem Zeitpunkt der tatsächlichen Allokation muss der Investor entscheiden, ob er die verfügbaren Mittel tatsächlich investieren will. Hingegen hat er bei Kapitalzusagen in Fonds diese Flexibilität nicht mehr, auch wenn sich die Rahmenbedingungen fundamental geändert haben sollten. Zudem bieten Co-Investment-Strategien die Möglichkeit, besonders attraktive Opportunitäten aus einem großen Pool zu selektieren. Wir glauben jedoch, dass hier neben Potentialen für einige Investoren auch Gefahren lauern. Die Ressourcen und inhaltlichen Kompetenzen bei einigen Co-Investoren dürften als nicht adäquat eingeschätzt werden.

Ein sehr wichtiger Treiber für Co-Investments ist in dem Preisargument zu sehen. Wichtigen Fondsinvestoren, die zweistellige Millionenbeträge in einen Fonds investieren, werden zunehmend zusätzlich feste Co-Investment Rechte als Verkaufsargument eingeräumt. Anders als bei Fondskapitalzusagen sind auf das sicher zu erwartende Volumen an Opportunitäten keine Gebühren zu zahlen. Aber auch auf das später allokierte Kapital durch Co-Investments werden häufig weder feste noch erfolgsabhängige Gebühren berechnet. Großen Investoren in Private Equity Fonds wird so ein substanzieller Rabatt eingeräumt. Wir glauben, dass das zunehmende Volumen an provisionsfreien Co-Investments eines der maßgeblichen Instrumente ist, um den Preisdruck einer reifer werdenden Branche zu adressieren, ohne dass es dabei zu offensichtlichen Reduktionen der nominalen Gebührensätze für alle Investoren kommt.

Der wichtigste Treiber dürfte jedoch in den sehr positiven Erfahrungen der Investoren mit Co-Investments und der daraus resultierenden Nachfrage liegen. In einer Umfrage des Dienstleisters Preqin gaben 82 % der Befragten, die die Performance von Co-Investments intern benchmarken, an, dass Sie eine Outperformance erwirtschafteten. Nur 3 % sehen schwächere Renditen als bei entsprechenden Allokationen in die Fonds. In der gleichen Umfrage prognostizierten 49 % der Befragten ein Ausweiten der Aktivitäten, nur 2 % wollen hingegen die Aktivitäten reduzieren.



Direktbeteiligungsaktivitäten: Die zweite Quelle von verfügbaren Mitteln von rein finanzorientierten Investoren neben Private Equity sind Direktinvestoren. Auch dieser Trend ist nur schwer mit Daten zu unterlegen. Es ist jedoch zunehmend zu beobachten, dass sehr große Kapitalsammelstellen neben Investitionen in Private Equity Fonds Direktbeteiligungsaktivitäten aufbauen. Zudem sind nach unserer Beobachtung große Family Offices zunehmend im Direktbeteiligungsgeschäft aktiv, ohne dass es strategische Verbindungen zu dem historischen Kern des jeweiligen Vermögens gibt. Aus unserer Sicht gibt es für diese Trends drei maßgebliche Treiber:

- Investoren sind teilweise nicht mehr bereit, das übliche Provisionsmodell von 2 % laufender Gebühr zzgl. 20 % Erfolgsbeteiligung zu akzeptieren und sehen einen Kostenvorteil in eigenen Strukturen.
- Investoren sehen mitunter wenig Sinn in dem Exitfokus der Private Equity Branche. Dies gilt insbesondere, wenn sie beobachten, dass Unternehmen von einem Fonds an den anderen Fonds verkauft werden, und sie an beiden beteiligt sind. Neben möglichen Fehlanreizen in den Unternehmen werden insbeson-

dere die sehr hohen Transaktionskosten für Beratung, Finanzierung, etc. kritisiert.

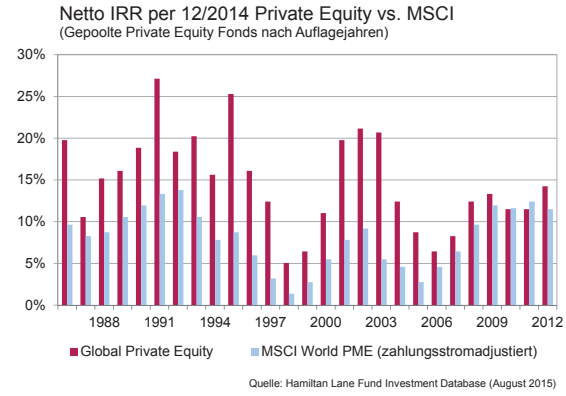
- Es besteht bei vielen Investoren eine Wertschätzung der Kenntnis von bestehenden Beteiligungen und die Überzeugung, Werte durch sehr langfristiges Agieren generieren zu können. Zudem gibt es häufig eine starke Identifikation mit den Portfoliounternehmen.

These 8: Die Outperformance der Assetklasse Private Equity gegenüber Aktienindizes in der Langfristbetrachtung wird auch in 2016 erhalten bleiben. Eine kurzfristige Underperformance schließt dies selbstverständlich nicht aus.

Die in diesem Kapitel bereits mehrfach zitierten Serviceanbieter wie z. B. Preqin, Hamilton Lane, Cambridge Associates, Pitchbook, Dealogic oder S&P veröffentlichen Private Equity Renditen auf Quartalsbasis und benchmarken diese an zahlungsflussadjustierten Aktienindizes. Bis zur Erstellung des Jahresausblickes hatten einige Anbieter Daten des zweiten und dritten Quartals für das Jahr 2015 berichtet. Die Ergebnisse werden dann häufig in gepoolten Private Equity Indizes aggregiert dargestellt. Ein Vergleich der sehr unterschiedlichen aktuellen Ergebnisse für 2015 zeigt, dass die Aussagekraft der kurzfristigen Reportings von sehr eingeschränkter Bedeutung ist. Insofern soll an dieser Stelle wiederum keine Prognose für eine Rendite 2016 für die Private Equity Gesamtbranche abgegeben werden. Die kurzfristige Entwicklung der Portfolien wird sich grundsätzlich nicht von den makroökonomischen Entwicklungen und den Aktienmärkten entkoppeln.

Wir sind weiterhin davon überzeugt, dass Private Equity die Kapitalmarktindizes langfristig outperformen kann. Dieses Bild wird sich nach unserer Einschätzung auch in 2016 nicht ändern. Je länger die Betrachtungszeiträume jeweils werden, desto deutlicher wird dieser Trend identifizierbar sein.

Unsere Einschätzung basiert auf zwei marktüblichen Betrachtungsweisen, bei denen langfristige Vergleiche der Renditen für Private Equity Fonds mit der Performance von Aktienindizes vorgenommen werden.



Die Grafik zeigt die aktuelle Netto IRR (durchschnittliche jährliche Verzinsung nach Kosten) eines großen, global gepoolten Universums an Private Equity Fonds jeweils nach Auflagejahren und die Rendite für den zahlungsstromadjustierten MSCI World Index. Bei der Betrachtung wird deutlich, dass Private Equity in dem betrachteten Datensatz in allen Auflagejahren außer 2010 und 2011 per heute die Benchmark MSCI schlägt. Ein Blick auf die jüngeren Jahrgänge impliziert zunächst, dass Private Equity die hohen Aktienrenditen nicht mehr übertreffen kann. Ob dies an einem kompetitiveren Wettbewerb für private Transaktionen oder an dem noch jungen Reifegrad der Fonds liegt, wird die Zukunft zeigen. Tendenziell weisen Private Equity Fonds auf Grund der Gewinnrealisation beim Verkauf von Firmen und auf Grund der steigenden Kostendegression eine attraktivere Rendite mit steigender Reife auf.

Global gepoolte Private Equity IRR vs. Aktienindizes

1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre	25 Jahre
10,0	19,2	15,6	12,7	11,3	13,4	13,5
9,9	16,3	14,4	8,8	7,4	10,5	10,4
6,8	15,5	14,2	7,9	7,4	9,6	9,8
4,9	15,0	10,2	7,8	5,4	7,7	8,8
4,9	14,5	8,9	6,0	3,1	7,1	7,6
-1,8	4,4	2,1	5,8	1,8	6,0	6,4

Global Buyout & Growth Equity Index
Dow Jones Industrial Average
MSCI Emerging Markets
MSCI Europe
MSCI World
Russell 2000

In einer zweiten Betrachtung haben wir für unterschiedliche historische Zeiträume per Ende 2014 die Netto IRR für das global gepoolte Private Equity Portfolio über alle Auflagejahre den jeweiligen Renditen unterschiedlicher Aktienindizes gegenübergestellt und nach Größe sortiert. Auch diese Betrachtung eines anderen Universums zeigt

an, dass Private Equity in der Langfristbetrachtung alle dargestellten Indizes geschlagen hat.

Einschränkend sollte erwähnt werden, dass andere Vergleiche, z. B. von lokalen Private Equity Märkten oder zu anderen Benchmarks zu teilweise nicht so eindeutigen Ergebnissen wie hier dargestellt führen. Auch einige wissenschaftliche Untersuchungen zeigen keine signifikante Outperformance.

Wir halten die dargestellten Vergleiche im Ergebnis jedoch für plausibel. Aus unserer Sicht muss Private Equity im langfristigen Vergleich auch eine höhere Rendite erwirtschaften, um die Nachteile und Risiken im Vergleich zu Aktienmärken zu rechtfertigen. So ist das Vermögen in Private Equity illiquide, langfristig gebunden und eine Allokation muss zudem über Jahre aufgebaut werden. Private Equity investiert im Vergleich zu den großen Aktienindizes wie z. B. MSCI in deutlich kleinere Firmen, die tendenziell höheren Risiken unterliegen. Zudem arbeitet die Branche mit einem höheren Fremdkapitalhebel, der das Risiko zusätzlich hebt.

Private Equity: Maßnahmen

Maßnahme 1: Weiterführung eines systematischen Portfolioaufbaus und keine taktische Allokationsänderung hinsichtlich Private Equity Portfolien

Auf Grund unserer Einschätzung, dass Private Equity langfristig attraktive Renditen erwirtschaftet, empfehlen wir weiterhin einen systematischen Aufbau einer Allokation, die über verschiedene Dimensionen (Jahre, Regionen, Subklassen) diversifiziert sein sollte.

Taktische Allokationsänderungen halten wir vor dem Hintergrund dieser illiquiden Assetklasse für nicht praktikabel und nicht empfehlenswert. Ungeachtet dieser grundsätzlichen Einschätzung zeigt sich der Sekundärmarkt zur Zeit als aufnahmebereit, ohne zu hohe Preisabschläge zu fordern. Überallokationen in Subassetklassen von Private Equity könnten derzeit attraktiv veräußert werden.

Maßnahme 2: Tendenziell stärkeren Fokus auf europäische Private Equity Fonds im Rahmen von Neuallokationen

Unsere mittelfristigen makroökonomischen Annahmen zeigen ein wirtschaftlich dynamisches Szenario für Europa. So könnten z. B. die zu erwartenden unterschiedlichen Zinsentwicklungen gegenüber anderen Regionen über weitere Währungsabwertung zu einem Erstarken der Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums führen. Wir glauben weiterhin, dass sich der europäische und insbesondere der deutsche Mittelstand gut behaupten wird und sich attraktive Investmentziele bieten werden. Zudem wird es von Vorteil sein, dass Allokationen in heimatnahe Fonds auf Grund der Marktkenntnis und bestehender Netzwerke gut eingeschätzt werden können. Bei der Selektion sollte auf nachvollziehbare Alleinstellungsmerkmale in dem Investmentansatz geachtet werden.

Maßnahme 3: Die weltweiten Energiemärkte stehen weiterhin vor großen Umwälzungen. Wir empfehlen, derzeit abzuwarten.

Der starke Rückgang der Energiepreise sowie energiepolitische Veränderungen hin zu mehr erneuerbaren Energiequellen haben in der nahen Historie zu mitunter deutlichen Abwertungen in den relevanten Branchen geführt. Dies war auch in Fondsportfolien zu beobachten, die stark auf den Energiesektor ausgerichtet sind. Derartige Entwicklungen werden von Private Equity Fonds gern genutzt und bieten sicher ein erhöhtes Rendite/Risiko-Profil. Wir empfehlen jedoch aus Vorsichtsgründen zunächst abzuwarten, da hier der politische Einfluss besonders groß und damit die Unsicherheit hoch ist.

Strategiebeitrag Private Equity Markt in 2016

Über direkte und indirekte Beteiligungen können hohe unternehmerische Renditen und in der Portfoliobetrachtung ein attraktiver Cashflow erwirtschaftet werden. Private Equity erschließt dem weniger unternehmerischen und breit diversifizierten Investor die Möglichkeit, sinnvoll in kleinere und mittlere Unternehmen zu investieren, wodurch das Gesamtportfolio zusätzlich diversifiziert werden kann.

JAHRESRÜCKBLICK

Konjunktur und Geldpolitik: Rückblick 2015

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

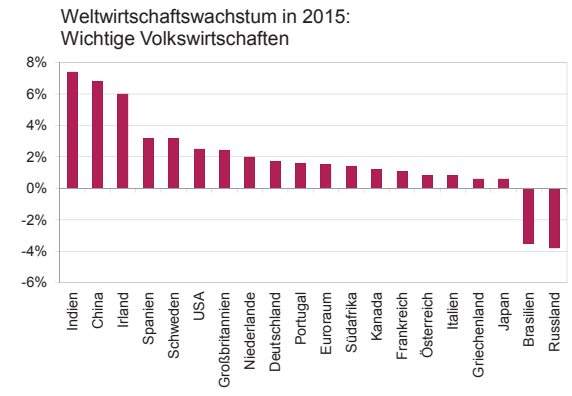
Erneut waren die USA und das Vereinigte Königreich die Wachstumstreiber unter den Industrieländern. Während die beiden Volkswirtschaften ein Wachstum von rund 2,5 % erreichten, mussten sich der Euroraum (+1,5 %) und Japan (+0,6 %) mit spürbar geringeren Zuwachsraten zufrieden geben.

Die schwächere Dynamik lässt sich strukturell mit einer alternden Bevölkerung, einer bedenklich hohen Verschuldung in Japan und in mehreren europäischen Staaten sowie vielerorts stark verkrusteten politischen und arbeitsmarktrechtlichen Strukturen erklären. Der Unterschied wäre sogar noch größer ausgefallen, wenn nicht für den Euroraum und Japan günstige Wechselkursverschiebungen den Export in diesen Volkswirtschaften angekurbelt hätten.

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

Das Weltwirtschaftswachstum belief sich im Jahr 2015 auf +3,1 %. Dies ist nur etwas weniger als im Vorjahr (+3,4 %). Der Rückgang ging allein auf das Konto der Schwellenländer, wobei vor allem das Schwergewicht China (eine um 0,5 Prozentpunkte geringere Wachstumsrate), aber auch Brasilien (3,3 Prozentpunkte) und Russland (4,4 Prozentpunkte) die Wachstumsdynamik belasteten. Während Chinas Wirtschaft unter Überkapazitäten im produzierenden Gewerbe litt, beklagten Brasilien und Russland neben einigen anderen Schwellenländern fallende Rohstoffpreise als Ursache. Politische Misswirtschaft trug in vielen dieser Länder zu der schwachen Entwicklung bei.

Dagegen profitierten die wichtigsten Industrienationen sowohl von einer zyklischen Erholung als auch vom niedrigen Ölpreis, der Freiräume für den nicht-energiebezogenen Konsum eröffnete.



These 3 für 2015: Die US-Arbeitslosenquote wird weiter kontinuierlich sinken und zum Jahresende die Marke von 5,0 % erreichen. Auf dem US-Arbeitsmarkt machen sich erste Fachkräftemängel bemerkbar. Die Lohnzuwächse steigen sukzessive an, bleiben aber moderat. ✓

Die Arbeitslosenquote ist im Jahr 2015 wie von uns erwartet von 5,6 % auf 5,0 % zurückgegangen. Zwar ist ein Fachkräftemangel in den USA noch kein großes Thema, aber zum Jahresende zeichneten sich etwas höhere Lohnzuwächse ab.

These 4 für 2015: Die US-Inflationsrate bleibt deutlich unter der Marke von 2 %. ✓

Fallende Rohstoffpreise sorgten in den USA dafür, dass die Inflationsrate für alle Gütergruppen niedrig blieb und im Jahresdurchschnitt bei 0,1 % lag. Aber auch die von der US-Notenbank viel beachtete Kerninflationsrate ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise erreichte im Jahresdurchschnitt nur 1,8 %.

These 5 für 2015: Die US-Notenbank erhöht die Zinsen nur sehr vorsichtig auf maximal 0,50 Prozentpunkte. Bei einem dauerhaft niedrigen Ölpreis ist sogar eine Beibehaltung des Nullzinses denkbar. ✓

Während die allgemeine Marktmeinung zu Beginn des Jahres 2015 drei Zinsschritte bis zu einem Niveau von 0,75 % bis 1 % per Jahresende erwartete, kam es stattdessen nur zu einer Zinserhöhung im Dezember um 0,25 Prozentpunkte. Wir lagen mit unserer Prognose daher besser als der Markt.

These 6 für 2015: Die US-Wirtschaft wird mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3,0 % kräftig wachsen. –

Die US-Wirtschaft blickt auf ein insgesamt positives Jahr 2015 mit einem Wachstum von 2,5 % zurück. Dabei kam es jedoch wegen des starken US-Dollar und des niedrigen Ölpreises zu einer gewissen Spaltung der Volkswirtschaft. Während auf der einen Seite der Konsum- und der Dienstleistungssektor kräftig anzogen, litt das Verarbeitende Gewerbe unter nachlassenden Aufträgen und Investitionen. Wir hatten die dämpfenden Faktoren zwar richtig vorausgesehen, insgesamt aber ein etwas höheres Wachstumsniveau erwartet.

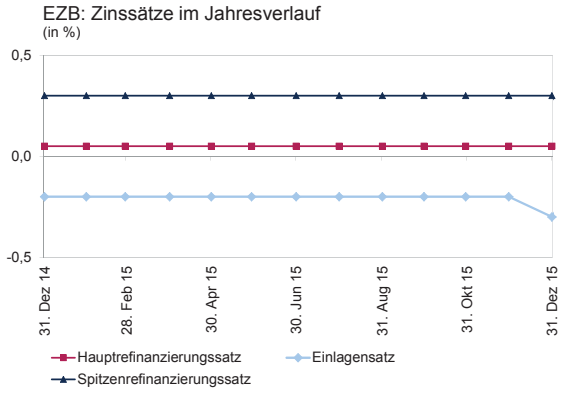
These 7 für 2015: In der chinesischen Wirtschaft macht sich die Ausrichtung auf eine nachhaltigere Wirtschaftspolitik in einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Expansion bemerkbar. Das BIP-Wachstum wird nur noch bei 6,5 % liegen. –

Das Tempo der wirtschaftlichen Expansion hat sich in China im Jahr 2015 etwas verlangsamt. Die Umstrukturierung der chinesischen Wirtschaft weg von einem umweltbelastenden Produzierenden Gewerbe hin zu mehr Dienstleistungen und Konsum führte zu einer kleinen Wachstumsdelle. Der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr betrug insgesamt 6,9 % nach 7,3 % im Jahr 2014.

These 8 für 2015: Die EZB wird ihr Anleihekaufprogramm ausweiten und die Zentralbankbilanz um einen niedrigen bis mittleren dreistelligen Milliardenbetrag ausweiten. ✓

Die EZB hat am 22. Januar 2015 auf die deflatorischen Tendenzen reagiert und beschlossen, europäische Staatsanleihen und andere Anleihen aus dem Euroraum in großem Umfang aufzukaufen. Dabei liegen die monatlichen Ankäufe bei 60 Mrd. Euro. Das Programm, das im März begonnen wurde, umfasst somit auf Jahressicht einen aufgekauften Betrag im Umfang unserer Prognose von rund 510 Mrd. Euro. Die EZB hat ihr Anleiheaufkaufprogramm angesichts anhaltend niedriger Inflationsraten im Dezember um sechs Monate verlängert, so dass die Aufkäufe planmäßig bis März 2017 angesetzt sind.

Auch die Zinssätze der Notenbank wurden im Dezember nochmals angepasst. Während der Hauptrefinanzierungssatz bei 0,05 % und der Spitzenrefinanzierungssatz bei 0,3 % blieben, wurde der Einlagenzinssatz weiter auf nun -0,3 % abgesenkt. Die EZB möchte mit dieser Maßnahme die Banken dazu bewegen, die frische Liquidität, die die EZB durch ihr Anleiheaufkaufprogramm in den Markt drückt, nicht wieder auf dem Einlagenkonto der EZB zu parken. Die Notenbank erhöht damit den Preis der Geldhaltung und setzt einen Anreiz, die Geldhaltung möglichst zu begrenzen und verstärkt Kredite zu vergeben.



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

Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum hat sich im Jahr 2015 um 1,5 % erhöht. Damit erreichte die wirtschaftliche Dynamik ein etwas höheres Niveau als von uns erwartet. Vor allem die südeuropäischen Volkswirtschaften überraschten mit einem stärkeren Wachstum. Irland (+6,0 %), Spanien (+3,2 %) und Portugal (+1,6 %) bewiesen, dass Reformen Erfolge und positive Überraschungen in der wirtschaftlichen Dynamik mit sich bringen können. Dagegen schöpften Frankreich (+1,1 %) und Italien (+0,8 %) ihr Wachstumspotenzial weiterhin nicht aus.

Besonders enttäuschend und dabei selbstverschuldet verlief die Entwicklung in Griechenland. Die Verhandlungstaktik der neuen Regierung unter Regierungschef Alexis Tsipras bescherte dem Land einen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität um 1,2 %, nachdem die Prognosen vor einem Jahr noch ein Wachstum von fast 3 % vorhergesehen hatten.

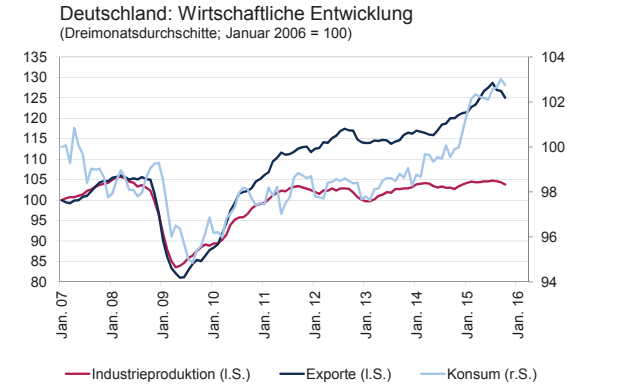
These 10 für 2015: Die Euro-Krise wird im Jahr 2015 trotz Unsicherheiten um Griechenland nicht wieder akut werden. (✓)

Griechenland war zur Mitte des Jahres das beherrschende Wirtschaftsthema. Doch obwohl ein Verbleib Griechenlands im Euro am seidenen Faden hing, kam es nicht wieder zu einer vergleichbaren Euro-Krise wie im Jahr 2012. So blieb z. B. die Gemeinschaftswährung in dieser Phase in ihrem Außenwert ausgesprochen stabil. Auch die Renditeaufschläge auf Staatsanleihen aus den Peripheriestaaten stiegen zwar zwischen 50 Basispunkten (Irland) und 150 Basispunkten (Portugal) an, lagen aber noch weit unter ihren Höchstwerten von Ende des Jahres 2011 bis Anfang 2012 (Italien: 400 Basispunkte, Portugal: 1.200 Basispunkte). Dies kann als Zeichen dafür interpretiert werden, dass sich die anderen europäischen Volkswirtschaften vom politischen Problemfall Griechenland weitgehend gelöst haben.

Das Verschuldungsniveau in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nahm dank des Haushaltsüberschusses in Deutschland und einer soliden wirtschaftlichen Entwicklung leicht ab und dürfte für den Euroraum insgesamt bei knapp 94 % gelegen haben.

These 11 für 2015: Das Bruttoinlandsprodukt Deutschlands wird um 1,7 % zulegen und dabei maßgeblich vom privaten Konsum gestützt werden. ✓

Die deutsche Wirtschaft ist im Jahr 2015 um 1,7 % gewachsen. Aufgrund steigender Löhne und einer niedrigen Inflationsrate verzeichnete der private Konsum mit +1,9 % den größten Zuwachs seit dem Boomjahr 2000. Aber auch die Ausrüstungsinvestitionen (+3,4 %) und die Exporte (+5,2 %) legten zu. Eine geringere Nachfrage aus Russland, China und Brasilien wurde durch erhöhte Absatzzahlen in den USA, dem Vereinigten Königreich und den Euro-Staaten mehr als ausgeglichen.



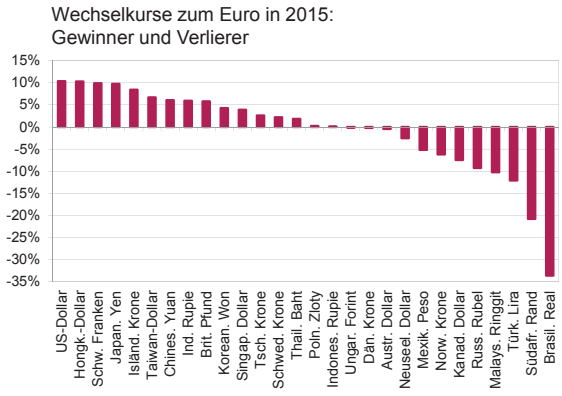
Devisenmarkt: Rückblick 2015

These 1 für 2015: Wir erwarten zum Jahresende einen US-Dollar-Kurs von 1,15 US-Dollar je Euro. —

Der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar wurde im Jahr 2015 fast ausschließlich von der Geldpolitik geprägt. Alle anderen Themen wie Wachstumsdifferenzen, Leistungsbilanzunterschiede oder Inflationsraten blieben im Hintergrund. Selbst die Griechenland-Krise im Sommer hatte keine großen Effekte auf den Euro.

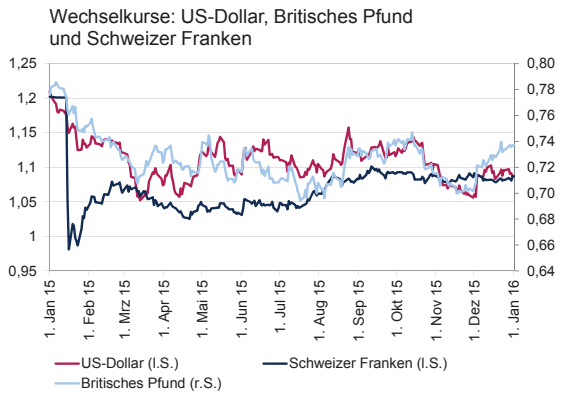
Die Erwartungen, dass die US-Notenbank mehrere Zinsschritte in den Jahren 2016 und 2017 durchführen wird, während die Europäische Zentralbank den Einlagenzins, der auf 0,3 % gesenkt wurde, wohl noch eine längere Zeit im negativen Terrain belassen und weiter verstärkt Anleihen aufkaufen wird, führten zu einer spürbaren Aufwertung des US-Dollar auf 1,09 EUR/USD zum Jahresende.

Der Euro war dabei keine besonders schwache Währung. Viele Schwellenländerwährungen litten unter der abnehmenden Wachstumsdynamik in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Besonders betroffen waren die Währungen von rohstoffexportierenden Volkswirtschaften wie Brasilien, Südafrika und Russland, die eine massive Verschlechterung ihrer Terms of Trade erfahren mussten.



These 2 für 2015: Wir erwarten zum Jahresende einen Kurs des Britischen Pfund von 0,75 EUR/GBP. ✓

Das Britische Pfund hat im Jahresverlauf gegenüber dem Euro von 0,78 EUR/GBP auf 0,74 EUR/GBP und damit nur unwesentlich stärker als von uns erwartet aufgewertet. Wir waren damit zu Recht optimistischer als der Konsens. Auch hier spielte die Geldpolitik eine bedeutende Rolle. Die Aussichten auf erste Zinserhöhungen durch die Bank of England im Jahr 2016 dank einer soliden Wirtschaftsentwicklung machten das Britische Pfund attraktiv.



These 3 für 2015: Der Schweizer Franken wird zum Jahresende bei 1,05 EUR/CHF liegen. (✓)

Der Schock der Freigabe des Mindestkurses für den Schweizer Franken gegenüber dem Euro zu Beginn des Jahres hat den Schweizer Franken zunächst in Richtung Parität zum Euro aufwerten lassen. Erst mit der Zeit bewirkten die hohen negativen Leitzinsen von 0,75 % einen Kapitalabfluss aus dem Alpenland. Zum Ende des Jahres lag der Schweizer Franken bei knapp 1,09 EUR/CHF. Unsere Prognose von 1,05 EUR/CHF kam diesem Ergebnis relativ nahe.

Geldmarkt: Rückblick 2015

These 1 für 2015: Die Zinsen für Geldmarktanlagen werden auf ihren niedrigen Niveaus verharren. Der negative Zinssatz auf Einlagen bei der EZB wird über das Jahr Bestand haben. —

Am Geldmarkt hat sich die Situation im Jahr 2015 entgegen unseren Erwartungen weiter verschärft. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Dezember abermals den Zinssatz auf Einlagen auf nunmehr -0,3 % abgesenkt. Damit will sie erreichen, dass die Geschäftsbanken über-

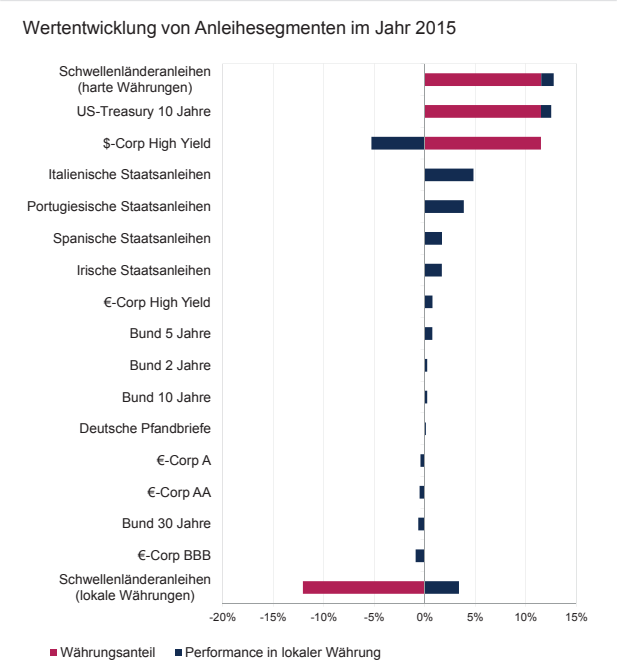
schüssige Gelder nicht an die EZB zurückgeben, sondern in Form von Krediten im Wirtschaftskreislauf belassen. Die Senkung des Einlagenzinssatzes und die Anleiheaufkäufe haben das Marktzinsniveau in den negativen Bereich gedrückt. So sank der dreimonatige EURIBOR-Zinssatz, zu dem sich Banken untereinander Geld leihen, erstmals unter 0 %.

Für Privatanleger hatte der Zinssatz von 0 % dagegen weiter Bestand bzw. lag bei einigen Banken sogar leicht darüber. Viele Banken sind noch in der Lage, durch die Fristentransformation Zinsen von 0 % zu erwirtschaften, also oberhalb des am Markt gezahlten Geldmarktzinssatzes, indem sie beispielsweise länger laufende Anleihen erwerben oder Kredite vergeben. Auch ist es für einige Banken aufgrund ihres Geschäftsmodells nach wie vor attraktiv, einen Zinssatz über 0 % anzubieten, um an Gelder zu kommen. Negative Zinsen fielen nur bei institutionellen Geldern oder sehr großen Privatvermögen an.

Rentenmarkt: Rückblick 2015

Die Entwicklung am Rentenmarkt war im Jahr 2015 unstetig und von mehreren Richtungswechseln geprägt. Die Hauptursache hierfür sehen wir in der Notenbankpolitik der Federal Reserve (Fed) und der EZB. So war das Jahr 2015 von der Diskussion geprägt, wann die Fed das erste Mal seit dem Jahr 2006 die Zinsen erhöhen wird. Während zu Jahresbeginn mit der ersten Zinserhöhung zur Jahresmitte gerechnet wurde, rechneten die Marktteilnehmer zur Jahresmitte für den Herbst mit der ersten Zinserhöhung. Erst spät im Herbst verfestigte sich die Meinung, dass die erste Zinserhöhung im Dezember umgesetzt wird. Auch die EZB verunsicherte die Marktteilnehmer mit widersprüchlichen Aussagen und konnte die geldpolitischen Erwartungen nicht so steuern, dass hohe Schwankungen an den Rentenmärkten vermieden wurden. Führende Notenbanker der EZB wie der Notenbankpräsident Draghi und der Bundesbankpräsident Weidmann äußerten zudem, dass sich die Marktteilnehmer an eine höhere Volatilität gewöhnen müssten.

Auf Segmentebene haben sich aufgrund des Währungseffekts vor allem Anleihen in US-Dollar gut entwickelt. Aber auch die von uns zu Jahresbeginn empfohlenen High Yield Anleihen und Peripherieanleihen konnten eine erfreuliche Entwicklung nehmen.



These 1 für 2015: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende auf 0,8. ✓

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen notierte am Jahresende bei 0,63 % und damit nur etwas unter unserer Prognose. Allerdings waren die unterjährigen Schwankungen teils beträchtlich. So sank die Rendite im April auf einen Rekordtiefstand von knapp unter 0,05 %. Dieser starke Rückgang der Rendite war vor allem auf das Anleiheaufkaufprogramm der EZB zurückzuführen, welches phasenweise zu Knappheitssorgen bei Bundesanleihen führte. Begleitet wurde diese Entwicklung von weiter sinkenden Inflationsraten.

Im April erreichten die Renditen ihren Tiefpunkt und stiegen im Mai und Juni an. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen übersprang kurzfristig die Marke von 1 %. Auslöser waren vor allem bessere Konjunkturdaten und ein überraschender Anstieg der Kerninflationsrate im Euroraum auf zwischenzeitlich 0,9 %. Zudem kam es zu Anleiheverkäufen der chinesischen Notenbank, die die heimische Währung damit abwertete. Im weiteren Jahresverlauf gingen die Renditen wieder zurück, was zunächst

auf den rapiden Preisverfall bei vielen Rohstoffen und insbesondere Rohöl zurückzuführen war.

These 2 für 2015: Die Renditeaufschläge bei Peripherieanleihen können sich noch etwas einengen und den Verlust aus dem erwarteten Anstieg des Zinsniveaus (teilweise) ausgleichen. Die Wertentwicklung wird besser sein als bei Bundesanleihen. ✓

Peripherieanleihen haben sich im Jahr 2015 besser entwickelt als Bundesanleihen. Italienische Anleihen waren mit einer Performance von etwa 5 % der Spitzenreiter. Die Anleihespreads sind erneut gefallen, was selbst für griechische Anleihen gilt. Lediglich bei spanischen Anleihen haben sich die Spreads seitwärts entwickelt, da politische Unsicherheiten bezüglich der Parlamentswahl im Dezember 2015 und der katalanischen Unabhängigkeitsbewegung aufkamen. Irland konnte seine finanzielle und wirtschaftliche Situation dagegen weiter verbessern, was eine Hochstufung des Ratings von A auf A+ durch die Ratingagentur S&P zur Folge hatte. In Italien kehrte mit dem neuen Premier Matteo Renzi Stabilität in das politische System des Landes ein. Zudem wurden wichtige Reformen in Italien umgesetzt und das Defizitziel eingehalten.

These 3 für 2015: Die Renditeaufschläge bei europäischen Unternehmensanleihen im Investment Grade-Bereich können sich noch etwas einengen. –

Unternehmensanleihen haben im Jahr 2015 trotz relativ robuster Rentenmärkte keine Spreadeinengung zu verzeichnen gehabt. Schwache Konjunkturdaten aus den meisten Schwellenländern haben zu einem Umdenken bei vielen Anleiheinvestoren geführt. Die Risiken, die mit einem Anleiheinvestment in zyklische Branchen wie dem Rohstoff- oder dem Automobilsektor verbunden sind, rückten verstärkt in den Vordergrund. Zudem haben viele US-amerikanische Unternehmen die niedrigen Zinsen im Euroraum genutzt, um Anleihen zu platzieren. Dies erhöhte das Angebot in dem Segment und setzte die Spreads zusätzlich unter Druck. Unternehmensanleihen verzeichneten leichte Verluste von weniger als einem Prozent.

These 4 für 2015: Europäische High Yield und Nachranganleihen profitieren vom Anlagenotstand und den niedrigen Ausfallraten. ✓

Interessanterweise konnten sich High Yield Anleihen besser entwickeln als ihre Pendants aus dem Investment Grade. Der Grund ist, dass der Kupon deutlich höher ausfällt. Ein leichter Anstieg der Anleihespreads fällt somit weniger stark ins Gewicht und lässt Raum für eine auskömmliche Jahresrendite.

These 5 für 2015: Die Zinswende in den USA und die Sorgen um den Rohölpreis belasten Schwellenländeranleihen zunächst. Im weiteren Jahresverlauf werden aber die positiven Aspekte des niedrigen Ölpreises in den Vordergrund treten. Die Performance wird im unteren einstelligen Bereich liegen. (✓)

Bei Schwellenländeranleihen musste im Jahr 2015 stark zwischen den Anleihen in lokaler Währung und in harter Währung unterschieden werden. Die Anleihen in lokaler Währung wiesen spürbare Verluste auf, was vor allem auf die Währungsabwertung vieler Schwellenländerwährungen zurückzuführen ist. Anleihen von Schwellenländern, die in US-Dollar notieren, konnten dagegen von der starken Aufwertung des US-Dollar profitieren und eine hohe Rendite generieren. Wir haben richtig prognostiziert, dass die Entwicklung am Rohölmarkt weiter Druck auf das Segment ausüben wird, während wir zwar eine US-Dollar-Aufwertung erwartet hatten, aber nicht in dem Umfang.

These 6 für 2015: Inflationsindexierte Staatsanleihen sind attraktiver als nominale Staatsanleihen. Floater bieten bei steigenden Zinsen einen Schutz vor Kursverlusten. (✓)

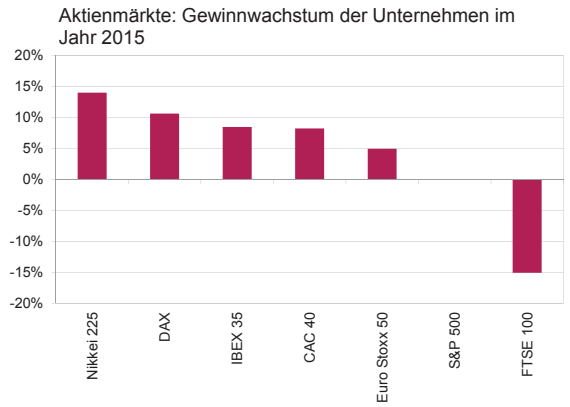
Die Inflationserwartungen sind seit Jahresbeginn 2015 moderat angestiegen, wovon inflationsindexierte Anleihen teilweise profitiert haben. Während deutsche inflationsindexierte Staatsanleihen zwar etwas hinter der Wertentwicklung ihrer nominalen Pendants zurückblieben, haben sich inflationsindexierte Anleihen Italiens und Frankreichs besser als die nominalen Titel entwickelt. Der Grund für den Anstieg der Inflationserwartungen sind die

expansive Geldpolitik der EZB, mit der die Notenbank die deflationären Tendenzen bekämpft, und der wirtschaftliche Aufschwung. Floater konnten aufgrund weiter rückläufiger Zinsen keinen Mehrwert erbringen. Der Dreimonats-EURIBOR, zu dem sich Banken untereinander Geld leihen, fiel in den negativen Bereich.

Aktienmarkt: Rückblick 2015

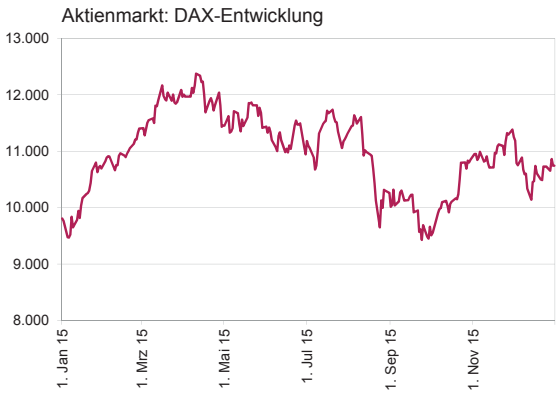
These 1 für 2015: Die Gewinne der deutschen Aktienunternehmen werden kräftiger steigen als in den meisten anderen Märkten. ✓

Die DAX-Unternehmen konnten im Jahr 2015 ihre Gewinne um etwa 11 % steigern. Damit stellte sich das Jahresergebnis der großen deutschen Aktienunternehmen besser dar als das vieler anderer Unternehmen in Europa und den USA. Der wichtigste Grund für die erfreuliche Gewinnentwicklung dürfte die kräftige Abwertung des Euro im Verhältnis zum US-Dollar sein. Da die deutschen Unternehmen besonders exportorientiert sind, profitierten sie stärker als beispielsweise die Unternehmen aus Spanien oder Frankreich.



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

Der Dax konnte im Jahr 2015 insgesamt eine positive Wertentwicklung nehmen und um 9,6 % auf 10.743 Punkte zulegen. Unsere Prognose wurde somit nahezu punktgenau erreicht. Jedoch gab es im Jahr 2015 beträchtliche unterjährige Schwankungen. So startete der DAX mit viel Schwung in das letzte Jahr und erklomm ein neues Allzeithoch bei 12.374 Punkten. Diese markante Aufwärtsbewegung war zu einem Großteil auf die deutliche Abwertung des Euro im Verhältnis zum US-Dollar zurückzuführen. Das Anleiheaufkaufprogramm der EZB, welches im Januar beschlossen und im März gestartet wurde, und die Zinssenkung trugen zur Abwertung des Euro maßgeblich bei. Gleichzeitig kam die frische Liquidität dem Aktienmarkt zugute. Zusätzlich halfen die stabile europäische Nachfrage und das niedrige Niveau des Ölpreises. Ab April kam es dann jedoch zu einer Verlustserie, die sich bis Ende September fortsetzte und den DAX zwischenzeitlich wieder unter die Marke von 9.500 Punkten führte.

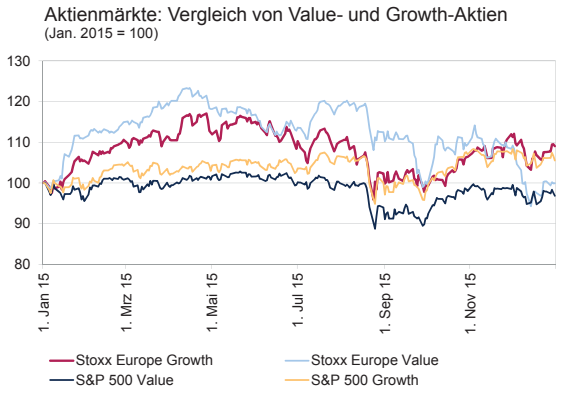


Die Abwärtsbewegung hatte verschiedene Gründe. Zunächst sorgte der Beinahe-Austritt Griechenlands aus dem Euro im Juni für eine vorsichtigere Positionierung der Anleger. Später, vor allem im August und September, kamen schwache Konjunkturdaten aus den USA und den Schwellenländern hinzu. Insbesondere die zwischenzeitliche Abschwächung des chinesischen Wachstums verunsicherte viele Investoren. Bezogen auf den DAX traten Sondereffekte wie der VW-Abgasskandal, der die gesamte deutsche Automobil- und Automobilzulieferer-industrie unter Druck setzte, dazu. Auch die Belastungen der deutschen Versorger aus der Energiewende und die Aufarbeitung der Probleme der Deutschen Bank, welche zu einer hohen einstelligen Milliardenabschreibung führten, waren ein Hemmschuh für die Entwicklung des Deutschen Aktienindex.

Zum Jahresende zeigte sich der DAX wieder freundlicher und startete angesichts wieder besserer Konjunkturdaten eine kleine Jahresendrallye.

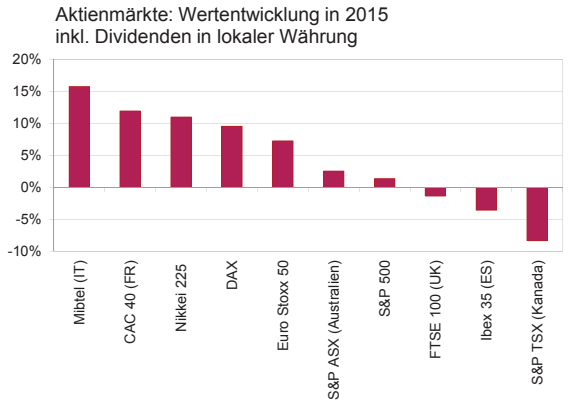
These 3 für 2015: Aktien mit einer überdurchschnittlich hohen und nachhaltig erwirtschafteten Dividendenrendite sowie einer hohen Marktkapitalisierung und starken Wettbewerbsposition werden eine bessere Kursentwicklung erzielen als andere Aktien. ✓

Im Jahr 2015 waren vor allem Aktien mit einer hohen Qualität gefragt, die über ein stabiles Geschäftsmodell verfügen und ein stetiges Gewinnwachstum aufweisen. So entwickelten sich sowohl in den USA als auch in Europa Growth-Aktien besser als Value-Aktien. Das Marktumfeld im Jahr 2015 war von Wachstumssorgen um die Schwellenländer, massiven Überkapazitäten bei Rohstoffproduzenten und einer hohen geopolitischen Unsicherheit geprägt. Dies begünstigte Aktien von Unternehmen, die auch in rauen Zeiten stabile Erträge erzielen, weniger zyklisch aufgestellt sind und nachhaltig wachsen können. Das Qualitätsaktienportfolio von Marcard, Stein & Co, welches in erster Linie in Growth-Werte investiert, konnte erneut die Benchmark schlagen und einen hohen Ertrag von 16,3 % p. a. erzielen.



These 4 für 2015: Europäische Aktien könnten unter den Industrieländermärkten überdurchschnittlich hohe Kursgewinne erzielen. ✓

Europäische Aktien haben sich in den meisten Fällen besser entwickelt als Aktien aus anderen entwickelten Volkswirtschaften. Lediglich der japanische Leitindex weist von den Industrieländeraktienindizes eine bessere Wertentwicklung als der Euro Stoxx 50 auf. Aber es gab auch in Europa Ausnahmen von der Regel. So hat der spanische Aktienindex eine Underperformance zum Euro Stoxx 50 zu verzeichnen. Grund hierfür waren die politischen Unsicherheiten im Rahmen der Parlamentswahl vom 20. Dezember. Der britische Leitindex, in dem viele Rohstoff- und Energieunternehmen vertreten sind, litt unter dem rapiden Rohstoffpreisverfall.



These 5 für 2015: Konsumnahe Branchen wie Autos und Konsumgüter werden eine überdurchschnittliche gute Jahresperformance erzielen. Auch Technologieaktien könnten wieder überproportional stark gefragt sein. ✓

Die Konsumgüterindustrie war im Jahr 2015 in Europa die Branche mit der besten Wertentwicklung. Vor allem die von uns erwartete sinkende Arbeitslosigkeit und Reallohnanstiege haben die Konsumlaune gesteigert. Hinzu kam der niedrige Preis für Energie, der viele Waren verbilligt hat. Auch die konsumnahe Nahrungsmittelindustrie konnte als zweitbeste Branche hohe Erträge erzielen, was am Kapitalmarkt honoriert wurde. Die niedrigen Zinsen kamen vor allem den kapitalintensiven Branchen Autos und Technologie zugute. Diese beiden Branchen, die wir ebenfalls favorisiert hatten, lagen performanceseitig im oberen Mittelfeld.

Auch in den USA zeigte sich dieses Bild. So lagen Aktien von Unternehmen, die Konsumgüter produzieren, in der Rangliste vorne. Vor allem der sehr robuste US-amerikanische Arbeitsmarkt unterstützte den Konsum. Auch Technologiewerte schnitten gut ab, wie ein Vergleich des breiten S&P 500 mit dem technologieorientierten NASDAQ zeigt. So legte der NASDAQ-Index um 5,7 % zu, während der S&P 500 etwa 0,7 % verlor.

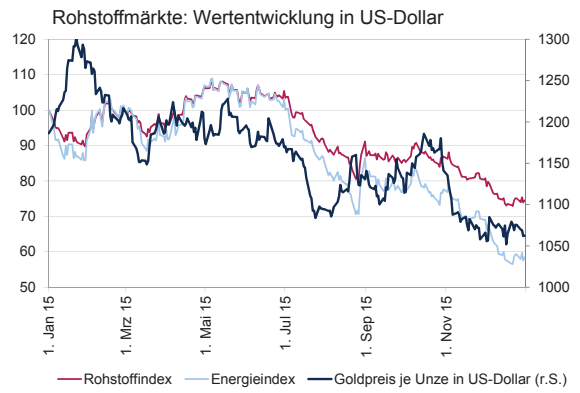
Rohstoffmarkt: Rückblick 2015

These 1 für 2015: Der Goldpreis wird auf 1.080 US-Dollar zum Jahresende fallen. ✓

Gold gehört in diesem Jahr zu den Anlageklassen mit der schwächsten Wertentwicklung. So gab der Preis des Edelmetalls seit Jahresbeginn 2015 um etwa 10,4 % nach und notierte am Jahresende mit 1.063 US-Dollar je Unze so tief wie zuletzt im Jahr 2010. Unsere Prognose wurde damit nahezu getroffen. Euro-Anleger können sich damit trösten, dass Gold in Euro gerechnet nur marginal verloren hat.

Dabei stellte sich die Angebots- und Nachfragesituation gar nicht so negativ dar. So blieb die Minenproduktion in etwa konstant und betrug im dritten Quartal 2015 1.100 Tonnen. Gleichzeitig stieg aber die Nachfrage nach Barren und Münzen stark an, da viele private Investoren auf die gefallenen Notierungen mit Käufen reagierten. Die Goldkäufe von Zentralbanken und anderen Institutionen lagen im dritten Quartal bei 175 Tonnen. Das entspricht zwar einem leichten Rückgang um 3 % gegenüber dem Vorjahresquartal. In der Summe blieben die Zentralbanken jedoch im 19. Quartal in Folge Nettokäufer von Gold, wobei Russland mit 77,2 Tonnen und China mit 50 Tonnen die beiden wichtigsten staatlichen Investoren waren. Auch die Schmucknachfrage stieg im dritten Quartal um 6 % an.

Die hohe physische Nachfrage nach Gold konnte aber die Marktrichtung nicht nachhaltig beeinflussen. Mächtige Spekulanten setzten auf die Zinswende in den USA und einen damit einhergehenden festeren US-Dollar. Mittelabflüsse aus Gold-ETFs und ein Rückgang der Spekulation auf steigende Goldnotierungen auf den Terminmärkten führten dazu, dass Gold geschwächt aus dem Jahr ging.



These 2 für 2015: Auf dem Rohölmarkt bleibt die Volatilität ungewöhnlich hoch. Auf Jahressicht erwarten wir den Preis für ein Barrel der Rohölsorte WTI bei 60 US-Dollar. –

Auf dem Rohölmarkt kam es im Jahr 2015 zu den von uns erwarteten starken Preisausschlägen. Der Preisrückgang wurde dabei immer wieder von scharfen Gegenbewegungen unterbrochen. Das Überangebot an Rohöl lastet auf dem Markt und nimmt tendenziell noch weiter zu. Unser ohnehin pessimistisches Szenario für den Rohölmarkt wurde noch übertroffen. Ein Barrel der Sorte WTI kostet am Jahresende 2015 37 US-Dollar.

Obwohl die Anzahl der horizontalen Bohrungen zur Förderung von Schieferöl in den USA im Jahr 2015 um 58 % abgenommen hat, stieg das Welterdölangebot trotz des bereits sehr hohen weltweiten Angebots nochmals um etwa 1,7 % an. Vor allem Länder wie der Iran, der Irak und Libyen haben neue Förderkapazitäten aufgebaut. Aber auch Saudi-Arabien förderte im Jahr 2015 4,2 % mehr Erdöl als im Vorjahr.

These 3 für 2015: Industriemetalle werden sich im neuen Jahr heterogen entwickeln und auf Indexebene leichte Verluste vermelden. (✓)

Auf Jahressicht und in US-Dollar gerechnet haben alle wichtigen Industriemetalle Verluste hinnehmen müssen, die noch stärker als von uns erwartet ausgefallen sind. Der Preis von Kupfer, das in vielen Industrieprodukten wie Autos und Elektrotechnik enthalten ist, aber auch im Bausektor eine wichtige Rolle spielt, hat auf Jahressicht beispielsweise 24 % verloren. Grund waren die Überkapazitäten im Rohstoffbereich, die nur langsam abgebaut werden. Auch die Preise für Eisen und weitere Metalle gingen deutlich um bis zu 32 % zurück.

Hedgefondsmarkt: Rückblick 2015

These 1 für 2015: Managed Futures Fonds werden ihre überdurchschnittlichen Vermögenszuwächse des Vorjahres im Jahr 2015 nicht wiederholen können. ✓

Die außergewöhnlich gute Entwicklung des Jahres 2014 bei Managed Futures Fonds hat sich im ersten Quartal des vergangenen Jahres fortgesetzt. Mit der Korrektur an den Aktienmärkten war dann jedoch die Feierlaune bei den Managed Futures schnell verflogen. Sie gaben die aufgelaufenen Zugewinne schnell wieder ab. Mit Verwerfungen an den Rentenmärkten und erheblichen Bewertungsschwankungen an den Aktienmärkten mussten Managed Futures Fonds im weiteren Jahresverlauf mehrere Trendwechsel verkraften. Auf Jahressicht verzeichneten sie ein leichtes Minus.

Wertentwicklung von Hedgefonds seit 2009

Rang	2010	2011	2012	2013	2014	1–11 2015
1	Global Macro 13,5 %	Global Macro 6,4 %	Event Driven 10,6 %	Long/Short Equity 17,7 %	Managed Futures 18,5 %	Long/Short Equity 3,6 %
2	Event Driven 12,6 %	Equity Market Neutral 4,5 %	Long/Short Equity 8,2 %	Event Driven 15,5 %	Long/Short Equity 7,4 %	Equity Market Neutral 1,7 %
3	Managed Futures 12,2 %	Conv. Arbitrage 1,1 %	Conv. Arbitrage 7,8 %	Equity Market Neutral 9,3 %	Global Macro 3,8 %	Conv. Arbitrage 0,8 %
4	Conv. Arbitrage 11 %	Managed Futures -4,2 %	Global Macro 4,6 %	Conv. Arbitrage 6,0 %	Event Driven 3,2 %	Global Macro 0,2 %
5	Long/Short Equity 9,3 %	Long/Short Equity -7,3 %	Equity Market Neutral 0,9 %	Global Macro 4,3 %	Equity Market Neutral 0,1 %	Managed Futures -0,9 %
6	Equity Market Neutral -0,8 %	Event Driven -9,1 %	Managed Futures -2,9 %	Managed Futures -2,6 %	Conv. Arbitrage -1,1 %	Event Driven -6,3 %

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

2015 war insgesamt kein gutes Hedgefondsjahr. Im Durchschnitt trat die Wertentwicklung auf der Stelle. Nach Strategien differenziert zeigten sich wiederum deutliche Unterschiede: Long/Short Equity Fonds gehörten dabei wie bereits in den Vorjahren zu den Top-Performern. Auch wenn der Wertzuwachs deutlich niedriger als in den Vorjahren ausgefallen ist, konnten sie letztlich die positive Korrelation zu den Aktienmärkten für sich nutzen. Enttäuschend war die Wertentwicklung vieler Event Driven Fonds. Trotz der historisch niedrigen Zinsen und den damit verbundenen günstigen Bedingungen für Unternehmensübernahmen konnten die Fonds hieraus kein Kapital schlagen und gaben im Durchschnitt an Wert ab.

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

Bei Global Macro Fonds agieren die Manager mit Hilfe einer opportunistischen Anlagepolitik in Aktien, Anleihen und Währungen. Hierfür betreiben die Manager wirtschaftliche, gesellschaftliche und politische Analysen. Während Global Macro Fonds im ersten Halbjahr eine sehr gute Wertentwicklung zeigten, waren die Kurse von Global Macro Fonds im zweiten Halbjahr zumeist rückläufig. Per Ende Dezember verblieb eine leicht positive Wertentwicklung seit Jahresbeginn, die deutlich schwächer ausfiel als bei Long/Short Equity Fonds.

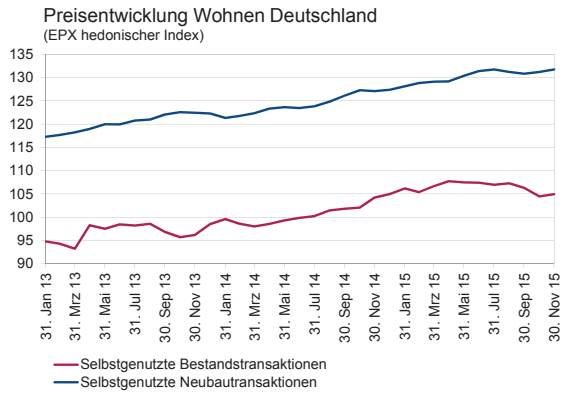
These 4 für 2015: Convertible Arbitrage Strategien werden in 2015 wieder in die Gewinnzone zurückkehren. ✓

Convertible Arbitrage Fonds haben unseren Erwartungen entsprechend und gemessen am CS Hedge Fund Index deutlich den Sprung in die Gewinnzone geschafft. Der Exane Wandelanleiheindex als Benchmark für die Wertentwicklung von Wandelanleihen stieg im Jahresverlauf gar ähnlich stark wie die europäischen Aktienmärkte und sogar stärker als der US-Aktienmarkt. Idealtypisch vollziehen Wandelanleihen die Wertentwicklung von Aktien nur unterproportional nach. Convertible Arbitrage Fonds kaufen in der Regel Wandelanleihen eines Unternehmens bei einem gleichzeitigen Verkauf der entsprechenden Aktie. Der positive Kursverlauf des Marktes für Wandelanleihen kam somit auch der Wertentwicklung von Convertible Arbitrage Fonds zu Gute.

Immobilienmarkt: Rückblick 2015

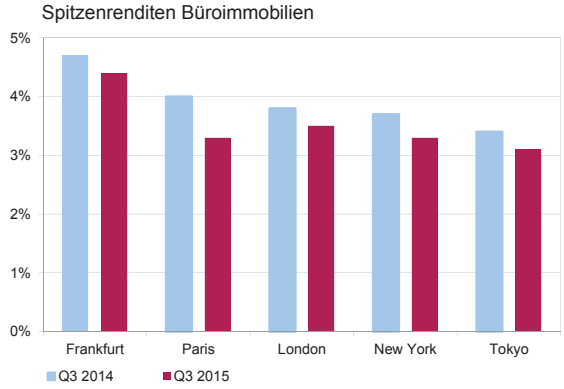
These 1 für 2015: Der Preisanstieg für deutsche Wohnimmobilien verlor zuletzt etwas an Dynamik. Die Preisspirale könnte jedoch erneut anziehen. (✓)

Am Beispiel der am EPX-Index gemessenen Preise für selbstgenutzte deutsche Wohnimmobilien (der EPX basiert auf tatsächlichen Transaktionsdaten des EUROPACE-Marktplatzes, über den rund 15 Prozent aller Immobilienfinanzierungen für Privatkunden in Deutschland abgewickelt werden) zeigt sich, dass die Preise für Neubauten 2015 mit relativ konstanter Wachstumsrate weiter angestiegen sind. Bei Bestandsimmobilien haben sich die Preise im Jahresverlauf 2015 hingegen eher seitwärts entwickelt.



These 2 für 2015: Auf den internationalen Investmentmärkten und für gewerblich genutzte Immobilien verschärft sich der Anlagenotstand, die Preise dürften weiter zulegen. ✓

Die Erwartung weiter steigender Preise hat sich bestätigt. Drei Kernursachen begründeten die ungebrochene Nachfrage nach Immobilien im zurückliegenden Jahr: Es war im Überfluss Kapital vorhanden, das nach Anlagemöglichkeiten suchte. Die Verfügbarkeit von Bankenfinanzierungen und auch von Finanzierungen aus anderen Quellen war generell sehr gut. Das Zinsniveau ist von dem bereits sehr niedrigen Niveau aus weiter gesunken, was einerseits eine nochmals geringere Verzinsung von klassischen Alternativanlagen zur Folge hatte und Investoren andererseits die Möglichkeit verschaffte, zu noch günstigeren Konditionen Fremdkapital aufzunehmen. Einzig die Verfügbarkeit geeigneter Immobilien limitiert das Wachstum der Transaktionen, während die Preise global weiter angestiegen bzw. im Umkehrschluss die Anfangsrenditen weiter gesunken sind.



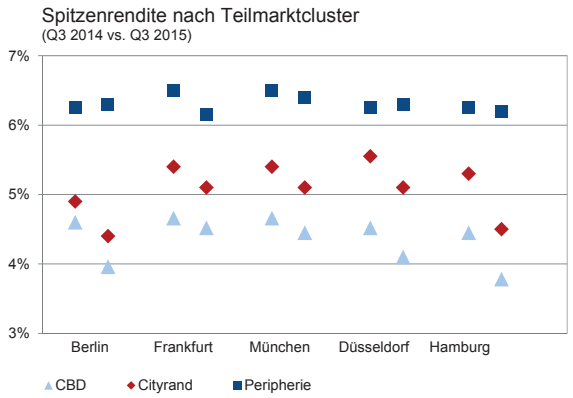
These 3 für 2015: Die angekündigte Zinswende in den USA wird die positive Dynamik der US-Immobilienmärkte nicht stoppen. ✓

Unter den 20 weltweit führenden Investmentstandorten gemessen an dem direkten gewerblichen Immobilientransaktionsvolumen (in US-Dollar) waren allein 13 US-Standorte vertreten, davon New York auf Platz 1. In die Top Ten schafften es mit London auf Platz 2, Tokio auf Platz 3 und Paris auf Platz 10 lediglich drei Nicht-US-Standorte. Auf die gesamten USA bezogen lag das Investmentvolumen in den ersten drei Quartalen 2015 um 18 % über dem Ergebnis des Vergleichszeitraums des Vorjahres. Die Anfangsrenditen gaben ebenfalls weiter nach, so dass von einer nachlassenden Dynamik der US-Märkte in 2015 nicht die Rede sein konnte.

These 4 für 2015: Zunehmend profitieren in Deutschland auch Immobilien in etwas schwächerer Objekt- und Lagequalität von steigendem Investoreninteresse. Die Preisdifferenz zu Spitzenimmobilien engt sich langsam ein. ✓

Nach Zahlen von Jones Lang LaSalle ist der Anteil am Transaktionsvolumen von Immobilien, die keiner Core-Klassifizierung (vollvermietete Immobilien in sehr guter

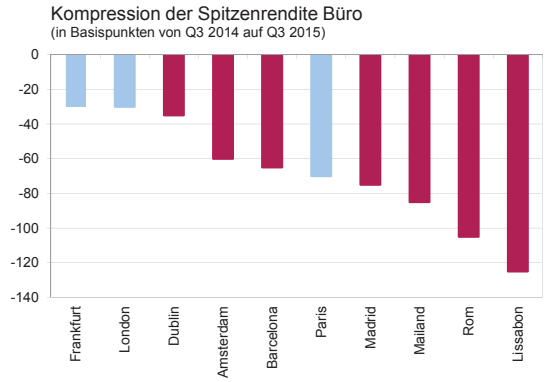
Lage und Qualität) genügen, in den letzten Jahren sukzessive gestiegen. Lag 2010 der Anteil der Core-Investitionen noch bei rund 70 %, erreichte er 2015 nur noch einen Anteil von rund 50 %. Das Interesse an schwächeren Objekten und Lagen hat also sukzessiv zugenommen. Aus eigener Marktbeobachtung an den Standorten Hamburg, Berlin und Frankfurt kann berichtet werden, dass bei Büroimmobilien mit Leerständen von bis zu 25 % kaum mehr Preisdifferenzen zu vollvermieteten Immobilien bestehen. Der international tätige Immobiliendienstleister CB Richard Ellis (CBRE) hat für die deutschen Metropolen die Renditeveränderung in Abhängigkeit des Teilmarktclusters untersucht und dabei nachweisen können, dass insbesondere die Renditen im Innenstadtrandbereich mindestens ebenso dynamisch gesunken sind, wie im Stadtzentrum (CBD Central Business District). Gleichzeitig zeigt die Auswertung von CBRE aber auch, dass das Preisniveau in der Peripherie der Metropolen im Jahresverlauf weitgehend stabil blieb. Dies kann als Hinweis darauf gewertet werden, dass Investoren sehr wohl noch eine differenzierte Risikoeinschätzung vornehmen.



These 5 für 2015: Das Fenster für antizyklische Investments in den europäischen Peripheriemärkten hat sich weitgehend geschlossen. ✓

Bei einer antizyklischen Investmentstrategie versucht der Anleger, einen Ertrag zu generieren, indem er entgegen der breiten Masse handelt. Das bedeutet, bei schlechter (Immobilien-) Konjunktur bzw. schlechter Marktstimmung einzukaufen und bei guter (Immobilien-) Konjunktur bzw. Stimmung zu verkaufen. Der Spruch „Kaufen, wenn die Kanonen donnern und verkaufen, wenn die Violinen spielen“ fasst diese Strategie pointiert zusammen.

Das Fenster für antizyklische Investitionen in der europäischen Peripherie hat sich zwischenzeitlich geschlossen. Die Investoren sind auf breiter Front in die Märkte zurückgekehrt und die Transaktionsvolumina haben sich von ihren Tiefständen aus 2009 inzwischen stark erholt. Hinsichtlich der Preisentwicklung haben sich die peripheren und die reifen europäischen Märkte zuletzt weitgehend im Gleichklang entwickelt. Die Anfangsrenditen sind sowohl in den etablierten Märkten Europas als auch in den sogenannten Peripheriemärkten weiter zurückgegangen. Die Preisdynamik der Peripheriemärkte war im Vergleich zu den Kernmärkten teilweise zwar noch etwas erhöht, was auf einen gewissen zyklischen Nachlauf einiger Standorte hinweist. Standorte wie Dublin, Amsterdam oder Barcelona haben sich zuletzt aber hinsichtlich der Preisentwicklung voll im Trend der reifen Märkte bewegt.



These 6 für 2015: Gewerbliche Bestandsimmobilien in guter Lage, die auf Durchschnittsmietniveau vermietet sind, sollten sich langfristig besser entwickeln, als auf Spitzenmietniveau vermietete Neubau-Immobilien. ✓

Neubau-Immobilien werden von professionellen Entwicklern in der Regel auf Basis von Höchstmieten und langfristigen Mietverträgen verkauft. Der Abschluss von Mietverträgen auf Spitzenmietniveau wird üblicherweise durch ausgedehnte mietfreie Zeiten und Ausbaukostenzuschüsse erkauft. Der Investor erwirbt die Neubauten somit auf ihrem technischen und wirtschaftlichen Wertzenit, von

dem aus die Häuser aufgrund abschmelzender Mietvertragslaufzeiten und technischem Altern sukzessive an Wert verlieren. Gleichzeitig ist wahrscheinlich, dass die Häuser in der Anschlussvermietung die Spitzenmiete nicht mehr erzielen werden. Bestandsimmobilien in guten Lagen, die auf Durchschnittsmietniveau vermietet sind, haben eine viel breitere potenzielle Mieterbasis, bergen oftmals Wertschöpfungspotenziale in Form von Flächenpotenzialen, der Möglichkeit von Nutzungsänderungen oder der Erhöhung von Bestandsmieten im Rahmen von Modernisierungen und werden im Einkauf zu niedrigeren Faktoren gehandelt. Die Value-Investoren unter den Immobilienprofis haben diesen Trend erkannt und in 2015 verstärkt außerhalb des Spitzen-Segments investiert. Das absolute Transaktionsvolumen für Investments im opportunistischen, Value-Add- oder Core-plus-Segment ist gemäß Jones Lang LaSalle gegenüber dem Vorjahr um mehr als 5 Mrd. Euro auf über 28 Mrd. Euro gestiegen.

These 7 für 2015: Lokale Anlagestrategien versprechen eine höhere Performance als global diversifizierte Portfolios. ✓

Der Begriff „Home Bias“ bezeichnet die Neigung von Investoren, Kapitalanlagen auf dem Heimatmarkt überproportional zu gewichten. Als wesentliche Gründe dafür werden geringere Transaktionskosten, geringere Komplexität und damit Fehleranfälligkeit (u. a. Marktzugänge, rechtliche und steuerliche Aspekte, sprachliche und kulturelle Besonderheiten) oder auch Währungseffekte benannt. Tiefes lokales Verständnis für die Funktionsweisen der Immobilienmärkte und eine belastbare eigene Infrastruktur vor Ort sind wesentliche Faktoren für ein erfolgreiches Management von Immobilienanlagen und in jedem Fall deutlich höher zu gewichten als theoretische Diversifikationseffekte aus globalen Allokationen, die allenfalls auf dem Papier nachgewiesen werden können. Aktuelle Statistiken zum Anlageerfolg deutscher offener Immobilienfonds belegen, dass Fonds mit einem Schwerpunkt auf den Heimatmarkt der Gesellschaften über alle betrachteten Zeiträume hinweg besser abschneiden konnten als Fonds mit einem global ausgerichteten Immobilienportfolio.

IPD Offene Fonds Immobilien Index (beinhaltet alle deutschen offenen Immobilien-Publikumsfonds)	Annualisierter Total Return in %		
	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre
OFIX Deutschland Fonds	2,8	2,5	2,7
OFIX Global Fonds	1,9	0,5	1,6
Stand: 30.11.15			

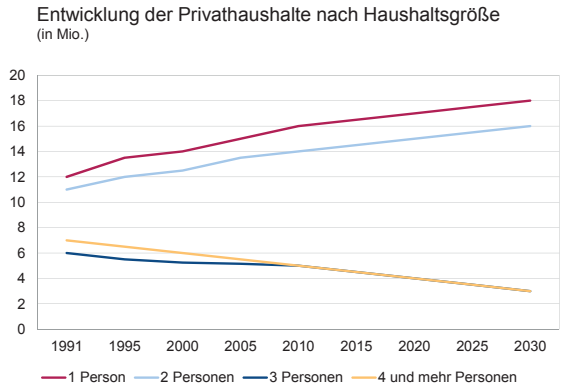
Quelle: MSCI

These 8 für 2015: Mit der Einführung der Mietpreisbremse in angespannten deutschen Wohnungsmärkten wird die zulässige Miethöhe zukünftig maßgeblich durch den Mietspiegel bestimmt. Für viele Wohnungseigentümer werden die Überschüsse sukzessive sinken. ✓

Bei einer weiter starken Nachfrage nach Wohnraum in deutschen Großstädten und unterstützt durch wachsende Einkommen, zunehmende Beschäftigung sowie die sehr hohe Zuwanderung stiegen die Mieten und Kaufpreise weiter an. Allerdings hat das Tempo des Anstiegs nach den teils hohen Zuwächsen der letzten Jahre vor allem bei den Mieten abgenommen und die regionale Breite des Mietpreisaufschwungs hat sich verkleinert. In nur noch 57 % aller Kreise in Deutschland sind die Mieten nominal um mehr als 2 % gestiegen, während der Anteil der Kreise mit sinkenden nominalen Mieten sich gemäß Gutachten des „Rats der Immobilienweisen“ auf über 10 % im Vergleich zum Vorjahr erhöht hat. Zwangsläufig hat eine gegenüber der Kaufpreisdynamik zurückbleibende Mietpreisdynamik zur Folge, dass die relativen Erträge für Investoren, die auf dem aktuellen hohen Niveau in den Markt eingetreten sind, geringer ausfallen als noch ein Jahr zuvor. Da die Mietpreisbremse gemäß Mietrechtsnovelle vielerorts erst seit einigen Monaten in Kraft ist und ihre tatsächliche Bremswirkung erst zeitverzögert entfaltet, ist der statistische Begründungszusammenhang zwischen diesem Instrument und der Preisentwicklung vorläufig noch schwach ausgeprägt, dürfte aber in den kommenden Jahren deutlicher zu Tage treten. Mit der Mietrechtsnovelle Nr. II ist zudem eine weitere Verschärfung der Möglichkeiten zur Mietpreisanhebung bereits in Arbeit.

These 9 für 2015: Innerstädtische Neubau-Zinshäuser mit „kompakten Grundrissen“ sollten nachhaltig von einem Nachfrageüberhang profitieren, Vermietungssicherheit bieten und Mietpreissteigerungen ermöglichen. ✓

Ein statistischer Beleg für überproportionale Preiseffekte in dem spezifischen Segment ist aufgrund des Mangels an differenzierenden Quellen vorläufig schwierig. Nachweisbar ist aber die Zunahme kleiner Haushalte in Verbindung mit fortgesetzten Wanderungsgewinnen der Metropolen, woraus sich die gesteigerte Nachfrage nach zentralen und kompakten Wohnungen in integrierten Lagen ableitet. Neben dem Anstieg der Studentenzahlen wächst die Nachfrage in diesem Segment auch durch die steigende Anzahl Auszubildender und anerkannter Flüchtlinge. Singles und kinderlose Paare sind in hohem Maße auf außerhäusliche Aktivitäten orientiert und präferieren urbane Wohnstandorte in der Nähe zu Kultur- und Freizeitangeboten. Alleinerziehende und ältere Menschen sind bei der Bewältigung ihres Alltags üblicherweise auf wohnungsnahe Versorgungsangebote und damit integrierte Lagen angewiesen.



These 10 für 2015: Bei börsennotierten Wohnungskonzernen in Deutschland erwarten wir weitere Übernahmen. ✓

Das prominentestes Beispiel und den Beleg für die Richtigkeit der These lieferte der größte börsennotierte deutsche Immobilienkonzern Vonovia (vormals Deutsche Annington). Im März 2015 wurde die bereits Ende 2014 angekündigte Übernahme der Gagfah abgeschlossen. Deutsche Annington und das seinerzeit drittgrößte deutsche börsennotierte Wohnungsunternehmen Gagfah fusionierten zum unangefochtenen Marktführer. Im Juni 2015 übernahm die Deutsche Annington weitere 20.000 Wohnungen der Süddeutsche Wohnen von der Patrizia Immobilien. Im September dann wurde die Umbenennung des Konzerns in Vonovia vollzogen. Kurz vor Jahresende, im Dezember, wurde seitens der Vonovia ein Übernahmeangebot für die Deutsche Wohnen in der Größenordnung von 14 Mrd. Euro vorgelegt. Die geplante feindliche Übernahme des derzeit zweitgrößten deutschen börsennotierten Unternehmens war eine Reaktion auf die Pläne der Deutsche Wohnen, ihrerseits die LEG Immobilien, die Nummer drei unter den deutschen Wohnkonzernen zu übernehmen.

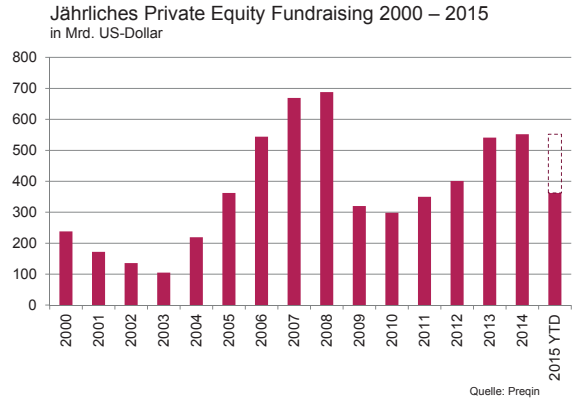
Eine weitere große Transaktion des Jahres 2015 war die Übernahme der Westgrund durch Adler Real Estate. Mit nun rd. 50.000 Wohnungen stellt Adler Real Estate das fünftgrößte börsennotierte Wohnungsunternehmen in Deutschland dar und notiert im SDAX.

Private Equity Markt: Rückblick 2015

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

Auch im Jahr 2015 waren Investoren weiterhin an illiquiden Anlageformen interessiert. Nicht zuletzt auf Grund der anhaltenden Niedrigzinsphase war eine hohe Nachfrage nach Private Equity zu verzeichnen. Per 30. September 2015 konnten gemäß Preqin 693 Fonds 362 Mrd. US-Dollar einsammeln. Damit lag das Volumen bereits über den Werten von 2009 bis 2011 und bei knapp 70 % der beiden Vorjahre. Im vierten Quartal könnte das Fundraising noch einmal angestiegen sein, da hier mehrere Mega-Buyoutfonds ihr Fundraising nach teilweise sehr kurzer Zeit (sechs bis zwölf Monaten) beendet haben. Daher gehen wir davon aus, dass der Vorjahreswert in Höhe von 552 Mrd. US-Dollar noch erreicht oder überschritten wird.

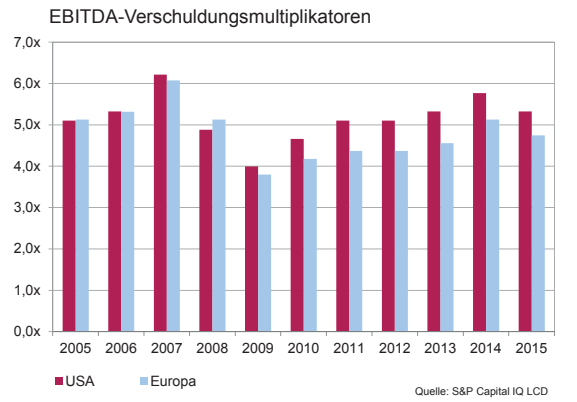
Zusätzlich ist allerdings der Trend zu berücksichtigen, dass große und erfahrene Investoren zunehmend auch Direkttransaktionen durchführen oder als Co-Investoren von Fondsmanagern agieren. Diese Investoren werden von der Statistik nicht erfasst.



Das anhaltende Interesse an Private Equity zeigt sich auch daran, dass aktuell drei der zehn größten Private Equity Fonds aller Zeiten aus den Auflagejahren 2013 bis 2015 stammen. Zuletzt reihte sich der Blackstone Capital Partners VII, der Mitte Dezember bei 17,5 Mrd. USD schloss, auf Platz sechs der ewigen Rangliste ein.

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

Das Finanzierungsumfeld blieb wie erwartet auch in 2015 intakt. Banken stellten Kapital zu niedrigen Zinsen zur Verfügung. In Europa lagen die Sätze bei rund 400 Basispunkten über dem Interbankenzinssatz LIBOR, in den USA bei rund 470 Basispunkten. Zwar lagen diese in den Boomjahren 2006/2007 rund 150 bis 200 Basispunkte niedriger als in 2015, dafür war jedoch der LIBOR im Durchschnitt etwa 400 Basispunkte höher, so dass der Gesamtzins auf Niveau der Boomjahre war.



Seit 2009 gab es einen Anstieg der Leverage-Multiples zu verzeichnen. Im Jahr 2015 bewegte man sich eher auf dem Vorjahresniveau. Sowohl in Europa als auch in den USA gab es nur moderate Änderungen. Der Fremdkapaleinsatz blieb trotz gestiegener Kaufpreise moderat, auch auf Grund von restriktiveren gesetzlichen Auflagen sowohl in den USA als auch in Europa. Aktuell haben wir keine Hinweise darauf, dass sich der relativ exzessive Einsatz von Fremdkapital in den Jahren 2006 und 2007 im Jahr 2016 wiederholen könnte.

These 3 für 2015: Das Investitionsumfeld ist geprägt durch hohen Wettbewerb um gute Unternehmen, hohe Preise und eine reduzierte Investitionsgeschwindigkeit. ✓

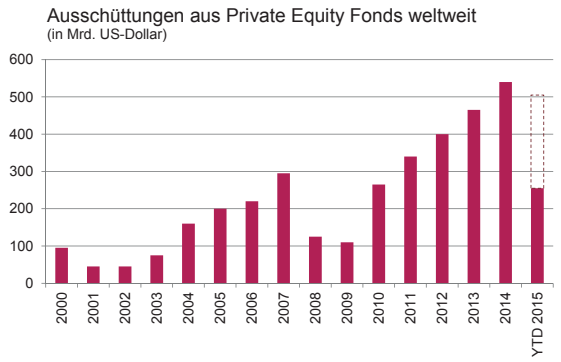
Im Jahr 2015 lagen die EBITDA Erwerbsmultiples der Private Equity Branche durchschnittlich beim 9,3-fachen und damit nah an dem historischen Höchstwert vom 9,5-fachen aus 2007. Das historisch hohe Preisniveau deutet auf eine starke Wettbewerbsintensität hin. Der Wettbewerb ist auch am Rückgang des Anteils von Private Equity am globalen Transaktionsvolumen abzulesen. Im Großraum Europa, Mittlerer Osten und Afrika (EMEA) war das Private Equity Transaktionsvolumen sogar rückläufig. Dies zeigt, dass Private Equity trotz erheblicher verfügbarer Mittel (Dry Powder), im Wettbewerb um attraktive Zielunternehmen strategischen Käufern und dem Kapitalmarkt häufig unterliegt. Der Anteilsrückgang am Transaktionsvolumen deutet aus unserer Sicht auf eine gewisse Preisdisziplin der Branche hin.

Hinsichtlich der Investitionsgeschwindigkeit deutete sich in 2015 eine langsame Rückkehr zur Normalität an. Als Indikator dient hier die durchschnittliche Dauer, die zwischen dem Fundraising zweier Fonds desselben Fondsmanagers liegt, da ein Nachfolgefonds in der Regel erst dann ins Fundraising gehen darf, wenn der Vorgängerfonds bereits zu einem festgelegten Prozentsatz (i.d.R. 67 % oder 75 %) investiert ist. Der Durchschnitt der letzten 20 Jahre liegt bei rund 3,9 Jahren. Lag man 2013 noch bei etwa 5,5 Jahren, so sank dieser Wert zuletzt auf unter 5 Jahre.

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

Im Bestandsportfolio von Marcard, Stein & Co gab es dieses Jahr zahlreiche Exits. Dabei zeichnete sich insbesondere bei unseren Dachfonds ab, dass ein erheblicher Teil der Rückflüsse aus den Fonds der Vintagejahre 2006 bis 2008 stammte, die aufgrund der Finanzkrise erst verspätet in die Exitphase kamen.

Erfreulicherweise erfolgten Exits in der Regel zu Werten oberhalb der bisherigen Buchwerte, so dass beim Verkauf zusätzliche Performancebeiträge erzielt wurden. Diese bewegten sich auf Investorenebene durchaus regelmäßig im zweistelligen Prozentbereich.



Bis Ende Juli 2015 lagen die Ausschüttungen mit über 250 Mrd. US-Dollar bereits auf dem Niveau des Jahres 2010. Auf das Gesamtjahr 2015 gesehen sollte ein Volumen von 500 Mrd. US-Dollar durchaus erreicht werden können. Damit würde man an das Niveau 2014 nahezu anknüpfen können. Das Volumen geht dabei auf eine hohe Verkaufsaktivität zurück. Die Ausschüttungen bewegen sich aktuell bei etwa 25 % bezogen auf den Net Asset Value (NAV). Dieser Wert ist in den letzten Jahren stark gestiegen und befindet sich zur Zeit in etwa auf dem langfristigen Durchschnittsniveau.

These 5 für 2015: Wir erwarten eine Fortsetzung der Managerkonsolidierung auf starke, etablierte Häuser. (✓)

Kam es in der Vergangenheit aufgrund des Diversifikationsgedankens zu sehr breit diversifizierten Portfolien bei aktiven Private Equity Investoren, können wie prognostiziert insbesondere bei erfahrenen Großinvestoren mittlerweile folgende Trends ausgemacht werden:

- Zur Vermeidung zu hoher Komplexitäten begrenzt sich auf Grund der schieren Größe das Fondsuniversum für Großinvestoren wie z. B. Calpers (Pensionsfonds für Angestellte des öffentlichen Dienstes in Kalifornien) oder CPP (Kanadischer Pensionsfonds) zunehmend. Wir können den aktuellen Veröffentlichungen dieser Organisationen entnehmen, dass Einzelzeichnungen i.d.R. zwischen 500 Mio. und 1.000 Mio. USD betragen. Damit kommen nur noch Large- und Mega-Buyoutfonds mit einem Fondsvolumen von mindestens 4 Mrd. USD in Frage, da weder der Fondsmanager noch der Investor eine zu große Abhängigkeit voneinander wünschen. Fonds dieser Größe sind durchweg etablierte Häuser mit gutem Track Record, weil anderenfalls kaum genug Geld im Fundraising eingeworben werden könnte.
- Auch bei Dachfonds ist die Tendenz zu konzentrierteren Portfolios zu beobachten. Befanden sich hier früher bis zu 50 Primärfonds im Portfolio, sank diese Zahl mittlerweile auf ca. 20 bis 25. Dafür stieg der Anteil an Co-Investments, bei denen Investoren auf Einzelfallbasis zusammen mit dem Fondsmanagement investieren.

Eine Trendwende gab es zuletzt jedoch bei den Erstlingsfonds. Hier ist das Vertrauen der Investoren in neue Managementteams in 2015 wieder angestiegen. Dies hängt u. a. damit zusammen, dass sich in einer erwachsen gewordenen Industrie mehr Teams von großen Fondsanbietern abspalten, um eigene Programme aufzulegen. Diese verfügen über ein gutes Netzwerk, viel Erfahrung, können einen Track Record nachweisen und erhalten daher von den Investoren einen Vertrauensvorschuss.

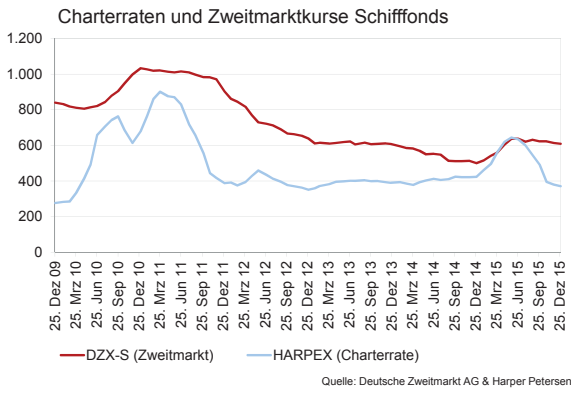
Schiffsmarkt: Rückblick 2015

These 1 für 2015: Die Charterraten haben ihren Boden gefunden. Wir gehen von einem moderaten Anstieg der Charterraten aus. Die auskömmliche Bedienung von Kapitaldiensten sollte zunächst jedoch nur den größeren Containerschiffen vorbehalten sein. –

Im ersten Halbjahr 2015 kam es zu dem von uns prognostizierten Ratenanstieg. So erreichte der HARPEX-Index, der die Charterraten von neun verschiedenen Schiffsklassen zwischen 700 TEU (Twenty-foot Equivalent Unit = 20 Fuß Standardcontainer) und 8.500 TEU zusammenfasst, im Juni 2015 den Höchstwert, der rund 53 % über dem Jahresendwert 2014 lag. Bis Anfang Dezember verlor der Index jedoch wieder 43 % seines Höchststandes, so dass er Anfang Dezember rund 12 % unter dem Wert vom Jahresbeginn lag. Hauptgrund war der überraschend schwache Außenhandel Chinas.

Anders als in den Vorjahren traf der Ratenrückgang in der zweiten Jahreshälfte 2015 auch die größeren Einheiten über 6.500 TEU. Hier gab es zum Teil Rückgänge in Höhe von über 70 %. Auf diesem Niveau ist es nun auch größeren Schiffen häufig nicht mehr möglich, den Kapitaldienst zu leisten, sofern keine Altcharter besteht.

Angesichts der zuletzt stark angestiegenen Zahl der Auflieger als Folge der schwächeren Nachfrage Chinas sowie weiterer Neubestellungen sind die Aussichten hinsichtlich der Beschäftigung in 2016 erneut trübe und wir befürchten weiterhin ein schwaches Charterratenniveau.



These 2 für 2015: Die Bewertungen bzw. Preise von Containerschiffen bzw. Containerschiffsbeteiligungen stehen weiterhin unter Druck. Wir rechnen (noch) nicht mit einem signifikanten Anstieg von Bewertungen bzw. Preisen. ✓

Für die Entwicklung der Bewertungen ist die Entwicklung der Charterraten maßgeblich. In der Regel beobachten wir hier eine leicht zeitversetzte Entwicklung. Der durch den Rückgang der Charterraten ausgedrückte Angebotsüberhang zeigt sich auch in der Flotte der aufliegenden Containerschiffe (bezogen auf die Stellplatzkapazität in TEU). Wie der Branchendienstleister Alphaliner im November 2015 meldete, stieg diese auf den höchsten Stand seit 2010 an. Während der Wert bis Ende September fast durchgängig zwischen 1,0 % und 2,0 % lag, erreichte er Ende Dezember 4,0 %. Der Branchendienstleister Alphaliner, der unter anderem die Anzahl der aufliegenden Schiffe veröffentlicht, rechnet damit, dass in 2016 ein neues Rekordhoch erzielt werden wird.

Folgerichtig kam es bei den Durchschnittskursen der Schiffsbeteiligungen wie prognostiziert nicht zu einem signifikanten Anstieg. Während der DZX-S (Index für geschlossene Schiffsfonds von der Deutsche Zweitmarkt AG) bis Ende Juli um 27 % anstieg, verlor der Index seitdem 4 %. Durch die beschriebene Zeitverzögerung sind weitere Rückgänge zu erwarten.

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

Finanzinvestoren haben zwar seit dem Jahr 2010 mehrere Milliarden US-Dollar in die Schifffahrt investiert, jedoch gab es bereits im Jahr 2014 einen Rückgang in Höhe von 55 % gegenüber dem Rekordjahr 2013, in dem 7,5 Milliarden US-Dollar investiert wurden. In 2015 wurde kein signifikantes Dealvolumen vermeldet. Auch die Finanzinvestoren mussten teilweise leidvoll erfahren, dass die Krise noch nicht vorbei ist. So scheint mittlerweile auch hier Ernüchterung eingekehrt zu sein.

Für den Privatinvestor ergab sich auch 2015 ein unverändert negatives Bild: Die Zeit der Nachschusskonzepte ist weitestgehend vorbei. Bestandsfonds wurden liquidiert, da insbesondere die Banken zur Verwertung drängten, oder bereiteten weiterhin Probleme (z. B. Tilgungsaussetzungen). Sinnvolle Neuinvestitionen waren nicht in Sicht. Die Kapitalbeschaffung über klassische Schiffsfonds in Form von Ein- oder Mehrschiffsgesellschaften konzipiert als GmbH & Co. KG blieb damit hinsichtlich des Neugeschäfts erneut bedeutungslos. Nur vereinzelt gab es Versuche, solche Modelle in Form von nicht unter das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) fallende Club Deals zu platzieren.

IMPRESSUM

Autoren

Björn Block, Boris Brüning, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Karsten Müller, Dr. Jörg Rahn, Maik Rissel, Dr. Nicolas Schoeller.

Wir danken der Absolut Research GmbH für ihren Gastbeitrag zum Hedgefondsmarkt.

Redaktion und Layout

Dr. Jörg Rahn, Susanne Schäfers, Marion Anton 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