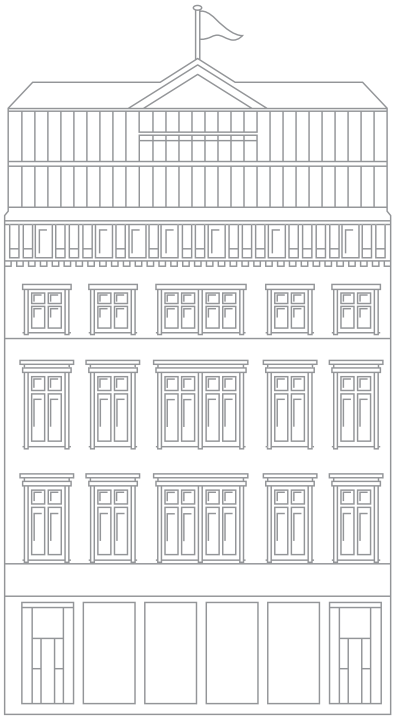
MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresrückblick 2017 und Ausblick 2018

Ein Aufschwung (fast) ohne Makel

VORWORT

Das Jahr 2017 stand aus Sicht der Anleger im Zeichen positiver Überraschungen – und zwar in zweierlei Hinsicht. Zum einen in politischer: Nach den Erfolgen der Populisten im Jahr 2016 wirkte die Wahl Emmanuel Macrons zum französischen Staatspräsidenten wie ein Befreiungsschlag. Macron hatte im Wahlkampf nicht versucht, die Positionen seiner populistischen Kontrahentin zu adaptieren, sondern sich klar reformorientiert und pro-europäisch gezeigt. Dass dies von Erfolg gekrönt war und den Worten auch schnelle Taten folgten, mag einer der Gründe sein, warum der Außenwert des Euro im vergangenen Jahr deutlich angestiegen ist.

Zum anderen dominierten auch aus wirtschaftlicher Sicht die positiven Überraschungen. In fast allen Volkswirtschaften übertrafen die Wachstumsraten auf Jahressicht die Erwartungen. Dies lag an einer ungewöhnlich günstigen Kombination volkswirtschaftlicher Rahmendaten. Niedrige Inflationsraten erlaubten es den meisten Zentralbanken, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Und selbst in den USA, wo die Leitzinsen im vergangenen Jahr dreimal um jeweils 25 Basispunkte erhöht wurden, sorgten stabile Kapitalmarktzinsen und sich einengende Risikoaufschläge für ein lockeres finanzielles Umfeld. Steigende Beschäftigung und steigende Reallöhne beflügelten den Optimismus der Konsumenten. Die Schwellenländer wiederum profitierten von einem Anstieg der Rohstoffpreise. Und als Zugabe wurde in den Vereinigten Staaten kurz vor Weihnachten eine umfangreiche Steuerreform verabschiedet.

Ein Aufschwung ohne Makel also? Nicht ganz. Es gab im vergangenen Jahr politische Irritationen, doch deren Einfluss auf die Märkte blieb kurzfristig. Meldungen über nordkoreanische Raketentests, das Scheitern der Jamaika-Verhandlungen und die separatistischen Tendenzen in Katalonien gingen in der Flut der guten wirtschaftlichen Daten fast unter. Doch auch in wirtschaftlicher Hinsicht ist nicht alles Gold, was glänzt. Ob die Weltwirtschaft ihre Stärke im Umfeld einer restriktiveren Geldpolitik beibehalten kann, bleibt abzuwarten. Die Rolle Chinas für das globale Wachstumstempo ist enorm, aber gerade dort häufen sich die Probleme. Der Bankensektor leidet unter faulen Krediten, die private Verschuldung ist stark angestiegen und der Immobilienmarkt überhitzt. In Ländern wie Kanada, Australien und Neuseeland, aber auch in Teilen der US-Wirtschaft ist ebenfalls ein deutlicher Anstieg der Verschuldung erkennbar. In den USA sorgt zudem die Verflachung der Zinsstrukturkurve, die ein guter Frühindikator für eine Rezession ist, für konjunkturelle Sorgen.

Dennoch sehen wir keinen Grund, unseren Optimismus für 2018 aufzugeben. Wir nutzen das relativ problemfreie wirtschaftliche Umfeld vielmehr dazu, um uns über die langfristigen Herausforderungen für das Wachstum Gedanken zu machen. In unserem Schwerpunktthema konzentrieren wir uns dabei auf Deutschland. Welche Weichen müssen gestellt werden, damit der Wohlstand dauerhaft gesichert ist? Welche Probleme schaffen der demografische Wandel und die technologischen Herausforderungen? Welche Rolle kann Deutschland zukünftig international spielen?

Wir hoffen, mit diesen Fragen interessante Anregungen zu liefern, die über das tagesaktuelle Geschehen hinausgehen. Für langfristig orientierte Anleger sind diese Themen mindestens genauso wichtig wie die Frage, wo die Aktienindizes am Ende des Jahres stehen. Aber auch zu diesen und vielen anderen Fragen werden Sie unsere Meinung in dieser Publikation finden.

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Januar 2018

Vorwort 1

Zusammenfassung: Ein Aufschwung (fast) ohne Makel 5

Schwerpunktthema: Deutschland – Die langfristigen Herausforderungen 9

Jahresausblick 2018: Volkswirtschaft und Geldpolitik 31
- Weltkonjunktur: Das Wachstum beschleunigt sich 31
- US-Konjunktur: Hochkonjunktur mit zunehmenden Gefahren 35
- China: Die Weichen sind richtig gestellt 37
- Europa-Konjunktur: Ein dynamischer Aufschwung 40
- Devisenmarkt: Der Euro bleibt stark 48

Jahresausblick 2018: Liquide Vermögensklassen 53
- Geldmarkt: Die Aussichten hellen sich auf 53
- Rentenmarkt: Der Gegenwind hält an 55
- Aktienmarkt: Das Gewinnwachstum stützt die Kurse 64
- Rohstoffmarkt: Gemischte Aussichten 73
- Hedgefondsmarkt: Sinnvoller Beitrag zur Risikodiversifikation 78

Jahresausblick 2018: Vermögensklasse Immobilien 83

Jahresausblick 2018: Vermögensklasse Beteiligungen 97
- Private Equity Markt: Bewertungen auf historisch sehr hohen Niveaus 97
- Listed Private Equity: Gestiegenes Investoreninteresse sorgt für geringe Discounts 102
- Private Debt: Mittelständische Kredite bieten attraktive Risikoprämien 106

Jahresrückblick 2017 115
- Konjunktur und Geldpolitik 115
- Devisenmarkt 118
- Geldmarkt 119
- Rentenmarkt 119
- Aktienmarkt 121
- Rohstoffmarkt 124
- Hedgefondsmarkt 125
- Immobilienmarkt 127
- Private Equity Markt 129
- Listed Private Equity Markt 131
- Private Debt Markt 132

Impressum 134

ZUSAMMENFASSUNG: EIN AUFSCHWUNG (FAST) OHNE MAKEL

Es ist lange her, dass die Bedingungen für ein kräftiges Wirtschaftswachstum global so gut waren wie zur Jahreswende 2017/2018. Nahezu alle Frühindikatoren deuten darauf hin, dass das Wachstum im laufenden Jahr sehr dynamisch bleiben wird. Der Aufschwung hat praktisch alle Bereiche der Wirtschaft erfasst und ist mit wenigen Ausnahmen sowohl in den entwickelten Märkten als auch in den Schwellenländern zu erkennen. Bei den Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe, die ein wichtiger Frühindikator für die gesamtwirtschaftliche Aktivität sind, stand Deutschland im Dezember 2017 unter den großen Volkswirtschaften sogar an allererster Stelle.

Gerade in einer solchen Situation sollte man allerdings nicht die Hände in den Schoß legen und in Selbstzufriedenheit verfallen. Während sich in Deutschland die Regierungsbildung in die Länge zieht, hat das Reformtempo in Frankreich deutlich angezogen. Der Lohnkostenvorteil innerhalb des Euroraums, dem Deutschland viel von seiner derzeitigen Stärke zu verdanken hat, ist inzwischen nicht mehr zu erkennen. Und wie sieht es mit der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit aus? Deutschland ist neben Estland das einzige europäische Land, das Forschungs- und Entwicklungsausgaben von Unternehmen nicht steuerlich fördert. Wie innovativ kann eine Gesellschaft sein, die immer älter wird und von immer weniger Erwerbstätigen getragen wird? Wird Deutschland seine führende Rolle in Europa behaupten können, wenn es hinsichtlich Wirtschaftsleistung und Bevölkerungszahl in einigen Dekaden von Frankreich überholt werden könnte?

Mit diesen Fragen beschäftigen wir uns in unserem Schwerpunktbeitrag, der die **langfristigen Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft** thematisiert. Wir analysieren die demografische Entwicklung, die Exportabhängigkeit der deutschen Wirtschaft und die Migration aus volkswirtschaftlicher Perspektive. Es zeigt sich dabei, dass einfache Schlussfolgerungen oft zu kurz greifen. Eine schrumpfende und alternde Bevölkerung muss nicht notwendigerweise mit Wohlstandsverlusten für den Einzelnen einhergehen. Mit Blick auf das Pro-Kopf-Wachstum wird aber deutlich, dass der Steigerung der Arbeitsproduktivität künftig eine entscheidende Rolle zukommen wird. Hier müssen schon heute die Weichen richtig gestellt werden, damit Deutschland seine Spitzenposition auch langfristig verteidigen kann.

Im Anschluss an unser Schwerpunktthema analysieren wir in unserem Ausblick auf **Volkswirtschaft, Geldpolitik und Währungen** im Detail die Aussichten einzelner Länder und Regionen. Die US-Wirtschaft befindet sich angesichts eines weitgehend leergefegten Arbeitsmarkts bereits in der Spätphase des Konjunkturzyklus. Die Steuerreform bringt allerdings zusätzliche Impulse für das Wachstum, sodass keine unmittelbare Abkühlung der Wirtschaft bevorsteht. Allerdings droht ein gewisser Gegenwind von der Geldpolitik, da der fiskalische Impuls auf bereits stark ausgelastete Kapazitäten trifft. Dies gibt der Geldpolitik zusätzliche Veranlassung, den eingeschlagenen Zinserhöhungspfad weiterzugehen.

Im Euroraum besteht für die Geldpolitik hingegen wenig Grund, im laufenden Jahr bereits Zinserhöhungen in Erwägung zu ziehen. Denn abgesehen von Deutschland, das sich bereits in der Hochkonjunktur befindet, nimmt der Aufschwung in vielen Volkswirtschaften des Euroraums erst jetzt richtig Fahrt auf, sodass bei der Kapazitätsauslastung und auch am Arbeitsmarkt noch erhebliches Potenzial besteht. Zudem kommt angesichts niedriger Kerninflationsraten, eines festen Euro und nur geringen Lohnwachstums kein Inflationsdruck auf. So kann die EZB den konjunkturellen Aufschwung mit einer weiterhin expansiv ausgerichteten Politik begleiten. Im Zuge einer stärkeren konjunkturellen Dynamik im Euroraum erwarten wir auch eine weitere leichte Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar in Richtung einer fairen Bewertung nach Kaufkraftparität. Der Hauptimpuls für eine positive Weltkonjunktur dürfte in diesem Jahr allerdings von den Schwellenländern ausgehen. Hier deutet sich eine weitere Verstärkung der Wachstumsdynamik an. Gerade die Rohstoffexporteure unter den Schwellenländern haben konjunkturell noch erheblichen Nachholbedarf.

Konjunkturprognose Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2017	2018	
	Ist-Werte	Konsens	Marcard
Welt	3,6 %	3,7 %	4,0 %
USA	2,2 %	2,4 %	2,6 %
China	6,8 %	6,5 %	6,5 %
Euroraum	2,1 %	2,0%	2,3 %

Getrieben von der guten Konjunktur sollten sich auch **Aktien** im Jahr 2018 positiv entwickeln. Die Unternehmensgewinne dürften in besonderem Maße von der herausragenden konjunkturellen Lage profitieren und der Haupttreiber der Aktienkurse sein, zumal bewertungsseitig – insbesondere in den USA – nicht mehr viel Luft nach oben bestehen dürfte. Dementsprechend erwarten wir den DAX zum Jahresende bei 14.100 Punkten und den S&P 500 bei 2.820 Punkten. Besonderes Potenzial sehen wir angesichts der zu erwartenden starken konjunkturellen Dynamik und der vergleichsweise attraktiven Bewertung für Schwellenländeraktien.

Von der sehr guten Weltkonjunktur sollten auch **Energierohstoffe** profitieren. So erwarten wir, dass der Preis von Rohöl angesichts einer rekordhohen Nachfrage einerseits und Angebotsbeschränkungen der OPEC andererseits seinen Aufwärtstrend auf 65 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI zum Jahresende fortsetzt. Weniger positiv ist das Umfeld für **Gold**. Eine weitere leichte Schwächung des US-Dollar sollte positiv auf die Goldnachfrage wirken, Belastungen gehen jedoch von Realzinsanstiegen in den USA aus, die von der Notenbankpolitik und der starken US-Konjunktur getrieben werden. Dementsprechend rechnen wir für den Goldpreis mit einer Seitwärtsbewegung und 1.300 US-Dollar je Feinunze zum Jahresende. Als Sicherheitsbaustein im Portfolio sollte Gold jedoch weiterhin eine wichtige Rolle spielen, daher empfehlen wir eine neutrale Gewichtung.

Für Aktien bietet sich vor dem Hintergrund des konjunkturellen Umfelds eine Übergewichtung an. An den Rentenmärkten droht hingegen im Jahr 2018 Gegenwind. So werden sichere **Anleihen** auf beiden Seiten des Atlantiks unter den Auswirkungen von steigenden Zinsen zu leiden haben. In den USA wird die Notenbank die Zinswende im Jahr 2018 weiter vorantreiben. Für den Euroraum erwarten wir die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zum Jahresende in Anbetracht des wahrscheinlichen Auslaufens des Anleihekaufprogramms der EZB und der guten Konjunktur bei 0,8 Prozent. Trotz der weiterhin sehr hohen Zinsdifferenz halten wir vor dem Hintergrund der von uns erwarteten leichten Euro-Aufwertung Bundesanleihen jedoch gegenüber US-Staatsanleihen für die attraktivere Option, um das Vermögen gegen mögliche Systemrisiken abzusichern. Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen haben bereits sehr hohe Bewertungsniveaus erreicht, sodass sie im Vergleich zu Aktien als weniger attraktive Option erscheinen, um von der guten Konjunktur zu profitieren. Insgesamt empfehlen wir eine Untergewichtung von Renten im Vermögen.

Eine interessante Alternative, um das Vermögen gegen mögliche Turbulenzen an den Aktienmärkten abzusichern, könnten in einem Umfeld steigender Zinsen **Hedgefonds** sein. In unserem Beitrag zu dieser Vermögensklasse gehen

Liquide Vermögensklassen: Prognosen Marcard, Stein & Co

	Prognose	Erläuterung
DAX	14.100 Punkte	Die deutschen Unternehmen profitieren von der sehr guten Weltkonjunktur, der sich weiter aufhellenden Lage im Euroraum und von der weiterhin expansiven Geldpolitik der EZB.
Bundesanleihen (10 Jahre)	0,8 %	Das sich abzeichnende Ende der expansiven Geldpolitik im Euroraum und die gute Konjunktur wirken zinstreibend.
US-Dollar	1,25 EUR/USD	Im Zuge der hohen konjunkturellen Dynamik im Euroraum erwarten wir eine Fortsetzung des Aufwertungstrends des Euro hin zu seinem fairen Wert bei etwa 1,25 EUR/USD.
Gold	1.300 USD	Gold befindet sich in einem Spannungsfeld zwischen steigenden Zinsen und einem leicht schwächeren US-Dollar, sodass wir mit einer Seitwärtsbewegung rechnen.

wir in diesem Jahr besonders darauf ein, wie sich mithilfe von marktneutralen Hedgefonds die Diversifikation des Vermögens verbessern lässt und wie ein solches Hedgefonds-Portfolio idealerweise aufgebaut werden sollte.

Die (deutschen) **Immobilienmärkte** bewegen sich im Superzyklus. Miet- und Kaufpreise für Immobilien haben die Preisspitzen der letzten Zyklen bereits deutlich hinter sich gelassen. Investoren sollten das Marktumfeld ausnutzen, um (Teil-)Bestände zu veräußern und Liquidität vorhalten, um in korrigierten Märkten auf Einkaufstour zu gehen. Im aktuellen Marktumfeld erscheinen allenfalls Investitionen in Immobilien empfehlenswert, die hinsichtlich der baulich-technischen oder der mietvertraglichen Situation noch nicht optimiert sind. So kann der Investor durch eigene Managementleistung aktiv Werte schaffen.

Private Equity sollte langfristig auch weiterhin Renditen im niedrigen zweistelligen Bereich erwirtschaften. Wesentliche Bewertungsindikatoren zeigen sich auf historisch sehr hohen, im Vergleich zu anderen Assetklassen jedoch angemessenen Niveaus. Bei anhaltend starker Aktienmarktperformance könnte die Mehrrendite von Private Equity aber vorübergehend unter dem langjährigen Mittel liegen. Sollte die Outperformance der Assetklasse Private Equity gegenüber liquiden Märkten nachhaltig zurückgehen, so gehen wir davon aus, dass die gegenwärtig sehr hohen Gebühren der Managementgesellschaften nicht mehr zu rechtfertigen wären und somit einen Puffer für die Netto-Private-Equity-Performance bildet. Als Fokus bei Neuanlagen empfehlen wir weiterhin Fonds, die sich auf mittelständische Unternehmen spezialisiert haben.

Das Segment **Listed Private Equity** hat sich durch eine nachhaltige Entwicklung der Net Asset Values (NAV) über die letzten Jahre ausgezeichnet. Der zuletzt starke Rückgang der Abschläge zum NAV (Discounts) sowie die geringere Volatilität der Aktienkurse zeugen von dem gestiegenen Anlegervertrauen in das Segment. Anleger, die planen, Listed Private Equity als taktischen Allokationsbaustein in das Portfolio aufzunehmen, sollten jedoch berücksichtigen, dass aufgrund der aktuell vergleichs-

Vermögensklasse Immobilien: Prognosen Marcard, Stein & Co

	Prognose	Erläuterung
Deutsche Immobilien (Wohnen, Gewerbe) in Top-Lage und Top-Qualität	Mögliche Rendite: < 2 %	Die Ausschüttungsziele müssen noch weiter reduziert werden. Nachhaltig sind weniger als 2% laufende Rendite zu erwarten.
Value- bzw. Strategien der aktiven Wertschöpfung	Mögliche Rendite: 4 – 8 %	Objekte mit Vermietungs- oder baulichen Aufgaben bieten weiterhin Preisvorteile im Einkauf. Die Immobilienwerte können durch Übernahme von Management-Aufgaben aktiv gesteigert werden.
Beteiligung an Immobilien-investitionen über alternative Finanzierungen	Mögliche Rendite: 8 – 12 %	Insbesondere im Beleihungsauslauf über 60% und bei Risikokapital bestehen für Investoren weiter interessante Beteiligungsmöglichkeiten.

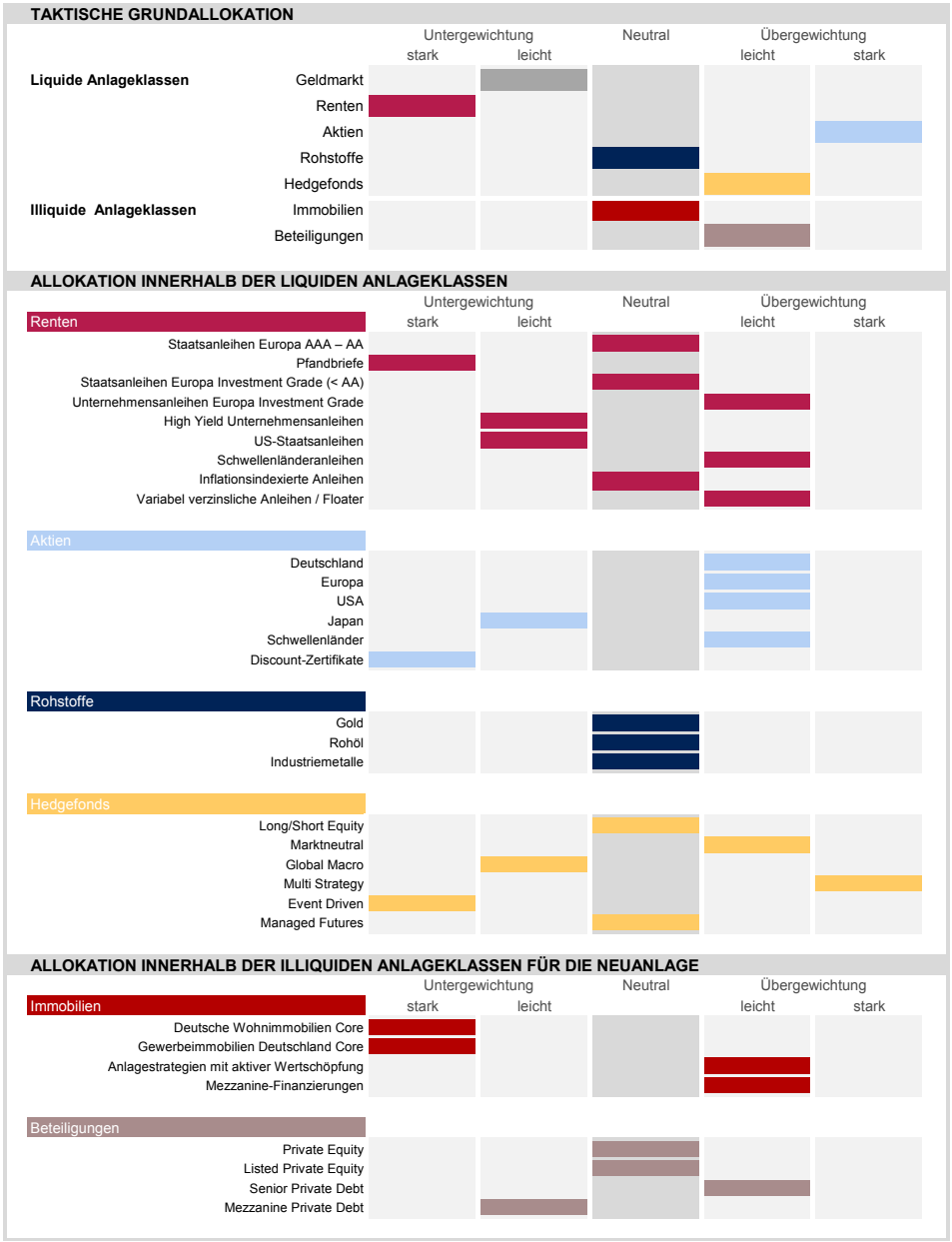
Vermögensklasse Beteiligungen: Prognosen Marcard, Stein & Co

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

weise geringen Discounts das Risiko eines Rücksetzers aus unserer Sicht erhöht ist. Anleger, die dennoch zeitnah einen Einstieg in diesem Segment anstreben, sollten Phasen mit erhöhtem Marktstress abwarten, da diese in der Regel mit Discountausweitungen einhergehen.

Für Anleger, die im Bereich der chancenorientierten Rentenanlagen nach höherrentierlichen Alternativen zu konventionellen Anleihen suchen, bietet **Private Debt** ein attraktives Rendite-Risiko-Profil. Wer bereit ist, auf eine schnelle Verfügbarkeit des investierten Kapitals zu verzichten, kann deutliche Mehrrenditen gegenüber liquiden Rentenanlagen wie z.B. Hochzinsanleihen vereinnahmen. Aus unserer Sicht sollte der Fokus auf breit diversifizierende Dachfonds gelegt werden, die sich auf erstrangige Finanzierungen bei mittelständischen Transaktionen spezialisiert haben und auch eine Streuung über mehrere Managementgesellschaften gewährleisten.

Taktische Allokationsempfehlung



SCHWERPUNKTTHEMA: DEUTSCHLAND – DIE LANGFRISTIGEN HERAUSFORDERUNGEN

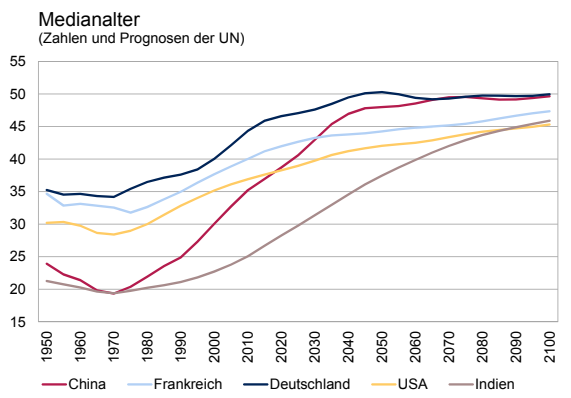
Die deutsche Wirtschaft läuft rund und auch in 2018 wird ein sattes Wachstum erwartet, wie wir in unserem Beitrag zur Deutschland-Konjunktur im Detail darlegen. An dieser Stelle möchten wir jedoch fragen: Wird es Deutschland und der deutschen Wirtschaft auch in zehn, zwanzig und dreißig Jahren noch so gut gehen? Sind die Deutschen nicht zu alt, zu unmodern und zu unproduktiv, um in der **Welt von Morgen** noch mithalten zu können?

Deutschland und die deutsche Wirtschaft stehen unzweifelhaft vor **gewaltigen Herausforderungen**. Der demografische Wandel führt dazu, dass die deutsche Gesellschaft altert. Dies setzt nicht nur die sozialen Sicherungssysteme unter Druck, sondern könnte auch dazu führen, dass den Unternehmen hierzulande weniger Arbeitskräfte zur Verfügung stehen. Der technologische Wandel mit Phänomenen wie Digitalisierung, Vernetzung oder künstlicher Intelligenz erfordert von vielen Unternehmen eine Anpassung ihres Geschäftsmodells und wälzt ganze Branchen um – darunter vor allem auch deutsche Schlüsselbranchen wie die Automobilindustrie und den Maschinenbau. Große Wohlstandsgefälle und politischer Wandel führen dazu, dass Migration in Richtung Europa und Deutschland bereits zugenommen hat und weiter zunehmen dürfte, was Kultur und Gesellschaft weiter verändern dürfte. Die Bestrebungen, dem Klimawandel durch Energiewende und neue Mobilitätskonzepte zu begegnen, verlangen zudem gewaltige Anstrengungen von Wirtschaft, Politik und Gesellschaft. Bei Migration und Integration sieht es ähnlich aus. Ist angesichts dieser enormen Herausforderungen der gegenwärtige Wohlstand in Deutschland noch zu halten?

In unserem diesjährigen Schwerpunktthema unternehmen wir den Versuch, die sich aus diesen großen Fragen ergebenden **Chancen und Risiken für die deutsche Wirtschaft** und die deutsche Gesellschaft nüchtern und objektiv einzuordnen und somit einen vernünftigen Blick in die kommenden Jahrzehnte zu werfen. Dabei geht es uns nicht in erster Linie darum, Prognosen aufzustellen. Davon finden sich in den diversen Medien bereits genug. Vielmehr ist es unser Anliegen, die Stellschrauben zu benennen, von denen die künftige Entwicklung abhängen wird, und zu erörtern, inwiefern belastbare Prognosen zu den genannten großen Trends möglich sind und wo Grenzen von Prognosen liegen.

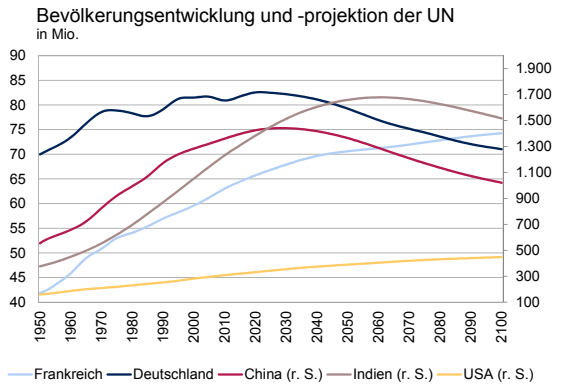
Demografie

Beginnen wir mit dem **demografischen Wandel** in Deutschland. Die folgenden Fakten sind weithin bekannt. Die Deutschen werden immer älter und sie werden weniger. Waren in den 1950er- und 1960er-Jahren noch die Hälfte aller Deutschen 35 Jahre und jünger, so ist mittlerweile eine Mehrheit älter als 45 Jahre. Ab voraussichtlich etwa 2030 wird jeder zweite Deutsche bereits über 50 sein.



Die Gründe für diese **Alterung der Bevölkerung** liegen in niedrigeren Geburtenzahlen und einer höheren Lebenserwartung. Absolut betrachtet gingen die Geburtenzahlen von über 6 Mio. zwischen 1960 und 1965 auf unter 4 Mio. im Zeitraum von 2010 bis 2015 zurück. Relativ gesehen entspricht dies einem Rückgang der Anzahl von Kindern pro Frau von über 2,4 auf etwa 1,4. Zwar steigt die Geburtenquote seit einiger Zeit wieder etwas an, wird sich aber nach Prognosen der Vereinten Nationen bis zum Ende dieses Jahrhunderts auf ca. 1,7 einpendeln. Damit dürfte sich die Gesamtzahl der Geburten in einem Fünfjahreszeitraum knapp oberhalb von 3 Mio. stabilisieren. Parallel zu dieser Entwicklung ist die Lebenserwartung in Deutschland von unter 70 Jahren in den 1950er-Jahren auf nunmehr fast 80 Jahre angestiegen. Zum Ende

des Jahrhunderts wird voraussichtlich die Marke von 90 Jahren überschritten sein. Trotz dieses Anstiegs der Lebenserwartung ist in Deutschland die Anzahl der Todesfälle bereits seit den 1970er-Jahren höher als die Geburtenzahl. Dieses sogenannte „Geburtendefizit“ wird durch die Alterung der Bevölkerung trotz der höheren Lebenserwartung weiter ansteigen und in den 2040er-Jahren wahrscheinlich mehr als 500.000 Menschen pro Jahr betragen. Die Tatsache, dass die Geburtenzahlen hinter den Sterbezahlen zurückbleiben, führt ohne Migration unweigerlich dazu, dass die Bevölkerung insgesamt schrumpft. Bislang hat die Zuwanderung nach Deutschland, die wir im weiteren Verlauf näher thematisieren werden, diese Tendenz noch ausgleichen können und dazu geführt, dass die Gesamtbevölkerung in Deutschland noch nicht nennenswert zurückgegangen ist. Bleibt es aber langfristig bei etwa 200.000 Zuwanderern pro Jahr, was in etwa dem langfristigen Durchschnitt der Vergangenheit entspricht, so wird die Bevölkerungszahl in Deutschland bis Ende des Jahrhunderts nach UN-Prognosen auf etwa 70 Mio. zurückgehen. Frankreich, das in den letzten Jahrzehnten ein starkes Wachstum seiner Bevölkerung aufwies und Prognosen zufolge auch in Zukunft eine weiter wachsende Bevölkerung haben dürfte, wird Deutschland bei der Bevölkerungszahl diesen Modellrechnungen folgend in den 2070er-Jahren überholen (vgl. Abbildung).



Nicht nur der Brexit würde demzufolge zu einer **Kräfteverschiebung innerhalb der EU** führen und das Kraftzentrum gen Süden verlagern, zumal die skandinavischen Staaten dem Euro als Gemeinschaftswährung auf absehbare Zeit fern bleiben dürften. Deutschland wird – falls es nicht von einer Nettozuwanderung in größerem Umfang als in der Vergangenheit profitieren sollte – seine nach der Wiedervereinigung gewonnene Vormachtstellung als mit Abstand größte Volkswirtschaft der EU einbüßen und langfristig wieder auf Augenhöhe mit Frankreich agieren.

> These 1: Der demografische Wandel muss nicht das Ende von Wachstum und Wohlstand sein.

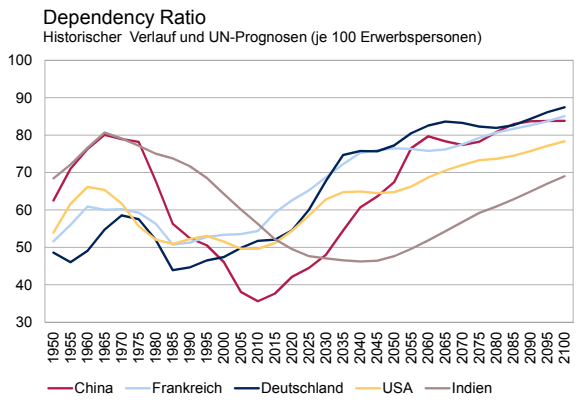
Was bedeutet aber eine schrumpfende Wirtschaft für das **Wachstum**? Muss sich Deutschland angesichts einer rückläufigen Bevölkerung auf eine Verringerung des Wohlstands einstellen? Um diese Fragen zu beantworten, sollte man sich zunächst vergegenwärtigen, dass nachhaltiges Wirtschaftswachstum aus zwei Quellen entsteht. Einerseits führt ein Wachstum der (Arbeits-) Produktivität zu einem Anstieg der Wirtschaftsleistung. Andererseits lässt sich die Wirtschaftsleistung einer Volkswirtschaft auch dadurch steigern, dass die Anzahl der Erwerbstätigen zunimmt. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass das Wirtschaftswachstum notwendigerweise abnimmt, wenn die Erwerbsbevölkerung zurückgeht. Daraus folgt aber noch nicht zwangsläufig, dass die Wirtschaftsleistung angesichts eines Rückgangs der Erwerbsbevölkerung auch tatsächlich schrumpft. Schließlich muss langsameres Wachstum nicht notwendigerweise negatives Wachstum bedeuten. Der Ausweg liegt in der oben zuerst genannten Quelle für nachhaltiges Wirtschaftswachstum: Wachstum der Arbeitsproduktivität. Solange die Arbeitsproduktivität nämlich stärker wächst, als die Erwerbsbevölkerung schrumpft, steigt die Wirtschaftsleistung insgesamt an – wenn auch langsamer, als wenn die Erwerbsbevölkerung konstant bliebe. Bei hinreichendem Produktivitätsfortschritt hat ein Schrumpfen der Erwerbsbevölkerung also keine Reduzierung der Wirtschaftsleistung zur Folge. Dieser Fall tritt erst dann ein, wenn der Produktivitätsfortschritt nicht mehr ausreicht, um die negativen Effekte des demografischen Wandels auf die Anzahl der Personen im erwerbsfähigen Alter zu kompensieren.

Was wäre aber, wenn die Wirtschaft tatsächlich schrumpfen würde, weil der demografische Wandel stärker ist als der Produktivitätsfortschritt? Würde das den Wohlstand in Deutschland senken? Auch hier lautet die Antwort: nicht zwangsläufig. Wohlstand hängt nämlich nicht von der gesamten Wirtschaftsleistung eines Landes ab (sonst

müssten kleinere Nachbarländer wie Dänemark ja geradezu als arm gelten), sondern davon, wie viel Einkommen der einzelne Bürger zur Verfügung hat. Entscheidend ist folglich die **Wirtschaftsleistung pro Kopf**. Das bedeutet, dass es für den Wohlstand einer Volkswirtschaft völlig irrelevant ist, ob der demografische Wandel dazu führt, dass die Bevölkerung zurückgeht, oder nicht. Denn Änderungen der Wirtschaftsleistung, die allein aus der Änderung der Bevölkerungszahl resultieren, lassen die Wirtschaftsleistung pro Kopf unverändert. Die Entwicklung der Gesamtbevölkerungszahl ist insofern zwar wie oben erwähnt u. a. für das Kräfteverhältnis innerhalb der EU bedeutend, nicht aber unmittelbar für den Wohlstand Deutschlands.

Daraus folgt aber nicht, dass der demografische Wandel keinerlei Effekte auf den Wohlstand hat. Diese Effekte resultieren zwar nicht aus der Entwicklung der Bevölkerungszahl, sondern aus der Entwicklung der Altersstruktur der Bevölkerung. **Verschiebungen in der Altersstruktur** einer Volkswirtschaft wirken nämlich im Gegensatz zur Gesamtzahl der Bevölkerung sehr wohl auf die Wirtschaftsleistung pro Kopf ein. Nachhaltige Veränderungen in der Wirtschaftsleistung pro Kopf und damit im Wohlstand einer Volkswirtschaft resultieren im Wesentlichen aus zwei Einflussfaktoren. Zum einen spielt wiederum die Arbeitsproduktivität eine entscheidende Rolle. Nimmt sie zu, so wächst die Wirtschaft nicht nur insgesamt, sondern auch die Wirtschaftsleistung pro Kopf steigt. Zum anderen wirkt sich eine Veränderung im Anteil der Nichterwerbstätigen auf die Wirtschaftsleistung pro Kopf und damit auf den Wohlstand in einer Volkswirtschaft aus. Der Mechanismus dahinter ist ziemlich einfach. Nimmt der Anteil der Erwerbstätigen in einer Volkswirtschaft zu, d. h. ist ein höherer Prozentsatz der Bevölkerung in Lohn und Brot, so müssen weniger Menschen von den Arbeitenden miternährt werden und die Arbeitenden können einen höheren Anteil des Wohlstands, den sie erwirtschaften, für sich behalten. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von der **„demografischen Dividende“**. In den 1960er-Jahren war es in Deutschland beispielsweise so, dass der Anteil der Erwerbstätigen an der Gesamtbevölkerung zunahm. Dies lag daran, dass die geburtenstarken Nachkriegsjahrgänge in den Arbeitsmarkt eintraten und zugleich die Geburtenzahlen zurückgingen. Folglich nahm der Anteil an Kindern und Alten in der Bevölkerung ab, was dazu führte, dass die Arbeitenden – entweder direkt oder aber indirekt über Steuern und Sozialversicherungsbeiträge – weniger von ihrem Einkommen dafür aufwenden mussten, Kinder und Alte in der Gesellschaft mitzufinanzieren.

Die sogenannte **„Dependency Ratio“** setzt die Anzahl von Kindern und Alten in ein Verhältnis zur Zahl der Erwachsenen im erwerbsfähigen Alter und ist daher ein Maß für die „demografische Dividende“. Die Abbildung zeigt, wie sich die Dependency Ratio in verschiedenen Volkswirtschaften in der jüngeren Vergangenheit entwickelt hat. Ein Ansteigen der Dependency Ratio bedeutet, dass Arbeitnehmer für mehr Kinder und Alte aufkommen müssen und daher den Wohlstand, den sie erwirtschaften, in höherem Umfang mit der Gesellschaft teilen müssen. Ein Sinken der Dependency Ratio heißt umgekehrt, dass die demografische Dividende positiv ist und sich die Demografie wohlstandsverstärkend auswirkt. Wie man sieht, haben viele wichtige Volkswirtschaften im 20. Jahrhundert eine solche demografische Dividende, die sich positiv auf das Pro-Kopf-Wachstum und damit den Wohlstand auswirkte, genossen.



Die Abbildung enthält aber auch Schätzungen der Vereinten Nationen zur zukünftigen Entwicklung der Dependency Ratio. Wie man daraus entnehmen kann, wird die demografische Dividende in vielen Volkswirtschaften negativ und damit zu einer **Belastung für Wachstum und Wohlstand** werden. In Deutschland stehen etwa die geburtenstarken Jahrgänge vor dem Eintritt in den Ruhestand oder sind bereits in Rente. Zugleich rücken weniger junge Leute in den Arbeitsmarkt nach. Folglich erhöht sich der Anteil derjenigen, die ihren Lebensunterhalt nicht durch eigene Arbeit erwirtschaften. Dies macht höhere Sozialabgaben und Steuern nötig, sodass Arbeitnehmern

tendenziell weniger von ihrem Lohn übrig bleibt. Dieser Trend wird sich bei der prognostizierten demografischen Entwicklung weiter verstärken. Und dies ist keinesfalls ein Problem, das sich auf Deutschland beschränkt. Auch Frankreich und die USA werden trotz eines weiteren Bevölkerungswachstums einen ähnlichen Anstieg in der Dependency Ratio wie Deutschland erleben. Damit wird die Demografie den Wohlstand eher belasten als fördern, denn entscheidend dafür ist die Entwicklung der Altersstruktur und nicht die Entwicklung der Bevölkerungszahl insgesamt. China steht eine solche Entwicklung ebenfalls bevor und auch in Indien wird ein solcher Trend voraussichtlich um 2040 einsetzen. Dass die Demografie das Wirtschaftswachstum pro Kopf und damit die Wohlstandsentwicklung im Laufe des 21. Jahrhunderts bremsen wird, ist somit nicht allein ein deutsches, sondern vielmehr ein **globales Phänomen** bzw. Problem.

Wenn hier die Rede davon ist, dass die demografische Entwicklung künftig eine Belastung für Wirtschaftswachstum und Wohlstand darstellen dürfte, so heißt dies aber wiederum nicht zwangsläufig, dass Deutschland und andere Teile der Welt mit ähnlichen Problemen im 21. Jahrhundert kein nennenswertes Wachstum in der Wirtschaftsleistung pro Kopf und damit im Wohlstand erleben werden. Zwar wird es in vielen Volkswirtschaften so sein, dass das von den Erwerbstätigen erwirtschaftete Wachstum auf mehr Köpfe in der Gesellschaft verteilt werden muss, weil der Anteil der Erwerbstätigen sinkt. Somit fällt das Wachstum pro Kopf definitiv geringer aus, da sich die demografische Dividende ins Negative umkehrt. Allerdings kann **Produktivitätswachstum** trotzdem dazu führen, dass das Wirtschaftswachstum pro Kopf positiv bleibt und der Wohlstand damit weiter zunimmt. Die entscheidende Frage für Deutschland wie auch für viele andere Volkswirtschaften wird sein, ob es auch im 21. Jahrhundert gelingen wird, ein ausreichend hohes Produktivitätswachstum zu erreichen, das die negativen Einflüsse der Demografie überkompensiert. Gelingt dies, so werden Wirtschaft und Wohlstand weiter wachsen – allerdings langsamer als wir es aus den letzten Jahrzehnten mit dem Rückenwind einer positiven demografischen Dividende gewohnt waren. Gelingt es hingegen nicht, für ausreichendes Produktivitätswachstum zu sorgen, dann könnte es in der Tat sein, dass der demografische Wandel Deutschland und anderen Ländern im 21. Jahrhundert Wohlstandseinbußen bringen wird.

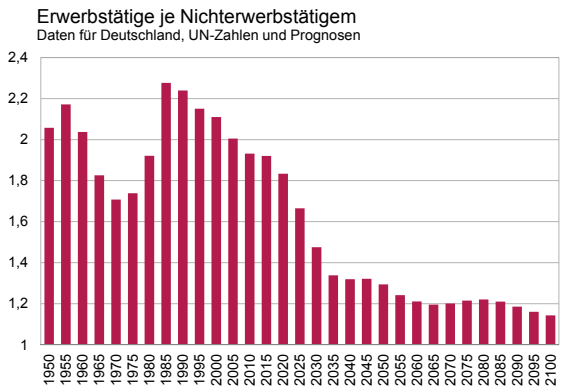
Die **Schlüsselrolle** kommt folglich dem Produktivitätsfortschritt zu. Dieser hängt zwar in nicht unerheblichem Maße von technologischen Entwicklungen ab und ist demzufolge nur bedingt beeinflussbar. Aber es ist nicht so, dass Politik, Gesellschaft und Wirtschaft gar keinen Einfluss darauf hätten. Investitionen in Forschung und Entwicklung, in zukunftsweisende Technologien, in Infrastruktur, in Aus- und Weiterbildung von Arbeitskräften und in Produktionskapital, das menschliche Arbeitskraft effizienter macht (ein Buchhalter mit modernen Computersystemen ist produktiver als einer, der mit Stift, Papier und Taschenrechner zu Werke geht), können gezielt dazu beitragen, einen hohen Produktivitätsfortschritt zu erreichen und die Wohlstandseffekte des demografischen Wandels überzukompensieren.

Produktivitätswachstum per se geht auch nicht zulasten der Ökologie, da Produktivitätswachstum bedeutet, dass bei gegebener Menge an Inputs mehr Güter und Dienstleistungen erzeugt werden können. Dies impliziert nicht die Erforderlichkeit eines höheren Ressourceneinsatzes, sondern macht es im Gegenteil möglich, ein gegebenes Wohlstandsniveau mit geringerem Ressourceneinsatz und damit ökologisch nachhaltig und ressourcenschonend zu erhalten. Wirtschaftswachstum, das aus Produktivitätswachstum entsteht, ist **nachhaltig** und unterscheidet sich insofern grundlegend von Wachstum, das aus einem höheren Ressourceneinsatz resultiert.

> These 2: Nur mit ausreichend hohem Produktivitätswachstum bleibt die Rente sicher.

In einem hinreichend hohen Produktivitätsfortschritt liegt im Übrigen auch der wahre Schlüssel zum Umgang mit den **Auswirkungen des demografischen Wandels auf die sozialen Sicherungssysteme** in Deutschland. Diese werden durch den demografischen Wandel unter Druck gesetzt, da ein geringerer Anteil Erwerbstätiger an der Gesamtbevölkerung dazu führt, dass die Erwerbstätigen einen höheren Anteil ihres Einkommens dafür aufwenden müssen, um den Lebensunterhalt für Kinder und Rentner zu bestreiten, was in der Konsequenz höhere Sozialabgaben und Steuern bedeutet. Die Grafik veranschaulicht diese Thematik recht eindeutig, da sie zeigt, wie viele Erwerbstätige auf einen Nichterwerbstätigen in Deutsch-

land kommen. Nach UN-Prognosen wird diese Zahl (unter Annahme eines konstanten Renteneintrittsalters von 65 Jahren) zum Ende des 21. Jahrhunderts unter 1,2 sinken, d. h. weniger als sechs Erwerbstätige müssen für fünf Kinder und Rentner aufkommen, während sich aktuell noch etwa neun Erwerbstätige den Lebensunterhalt von fünf Kindern und Rentnern teilen.



In der politischen Debatte um die Zukunft der sozialen Sicherungssysteme wird vor allem darüber gestritten, um wie viel der Rentenbeitrag steigen müsste oder wie weit das Renteneintrittsalter ansteigen müsste oder um wie viel niedriger die Renten ausfallen müssten. Statt sich solche Fragen zu stellen oder darüber zu philosophieren, wie groß die Belastungen für die Sozialkassen und den Staatshaushalt werden dürften, sollte man sich lieber folgenden einfachen Sachverhalt vor Augen führen. Solange die Arbeitsproduktivität schneller steigt, als der Anteil der Erwerbstätigen an der Gesamtbevölkerung abnimmt, bleibt das Wirtschaftswachstum pro Kopf positiv und damit können sowohl Rentner als auch Kinder als auch Erwerbstätige an diesem Wachstum teilhaben und weiterhin wachsende Einkommen beziehen und zunehmenden Wohlstand genießen. Natürlich wird der Rentenbeitrag (deutlich) steigen müssen, wenn weniger Erwerbstätige einer höheren Zahl von Rentnern gegenüberstehen, damit alle ihren Anteil am Wachstum abbekommen. Aber solange ein ausreichender Produktivitätsfortschritt gewährleistet ist, bleibt auch mit höheren Rentenbeiträgen für die Erwerbstätigen noch mehr Wohlstand übrig und es ergibt sich keine Notwendigkeit, für die Alten die Renten zu kürzen oder das Renteneintrittsalter in Regionen anzuheben, die trotz steigender Lebenserwartung und besserer Gesundheit im Alter problematisch sind. Da Rentner und Erwerbstätige, die kurz vor dem Renteneintritt stehen, durch den demografischen Wandel weiter an Gewicht im politischen Willensbildungsprozess gewinnen werden, sind Absenkungen des Rentenniveaus und deutliche Ausweitungen des Renteneintrittsalters im politischen Prozess sowieso kaum durchzusetzen. Der entscheidende Punkt ist allerdings, dass all dies auch gar nicht notwendig sein wird, wenn es gelingt, durch eine kluge, auf ein Wachstum der Arbeitsproduktivität ausgelegte Politik für hinreichendes Pro-Kopf-Wachstum zu sorgen, denn in dem Fall ist die Lösung der Rentenfrage schlicht eine Verteilungsfrage, bei der niemand absolut betrachtet Wohlstandseinschnitte hinnehmen muss und bei der es also auch keine Verlierer geben muss. Der Ansatz zur **Lösung der Rentenfrage** sollte für die neue Bundesregierung folglich darin liegen, in Bildung auf allen Ebenen, in Forschung, in neue Technologien, in Infrastruktur etc. zu investieren und auch für Unternehmen Anreize zu Investitionen in Produktivität und Technologie zu schaffen. Dies löst die Rentenfrage viel eher und vor allem deutlich nachhaltiger und besser als jede Diskussion über Eintrittsalter, Berechnungsschlüssel, Rentenniveaus etc. Die Diskussion über gewaltige Belastungen für künftige Generationen, Sozialkassen und Staatshaushalt kann man sich damit sparen. Mit Produktivitätsfortschritt wird es zukünftigen Generationen (auch zukünftigen Rentnergenerationen) trotz demografischen Wandels und auch mit deutlich höheren Rentenbeiträgen weiterhin besser gehen als den heutigen – nur das Tempo der Verbesserung dürfte sich etwas verlangsamen. Wirkliche Wohlstands- und Verteilungsprobleme treten erst dann auf, wenn es nicht gelingt, das Wachstum in Gang zu halten. Daher sollte dies eine der ersten Prioritäten für alle künftigen Regierungen sein.

Wie viel Produktivitätsfortschritt braucht es aber, um die negativen Effekte der Demografie auf Wachstum und Wohlstand auszugleichen? Gar nicht so viel, wie eine einfache Rechnung offenbart. Die Quote der Erwerbstätigen liegt aktuell noch bei mehr als 2/3 und wird – wie aus der letzten Grafik hervorgeht – bis zum Ende des Jahrhunderts nicht unter 50 Prozent fallen. Das entspricht einem Rückgang der Erwerbstätigenquote von maximal 25 Prozent. Um dies zu kompensieren, müsste die Produktivität der verbleibenden Erwerbstätigen um etwa ein Drittel steigen (ein Anstieg um ein Viertel reicht wegen des Ba-

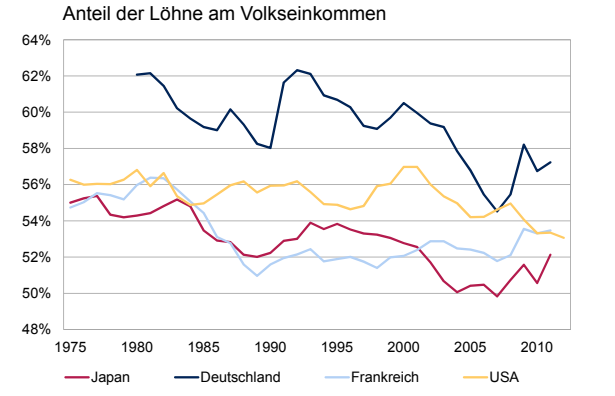
siseffekts nicht aus). Über einen Zeitraum von etwa achtzig Jahren entspricht ein kumulierter Zuwachs von einem Drittel einer jährlichen Wachstumsrate von etwas weniger als 0,4 Prozent. Diesen Wert erhält man übrigens näherungsweise auch, wenn man das erwerbstätige Alter nicht zwischen 15 und 65 ansetzt, sondern beispielweise zwischen 25 und 65 oder 25 und 70. Basierend auf den Erfahrungswerten der letzten Jahrzehnte nehmen Ökonomen für den langfristigen Durchschnitt des Produktivitätswachstums normalerweise einen Wert von 2 Prozent pro Jahr an. Wird dieser Wert auch in Zukunft erreicht, so wird der demografische Wandel den Wohlstand nicht schmälern. Er wird stattdessen weiter wachsen – nur wohl um ca. 0,4 Prozent weniger im Jahr, was immer noch 1,6 Prozent Wachstum bedeuten würde.

Schließt man in die Modellrechnung ein, dass das **Renteneintrittsalter** beispielsweise von 65 auf 70 ansteigt, so könnte der Rückgang des Anteils der Erwerbstätigen in Deutschland bis 2100 UN-Zahlen zufolge auf etwa 10 Prozent begrenzt werden. Um dies aufzufangen, reicht schon ein Produktivitätsanstieg von 12 Prozent aus. Verteilt auf 80 Jahre macht dies weniger als 0,15 Prozent Produktivitätswachstum pro Jahr. Über eine Anhebung des Renteneintrittsalters ließen sich drohende Wohlstandseinbußen folglich weiter reduzieren. Ob dieser Weg gegangen werden soll, oder ein konstantes Renteneintrittsalter mit einem um ca. 0,25 Prozentpunkte geringeren Einkommenswachstum pro Jahr vorzuziehen ist, ist eine politisch zu beantwortende Frage. Solche Modellrechnungen verdeutlichen lediglich, was der „Preis“ für die eine oder die andere Alternative wäre.

> These 3: Für Arbeitnehmer resultieren aus demografischem Wandel und Produktivitätsfortschritt besondere Chancen.

Man könnte nun den Eindruck gewinnen, dass angesichts der zentralen Rolle, die wir für eine auf Produktivitätssteigerungen ausgelegte Politik in den kommenden Jahrzehnten empfehlen, der normale Arbeitnehmer auf der Strecke bliebe und vor allem Investoren und Kapitalgeber profitierten. Würden verstärkte Anstrengungen zur Steigerung der Produktivität und zu Investitionen in neue Technologien nicht sogar dazu führen, dass Arbeitnehmer **immer mehr durch Maschinen ersetzt** würden und letztlich die Verlierer einer solchen Politik wären?

Dieser Eindruck ist nicht zutreffend. So stimmt es schlichtweg nicht, dass menschliche Arbeitskraft und Kapital in Form von Maschinen, Robotern, Computern etc. meist Gegner sind. Oft ist das Gegenteil der Fall. Arbeitnehmer, die mit modernen Systemen und technischen Hilfsmitteln arbeiten können, sind dadurch produktiver und tragen in derselben Zeit zu einer höheren Wertschöpfung bei. Das führt dazu, dass sie höhere Löhne für ihre Arbeit erhalten und nicht dazu, dass weniger Arbeitnehmer beschäftigt werden. Man muss einfach einen Blick auf den Arbeitsmarkt im heutigen Deutschland werfen, um diese Sichtweise bestätigt zu finden: Obwohl heute Autos zum Großteil von Robotern gebaut werden, SAP-Systeme einen großen Teil der Administration in Unternehmen übernommen haben und Fahrkarten am Bahnhof nicht mehr am Schalter, sondern am Automaten gekauft werden, haben in Deutschland so viele Menschen Arbeit wie nie zuvor und ist der **Wohlstand insgesamt so hoch wie nie**. Die Befürchtung, dass Maschinen Arbeitnehmer immer mehr ersetzen und damit ins Elend treiben würden, geht mindestens bis zu Karl Marx‘ ökonomischen Theorien aus der Mitte des 19. Jahrhunderts zurück und auch Keynes schloss sich im 20. Jahrhundert in Betrachtungen über die Zukunft der Volkswirtschaften dieser Sichtweise an. Ganz grundlos waren solche Befürchtungen sicher nicht. Wer dies anzweifelt, werfe beispielsweise einen Blick in die Weltliteratur. In seinem berühmten Drama „Die Weber“ von 1892 thematisiert Gerhart Hauptmann den Aufstand der schlesischen Weber von 1844, deren Arbeit von modernen Webstühlen bedroht wurde, sodass sie völlig verarmten und hungerten. Von solchen Episoden abgesehen lässt sich jedoch im Großen und Ganzen sagen, dass Marx und Keynes und viele andere irrten, denn der technologische Fortschritt und das rasante Produktivitätswachstum, das mit der industriellen Revolution vor etwa 200 Jahren einsetzte, hat spätestens in Kombination mit dem modernen Sozialstaat den Wohlstand der Arbeitenden vervielfacht, indem **Arbeitskraft in Kombination mit Technologie produktiver** und damit wertvoller wurde. Es gibt wenig Anlass zu der Befürchtung, dass sich dieser nun bereits über dutzende Jahrzehnte andauernde Trend in den nächsten Jahrzehnten ändern dürfte – trotz künstlicher Intelligenz und dergleichen.



Vielmehr könnte der demografische Wandel im 21. Jahrhundert Arbeitskraft noch deutlich wertvoller machen. Wie wir schon im Schwerpunktthema unseres Jahresausblicks für 2017 thematisiert hatten, ist der **Anteil der Löhne am Volkseinkommen** in vielen entwickelten Volkswirtschaften in den letzten Jahrzehnten zurückgegangen (vgl. Grafik). Dies lag in nicht unerheblichem Maße an der Globalisierung, die günstige Arbeitskraft im Ausland für die Industrien der entwickelten Länder verfügbar machte. Der Fall des Eisernen Vorhangs und die Öffnung Chinas verstärkten diesen Trend zum Ende des 20. Jahrhunderts noch einmal enorm, was hohen Druck auf die Löhne gerade für geringqualifizierte Arbeitnehmer in den Industrieländern ausübte – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Einkommensungleichheit. Neuer Druck auf die Arbeitsmärkte durch eine Öffnung Chinas oder Osteuropas ist nicht in Sicht. Im Gegenteil ist es sogar so, dass auch diese Regionen mit einer alternden und schrumpfenden Bevölkerung zu kämpfen haben werden. Allein Afrika wird auf absehbare Zeit eine wachsende und nicht nennenswert alternde Bevölkerung aufweisen. Dass Afrika jedoch auf den Arbeitsmärkten der Welt an die Stelle Chinas oder Osteuropas treten wird, ist eher unwahrscheinlich. Zum einen ist die Ausbildung der Arbeitnehmer in Afrika gerade im Vergleich zu Osteuropa aber auch zu diversen asiatischen Ländern unterdurchschnittlich und darüber hinaus mangelt es oftmals an Rechtssicherheit und Infrastruktur, was Investitionen ausländischer Unternehmen abschreckt.

Dieser globale Trend verknappt den Faktor Arbeit perspektivisch noch stärker, als dies durch die demografische Entwicklung in Deutschland selbst ohnehin schon der Fall ist. Perspektivisch dürfte dies dazu führen, dass Arbeitnehmer wieder deutlich stärker als in den zurückliegenden Jahrzehnten **vom Produktivitätsfortschritt profitieren** werden. Dies wird sich voraussichtlich in einem wieder steigenden Anteil der Löhne am Volkseinkommen niederschlagen. Darüber hinaus kommt nach der historischen Erfahrung Produktivitätsfortschritt ohnehin in erster Linie dem Faktor Arbeit zugute. So haben sich Kapitalerträge langfristig kaum geändert, was an relativ konstanten Realzinsniveaus abzulesen ist, während die Löhne mit dem Produktivitätsfortschritt steigen konnten.

Es gibt daher gute Gründe zu der Annahme, dass gerade Arbeitnehmer und nicht in erster Linie Investoren und Kapitalgeber von Investitionen in Produktivität profitieren werden: Einerseits im Lohnwachstum und andererseits weil Arbeitnehmer selbst das höchste Interesse daran haben müssen, dass die demografische Entwicklung über die negative demografische Dividende nicht Wohlstand und Altersvorsorge gefährdet – der Schlüssel dazu liegt im Produktivitätswachstum.

Die Arbeitswelt wird sich unweigerlich weiter wandeln, wenn der technologische Wandel wie in der Vergangenheit alte Jobprofile unwirtschaftlich macht und dafür neue Arten von Jobs schafft. Dies erfordert ein hohes Maß von **Anpassungsbereitschaft und -fähigkeit** von Arbeitnehmern. Daher wird es in Zukunft voraussichtlich noch bedeutender werden, dass Arbeitnehmer über eine gute Ausbildung verfügen und hinreichend flexibel und mobil sind, wenn sie die sich bietenden Chancen nutzen möchten, die mit der Verknappung der Arbeit durch den demografischen Wandel und mit der Erhöhung der Arbeitsproduktivität durch technologischen Fortschritt einhergehen. Dies macht Investitionen in Aus- und Weiterbildung nicht nur junger Leute, sondern auch älterer Arbeitnehmer, wichtiger denn je.

> These 4: Anleger können sich demografischen Trends weltweit kaum entziehen.

Was aber wird der demografische Wandel für **Kapitalanleger** bedeuten? Wie wird sich langsameres Wachstum auswirken? Werden Kapitalerträge und Zinsen steigen oder sinken? Und was geschieht mit der Inflation?

Für die Entwicklung von Kapitalerträgen und Zinsen sind vor allem die Entwicklung der **Nachfrage nach Produktionskapital** und die Effekte der Demografie auf die **gesamtwirtschaftliche Ersparnis** ausschlaggebend. Eine geringere Investitionsnachfrage und eine höhere volkswirtschaftliche Ersparnis wirken jeweils dämpfend auf das Niveau von Zinsen und Kapitalerträgen, während es bei höheren Investitionen und geringerer Ersparnis jeweils umgekehrt wäre.

Leider sind die Auswirkungen des demografischen Wandels auf Investitionen und Ersparnis aber alles andere als eindeutig. Sollte der demografische Wandel die Arbeitnehmer veranlassen, privat mehr für ihr Alter zu sparen, so stiege die gesamtwirtschaftliche Ersparnis. Da diese privaten Ersparnisse aber im Alter aufgelöst werden, besteht zugleich auch ein negativer Effekt auf die volkswirtschaftliche Ersparnis. Der Nettoeffekt ist völlig **unklar**. Und sollten die sozialen Alterssicherungssysteme ähnlich umfangreich bleiben, wie sie bisher sind (was wir für wahrscheinlich halten), treten die soeben genannten Effekte auf die Ersparnis erst gar nicht ein.

Bei den Investitionen sieht es nicht viel klarer aus. Für einen Rückgang der Investitionsnachfrage (und damit der Zinsen) würde sprechen, dass eine gegebene Kapitalintensität in der Produktion einer Volkswirtschaft bei einer rückläufigen Erwerbsbevölkerung mit einem geringeren Kapitalstock und folglich geringeren Investitionen aufrechterhalten werden kann. Ebenso würde für einen Rückgang der Investitionsnachfrage (und damit der Kapitalerträge) sprechen, dass eine Verknappung von Arbeit die Kapitalproduktivität verringert. Allerdings ist es auch denkbar, dass die Kapitalintensität in der Produktion erhöht wird, wenn sich Arbeit als Produktionsfaktor durch den demografischen Wandel verknappt und folglich verteuert. Das würde für eine höhere Investitionsnachfrage und höhere Kapitalerträge sprechen.

Man hat es also mit vielen **gegenläufigen Effekten** zu tun, die nicht genau prognostizierbar sind. Demzufolge muss leider festgehalten werden, dass eine seriöse Prognose der Effekte der demografischen Entwicklung auf das zukünftige Niveau von Zinsen und Kapitalerträgen nicht möglich ist. Man kann für verschiedene Sichtweisen gute Gründe anführen und entsprechend lassen sich auch dutzende Studien finden, die zu völlig unterschiedlichen Ergebnisse kommen. Ähnliches gilt für den Effekt der Demografie auf die Inflation. Hierzu gehen wir allerdings nicht näher in die Details und merken lediglich an, dass Zentralbanken die nötigen Mittel haben, um mithilfe konventioneller Geldpolitik inflationäre Tendenzen einzudämmen. Angst vor hoher Inflation durch demografische Trends halten wir daher für nicht angebracht.

Eine sehr wichtige und klare Botschaft zum demografischen Wandel haben wir für Anleger aber noch: Egal, wie der Effekt auf Kapitalerträge, Zinsen, Inflation etc. im Laufe des 21. Jahrhunderts sein wird, es **wird für Anleger kaum möglich sein, sich dem zu entziehen**. Dies hat zwei Gründe.

Erstens ist der demografische Wandel kein deutsches oder europäisches Phänomen der Industrieländer. Wie wir oben ausgeführt haben, erfasst er vielmehr auch Volkswirtschaften mit (vermeintlich) guter demografischer Entwicklung wie die USA, Frankreich, China oder Indien. Mit Ausnahme Afrikas werden voraussichtlich alle Erdteile im Laufe des 21. Jahrhunderts im wesentlichen Maße eine negative demografische Dividende zu spüren bekommen. Die Strategie, das Vermögen durch eine geschickte geographische Allokation möglichen negativen Auswirkungen der demografischen Entwicklung zu entziehen, kann daher allenfalls begrenzt aufgehen, zumal Investitionen in vielen Ländern Afrikas angesichts von Problemen bei Rechtssicherheit, Technologie, Infrastruktur und Humankapital wenig attraktiv sind.

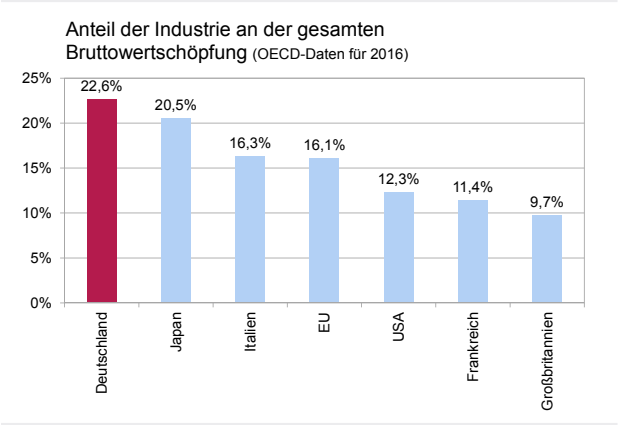
Zweitens ist es in einer **globalisierten Welt** im Allgemeinen ein Trugschluss, zu glauben, dass man sich mit einem Investment die Demografie eines bestimmten Landes zunutze machen oder aber vermeiden könnte. Dies gilt im positiven wie im negativen Sinne. So sind die DAX-Unternehmen beispielsweise nicht weniger von der Entwicklung in Nordamerika oder Asien abhängig als von der Entwicklung in Deutschland. Eine nachteilige demografische Entwicklung in Deutschland wird die Aktienrenditen der DAX-Unternehmen daher nur in begrenztem Maße treffen. Umgekehrt werden diese aber sehr wohl auch von der demografischen Entwicklung in Nordamerika und Asien abhängen. Eine Ausnahme stellen hier ggf. noch Investi-

tionen in lokale Märkte dar. Hier sind an vorderster Stelle **Immobilien** zu nennen, mit denen es unter Umständen noch möglich sein könnte, gezielt bestimmte demografische Trends „ins Portfolio zu kaufen". Allerdings ist hier eine genaue Analyse nötig, da die Auswirkungen des demografischen Wandels auf die Immobilienmärkte auf den zweiten Blick oft erheblich vielschichtiger sind, als es auf den ersten Blick scheinen mag. So führt zum Beispiel eine Abnahme der Bevölkerung zwar in der Tendenz zu einem Rückgang in der Nachfrage nach Immobilien. Aber auf der anderen Seite geht mit dem demografischen Wandel zumindest in Deutschland auch ein Rückgang der durchschnittlichen Haushaltsgröße einher, der die Nachfrage nach Wohnraum entsprechend erhöht. Darüber hinaus sorgt dieser Trend in der Haushaltsgröße auch für eine Veränderung der Wohnraumnachfrage hin zu kleineren Einheiten. Dies veranschaulicht, dass sich mit demografischen Trends gerade auch in Immobilienmärkten neben Risiken auch Chancen ergeben können.

Technologie und deutsches Wirtschaftsmodell

Angesichts der demografischen Entwicklung in Deutschland kommt der technologischen Entwicklung eine Schlüsselrolle zu, um ein ausreichendes Produktivitätswachstum zu gewährleisten und auf diese Weise den Wohlstand in Deutschland dauerhaft zu sichern und nach Möglichkeit weiter wachsen zu lassen. Wie ist es aber um den **Technologiestandort Deutschland** bestellt? Ist die deutsche Wirtschaft gut gerüstet, um auch in Zukunft so stark zu bleiben, wie sie im Moment ist?

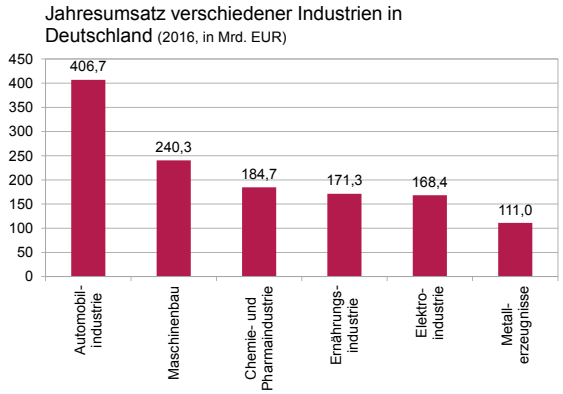
Angesichts der zunehmenden Digitalisierung und Vernetzung, des Aufkommens künstlicher Intelligenz und der Notwendigkeit alternativer Energie- und Antriebsquellen aufgrund des Klimawandels und der Endlichkeit fossiler Brennstoffe stehen viele traditionelle Industriezweige, die eine tragende Rolle in der deutschen Wirtschaft spielen, vor **gewaltigen Herausforderungen und Umbrüchen**. Da Deutschland wie kein zweites Industrieland von der Wertschöpfung in der Industrie abhängig ist (vgl. Grafik), ist die deutsche Wirtschaft von diesen Trends noch viel mehr als andere betroffen.



Die **deutsche Automobilindustrie** ist dabei nur das prominenteste Beispiel. Mit Digitalisierung, Vernetzung und künstlicher Intelligenz in Form des Autonomen Fahrens treten neue Wettbewerber wie Google oder Apple auf den Plan und neue, auf Online-Plattformen basierende Transportdienste (z. B. Uber) oder Sharing-Konzepte stellen das Geschäftsmodell teilweise grundsätzlich in Frage. Zugleich entsteht Anpassungsbedarf bei alternativen Antriebskonzepten wie der Elektromobilität und der Brennstoffzellentechnologie, wo zum Beispiel mit Tesla ebenfalls neue Wettbewerber lauern. Hinzu kommt, dass von Partnern in der EU und auch vonseiten der USA die deutschen Exportüberschüsse zunehmend kritisiert werden. Insbesondere für die Autoindustrie ist der Export aber von essentieller Bedeutung: In Deutschland selbst werden jährlich ca. 6,1 Mio. Autos gefertigt, aber nur 3,7 Mio. abgesetzt. Allein der VW-Konzern verkauft pro Jahr weltweit mehr als 10 Mio. Autos und mit Daimler und BMW kommen nochmals jeweils über 2 Mio. pro Jahr hinzu.

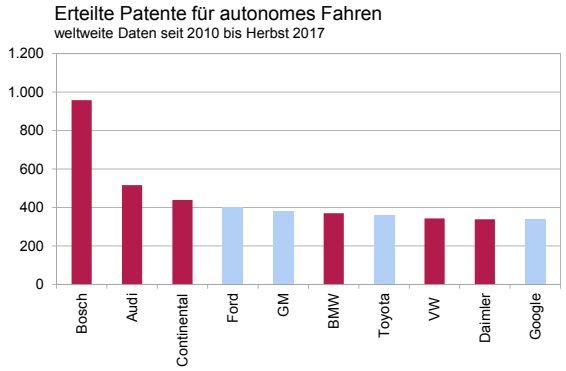
Mehr als 1,5 Mio. Arbeitsplätze in Deutschland hängen direkt oder über Zulieferer indirekt an der Automobilindustrie, was sie nach dem Maschinenbau zum zweitwichtigsten Arbeitgeber im Land macht. Geht man über die Zulieferer hinaus, dürfte der Anteil der Arbeitsplätze in Deutschland, der von einer gut laufenden Autobranche abhängt, sogar noch viel höher sein. Mit 18 Prozent der Bruttowertschöpfung stellt die Automobilindustrie noch vor dem Maschinenbau den wichtigsten Wirtschaftszweig im Verarbeitenden Gewerbe dar. Und auch am **Maschinenbau** gehen all diese Trends keineswegs spurlos vorbei. Man denke etwa an Themen wie Industrie 4.0, vernetzte Fabriken und Fertigungsstätten, intelligente Roboter, 3D-Druck etc. Auch die Exportorientie-

rung ist im Maschinenbau nicht minder ausgeprägt als in der Autoindustrie. Muss man sich also weit über die Automobilindustrie hinaus um das **deutsche Wirtschaftsmodell** und die deutsche Volkswirtschaft insgesamt sorgen?



> These 5: Die deutsche Industrie wird trotz technologischer Umwälzungen weiterhin eine starke Rolle spielen.

Man könnte nun darauf verweisen, dass die **Ausgangslage** der deutschen Automobilindustrie für den Umgang mit diesen Herausforderungen gar nicht so schlecht ist. So gelten die deutschen Autobauer als weltweit führend im Bereich des Autonomen Fahrens, was vorwiegend auf bereits im Einsatz befindlichen Systemen in der Premiumklasse beruht, bei der Deutschland mit einem Marktanteil von ca. 80 Prozent Weltmarktführer ist. Über ein Drittel der weltweiten Ausgaben für Forschung und Entwicklung in der Automobilindustrie entfallen auf Deutschland und entsprechend liegen deutsche Hersteller und Zulieferer bei der Anzahl der Patente zum Autonomen Fahren weltweit an der Spitze (vgl. Grafik). Die in der Automobilforschung in Deutschland aufgewendeten Summen übersteigen die Jahresumsätze von Tesla deutlich.



Es ließen sich noch genügend andere Beispiele dafür anführen, dass es um den Industrie- und Technologiestandort Deutschland gut bestellt ist und die Ausgangsposition zur Bewältigung künftiger Herausforderungen nicht schlecht ist. So könnte darauf eingegangen werden, dass Deutschland beim Trend „Industrie 4.0“ international klar die **Führungsposition** innehat. Oder es könnte an dieser Stelle näher über das „Cyber Valley“ berichtet werden, bei dem es sich um einen Hotspot für Forschung an Künstlicher Intelligenz handelt, wo sich neben Bosch, Daimler, BMW, Porsche und anderen Größen der deutschen Automobil-(Zulieferer-)Industrie auch Amazon und Facebook engagieren. Dieses befindet sich nicht etwa in Kalifornien, sondern im Raum Stuttgart/Tübingen, wo Amazon beispielsweise ein neues Forschungszentrum für künstliche Intelligenz mit ca. 100 Mitarbeitern plant. Letztlich handelt es sich bei all diesen Aspekten aber um einzelne Anekdoten mit begrenzter Aussagekraft. Denn selbst wenn sich sagen ließe, wer bei welchem Zukunftsthema die Nase vorn hat, könnte man daraus noch lange nicht auf einen späteren „Sieger“ schließen, zumal in vielen Fragen auch noch nicht klar ist, welche Technologie sich tatsächlich durchsetzen wird. Beispielsweise ist noch nicht abzusehen, ob der Elektromotor mit Batterie der Antrieb der Zukunft sein wird oder ob sich doch die auf Wasserstoff basierende Brennstoffzelle durchsetzen wird.

Für die Frage, inwiefern Deutschland auch in Zukunft von wachsender Produktivität profitieren können wird, ist es auch nicht entscheidend, ob deutsche Unternehmen diejenigen sein werden, die zentrale neue Technologien als Erste perfektionieren oder überhaupt weltweit am besten beherrschen werden. Wenn es so wäre, dass nur

diejenige Volkswirtschaft, die die **Technologieführerschaft** in einer Industrie innehat, in dieser Industrie auch prosperiert, dann dürften unter der nicht ganz abwegigen Annahme, dass die deutsche Automobilindustrie weltweit technologisch führend ist, andere Volkswirtschaften mit ihrer Automobilindustrie keinen Erfolg haben. Mit Blick auf die Vereinigten Staaten, Japan, Südkorea, Frankreich oder Italien wird aber deutlich, dass dies offenbar nicht so ist. Ebenso spielt es keine Rolle, eine Technologie als Erster eingeführt zu haben, um eine herausragende Stellung in der jeweiligen Industrie zu erreichen. Der Aufstieg Toyotas zum weltweit führenden Automobilkonzern unterstreicht dies, aber auch in der Elektronikbranche und vielen anderen Industrien lassen sich genügend Beispiele dafür finden.

Der Grund dafür, dass es in vielen Branchen selten eine Rolle spielt, wer eine Technologie als Erster entwickelt hat oder am besten beherrscht, liegt in der sogenannten **Produktdifferenzierung**. Da Konsumenten unterschiedliche Vorlieben haben, gibt es in vielen Wirtschaftszweigen Raum für verschiedene Anbieter oder Marken, die ein ähnliches Produkt in leicht unterschiedlicher Fassung verkaufen. Da technologische Neuerungen von Wettbewerbern oft schnell übernommen werden, unterscheiden sich diese Produkte oftmals kaum in der technologischen Qualität, sodass eine Technologieführerschaft selten lange Bestand hat, wenn sie nicht durch immer neue Innovationen untermauert wird. Zudem bieten viele Industrien angesichts unterschiedlicher Zahlungsbereitschaften von Konsumenten neben Qualitäts- und Technologieführern auch Raum für Kostenführer, die Produkte zu geringeren Preisen anbieten und aufgrund höherer Stückzahlen trotz niedrigerer Margen profitabel sind.

Aufgrund der bedeutenden Rolle der Produktdifferenzierung basiert ein Großteil des Welthandels zwischen den entwickelten Ländern seit Jahrzehnten nicht mehr darauf, dass jedes Land die Güter ins Ausland verkauft, die es am besten herstellen kann, sondern dass quasi „jeder jedem alles“ verkauft, weil Konsumenten unterschiedliche Vorlieben haben, sodass zum Beispiel deutsche Autos nach Korea und koreanische Autos nach Deutschland, deutsche Maschinen in die USA und amerikanische Maschinen nach Deutschland, koreanische Smartphones in die USA und amerikanische Smartphones nach Korea verkauft werden. Mit einer großen Ausnahme, auf die wir unten weiter eingehen werden, dürfte sich an diesem Muster wenig ändern und daher sind die Fragen, ob deutschen oder ausländischen Unternehmen bei Künstlicher Intelligenz oder Autonomem Fahren oder der vernetzten Fabrik oder einem der vielen anderen Zukunftsthemen als Erstes der große Durchbruch gelingen wird, für den **Fortbestand des Industriestandorts Deutschland** zwar nicht ganz unbedeutend, aber gewiss nicht allesentscheidend.

Zur Bedeutung der Produktdifferenzierung für die Rollenverteilung im Welthandel zwischen den Volkswirtschaften kommt noch ein weiterer wichtiger Punkt hinzu, der auf eine berühmte Erkenntnis des britischen Ökonomen David Ricardo, einem der führenden Vertreter der klassischen Nationalökonomik im frühen 19. Jahrhundert, zurückgeht. In seiner Außenhandelstheorie der **„komparativen Vorteile“** zeigte Ricardo, dass es für zwei Länder selbst dann vorteilhaft ist, miteinander Handel zu treiben, wenn Land A alle Güter besser oder effizienter herstellen kann als Land B. Sowohl für Land A als auch für Land B macht es nämlich auch in einer solchen Situation Sinn, sich auf Güter zu spezialisieren, die man selbst am besten produzieren kann. Indem sich jede Volkswirtschaft auf die Güter spezialisiert, bei denen sie im Vergleich zu anderen Gütern, die sie herstellen könnte, am besten aufgestellt ist, werden die globalen Ressourcen am effizientesten genutzt und die Gesamtproduktion fällt höher aus. Somit wird der zu verteilende Kuchen insgesamt größer und beide Länder profitieren von der entsprechenden Spezialisierung – sowohl Land A, das eigentlich in allen Belangen besser ist, als auch Land B. Um im Welthandel erfolgreich zu sein, ist es demzufolge für eine Volkswirtschaft gar nicht notwendig, in bestimmten Industrien absolut führend zu sein. Entscheidend sind nach Ricardos Erkenntnissen, die bis heute als zentrale Eckpfeiler der Volkswirtschaftslehre gelten, vielmehr relative Vorteile, die fast zwangsläufig immer auch dann bestehen, wenn eine Volkswirtschaft nirgendwo einen absoluten Wettbewerbsvorteil hat. Auch wenn man von der bedeutenden Rolle der Produktdifferenzierung für den Welthandel abstrahiert – was im Folgenden im Kontext von Plattformen und Netzwerkexternalitäten noch bedeutend werden wird – unterstreicht dies noch einmal mehr, dass es für die Zukunft der deutschen In-

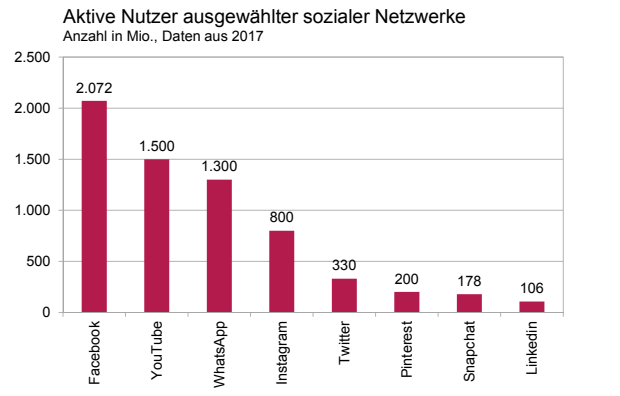
dustrie nicht allesentscheidend ist, ob sie nun in allen oder vielen Belangen technologisch die Nase vorne haben wird. Das bedeutet aber trotzdem nicht, dass man sich zurücklehnen könnte, denn Produktivitätswachstum ist allein mit Blick auf die demografischen Herausforderungen in den kommenden Jahrzehnten der zentrale Schlüssel zur Wohlstandssicherung.

So oder so gibt es jedenfalls guten Grund zu der Annahme, dass die deutsche Industrie in allen diesen Feldern (und in vielen, von denen wir heute vielleicht noch gar nichts wissen) weiterhin **eine gute Rolle spielen** wird, wenn in Deutschland allgemein gute Rahmenbedingungen für Innovation, Bildung, Forschung und Investitionen in Technologie und Infrastruktur herrschen. Selbst wenn Tesla noch vor BMW, Daimler und Volkswagen die ersten massentauglichen Elektroautos produzieren können sollte und selbst wenn Hyundai vor deutschen Herstellern ein großer Durchbruch mit Brennstoffzellenautos gelingen sollte und selbst wenn Google das erste vollautonom fahrende Automobil auf die Straße bringen sollte, werden die deutschen Autobauer wohl auch noch in vielen Jahrzehnten bedeutende Akteure in der weltweiten Automobilindustrie sein. Ähnliches gilt für den Maschinenbau und viele weitere bedeutende Industriezweige.

These 6: Plattformen gewinnen an Bedeutung und erfordern wirtschaftspolitische Antworten in Europa.

Es gibt allerdings auch eine bedeutende Ausnahme: Industrien, die von Netzwerkexternalitäten gekennzeichnet sind. **Netzwerkexternalitäten** treten vor allem bei Plattformen auf und bezeichnen eine Situation, in der der Nutzen jedes einzelnen Nutzers der Plattform umso größer ist, je mehr weitere Nutzer die Plattform hat. Zum Beispiel profitieren Kunden eines Kleinanzeigenportals im Internet von einer wachsenden Zahl anderer Nutzer desselben Portals, weil sich dadurch einerseits die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass man einen Käufer findet, der für die Waren, die man anbietet, einen guten Preis zahlen möchte. Andererseits erhöht sich für jeden Nutzer aber mit einer wachsenden Zahl anderer Nutzer auch die Wahrscheinlichkeit, genau dasjenige Produkt im Portal zu finden, nach dem man sucht. Dieser Mechanismus der Netzwerkexternalitäten führt in der Regel dazu, dass mögliche Nutzer die größten Plattformen vorziehen, weil hier die Wahrscheinlichkeit am größten ist, einen passenden Handelspartner zu finden. Im Ergebnis überleben in Industrien, in denen solche Externalitäten wirken, meist nur wenige Plattformen oder sogar nur eine einzige Plattform. Im Zeitalter von Digitalisierung und Vernetzung wächst die wirtschaftliche Bedeutung von Plattformen, die von solchen Netzwerkexternalitäten profitieren. Dazu zählen zum Beispiel US-Giganten wie Amazon, Ebay, Facebook und Google, aber auch asiatische Anbieter wie Alibaba, Rakuten oder Tencent, die aus dem Leben vieler Konsumenten kaum noch wegzudenken sind. Der US-amerikanische Wirtschafts-Thinktank „Center for Global Enterprise“ hat deshalb sogar schon das **„Zeitalter der Plattformen“** ausgerufen.

Da sie von Netzwerkexternalitäten profitieren, erreichen viele Plattformen in ihrer jeweiligen Domäne des wirtschaftlichen (oder sogar täglichen) Lebens fast eine Monopolstellung. Dies versieht sie mit einer **wirtschaftlichen Machtstellung**, die sie zum Schutz vor Wettbewerbern über das gezielte Sammeln und Auswerten von Daten zur weiteren Verbesserung der Nutzererfahrung noch weiter ausbauen können. In Plattformindustrien greift das Prinzip von Produktdifferenzierung daher nur sehr begrenzt und es ist tatsächlich eher so, dass fast nur der wettbewerbsfähigste Anbieter wirtschaftlichen Erfolg haben kann. Folglich gehen von Netzwerkexternalitäten im Gegensatz zu den oben erwähnten Trends tatsächlich gewisse Gefahren für die Zukunftsfähigkeit einzelner Industriezweige aus.



Dabei beschränken sich Netzwerkexternalitäten keineswegs auf Online-Handel (wie im Fall vom Amazon oder

Ebay) oder auf soziale Netzwerke (wie im Fall von Facebook), die vor allem den Endverbraucher im Auge haben. Sie können zum Beispiel auch bei Software-Systemen entstehen, wenn es für Unternehmen entlang einer komplexen internationalen Lieferkette wichtig ist, mit denselben Systemen zu arbeiten. Es gilt daher auch in Industrien, die vermeintlich noch nicht von Netzwerkexternalitäten erfasst sind, das Thema Digitalisierung und Vernetzung im Auge zu behalten. Es ist für die **Sicherung der Zukunftsfähigkeit** von Industrien und damit zur Gewährleistung weiteren Produktivitätswachstums von zentraler Bedeutung, dass der Wirtschaftsstandort Deutschland darauf vorbereitet wird, dass auch hier Plattformen entstehen können.

Dem stehen aktuell insbesondere drei Aspekte im Weg. Erstens gelingt bei den gesetzlichen Regelungen zum **Datenschutz** in Deutschland und der EU der Spagat zwischen Verbraucherschutz einerseits und den notwendigen Freiheiten für Unternehmen in der digitalen Datenverarbeitung andererseits noch nicht in dem Maße, welche das Entstehen von Plattformen hierzulande fördern würde. Zweitens besteht im Bereich der **digitalen Infrastruktur** in Deutschland Nachhol- und Investitionsbedarf. Nach Zahlen des Weltwirtschaftsforums rangiert Deutschland zum Beispiel beim Thema Internetbandbreite weltweit nur auf Platz 42 und beim Thema Breitbandmobilfunk nur auf Rang 40. Dabei ist das Thema digitale Infrastruktur nicht nur für Plattformindustrien entscheidend. Dies zeigt sich zum Beispiel daran, dass Breitbandmobilfunk eine zentrale Rolle für vollautomatisiertes Fahren spielt. Und drittens sind große Heimatmärkte für das Entstehen erfolgreicher Plattformen von großem Vorteil, da sie von Beginn an Zugang zu einem größeren Kundenkreis gewährleisten. Da in der EU jedoch keine **einheitlichen Regelungen für digitale Geschäftsmodelle** herrschen, befindet sich der „alte Kontinent“ hier in einem klaren Nachteil gegenüber den USA oder den großen Volkswirtschaften Asiens. Eine Vereinheitlichung und Verschlankung der Regulierung innerhalb der EU wäre wünschenswert, um das Spielfeld im Bereich der Plattformen, die in Zukunft auch in anderen Industrien an Bedeutung gewinnen könnten, nicht anderen zu überlassen. Dies ist vor allem auch wichtig, um die Kundenbindung zu gewährleisten, da Plattformen durch ihre dominante Stellung für viele Kunden zum Anlaufpunkt für viele Produkte werden, die gar nicht selbst von den Plattformbetreibern hergestellt werden.

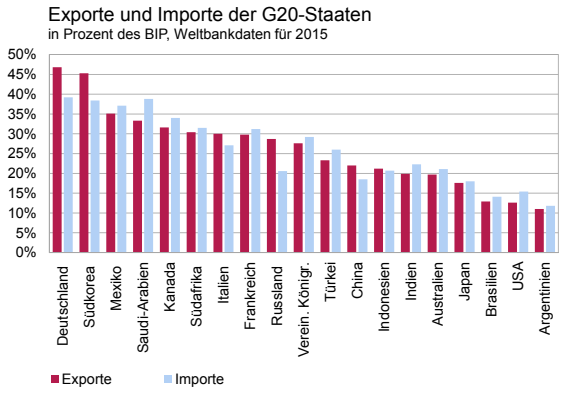
Die Vorstellung, dass es eines Tages ein europäisches Google, Amazon, Facebook, Ebay, Alibaba oder Tencent von ähnlicher Bedeutung geben wird, erscheint allerdings sehr unrealistisch. Dazu haben die Netzwerkexternaltiäten in den Bereichen Online-Handel und Soziale Netzwerke bereits so stark gewirkt, dass ein erfolgreicher Markteintritt kaum noch möglich erscheint. Für deutsche Unternehmen bestehen jedoch in anderen Bereichen enorme Chancen, die dafür sorgen könnten, dass auch sie zu den Gewinnern eines möglichen „Zeitalters der Plattformen“ zählen könnten. Ein Beispiel ist die Autoindustrie, in der die Vernetzung erst am Anfang ihrer Entwicklung steht. Im Bereich des Autonomen Fahrens profitieren die deutschen Premiumhersteller bereits heute in hohem Maße davon, dass sie neue Systeme in großen Stückzahlen auf die Straße bringen und erproben können. Dieser Wettbewerbsvorteil verschafft ihnen aktuell einen Vorsprung in dieser neuen Technologie, die maßgeblich auf Vernetzung beruht. Eine vielleicht noch vielversprechendere Ausgangsposition haben deutsche Maschinenbauer hinsichtlich der Industrie 4.0 und der vernetzten Fabrik. Hier besteht **enormes Potenzial**, das mit kluger Wirtschaftspolitik hinsichtlich Datenschutz, digitaler Infrastruktur und (EU-weiter) Regulierung gehoben werden und zum nachhaltigen Erfolg des Industriestandorts beitragen kann.

> These 7: Ein Abbau der deutschen Exportüberschüsse durch höhere Importe würde der deutschen Wirtschaft nutzen.

Vermeintlicher Gegenwind für den Industriestandort Deutschland kommt nicht zuletzt auch immer wieder von politischer Seite. Hohe Leistungsbilanzüberschüsse sorgen dafür, dass der **„Exportweltmeister“** Deutschland regelmäßig den Unmut des Auslands auf sich zieht. Zu den Kritikern zählen dabei nicht nur protektionistisch auftretende Politiker wie Donald Trump, sondern auch von den Partnern im europäischen Binnenmarkt wird immer wieder auf drohende Ungleichgewichte gerade auch innerhalb der Währungsunion durch die hohen Handelsüberschüsse Deutschlands verwiesen. Würde es der

deutschen Wirtschaft nachhaltig schaden, wenn die Exportüberschüsse tatsächlich abgebaut werden müssten?

Fakt ist zunächst, dass die deutsche Wirtschaft und insbesondere die Industrie vom **internationalen Handel abhängig** ist wie kaum eine andere große Volkswirtschaft. Dies wird allein mit Blick auf das Schaubild deutlich, welches Exporte und Importe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer anteilig an der Wirtschaftsleistung darstellt. So lag der Anteil der Exporte an der Wirtschaftsleistung in Deutschland im Jahr 2015 bei 46,8 Prozent. Allenfalls Südkorea kommt mit 45,3 Prozent auf einen ähnlich hohen Wert, während Frankreich, Italien und Großbritannien bei jeweils etwa 30 Prozent und Japan und die USA sogar deutlich unter 20 Prozent liegen. Zwar importierte die deutsche Wirtschaft im Jahr 2015 unter den G20-Staaten im Verhältnis zu ihrer Wirtschaftsleistung mit 39,2 Prozent auch am meisten, jedoch fällt der Handelsüberschuss, d. h. die Differenz zwischen Exporten und Importen, mit 7,6 Prozent des BIP sehr hoch aus. Mit Ausnahme von Südkorea und Russland, für das Rohstoffexporte bedeutend sind und das in Reaktion auf die im Zuge der Krim-Annexion verhängten Wirtschaftssanktionen Importsubstitution betreibt, kam im Jahr 2015 kein anderes G20-Land auch nur auf die Hälfte dieses Wertes oder darüber hinaus.



Für viele wichtige Industriezweige wie den Maschinenbau oder die Automobilindustrie sind **große Absatzmärkte im Ausland wichtig**, da der deutsche Markt allein zu klein wäre, um profitabel produzieren zu können. Deshalb sind hohe Exporte für die deutsche Industrie in der Tat von existentieller Bedeutung, **nicht aber hohe Exportüberschüsse**. Denn wie viel deutsche Unternehmen und Konsumenten im Ausland einkaufen und wie hoch somit der Exportüberschuss als Differenz zwischen Exporten und Importen ausfällt, hat kaum etwas damit zu tun, inwiefern deutsche Produkte im Ausland nachgefragt werden. Beispielsweise wäre es ohne Umstände möglich, genauso viel zu exportieren, wenn der Exportüberschuss exakt null wäre. Dafür müssten deutsche Konsumenten und Unternehmen lediglich mehr im Ausland einkaufen, sodass die Importe stiegen. Die Exporte und damit die Absatzchancen für deutsche Unternehmen im Ausland blieben davon unberührt. Es wäre für Deutschland sogar möglich, noch sehr viel mehr zu exportieren, ohne dass der Exportüberschuss ansteigen müsste, wenn zugleich die Importe zunähmen. Denn bezieht man kleinere Länder ein, so liegt Deutschland beim Anteil der Exporte am BIP nach Daten der Weltbank im Jahr 2015 weltweit nur auf Rang 51, noch hinter vielen anderen europäischen Ländern wie beispielsweise den Niederlanden, der Schweiz, Ungarn oder Polen. Weil sich die **Kritik des Auslands** auf die deutschen Exportüberschüsse und nicht auf die deutschen Exporte per se bezieht, wird durch diese Kritik auch nicht der Industriestandort in Frage gestellt. Dementsprechend sollte damit gelassen, offen und sachlich umgegangen werden.

Was würde es bedeuten, die **Exportüberschüsse abzubauen**? Wie schon erwähnt, ist es dafür nicht erforderlich, die Exporte zurückzufahren, weil sich die Überschüsse einfach durch höhere Importe reduzieren lassen, die entweder für den Konsum der Deutschen oder für Investitionen in Deutschland verwendet werden. Aber können sich die Deutschen höhere Importe überhaupt leisten? Beruht nicht ein wesentlicher Teil des Volkseinkommens eben auf den kritisierten Exportüberschüssen? Letzteres ist ein klarer Trugschluss und höhere Importe wären für die deutschen Konsumenten und Unternehmen ohne Probleme finanzierbar. Um dies zu verstehen, muss man sich nur vergegenwärtigen, was es eigentlich ökonomisch bedeutet, einen Exportüberschuss zu erzielen. Wo immer ein Exportüberschuss vorliegt, übersteigt der Wert der Waren und Dienstleistungen, die in das Ausland verkauft werden, den Wert der Waren und Dienstleistungen, die aus dem Ausland gekauft werden. Eine Volkswirtschaft, die einen Exportüberschuss erzielt, erhält für die Güter, die sie ins Ausland liefert, nicht im selben Gegenwert Güter aus dem Ausland, sondern weniger. Für den Differenzbetrag wird dem Ausland

Kredit gewährt. Die anwachsenden Forderungen Deutschlands aus den TARGET2-Salden im Zentralbanksystem des Euroraums sind neben anderen Einflussfaktoren auch ein Ausdruck für diesen Mechanismus. Übertragen auf jeden einzelnen Arbeitnehmer und jedes einzelne Unternehmen in einer Volkswirtschaft mit Exportüberschuss bedeutet dies Folgendes: Weil die Volkswirtschaft Güter in höherem Wert ins Ausland verkauft, als sie aus dem Ausland kauft, produzieren die Arbeitnehmer und Unternehmen der Volkswirtschaft Waren und Dienstleistungen in einem höheren Wert als sie selbst für ihren Konsum und für Investitionen in ihr Produktionskapital verbrauchen. Sie sparen also, indem sie die Früchte ihrer Arbeitskraft und ihres Kapitals nicht vollständig in Konsum und heimische Investitionen stecken, sondern zum Teil dafür verwenden, finanzielle Forderungen an das Ausland zu erwerben, die in Zukunft gegen Güter aus dem Ausland eingelöst werden können. Exportüberschüsse sind daher Ausdruck von volkswirtschaftlicher Ersparnis, die die Investitionen im Inland übersteigt. Entscheiden sich Unternehmen und Haushalte in einer Volkswirtschaft mehr zu sparen, als sie im eigenen Land investieren, so ergibt sich daraus zwangsläufig ein Exportüberschuss – und zwar ganz unabhängig davon, wie viel die eigenen Unternehmen in das Ausland exportieren. Allein Ersparnis in Form von Zurückhaltung bei Importen für den Konsum und für die inländischen Investitionen reicht schon aus, um Exportüberschüsse zu generieren.

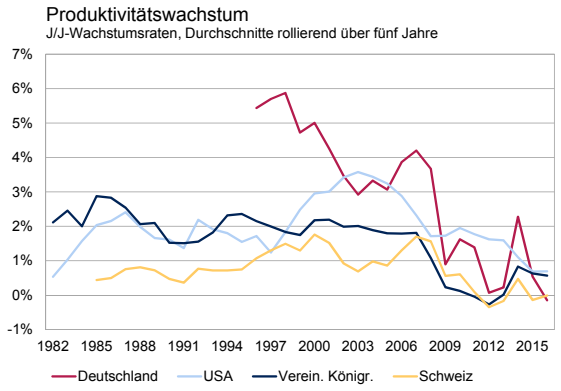
Weil Exportüberschüsse Ersparnisse, die über inländische Investitionen hinausgehen, widerspiegeln, könnten sich die deutschen Unternehmen und Konsumenten auch zweifelsohne die Importe leisten, die erforderlich wären, um den Exportüberschuss **über höheren Konsum und höhere Investitionen** in Deutschland abzubauen, ohne weniger exportieren zu müssen. Wie schon betont wurde, ist es für den Umgang mit den sich aus dem demografischen Wandel ergebenden Herausforderungen von elementarer Wichtigkeit, in Produktivität zu investieren. Dementsprechend würden das Setzen zusätzlicher steuerlicher Anreize für deutsche Unternehmen, in Forschung, Technologie, Standorte und in die Weiterbildung von Mitarbeitern zu investieren, sowie staatliche Investitionsprogramme zur Erneuerung und dem Ausbau der öffentlichen Infrastruktur – und hier insbesondere auch der digitalen Infrastruktur – zwei Zielen zugleich dienen: Sie würden die deutsche Volkswirtschaft für die Zukunft fit machen und zugleich politisch die Wogen im Ausland glätten, was den Exportüberschuss angeht, ohne die deutsche Exportwirtschaft zu schwächen. Ein in diesem Sinne erfolgender Abbau des Leistungsbilanzüberschusses wäre folglich hilfreich, um den Herausforderungen des demografischen Wandels für Wachstum und Wohlstand in den kommenden Jahrzehnten zu begegnen.

Argumente, wonach der demografische Wandel höhere Ersparnisse zur privaten Altersvorsorge erfordert, die sich entsprechend im Exportüberschuss ausdrücken, sind hingegen äußerst fragwürdig. Zum einen ist, wie oben erläutert wurde, nicht einmal klar, dass der demografische Wandel tatsächlich höhere Ersparnisse mit sich bringt. Zum anderen ist auch nicht klar, warum höheren Ersparnissen keine **höheren Investitionen in Deutschland selbst** gegenüberstehen sollten, was für den Umgang mit dem demografischen Wandel direkt hilfreich wäre und höhere Ersparnis ohne höhere Exportüberschüsse ermöglichen würde. Und schließlich wäre Sparen über Exportüberschüsse auch keine besonders nachhaltige Strategie zum Umgang mit dem demografischen Wandel, weil im Laufe des 21. Jahrhunderts die demografische Dividende voraussichtlich in fast allen bedeutenden Volkswirtschaften negativ werden wird. Da aber des einen Überschüsse im Export notwendigerweise des anderen Defizite sind, ist es unmöglich, dass nahezu alle bedeutenden Volkswirtschaften Exportüberschüsse als Mittel zum Umgang mit demografischen Herausforderungen wählen.

Technologischer Wandel, Vernetzung, politischer Druck auf Exportüberschüsse – die Perspektiven für die deutsche Wirtschaft sind gar nicht so schlecht, wie es oft dargestellt wird. Wer allerdings allein aus der Sicht eines Investors auf eine Volkswirtschaft schaut, für den ist es ohnehin nicht so entscheidend, ob eine bestimmte Volkswirtschaft ihre Position inmitten technologischer Umwälzungen behaupten kann oder nicht. Da der Kapitalanleger bei der Auswahl seiner Investments in konkrete Unternehmen oder Branchen in der Regel nicht an Ländergrenzen gebunden ist, stellt eine **breite Diversifikation** über interessante Branchen und innerhalb dieser über verschiedene im Wettbewerb zueinander stehende Unternehmen eine simple, aber erfolgsversprechende Strategie dar, um Kapitalerhalt auch in Zeiten rapiden technologischen Wandels zu gewährleisten und womöglich auch darüber hinaus attraktive Renditen zu erzielen.

These 8: Beim Produktivitätswachstum muss eine Trendwende gelingen.

Obwohl dem Produktivitätswachstum die zentrale Rolle zukommt, um Wohlstandseinbußen infolge der Alterung der Gesellschaft zu vermeiden, ist es um das **Wachstum der Produktivität** in vielen Industrieländern in letzter Zeit nicht mehr gut bestellt. Die Grafik zeigt dies für Deutschland, die USA, das Vereinigte Königreich und die Schweiz. In allen diesen Volkswirtschaften ist spätestens seit den frühen 2000er-Jahren ein Abwärtstrend im Produktivitätswachstum auszumachen. Insbesondere in Deutschland und den USA verlangsamten sich die Wachstumsraten der Produktivität in diesem Zeitraum von deutlich über 3 Prozent pro Jahr auf mittlerweile unter 1 Prozent. Dieser Trend des letzten Jahrzehnts ist von Volkswirten für viele entwickelte Volkswirtschaften, aber auch für Schwellenländer dokumentiert worden. Besorgniserregend ist dabei, dass dieser Trend klar vor der schweren globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 einsetzte, also scheinbar kaum etwas mit dieser Krise zu tun hat, sondern tiefergreifende Ursachen aufweist.



Es gibt zwei Sichtweisen dieses **Abwärtstrends in der Produktivität**. Die pessimistische ist, dass derzeit einfach keine große Innovationswelle in Gang ist, die mit der Dampfmaschine, der Elektrizität etc. vergleichbar ist und den Volkswirtschaften auf Jahrzehnte Rückenwind im Produktivitätswachstum gibt. Dieser Ansicht folgend sind die größten Produktivitätsgewinne aus dem Aufkommen der Informationstechnologie in den 1990er-Jahren und frühen 2000er-Jahren bereits realisiert worden, während aktuell nur noch kleinere Verbesserungen stattfinden. Anhänger der optimistischen Sichtweise bestreiten (unter der Prämisse, dass die Produktivität richtig gemessen wird) nicht, dass die Informationstechnologie als letzte große Innovationswelle aktuell nur für kleinere Produktivitätsgewinne sorgt, glauben aber, dass diese Welle erst an ihrem Anfang steht und ihre volle Wirkung erst in den kommenden Jahrzehnten entfalten wird, womit das Produktivitätswachstum durch die Informationstechnologie bald wieder sehr viel stärker ausfallen wird.

Ob die Schwäche beim Produktivitätswachstum nur temporär oder aber ein Zeichen einer generellen Innovationsschwäche ist, lässt sich nicht klären, zumal Innovationen in der Natur der Sache unvorhersehbar sind. Es ist aber wichtig, sich der Tatsache bewusst zu sein, dass genau in der Komponente, die für den Umgang mit dem demografischen Wandel entscheidend sein wird, aktuell eher Flaute herrscht. Dies macht es **umso wichtiger**, mittels staatlicher **Investitionen in Bildung, Forschung, Infrastruktur und neue Technologien**, mit verbesserten **Investitionsanreizen für Unternehmen** in diesen Bereichen sowie entsprechenden **Anpassungen bestehender Regulierung** dafür zu sorgen, dass das Produktivitätswachstum wieder an Dynamik gewinnt und mindestens die Schwelle von ca. 0,4 Prozent im Jahr dauerhaft überschreitet, die wir oben als kritische Grenze zur Vermeidung von Wohlstandseinbußen aus demografischen Wandel errechnet haben. Neben überfälligen Anstrengungen zum Auf- und Ausbau einer leistungsfähigen und modernen digitalen Infrastruktur besteht vor allem auch in der Forschungsförderung Nachholbedarf für die deutsche Wirtschaftspolitik. So ist Deutschland neben Estland das einzige Land in der EU, das Unternehmen keine Steuervergünstigungen für Forschungsausgaben gewährt. Zwar gewährt der deutsche Staat Programme zur Förderung forschender Unternehmen. Weil diese Förderung aber projektgebunden erfolgt und umständliche Verfahren erfordert, bewerben sich kaum kleinere Unternehmen und Mittelständler um diese Fördermittel.

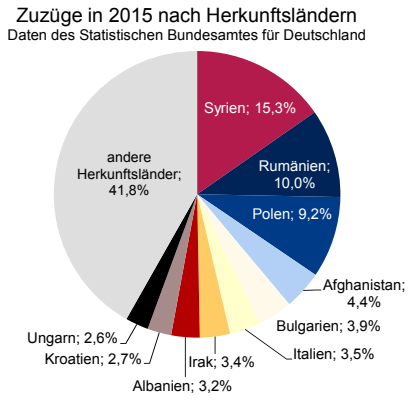
Migration

Bis zu diesem Punkt haben wir betont, dass die demografische Entwicklung eine Politik verlangt, die Produktivitätswachstum in den Mittelpunkt stellt, damit es nicht zu Wohlstandseinbußen kommt. Es gibt aber noch weitere

Möglichkeiten politisch mit den Folgen der Alterung der Gesellschaft umzugehen. Anstatt die Altersstruktur der Gesellschaft, die entscheidend für die demografische Dividende beim Pro-Kopf-Wachstum ist, als gegeben hinzunehmen, kann aktiv versucht werden, die Altersstruktur zu steuern. Über **familienpolitische Maßnahmen**, die Anreize zur Gründung von Familien setzen und Familien unterstützen und entlasten, kann die Altersstruktur langfristig beeinflusst werden und sicherlich sollte auch hierauf ein Augenmerk der Politik liegen.

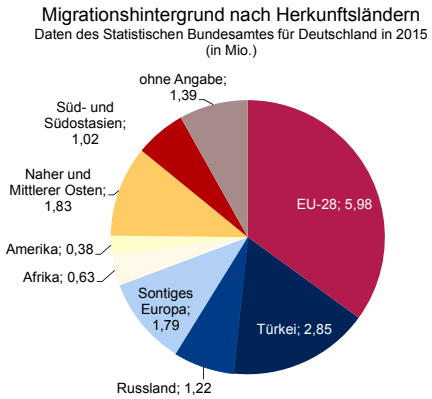
Als kurz- und mittelfristig wirkende Alternative bietet sich eine gezielte Zuwanderungspolitik an. Fakt ist, dass die **Zuwanderung** in Deutschland bereits über die letzten Jahrzehnte maßgeblich dazu beigetragen hat, dass die Bevölkerungszahl stabil geblieben und sogar weiter leicht gewachsen ist, obwohl bereits seit den 1970er-Jahren die Zahl der Todesfälle die der Geburten in Deutschland übersteigt. Allein seit der Wiedervereinigung verzeichnen die amtlichen Statistiken eine Nettoeinwanderung von mehr als 7 Mio. Menschen für Deutschland. Doch was steckt eigentlich hinter dieser Zahl? Wie sieht die Realität von Migration und insbesondere von Immigration, also Einwanderung, im heutigen Deutschland aus?

Umfangreiche Daten aus dem jährlich erscheinenden Migrationsbericht der Bundesregierung sowie Erhebungen des Statistischen Bundesamtes machen es möglich, ein sehr **detailliertes Bild von der Zuwanderung nach Deutschland** zu zeichnen. Dabei wird schnell deutlich, dass es sich bei der Einwanderung nicht in erster Linie um Einwanderung aufgrund von Flucht und Vertreibung aus afrikanischen oder arabischen Ländern handelt. So entfallen zum Beispiel nur 1,14 Mio. der genannten Nettozuwanderung von 7 Mio. Menschen seit der Wiedervereinigung auf das Jahr 2015, welches den Höhepunkt der sogenannte „Flüchtlingskrise“ markierte. Und selbst im Jahr 2015 kamen 57,2 Prozent aller Zuzüge nach Deutschland aus anderen europäischen Staaten. So betrug der Netto-Wanderungssaldo gegenüber den anderen EU-Mitgliedsstaaten in 2015 über 330.000 Menschen, davon mehr als 120.000 aus Bulgarien und Rumänien und weitere knapp 100.000 aus den vorwiegend osteuropäischen EU-Ländern, die im Zuge der Osterweiterung der EU im Jahr 2004 beigetreten waren. Zwischen 1996 und 2014 stellte mit Polen durchgängig ein europäischer Nachbarstaat das Hauptherkunftsland von Zuwanderung nach Deutschland dar, bevor es im Jahr 2015 Syrien wurde (vgl. Grafik). Eine sehr große Gruppe unter den Zuwanderern der letzten drei Jahrzehnte sind Menschen, die im Rahmen des (Spät-)Aussiedlerzuzugs nach Deutschland einwanderten. Hierbei handelt es sich um deutsche Volkszugehörige, die unter einem Kriegsfolgenschicksal gelitten haben und größtenteils aus Polen, Rumänien, Kasachstan, Russland und weiteren Staaten der ehemaligen Sowjetunion zuzogen. Zwischen den Jahren 1990 und 2015 belief sich die Gesamtzahl der Einwanderungen nach Deutschland im Zuge des (Spät-)Aussiedlerzuzugs auf über 2,5 Mio. Menschen, insgesamt lebten im Jahr 2015 ca. 3,1 Mio. (Spät-)Aussiedler in Deutschland.



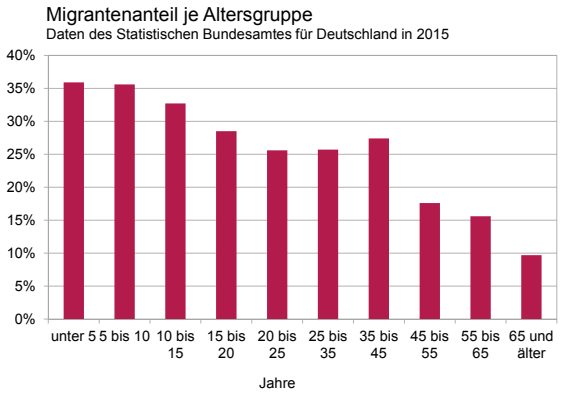
Vor dem Hintergrund dieser Zahlen überrascht es nicht, dass im Jahr 2015 bereits 21 Prozent aller in Deutschland lebenden Personen einen **Migrationshintergrund** aufwiesen. Dies sind über 17,1 Mio. Menschen. Nach der offiziellen Definition bedeutet einen Migrationshintergrund zu haben allerdings nicht, dass eine Person nicht die deutsche Staatsbürgerschaft hat oder selbst eingewandert sein muss. So fließen in die Statistiken zum Migrationshintergrund auch viele Personen ein, die in Deutschland geboren wurden, die deutsche Staatsbürgerschaft besitzen und bei denen lediglich ein Elternteil zugewandert ist, oder aber als Ausländer in Deutschland geboren wurde. Nur bei etwas mehr als einem Drittel der Personen mit Migrationshintergrund handelt es sich um Ausländer, die selbst über eine Migrationserfahrung verfügen. Mehr als die Hälfte aller Personen mit Migrationshintergrund besitzt die deutsche Staatsbürgerschaft und etwa ein Drittel verfügt über keine eigene Migrationserfahrung, ist also in Deutschland geboren und aufgewachsen.

Ein Großteil der Personen mit Migrationshintergrund weist ein europäisches Land als „Herkunftsland“ auf (was sich ggf. allein auf das **Herkunftsland** oder die Staatsbürgerschaft mindestens eines Elternteils bezieht). Wie die Grafik veranschaulicht, entfällt der Migrationshintergrund von fast 6 Mio. Menschen in Deutschland auf ein anderes EU-Land. Dabei nehmen Polen mit 1,70 Mio., Italien mit 0,78 Mio. und Rumänien mit 0,66 Mio. die Spitzenplätze ein, gefolgt von Griechenland, Kroatien und Österreich. 2,85 Mio. entfallen auf die Türkei, Russland trägt 1,22 Mio. bei. Weitere 1,79 Mio. machen vor allem die Ukraine sowie diverse Balkanstaaten aus. Inklusive Russland und der Türkei kommen europäische Herkunftsländer somit auf einen Anteil von über 69 Prozent an den Menschen mit Migrationshintergrund in Deutschland. Auf afrikanische Länder entfallen weniger als 4 Prozent. Einen größeren Block stellen mit ca. 1,83 Mio. Menschen der Nahe und Mittlere Osten mit Ländern wie dem Iran, Irak und Syrien dar, wobei hier in der offiziellen Statistik auch fast 950.000 Menschen mit Migrationshintergrund aus Kasachstan mitgezählt werden, bei denen es sich größtenteils um deutschstämmige Spätaussiedler handeln dürfte. Süd- und Südostasien mit Ländern wie Afghanistan und Vietnam bringen es zusammen auf 1,02 Mio. Menschen.



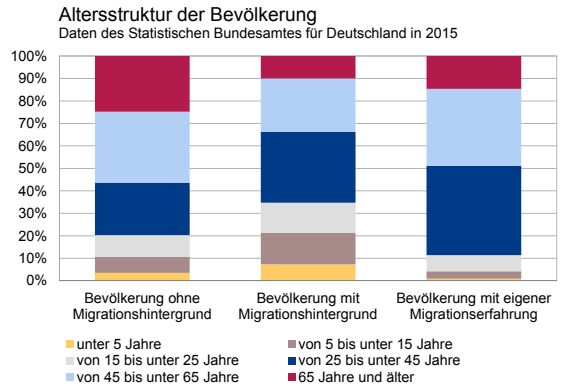
> These 9: Zuwanderung mildert die Probleme aus der demografischen Entwicklung in Deutschland ab.

Der Anteil der Bevölkerung mit Migrationshintergrund wird in den kommenden Jahrzehnten sehr wahrscheinlich weiter zunehmen und zwar auch dann, wenn es gar nicht mehr zu weiterer Zuwanderung nach Deutschland in nennenswertem Umfang käme. Dies liegt an der **Altersstruktur in der Bevölkerung mit Migrationshintergrund** im Vergleich zur Gesamtbevölkerung. So liegt der Migrantenanteil zwar im Gesamtdurchschnitt bei 21 Prozent, bei den unter 15-jähri-gen allerdings deutlich über 30 Prozent und bei den über 65-jährigen unter 10 Prozent, wie auch die Grafik zeigt. Zudem liegt nach dem Mikrozensus 2016 des Statistischen Bundesamtes die Anzahl der Kinder pro Frau bei Frauen mit Migrationshintergrund bei 1,41 und damit leicht höher als bei Frauen ohne Migrationshintergrund (1,22).



In der Altersstruktur und der leicht **höheren Geburtenrate** liegt auch der Grund, warum Migration prinzipiell dazu beitragen kann, Wachstum und Wohlstand in Deutschland zu stabilisieren. Wenn Immigranten jünger sind als die übrige Bevölkerung, so sinkt mit Immigration die Dependency Ratio einer Volkswirtschaft, welche über die Höhe der demografischen Dividende im Pro-Kopf-Wachstum entscheidet. Mithilfe der folgenden Abbildung lässt sich ein Eindruck davon gewinnen, inwiefern Migration bereits dazu beiträgt, trotz jahrzehntelang währenden Geburtendefiziten Wachstum und Wohlstand in Deutschland zu sichern und auszubauen. Berechnet man die Dependency Ratio nach einer üblichen Definition als Mengenverhältnis der unter 15-jährigen und über 65-jährigen relativ zu allen anderen Altersgruppen, so ergibt sich für die Gesamtbevölkerung ein Wert von ca. 0,55. Betrachtet man allein die 21 Prozent der Bevölkerung, die über einen Migrationshintergrund verfügen, so ergibt sich ein Wert von 0,46 für die Dependency Ratio. Anders ausgedrückt bedeutet dies, dass unter den Personen mit Migrationshintergrund etwa 2,18 Personen im erwerbsfähigen Alter auf eine Person im Kindes- oder Rentenalter kommen, in der Gesamtbevölkerung dieses Verhältnis aber nur bei 1,82 liegt. Würde man Personen mit Migrati-

onshintergrund aus der Gesamtbevölkerung herausrechnen, käme man hier auf eine Dependency Ratio von 0,57 bzw. auf ein Verhältnis von Personen im erwerbsfähigen Alter relativ zu Alten und Kindern von nur rund 1,74.



Diese Zahlen veranschaulichen, dass die Einwanderung in Deutschland bislang den Anstieg der Dependency Ratio und die daraus resultierende negative demografische Dividende auf das Pro-Kopf-Wachstum abschwächt und somit Wohlstandsverluste vermeidet. Voraussetzung dafür, dass ein solcher Effekt mittels Einwanderung erzielt werden kann, ist jedoch die vollständige **Integration** der Zuwanderer in den Arbeitsmarkt, denn ein Einwanderer wirkt sich nur dann positiv auf die Dependency Ratio aus, wenn er in der Lage ist, seinen eigenen Lebensunterhalt zu bestreiten und mit seinen Steuern und Sozialabgaben zum Lebensunterhalt von Alten und Kindern beizutragen. Andernfalls wird der umgekehrte Effekt erreicht. Daher muss der Integration von Zuwanderern vonseiten der Politik besondere Priorität beigemessen werden, wenn Zuwanderung einen Beitrag zur Bewältigung derjenigen Herausforderungen leisten soll, die der demografische Wandel für Wachstum und Wohlstand mit sich bringt.

> These 10: Umfangreiche Einwanderung nach Deutschland wird anhalten.

Ob Zuwanderung bei der Lösung demografischer Herausforderungen eine Rolle spielen soll oder nicht, muss politisch beantwortet werden. Dabei sind nicht nur Aspekte wie Integration zu berücksichtigen, sondern auch die Frage zu beantworten, woher die Zuwanderer kommen sollen. Innerhalb der EU besteht mit der Arbeitnehmerfreizügigkeit ein umfassendes Instrumentarium, das Einwanderung nach Deutschland und in den deutschen Arbeitsmarkt ermöglicht. Wie ausgeführt wurde, stellen die **anderen EU-Staaten** tatsächlich auch mit Abstand den größten Anteil der „Herkunftsländer“ aller in Deutschland lebenden Personen mit Migrationshintergrund und auch im Jahr 2015 machten andere EU-Staaten einen bedeutenden Anteil an der Nettozuwanderung nach Deutschland aus. Blickt man hingegen über die Grenzen der EU hinaus, so fällt die Bilanz zur Einwanderung in den deutschen Arbeitsmarkt aktuell sehr ernüchternd aus. Zum 31.12.2015 lebten offiziellen Zahlen zufolge nur knapp 95.000 Nicht-EU-Ausländer zum Zweck der Ausübung einer Beschäftigung in Deutschland. Die Zuwanderung zu diesem Zweck betrug im Jahr 2015 knapp 30.000 Menschen, darunter 3.510 Inder, 2.226 Chinesen und 3.638 US-Amerikaner. Davon, dass Einwanderung aus sehr bevölkerungsreichen Staaten wie **Indien oder China** zur Abmilderung der Effekte des demografischen Wandels auf die deutsche Wirtschaftsleistung beiträgt, kann also bislang nicht in nennenswertem Maßstab die Rede sein. Vielleicht liegt dies nur daran, dass die gesetzlichen Regelungen (Stichwort „Einwanderungsgesetz“) und behördlichen Verfahren noch sehr ausbaufähig sind, und vielleicht ließe sich mit verstärkten politischen Anstrengungen mehr in dieser Richtung erreichen. Diese Zahlen könnten bei negativer Lesart aber auch als Fingerzeig verstanden werden, dass das Potenzial zur Abfederung demografischer Probleme in Deutschland über Zuwanderung aus anderen Erdteilen begrenzt sein könnte.

Unabhängig davon, ob Zuwanderung aus der EU oder aus anderen Ländern gemeint ist, wenn es darum geht, inwiefern Deutschland mithilfe von Migration eine negative demografische Entwicklung abfedern kann, muss man sich in der politischen Diskussion mit Blick auf die jeweiligen Herkunftsländer zweier Tatsachen bewusst sein. Erstens stehen wie oben erörtert mit Ausnahme Afrikas so gut wie alle Volkswirtschaften vor einem ähnlichen Alterungsprozess wie Deutschland. Dies schränkt die Möglichkeiten ein, (junge) Arbeitskräfte aus dem Ausland anzuziehen, da diese einerseits knapper werden und andererseits ein immer **schärferer Wettbewerb auf globaler Ebene** um sie bevorsteht. Zweitens stellt sich noch eine moralische Frage, die auch politisch beantwortet werden muss: Ist es eigentlich wünschenswert, dass Deutschland zur Lösung der eigenen demografischen

Herausforderungen Arbeitskräfte aus anderen Ländern abwirbt und dortige demografische Herausforderungen damit verschärft und vielleicht sogar gerade die besten Arbeitnehmer anderer Länder ermutigt, ihr Land zu verlassen? Ist es wünschenswert, zu einem sogenannten **„Braindrain“** beizutragen, der gerade weniger entwickelte Länder hart trifft?

Vor diesem Hintergrund ließe sich argumentieren, dass Investitionen in Produktivität, d. h. Forschung, Bildung, Infrastruktur, Technologie etc., der nachhaltigere Weg zum Umgang mit der demografischen Frage sind. Nichtsdestotrotz ist aber davon auszugehen, dass in hochentwickelten und reichen Ländern wie Deutschland Migration dennoch einen großen Beitrag zur Abmilderung einer negativen demografischen Dividende leisten wird. Dies lehrt allein der Blick in die Geschichtsbücher. Viele große **Migrationswellen in der Geschichte** lassen sich dadurch erklären, dass Menschen dorthin zogen, wo sie für sich und ihre Familien wirtschaftlich bessere Perspektiven sahen. Beispielsweise lässt sich die Bevölkerung des amerikanischen Kontinents durch Millionen von vornehmlich europäischen Migranten in den letzten Jahrhunderten zu einem Großteil durch dieses Motiv verstehen, das bis auf den heutigen Tag eine Hauptrolle für Einwanderung in die USA spielt. Allein im 19. Jahrhundert kehrten über 50 Mio. Europäer ihrem Kontinent den Rücken. Mehr als 30 Mio. von ihnen gingen in die USA, andere nach Kanada, Südamerika oder Australien. Deutsche stellten eine der größten Gruppen dieser Auswanderer. Während Deutschland bzw. das Deutsche Reich bis weit in das 20. Jahrhundert von massenhafter Auswanderung aus wirtschaftlichen Motiven zum Beispiel in Richtung der USA betroffen waren, ist Deutschland heutzutage selbst ein Land, das viele Menschen aufsuchen, weil sie hier bessere persönliche und wirtschaftliche Perspektiven für sich und ihre Familien vorzufinden hoffen. Insbesondere auch die zahlenmäßig bedeutsame Einwanderung aus den EU-Mitgliedsstaaten Osteuropas und aus den Balkanstaaten, die in den letzten Jahrzehnten stattgefunden hat und weiter stattfindet, lässt sich hierdurch erklären.

Weil Deutschland über eine auch im internationalen Vergleich sehr starke Wirtschaft verfügt, ist davon auszugehen, dass diese **anziehende Kraft** in Zukunft weiter wirken und zu weiterer Einwanderung nach Deutschland führen wird. Gerade im Rahmen der Arbeitnehmerfreizügigkeit in der EU wird dieser Mechanismus absehbar auf viele Jahre eine starke Wirkung behalten. Dasselbe gilt für Afrika. Nicht umsonst hat der neue französische Präsident Emmanuel Macron in seiner vielbeachteten Grundsatzrede zu Europa an der Sorbonne im September 2017 die Außenpolitik, Partnerschaft und Entwicklungspolitik mit Afrika zu einem der sechs Schlüsselprojekte für die EU auserkoren und eine **strategische Partnerschaft mit Afrika** angemahnt.

Ist die Integration erfolgreich, so werden die Zuwanderer, die weiterhin kommen werden, mit ihrem Beitrag zur Wirtschaftsleistung dafür sorgen, dass die demografische Dividende in Deutschland nicht zu negativ werden wird und sich auch der Bevölkerungsschwund in absoluten Zahlen mindestens verlangsamen (wenn nicht sogar aufhalten lassen) wird. Die Kehrseite besteht aus europäischer Perspektive allerdings darin, dass der Fortzug von talentierten Arbeitskräften aus den schwächeren Ländern der EU in wirtschaftsstärkere Gegenden das Gefälle zwischen den Regionen eher verstärkt. Hier könnten resultierend aus demografischer Entwicklung und Migration innerhalb der EU ganz **neue Herausforderungen auf die Europapolitik** zukommen. Ähnliches gilt für die angedachte strategische Partnerschaft mit Afrika.

Fazit

Eingangs haben wir gefragt: Ist Deutschland zu alt, zu unmodern und zu unproduktiv um mit den vielfältigen Herausforderungen und Umbrüchen dieser Tage umgehen und auch in Zukunft global mithalten zu können?

Fakt ist: Deutschland droht angesichts der fortschreitenden Alterung der Gesellschaft über eine negative demografische Dividende eine Abnahme des Wohlstands, wenn es nicht gelingen sollte, dies über Zuwanderung und erfolgreiche Integration oder über Produktivitätswachstum aufzufangen. Migration nach Deutschland wird voraussichtlich auch in den kommenden Jahrzehnten eine bedeutende Rolle spielen, aber angesichts ähnlicher Alterungstendenzen rund um den Globus und insbesondere in der EU und den Konsequenzen eines Braindrains für die Herkunftsländer (auch innerhalb der EU) ist fraglich, ob Zuwanderung ein nachhaltiges und wünschens-

wertes Mittel zum Umgang mit den Herausforderungen des demografischen Wandels darstellt. Dementsprechend fällt dem Produktivitätswachstum eine entscheidende Rolle zu, die sozialen Sicherungssysteme und den Wohlstand in Deutschland nachhaltig zu sichern und womöglich weiter auszubauen. Worte des gewiss nicht für uneingeschränkte Marktgläubigkeit berühmten Wirtschaftsnobelpreisträgers des Jahres 2008, Paul R. Krugman, bringen die Gretchenfrage für den deutschen Wohlstand in den kommenden Jahrzehnten auf den Punkt:

„Productivity isn't everything, but in the long run it is almost everything."

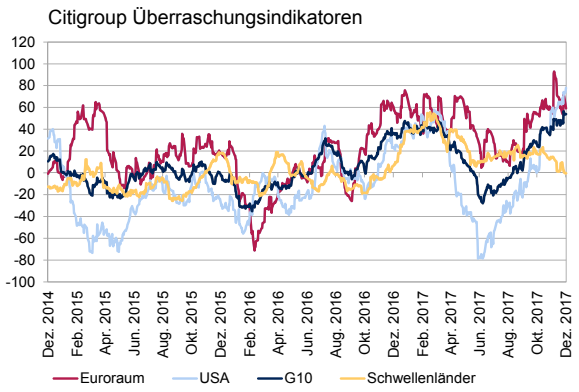
Das Produktivitätswachstum nach einer eher schwächeren Phase über das letzte Jahrzehnt wieder spürbar in Gang zu bringen, muss entsprechend Hauptpriorität der Wirtschaftspolitik für die kommenden Jahre und Jahrzehnte sein. Dazu sind umfassende staatliche Investitionen und Anreize für Unternehmen zu entsprechenden eigenen Investitionen in den Bereichen Digitalisierung, Infrastruktur, Bildung, Forschung und Technologie geeignet. Private und staatliche Ersparnisse statt in die Finanzierung gewaltiger Exportüberschüsse in solche großangelegten Investitionsinitiativen zu stecken, wäre eine nachhaltigere und aus unserer Sicht vortrefflich geeignete Strategie, um den Standort Deutschland für künftige Herausforderungen – insbesondere aus der Demografie – zu rüsten und die Exportwirtschaft sogar noch weiter zu stärken. Da die deutsche Wirtschaft in vielen Bereichen sehr gut aufgestellt ist und digitalen Wandel, Vernetzung, künstliche Intelligenz etc. nicht zu fürchten braucht, besteht in Verbindung mit beherzten Investitionsaktivitäten ein gutes Fundament für die Zukunft. Auch wenn die Fallhöhe für Deutschland angesichts der derzeit herausragenden wirtschaftlichen Position hoch ist, spricht nicht viel dafür, dass die deutsche Wirtschaft im 21. Jahrhundert grundsätzlich ins Wanken oder Hintertreffen geraten wird.

JAHRESAUSBLICK 2018: VOLKSWIRTSCHAFT UND GELDPOLITIK

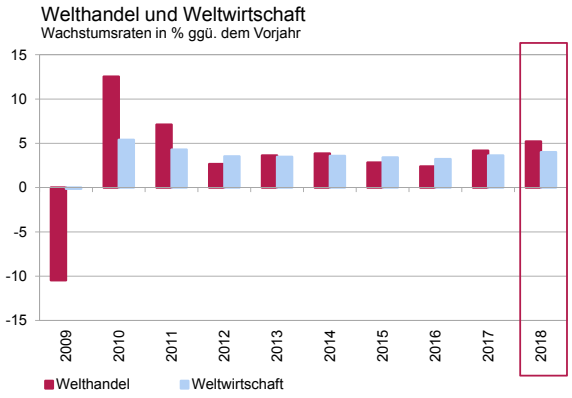
Weltkonjunktur: Das Wachstum beschleunigt sich

These 1: Die Belebung der Weltwirtschaft setzt sich 2018 fort. Sowohl das globale Wachstum als auch der globale Handel werden stärker wachsen als 2017.

Die Sorgen vor möglichen politischen Störfeuern hatten viele Beobachter dazu veranlasst, ihre Prognosen für 2017 zu verhalten zu formulieren. Gerade im Euroraum dominierten daher während des gesamten Jahres die positiven Überraschungen. Die von der Citigroup berechneten Überraschungsindikatoren messen die Stärke und Richtung der Abweichungen von erwarteten und realisierten ökonomischen Daten. Da die positiven Überraschungen im Euroraum deutlich stärker ausfielen als in den USA, unterstützte dies die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Doch weder die stärkere Währung noch die Ankündigung der Europäischen Zentralbank, ihre Anleihekäufe ab 2018 zu reduzieren und die Geldpolitik damit etwas weniger expansiv zu gestalten, belasteten die Stimmung im Euroraum. Alle Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich der **konjunkturelle Aufschwung** in diesem Jahr **fortsetzen** wird. Auf globaler Ebene rechnen wir sogar mit einer Beschleunigung des Wachstums auf 4 Prozent, was historisch gesehen immer noch kein sehr hoher Wert ist.



Ein wichtiger Faktor für das überraschend starke Wachstum der Weltwirtschaft ist die Stabilisierung des Ölpreises, die ab Mitte 2017 einsetzte. Sie unterstützt nicht nur die Rohölproduzenten in den Schwellenländern, sondern spielt auch eine wichtige Rolle bei der Belebung der US-Wirtschaft. Für die Konjunktur des Euroraums ist ein Anstieg der Ölpreise zwar eher negativ, doch durch die Aufwertung des Euro wird dieser Effekt deutlich abgemildert.

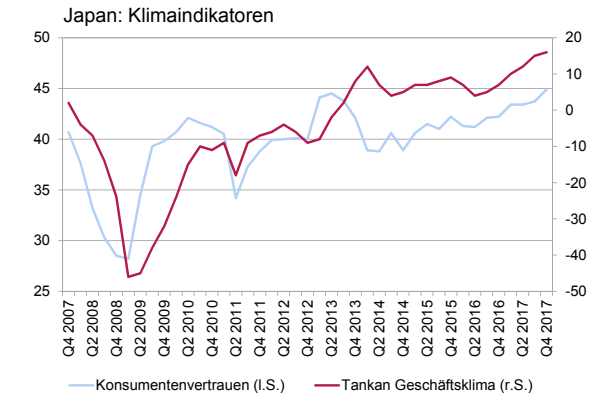


Ein weiterer wichtiger Grund für die positive weltwirtschaftliche Entwicklung ist die Breite des globalen Aufschwungs. Das erste Mal seit 2010 wuchsen im vergangenen Jahr sowohl die entwickelten Volkswirtschaften als auch die Schwellenländer stärker als im Vorjahr. Ein kräftiger Impuls kam dabei aus China, wo die Importe während des gesamten Jahres mit einer zweistelligen Jahreswachstumsrate zulegten. Für 2017 wird mit einem Wachstum von 6,8 Prozent gerechnet, was sogar eine leichte Beschleunigung gegenüber dem Wachstum des Vorjahrs bedeutet.

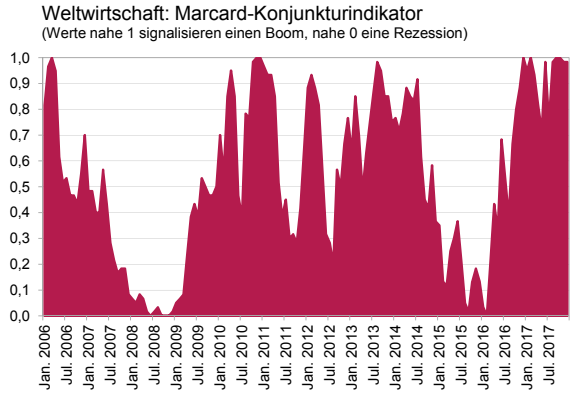
Auch das **Preisumfeld** spricht für eine Fortsetzung des globalen Aufschwungs. Die Inflation verharrt trotz weiter sinkender Arbeitslosigkeit und steigender Kapazitätsauslastung auf niedrigen Niveaus. Global gab es 2017 sogar mehr Zinssenkungen als Zinserhöhungen. Eine wichtige Ausnahme stellt die US-Notenbank dar, die allerdings mit ihrer moderaten geldpolitischen Normalisierung die Unternehmen und Verbraucher nicht übermäßig belastet. Im Gegenteil: Weiter sinkende Risikoaufschläge und die zunehmende Kreditvergabebereitschaft der Banken verbessern für viele Unternehmen die Finanzierungsbedingungen.

Während von der **Geldpolitik** keine Störfeuer ausgehen, kommen von der **Fiskalpolitik** zunehmend positive Impulse. Dies gilt insbesondere für die USA, wo die geplante Steuerreform, die ein Entlastungsvolumen von 1,5 Billionen US-Dollar über die nächsten zehn Jahre impliziert, das Wachstum weiter stimulieren könnte. Aber auch in Deutschland, wo seit vier Jahren Budgetüberschüsse erwirtschaftet werden, sind fiskalische Spielräume vorhanden.

Die wirtschaftliche Belebung hat inzwischen auch **Japan** erreicht. Die exportorientierte japanische Wirtschaft profitiert von der anziehenden Dynamik der Weltwirtschaft. Im dritten Quartal 2017 lag das annualisierte Wachstum bei 2,1 Prozent, getrieben von den privaten Investitionen. Die Schwäche des privaten Konsums, der rund 60 Prozent des japanischen BIP ausmacht, hält an, aber auch hier ist eine positive Dynamik erkennbar. Der vom Cabinet Office ermittelte Indikator für das Konsumentenvertrauen hat sich auf den höchsten Wert seit vier Jahren verbessert.



Die Wachstumsraten können zwar von der Höhe nicht mit den US-amerikanischen und europäischen mithalten, aber Umfragen zeigen, dass die Produktionskapazitäten voll ausgelastet sind und sich das Land nach jahrelanger Stagnation auf dem Potenzialwachstumspfad befindet. Die Belebung zeigt sich auch im Umsatzwachstum der Unternehmen, das sich im laufenden Fiskaljahr auf sieben Prozent beschleunigt hat. Das Gewinnwachstum liegt sogar bei 20 Prozent. Da die japanische Notenbank angesichts des enormen staatlichen Schuldenbergs die Zinsen noch lange niedrig halten wird, besteht sogar eine gewisse konjunkturelle Überhitzungsgefahr.



Die Stärke der globalen Wirtschaft zeigt sich auch im **Marcard-Konjunkturindikator**. Für dessen Berechnung wird eine Vielzahl von Früh- und Stimmungsindikatoren aus den USA, Europa und den Schwellenländern hinsichtlich Niveau und Dynamik systematisch ausgewertet. Der so ermittelte Wert wird mit den historischen Werten verglichen und entsprechend eingeordnet. Markiert der aktuelle Wert einen historischen Höchststand, wird ihm ein Niveau von 1 zugewiesen, entspricht er einem Tiefstand, eine 0. Ein Wert von 0,8 bedeutet, dass 80 Prozent der historischen Beobachtungen unter dem aktuellen Wert lagen und nur 20 Prozent darüber.

Im Jahr 2017 lag der Indikator im Durchschnitt bei 0,93. Dieser sehr hohe Wert zeigt nicht nur die Stärke der Konjunkturindikatoren selbst, sondern auch die Breite des Aufschwungs, der fast alle Regionen erfasst hat. Eine der wenigen Ausnahmen stellt Großbritannien dar, wo der Indikator mit einem Wert von 0,22 die Schwäche der britischen Konjunktur in Folge des Brexit-Votums widerspiegelt.

These 2: 2018 wird die Belebung der Weltwirtschaft von den Schwellenländern getrieben. Aufgrund der gestiegenen Bedeutung der Schwellenländer für die Weltwirtschaft wird dies auch zu einer weiteren Steigerung der weltwirtschaftlichen Dynamik führen.

Während 2017 die entwickelten Länder mit ihrer unerwartet kräftigen Konjunktur das weltwirtschaftliche Wachstum antrieben, werden es 2018 in stärkerem Maße die **Schwellenländer** sein. Wir gehen davon aus, dass die Industrieländer ihre Wachstumsdynamik halten können, während das Wirtschaftswachstum der Schwellenländer

sich noch weiter beschleunigt. Da die Schwellenländer inzwischen knapp 59 Prozent der Weltwirtschaft ausmachen, reicht diese Beschleunigung aus, um auch das globale Wachstum über den Wert von 2017 hinaus zu steigern.

Während der wirtschaftliche Aufschwung in den entwickelten Ländern und hier insbesondere in den USA schon weit fortgeschritten ist, gilt dies nicht für die globale Konjunktur. Um dies genauer zu bestimmen, lohnt sich ein Blick auf die **Produktionslücken** („Output Gaps"), die die zyklische Position einer Volkswirtschaft messen. Die Produktionslücke ist die Differenz zwischen der tatsächlichen Produktion und dem Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft. Als Potenzialwachstum bezeichnet man das langfristig mögliche Wachstum bei normaler Auslastung der Produktionskapazitäten. Das realisierte Wirtschaftswachstum wird in der Regel um das Potenzialwachstum herum schwanken. In konjunkturellen Schwächephasen werden die Produktionslücken negativ, in der Erholung schließen sie sich und werden in der Hochkonjunktur positiv.

Die Messung von Produktionslücken ist außerordentlich schwierig, da sich nicht eindeutig bestimmen lässt, wann die Normalauslastung der Produktionsfaktoren erreicht wird. In der Praxis werden unterschiedliche Konzepte zur Messung des Potenzialwachstums verwendet: Befragungen, ökonometrische Zeitreihenverfahren oder die Schätzung einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion.

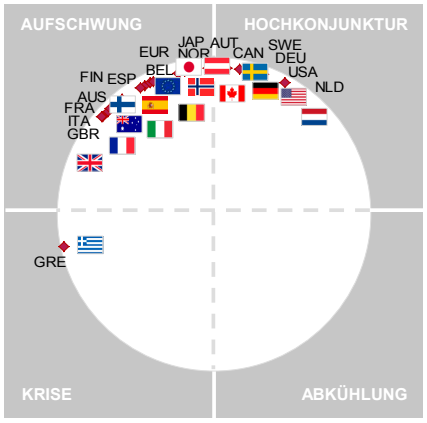
Wir wollen an dieser Stelle nicht weiter auf diese methodischen Schwierigkeiten eingehen, sondern die Produktionslücken für die Konstruktion einer **„Konjunkturuhr"** nutzen. Wir kombinieren zu diesem Zweck die von Oxford Economics berechneten Produktionslücken mit der jährlichen Veränderung der von der OECD ermittelten Frühindikatoren. Daraus ergeben sich vier Fälle:

Konjunkturphasen auf Basis von Produktionslücken und Frühindikatoren

Produktionslücke / Frühindikatoren	Negative Produktionslücke	Positive Produktionslücke
Steigende Frühindikatoren	Aufschwung	Hochkonjunktur
Rückläufige Frühindikatoren	Krise	Abkühlung

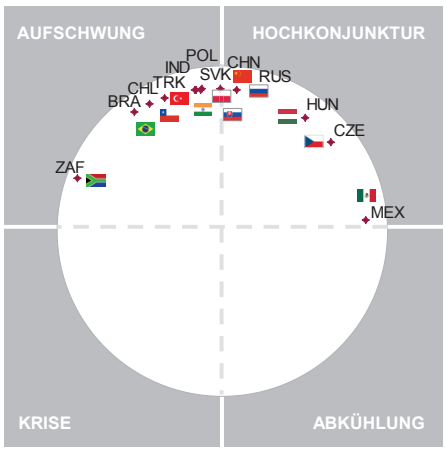
Für jede Volkswirtschaft lässt sich aus den zwei Datenpunkten die Position auf einem Kreisrand berechnen, der den Konjunkturzyklus widerspiegelt. Dies haben wir für die entwickelten Volkswirtschaften und für die Schwellenländer getan. Bei den entwickelten Ländern zeigt sich deutlich, dass die meisten die Phase der Hochkonjunktur noch gar nicht erreicht haben. Und selbst Volkswirtschaften wie Deutschland und die USA, die sich bereits in der Boomphase befinden, scheinen noch einen weiten Abstand zur Abschwungphase zu haben.

Konjunkturuhr: Entwickelte Volkswirtschaften



Wie stellt sich die Situation in den Schwellenländern dar? Die Aussagekraft ist hier eingeschränkt, da die Ermittlung des Potenzialwachstums in Schwellenländern noch schwieriger als in entwickelten Ländern ist. Oft liegen nicht genug Daten in ausreichender Qualität vor, um Produktionslücken präzise zu ermitteln. Dennoch lassen sich einige vorsichtige Schlussfolgerungen ziehen. Die Schwergewichte, also Brasilien, Indien, China und erstaunlicherweise auch das unter Sanktionen leidende Russland, befinden sich entweder in der Aufschwungphase oder am Beginn der Hochkonjunktur. Viele Schwellenländer waren, bedingt durch den Verfall der Rohstoffpreise, bis Ende 2015 im Abschwung und haben daher noch erheblichen Nachholbedarf.

Konjunkturuhr: Schwellenländer



> These 3: Die Abschwächung in China bleibt moderat, während sich die Erholung in Brasilien, Indien und Russland fortsetzt.

Während die Wachstumsraten in **China**, wie wir später noch detaillierter erläutern, weiterhin sehr moderat abnehmen, werden Russland und Brasilien ihre wirtschaftliche Erholung fortsetzen können. Beide Länder haben eine mehrjährige Rezession hinter sich. Die Erholung des Ölpreises und öffentliche Investitionen im Zuge der Fußballweltmeisterschaft dürften in **Russland** zu einer weiteren Belebung des Wachstums beitragen. Russland betreibt recht erfolgreich eine Politik der Importsubstitution. In der Landwirtschaft und in Teilen des Verarbeitenden Gewerbes (Metallproduktion, Ausrüstungsgüter, Automobile, Schiffe und Flugzeuge) wird die inländische Produktion gefördert, um teure bzw. von den Sanktionen betroffene Importe zu ersetzen. Dies hat einen dämpfenden Effekt auf die Inflation, was es der Zentralbank ermöglicht, die Leitzinsen weiter zu senken.

Auch in **Brasilien** wird sich das Wachstum im nächsten Jahr beschleunigen. Trotz der politischen Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Ermittlungen gegen Präsident Temer hat sich die Wirtschaft merklich erholt. Das Tempo sollte 2018 zunehmen, da abnehmender Inflationsdruck weitere Zinssenkungen ermöglicht. Dies wird den inländischen Konsum fördern, was in Verbindung mit steigenden Exporten dazu beiträgt, die scharfe Rezession der vergangenen Jahre zu überwinden.

In **Indien** hat sich das Wachstum in den letzten beiden Jahren etwas abgeschwächt, was vor allem an der Bargeldreform und der neu eingeführten Umsatzsteuer liegt. Die günstige Inflationsentwicklung erlaubt es der Zentralbank jedoch, ihre Zinssenkungspolitik fortzuführen, was sich positiv auf den Konsum und die Industrieproduktion auswirkt. Expansive Impulse kommen auch von der Fiskalpolitik. Im Oktober wurde ein staatliches Programm verabschiedet, das eine Rekapitalisierung der öffentlichen Banken in Höhe von 32,5 Mrd. US-Dollar und Infrastrukturmaßnahmen in Höhe von 107 Mrd. US-Dollar in den nächsten fünf Jahren vorsieht. Im November wurden zusätzliche Maßnahmen beschlossen, um die Belastung des privaten Verbrauchs durch die neu eingeführte Umsatzsteuer zu reduzieren.

Weltwirtschaft – Wachtsumsprognosen (in Prozent)

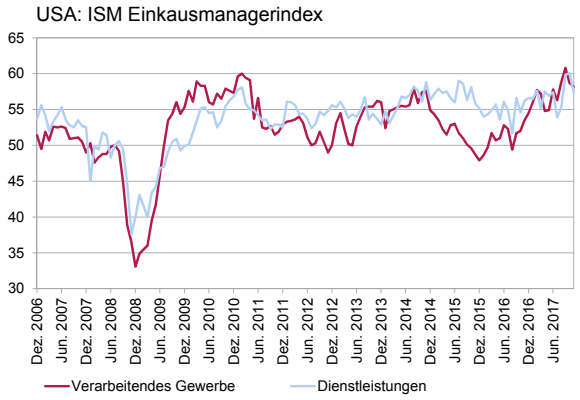
Region	2016	2017	2018				
			IWF	OECD	SVR	Konsens	Marcard
Welt (Kaufkraftparität)	3,2	3,6	3,7		3,8		4,0
USA	1,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,6
Euroraum	1,8	2,1	1,9	1,8	2,1	2,0	2,3
Japan	1,0	1,5	0,7	1,0	1,3	1,0	1,2
Großbritannien	1,8	1,7	1,5	1,0	1,4	1,3	1,2
Russland	-0,2	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7	2,0
China	6,7	6,8	6,5	6,4	6,5	6,5	6,5
Indien	7,1	6,7	7,4	7,7	7,1	7,4	7,8
Brasilien	-3,6	0,7	1,5	1,6	1,7	1,6	1,8

Unser positives Bild für die Schwellenländer wird dadurch unterstützt, dass wir für 2018 stabile Rohstoffpreise und einen leicht schwächeren US-Dollar erwarten. Aus den genannten Gründen liegen wir mit unserer Prognose für das Wachstum der Weltwirtschaft leicht oberhalb des Konsens.

US-Konjunktur: Hochkonjunktur mit zunehmenden Gefahren

Die Wahl Donald Trumps zum Präsidenten der USA im November 2016 beflügelte die Fantasie der Kapitalmärkte. Deregulierung, staatliche Ausgabenprogramme und Steuersenkungen waren die Zauberworte, die den US-amerikanischen Aktienmarkt auf neue Rekordniveaus ansteigen und den US-Dollar bis Anfang 2017 aufwerten ließen. Doch der Euphorie folgte eine schnelle Ernüchterung. Das Wachstum im ersten Quartal 2017 wurde mit einer enttäuschenden Rate von annualisiert 1,2 Prozent ausgewiesen (später wurde dieser Wert auf 1,4 Prozent nach oben revidiert). Da auch die meisten anderen Konjunkturdaten die sehr hohen Erwartungen beständig verfehlten, stürzte der Überraschungsindikator für die USA in der ersten Jahreshälfte 2017 ab.

Im Euroraum war es genau umgekehrt. Die sehr verhaltenen Erwartungen wurden von den tatsächlichen Zahlen mehrheitlich übertroffen. Aus der anfänglichen Trump-Euphorie wurde eine Euro-Euphorie, die den Wechselkurs von 1,05 auf 1,20 US-Dollar je Euro aufwerten ließ. Daran änderten zunächst auch die beiden US-Leitzinserhöhungen im März und Juni nichts. Im Sommer 2017 zeichnete sich jedoch ab, dass die US-Wachstumsdelle im ersten Quartal nur temporär war und sich das Wachstumstempo wieder deutlich beschleunigt hatte.



Was waren die Gründe für die **Überwindung der Wachstumsschwäche**? Erstens verbesserte sich das finanzielle Umfeld („financial conditions“) trotz der Leitzinserhöhungen. Da sich die Zinsstrukturkurve verflachte, blieben die Zinsen langlaufender Staatsanleihen weitgehend unverändert. Sinkende Risikoaufschläge verbesserten die Finanzierungskonditionen für Unternehmen und der schwächere US-Dollar trug ebenfalls dazu bei. Zweitens verbesserte sich der Arbeitsmarkt weiter und beflügelte in Verbindung mit rekordhohen Aktienkursen und gestiegenen Häuserpreisen das Konsumentenvertrauen. Drittens führte der wieder steigende Ölpreis zu deutlich positiven konjunkturellen Effekten in den ölproduzierenden US-Bundesstaaten. Viertens beschleunigten sich die Investitionsausgaben deutlich und lösten den privaten Konsum als wesentlichen Treiber des Wachstums ab.

> These 4: Die Steuerreform wird nur einen geringen zusätzlichen Wachstumsimpuls liefern.

Der Kern der US-Steuerreform ist eine **Senkung der Unternehmenssteuersätze**. Der von der US-Bundesregierung erhobene Unternehmenssteuersatz liegt seit 1993 bei 35 Prozent. Die effektive Steuerlast kann allerdings durch beschleunigte Abschreibung und andere Steuervergünstigungen verringert werden. Der effektive durchschnittliche Steuersatz liegt daher nur bei 22 Prozent. Dabei gib es erhebliche sektorale Unterschiede. Neben der Senkung des Steuersatzes sehen die Pläne auch die Möglichkeit einer Sofortabschreibung für Investitionsausgaben vor.

Ein weiteres Thema der Steuerreform sind die im Ausland geparkten Unternehmensgewinne, die sich auf rund 2,6 Bio. US-Dollar summieren. Prinzipiell unterliegen zwar auch die im Ausland erwirtschafteten Gewinne von US-Unternehmen der US-Steuerpflicht. Fällig wird diese Steuer jedoch nur, wenn die Auslandsgewinne in die USA repatriiert werden. Da die US-Steuer in der Regel höher als die ausländische Steuer ist, belassen viele Unternehmen ihre Gewinne im Ausland.

Neben der Unternehmenssteuerreform umfasst das Steuerpaket eine Vereinfachung der Einkommensteuer und diverse Anreizmechanismen für private Immobilienkäufe, Bildungsausgaben, Kindererziehung usw. Die Schätzungen für die Nettoentlastung über die nächsten zehn Jahre betragen für die privaten Haushalte knapp 800 Mrd. US-Dollar, für kleinere Unternehmen rund 365 Mrd. US-Dollar und für den restlichen Unternehmenssektor 330 Mrd. US-Dollar.

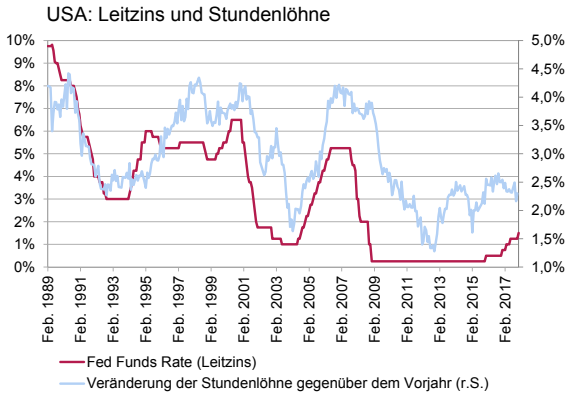
Welchen Wachstumsimpuls wird die Steuerreform bringen? Die Volkswirte von Goldman Sachs rechnen mit einem expansiven Impuls in Höhe von 0,3 Prozentpunkten zusätzlichen Wachstums für die US-Wirtschaft in diesem und im nächsten Jahr. Angesichts ausgelasteter Kapazitäten birgt der fiskalische Impuls inflationäre Gefahren. Der realwirtschaftliche Stimulus würde sich zusätzlich abschwächen, wenn die US-Zentralbank mit einer restriktiven Geldpolitik auf die gestiegenen Inflationsgefahren reagiert. In die gleiche Richtung wirkt die zunehmende Staatsverschuldung, die über steigende Zinsen das Investitionsverhalten negativ beeinflusst. Laut Schätzungen des Congressional Budget Office wird sich das staatliche Defizit im Zeitraum 2018 bis 2027 ohne Berücksichtigung der makroökonomischen Effekte der Steuerreform um insgesamt 1,5 Bio. US-Dollar erhöhen. Durch den zusätzlichen Schuldendienst steigt der Fehlbetrag über den gesamten Zeitraum auf 1,8 Bio. US-Dollar. Der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP im Jahr 2027 erhöht sich von 91,2 auf 97,5 Prozent.

These 5: Die US-Notenbank wird die geldpolitische Normalisierung weiter fortsetzen und die Leitzinsen um insgesamt 75 Basispunkte anheben.

Selbst ohne eine Steuerreform hätte die US-amerikanische Fed gute Gründe, ihren Kurs der geldpolitischen Normalisierung weiter fortzusetzen, denn der konjunkturelle Aufschwung ist weit fortgeschritten und die Inflation zieht langsam an. Dem geldpolitischen Ausschuss der Fed, der die letzten Zinserhöhungen beschlossen hat, gehört auch Jerome Powell an, der im Februar den Vorsitz der Fed von Janet Yellen übernehmen wird. Den Protokollen des geldpolitischen Ausschusses ist zu entnehmen, dass Powell die bereits erfolgten Zinserhöhungen unterstützt hat. Eine **Neuausrichtung der Geldpolitik** ist von ihm **nicht zu erwarten**.

Der Republikaner Powell wurde noch vom damaligen Präsidenten Barack Obama in den Gouverneursrat der Fed berufen. Er genießt also nicht nur das Vertrauen des jetzigen Präsidenten Trump, der ihn am 2. November 2017 zum Nachfolger von Janet Yellen ernannte, sondern wird auch von den Demokraten als kompetenter Geldpolitiker geschätzt.

Allerdings ist der Wechsel an der Spitze nicht die einzige personelle Veränderung in der US-Notenbank. Anfang September 2017 verkündete Fed-Vizechef Stanley Fischer nach Differenzen mit US-Präsident Donald Trump sein vorzeitiges Ausscheiden aus der Fed. Zwei Monate später erklärte der Chef der New Yorker Fed, William Dudley, seinen Rücktritt und äußerte sich dabei kritisch gegenüber den Tendenzen der Trump-Administration, die Regulierung des Finanzsektors abzubauen.



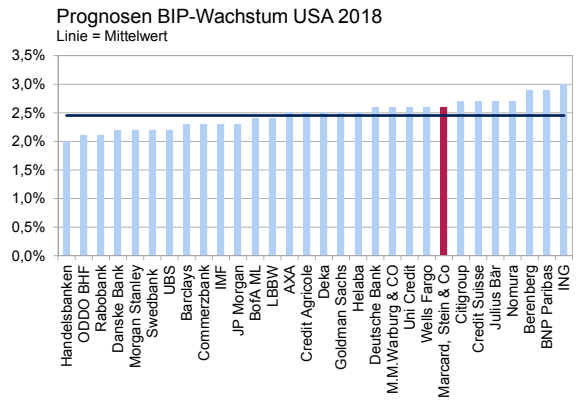
Unsere Erwartung, dass die Fed im kommenden Jahr den Leitzins in drei Schritten um jeweils 25 Basispunkte erhöhen wird, basiert auf der Annahme, dass die Fed unter Jerome Powell genauso unabhängig von politischen Einmischungen agieren wird wie in der Vergangenheit. Angesichts der zahlreichen personellen Veränderungen besteht allerdings eine gewisse Gefahr, dass der politische Einfluss zunimmt. Dies könnte das Tempo der Zinserhöhungen verlangsamen.

These 6: Wir erwarten eine abnehmende Wachstumsdynamik in den USA in der zweiten Jahreshälfte.

Trotz der drei Leitzinserhöhungen in 2017 haben sich die finanziellen Bedingungen in den USA verbessert. Dieser positive Impuls lässt die Wirtschaft in den USA aktuell über Potenzial wachsen. Da die US-Wirtschaft mit einer sehr hohen Dynamik in das neue Jahr startet, werden die Jahreswachstumsraten für 2018 in den USA sogar noch höher als im vergangenen Jahr ausfallen. Doch die Gefahr einer nachlassenden Dynamik ab den Sommermonaten könnte die von der Steuerreform beflügelten Erwartungen deutlich enttäuschen. Dies dürfte dann auch seine Spuren

im Wechselkurs hinterlassen und zu einer Abwertung des US-Dollar bis zum Jahresende führen.

Mit unserer Wachstumsprognose für die USA von 2,6 Prozent für 2018 liegen wir minimal oberhalb des Konsens. Dieses hohe Wachstum sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die USA mittelfristig das größte Risiko für den globalen Aufschwung darstellen. Wir erwarten eine weitere Verflachung der Zinsstrukturkurve (aber noch keine Inversion), höhere Inflationsraten und zunehmende Ausfallraten bei High Yield-Anleihen. Die **Warnsignale**, dass die US-Wirtschaft in den nächsten drei Jahren die Übertreibungen der langen Aufschwungphase in einer Rezession bereinigen muss, werden im nächsten Jahr zunehmen.



China: Die Weichen sind richtig gestellt

These 7: Wir erwarten auch 2018 keine krisenhafte Entwicklung in China, obwohl die Herausforderungen enorm sind.

China steht weiterhin vor der gewaltigen Aufgabe, die Wirtschaft nach dem ungezügelten Wachstum der vergangenen Jahre in geordnete Bahnen zu lenken. Im vergangenen Jahr ist dies sehr gut gelungen: Das Wirtschaftswachstum belebte sich, das Geld- und Kreditwachstum konnte gedrosselt werden, die Währung war robust und die Devisenreserven stabilisierten sich. Auf dem 19. Parteitag wurde zudem die wirtschaftspolitische Agenda für die kommenden Jahre personell und inhaltlich festgelegt.

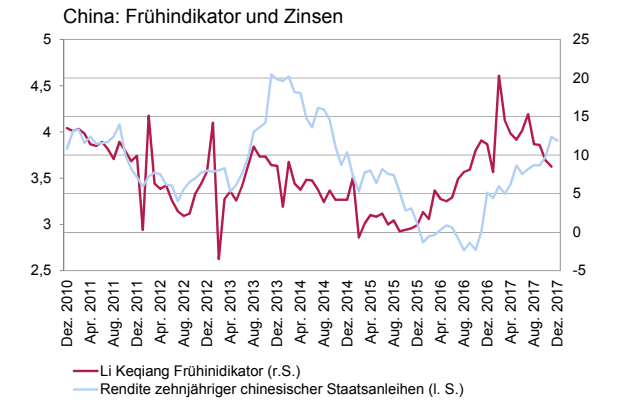
Im Zentrum der Stabilisierungsbemühungen steht aktuell der **Immobilienmarkt**. Seit dem Einbruch in 2015 sind die Immobilienpreise mit einer Jahresrate von etwa 20 Prozent gestiegen und die Immobilientransaktionen sogar um 50 Prozent. In einem Land, in dem Immobilien 75 Prozent des Haushaltsvermögens ausmachen, hat diese Entwicklung einen massiven Nachfrageschub generiert. Denn zum einen löst die Immobiliennachfrage einen direkten Impuls in der Bauwirtschaft und den baunahen Industriezweigen aus. Zum anderen kommt es über den Vermögenseffekt bei den Immobilienbesitzern zu positiven Effekten auf die private Konsumnachfrage.

Die Kehrseite des Immobilienbooms ist der starke Anstieg der Haushaltsverschuldung. Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt hat sich die Verschuldung der privaten Haushalte in den letzten zehn Jahren vervierfacht. Viele Kredite sind durch Immobilien besichert. Die Steuerung des Immobilienmarkts erfordert daher Fingerspitzengefühl. Einerseits muss eine spekulative Preisblase verhindert werden, andererseits hätte ein starker Einbruch der Preise sehr negative Folgen für den privaten Konsum.

Die staatlichen Eingriffe in den Immobilienmarkt in Form von Verkaufs- und Kaufbeschränkungen sowie höheren Finanzierungsanforderungen haben vor allem in den Metropolen Wirkung gezeigt. Umsätze und Preisentwicklung waren dort rückläufig. Das vom Internationalen Währungsfonds ermittelte Verhältnis von Hauspreisen zu Löhnen liegt in den chinesischen Zentren jedoch immer

noch auf wesentlich höheren Niveaus als in den teuersten Metropolen der entwickelten Länder, was auf eine anhaltende Überbewertung hindeutet.

Wir erwarten für 2018 eine weitere Abkühlung des Immobilienmarkts. Der gesamte Wachstumsbeitrag des Immobiliensektors zum realen Bruttoinlandsprodukt könnte dadurch um etwa 0,75 Prozentpunkte abnehmen. Dieser negative Effekt kann teilweise durch einen Anstieg des privaten Konsums kompensiert werden, der durch steigende Beschäftigungszahlen und nicht mehr sinkende Löhne gestützt wird.



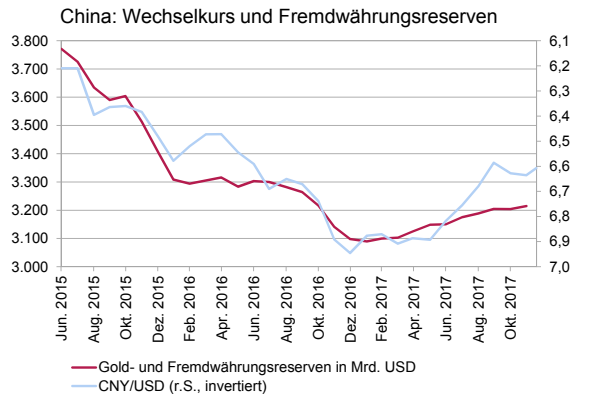
Im Vergleich zu entwickelten Ländern ist die Bedeutung des **privaten Konsums** in China für das Wirtschaftswachstum relativ gering. Rund 45 Prozent des Bruttoinlandsprodukts entfallen auf Ausrüstungsinvestitionen. Da das Bankensystem und der Industriesektor weiterhin staatlich dominiert sind, lässt sich das Wachstum in diesem Bereich recht gut steuern. Doch das hat seinen Preis. Das kreditgetriebene Wachstum hat die Verschuldung des Unternehmenssektors enorm erhöht und zu vielen Fehl- und Überinvestitionen geführt. Auch der Aspekt der Nachhaltigkeit des Wachstums wurde bislang wenig beachtet, was sich in zahlreichen Umweltproblemen manifestiert .

Die Kunst der staatlichen Regulierung besteht darin, die Investitionstätigkeit in die richtigen Bahnen zu lenken. Der Parteikongress hat in dieser Hinsicht die richtigen Signale gesetzt. Statt auf Quantität soll nun die Qualität des Wachstums im Vordergrund stehen. Der Fokus liegt auf Nachhaltigkeit, Umweltschutz und Innovation. So soll unter anderem statt der Schwerindustrie verstärkt der Dienstleistungssektor gefördert werden.

These 8: Auch 2018 wird es keinen Handelskrieg zwischen den USA und China geben.

Vorwürfe gegen China waren ein wesentlicher Bestandteil des Wahlkampfs von Donald Trump: Das Land würde den Wechselkurs manipulieren und US-amerikanische Arbeitsplätze vernichten. Als Beweis diente das enorme **Handelsbilanzdefizit der USA gegenüber China**, das 2016 rund 325 Mrd. US-Dollar betrug. Einfuhrbeschränkungen für chinesische Güter schienen an erster Stelle auf der Agenda der neuen protektionistischen US-Wirtschaftspolitik zu stehen.

Als Trump China im November 2017 besuchte, herrschte ein ganz anderer Tonfall. Die Währung war kein Thema mehr, was auch daran gelegen haben mag, dass der chinesische Yuan seit der Präsidentschaftswahl gegenüber dem US-Dollar leicht aufgewertet hat. Am Ende wurden Wirtschaftsabkommen im Umfang von 250 Mrd. US-Dollar vereinbart, die nach US-amerikanischer Lesart einen wichtigen Schritt zum Abbau der Handelsungleichgewichte mit der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt darstellen. Kurz nach dem Besuch Trumps kündigte China zudem an, den inländischen Markt stärker für ausländische Beteiligungen zu öffnen, und zwar insbesondere im bisher abgeschotteten Bankensektor.



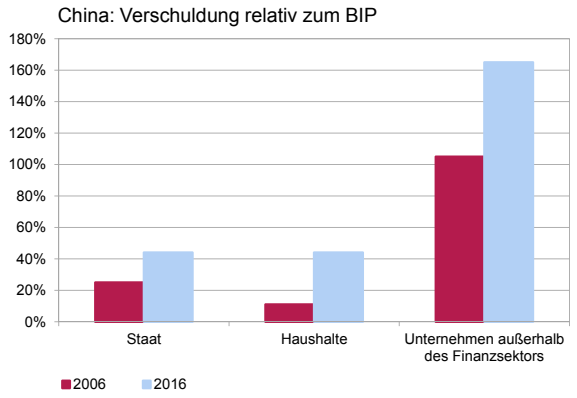
Ein voller Erfolg für die Trump-Administration? Viele Beobachter weisen darauf hin, dass das Handelspaket nicht nur auf neu beschlossenen Verträgen beruht, sondern auch bereits länger getroffene Vereinbarungen und reine Absichtserklärungen enthält. Und der Abbau von Hemmnissen für ausländische Investoren in China steht in offensichtlichem Widerspruch zu den verstärkten

staatlichen Bemühungen, den Einfluss der Kommunistischen Partei auf die Entscheidungen ausländischer Konzerne zu verstärken.

So entsteht der Eindruck, dass China trotz der veränderten Rhetorik aus Washington seinen Weg der staatlich gelenkten Marktwirtschaft weiter fortsetzen kann. Die USA brauchen China nicht nur als Handelspartner, sondern auch als Verbündeten im angespannten Verhältnis zu Nordkorea. Wir rechnen daher nicht damit, dass protektionistische Maßnahmen die chinesische Wirtschaft im Jahr 2018 massiv bremsen werden.

These 9: Die Entwicklung der chinesischen Kapitalmärkte und des US-Dollar stellen ein Risiko für die Wirtschaft dar.

Die größten Risiken für die chinesische Wirtschaft kommen weniger von der Handelspolitik, sondern vielmehr von den Finanzmärkten. Da das Bankensystem durch zahlreiche notleidende Kredite belastet und die Verschuldung des privaten Sektors wesentlich stärker als das Bruttoinlandsprodukt gewachsen ist, können Turbulenzen an den Devisen- und Kapitalmärkten realwirtschaftliche Krisen auslösen. Einige solcher Szenarien wollen wir kurz skizzieren.



Devisenmarkt: Sollte die US-Wirtschaft im Laufe des kommenden Jahres nicht merklich an Fahrt verlieren, könnte der US-Dollar gegenüber dem Chinesischen Yuan aufwerten. Um eine Kapitalflucht in den Dollar zu vermeiden, müsste China mit Devisenmarktinterventionen zur Stützung des Yuan oder mit Zinserhöhungen reagieren. Dies würde allerdings die Devisenreserven reduzieren bzw. die Dynamik der inländischen Wirtschaft negativ beeinflussen.

Aktienmarkt: Der Shanghai Shenzen CSI Index hat 2017 sehr kräftig zugelegt. In der Spitze wurde ein Plus von 28 Prozent verzeichnet. Eine Korrektur am chinesischen Aktienmarkt könnte zu einem Abzug von Kapital führen und die chinesische Währung unter Druck bringen.

Staatsanleihen: Zhou Xiaochuan, der Gouverneur der chinesischen Zentralbank, hat im Oktober 2017 öffentlich auf die Verschuldungsproblematik in China hingewiesen. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen stieg daraufhin auf über vier Prozent. Noch Anfang 2017 lag sie bei knapp drei Prozent. Ein weiterer Anstieg der Zinsen oder der Risikoaufschläge würde die Refinanzierungsfähigkeit belasten und könnte zu einem Anstieg der Kreditausfälle führen.

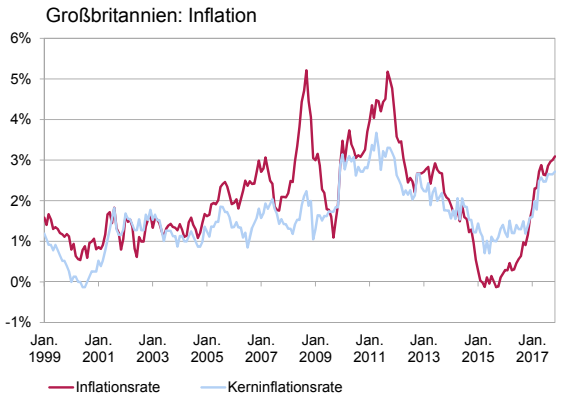
Eine Krise in China hätte unmittelbare Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft. China ist nach den USA und Frankreich zum drittgrößten deutschen Exportmarkt geworden und liegt damit noch vor den Niederlanden und Großbritannien. Die annualisierten mittleren Wachstumsraten des Exports nach China liegen mittlerweile bei rund 15 Prozent und sind damit einer der wesentlichen Treiber des Aufschwungs der deutschen Wirtschaft. Wir rechnen mit einer Fortsetzung dieser Dynamik im Jahr 2018, weisen aber auf die möglichen Risiken hin, die eine (temporäre) Schwäche der chinesischen Wirtschaft gerade in Deutschland auslösen könnte.

Europa-Konjunktur: Ein dynamischer Aufschwung

Die europäische Konjunktur war 2017 zweigeteilt. Während sich in Großbritannien zunehmend die negativen Folgen der Brexit-Entscheidung zeigten, übertraf das Wachstum im Euroraum alle Erwartungen deutlich. Ein ähnlich divergentes Bild zeigte sich bei der Inflation: In Großbritannien führten steigende Preise zu einer Leitzinserhöhung, während die Inflation im Euroraum im Jahresverlauf zurückging.

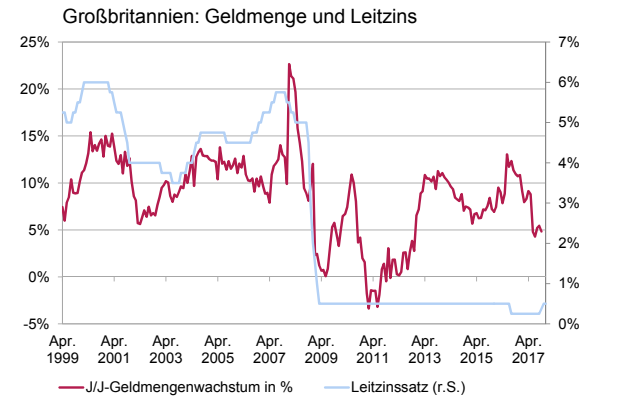
> These 10: Großbritanniens Wirtschaft kann sich 2018 etwas vom Brexit-Schock erholen.

Als die Briten am 23. Juni 2016 über den Austritt aus der Europäischen Union abstimmten, lag die inländische Inflationsrate bei 0,5 Prozent. Nach der Entscheidung für den Brexit wertete das Britische Pfund deutlich ab. In der Spitze lagen die Verluste gegenüber Euro und US-Dollar bei jeweils rund 18 Prozent. Durch den Wertverlust des Britischen Pfunds verteuerten sich die Preise für importierte Güter und Dienstleistungen. Die jährliche Teuerungsrate kletterte bis auf drei Prozent und veranlasste die Britische Notenbank, den Leitzins im November 2017 um 25 Basispunkte auf 0,5 Prozent zu erhöhen.



Der **Anstieg der Inflation** reduziert die realen Einkünfte und damit auch die Ausgaben der privaten Haushalte. Die Schwäche des Konsums hat das Wachstum stetig verlangsamt. Da sich dies bislang noch nicht auf den Arbeitsmarkt ausgewirkt hat, sinkt die Produktivität der britischen Wirtschaft, was negative Folgen für die Investitionsbereitschaft und das längerfristige Potenzialwachstum haben kann. Die Verteuerung der Importe hat zudem das Defizit in der Leistungsbilanz weiter vergrößert. Gleichzeitig hat die Regierung ihre Wachstumsprognosen deutlich reduziert und erwartet aus diesem Grund eine Haushaltslücke von 20 Mrd. Britischen Pfund.

Während sich die meisten Volkswirtschaften dieser Welt derzeit in einem weitgehend synchronen Aufschwung befinden, herrscht in Großbritannien eine Brexit-bedingte Sondersituation. Getrübt wird der Ausblick bislang durch die Befürchtungen vor einem „harten Brexit“, bei dem Großbritannien viele Vorteile im Handel mit seinen europäischen Nachbarn verlieren würde.



In die **Verhandlungen über den Brexit** kam Ende November Bewegung. Die britische Premierministerien May signalisierte, dass sie im Streit um die Austrittsrechnung der EU, die 60 Milliarden Euro verlangt, entgegenkommen will. Gleiches gilt für die Rechte der EU-Bürger, die in Großbritannien leben, für die es keine Veränderungen geben soll.

Auch in der Irland-Frage gibt es Fortschritte. Die Wiedereinführung von Zollkontrollen zwischen Irland und Nordirland war lange Zeit umstritten. Die irische Regierung drängte darauf, dass Nordirland in der Zollunion bleiben soll. Einen solchen zollrechtlichen Sonderstatus für Nordirland lehnte die Regierung in London bislang ab. Die nordirische Partei DUP, auf deren zehn Abgeordnete May im Parlament angewiesen ist, pocht darauf, dass für Nordirland keine anderen Regeln gelten dürften als für den Rest des Vereinigten Königreichs. Mit der recht vagen Formulierung, dass es keine „neuen regulatorischen Hürden“ zwischen Nordirland

und dem Vereinigten Königreich geben werde, hat sich May die Zustimmung der DUP gesichert.

In der Frage, welche Beziehungen Großbritannien künftig mit der EU haben wird, zeichnet sich eine Übergangslösung ab. Ähnlich wie im Falle Norwegens könnte Großbritannien den Zugang zum EU-Markt erhalten, ohne selbst EU-Mitglied zu sein. Aber auch hier wird der Preis für diese Sonderstellung entscheidend sein. Norwegen zahlt derzeit für den EU-Zugang jährlich netto etwa 555 Mio. Euro, was auf die Einwohnerzahl berechnet einem Pro-Kopf-Betrag von rund 106 Euro entspricht. Die jährlichen EU-Zahlungen Großbritanniens, die 2016 5,6 Mrd. Euro betrugen, entsprechen dagegen nur einer Pro-Kopf-Belastung von 85 Euro.

Da durch den Brexit auch alle Mitbestimmungsrechte im Europäischen Rat, der Europäischen Kommission, dem Europäischen Parlament und dem Ministerrat verloren gehen, würde Großbritannien bei einer einfachen Übertragung des norwegischen Modells für weniger Rechte mehr zahlen. Neben dieser Kostenfrage wird bei der Aushandlung einer Übergangsregelung entscheidend sein, welche Sonderrechte Großbritannien zukünftig erhält. Hier dürfte Londons Finanzindustrie im Zentrum stehen.

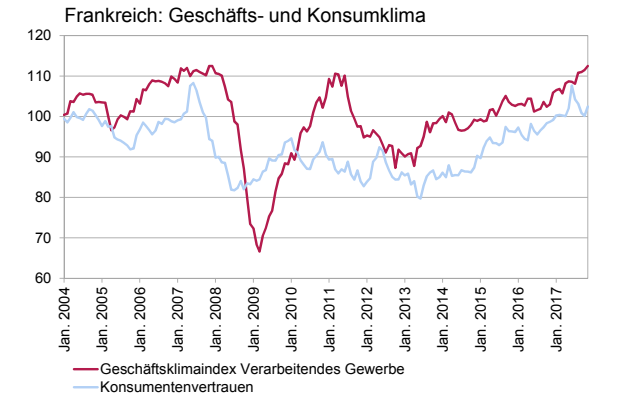
Eine weitere entscheidende Frage wird die **Migration** sein. Als Mitglied im Europäischen Wirtschaftsraum muss Norwegen die gleichen Freizügigkeitsregelungen wie ein EU-Mitglied anwenden. Gemessen an der Gesamtbevölkerung nimmt Norwegen derzeit mehr Migranten als Großbritannien auf. Selbst die Schweiz, die nicht dem Europäischen Wirtschaftsraum angehört, wendet die EU-Freizügigkeitsregelungen an. Da der Wunsch nach Eindämmung der Migration die wesentliche Ursache der Brexit-Entscheidung war, dürften die Verhandlungen an dieser Stelle sehr kompliziert werden.

Wir rechnen trotz aller Schwierigkeiten für 2018 mit der Vereinbarung einer **Übergangsregelung**. Es zeichnet sich zunehmend ab, dass Großbritannien erhebliche Zugeständnisse an die EU machen muss, um die negativen Folgen eines „harten" Brexit zu vermeiden. Die Kosten für den EU-Austritt erhöhen sich daher für Großbritannien, andererseits verbessern sich die Aussichten für die britischen Unternehmen. Wir rechnen für 2018 mit einer leichten Beschleunigung des britischen Wachstums auf 1,8 Prozent. Die Stabilisierung des Wachstums in Großbritannien unterstützt damit die positive Dynamik der europäischen Wirtschaft im Jahr 2018.

> These 11: Die französische Regierung setzt 2018 ihren Reformkurs fort und gibt damit dem Wachstum weitere Impulse.

Mit Emmanuel Macron wurde 2017 in Frankreich ein Politiker zum Staatspräsidenten gewählt, der klare pro-europäische und anti-populistische Positionen vertritt. Das überraschend positive wirtschaftliche Umfeld erleichtert Macron den Beginn seiner wirtschaftlichen Reformen, die erstaunlicherweise bislang ohne größere Proteste umgesetzt wurden.

Den **Arbeitsmarkt** zu reformieren, ist eines der zentralen wirtschaftspolitischen Ziele der neuen französischen Regierung. Die Arbeitslosenquote in Frankreich liegt mit 9,4 Prozent über dem Durchschnitt des Euroraums, der 8,7 Prozent beträgt. Zudem ist der Arbeitsmarkt stark segmentiert. Die Zahl der Angestellten mit befristeten Verträgen ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen und macht mehr als zwei Drittel aller neuen Beschäftigungsverhältnisse aus. Ein Übergang von kurzfristiger zu langfristiger Beschäftigung findet kaum statt. Einem abnehmenden Segment mit Festangestellten steht ein wachsendes Segment von befristet Angestellten mit hoher Fluktuation gegenüber.



Im August 2017 wurde ein Paket von Maßnahmen verabschiedet, das vor allem Reformen des Lohnverhand-

lungsprozesses, der Arbeitnehmervertretung und des Kündigungsschutzes betrifft. Bis Ende 2018 soll dann der zweite große Teil der Reform umgesetzt werden, nämlich der Umbau der Sozialversicherungen und die Senkung der Lohnnebenkosten.

Das zweite große Problemfeld der französischen Wirtschaft betrifft **die hohe Staatsquote und die hohe Staatsverschuldung**. Der Anteil der Staatsausgaben am BIP liegt in Frankreich bei 57 Prozent und damit höher als in jedem anderen europäischen Land. Der französische Finanzminister Bruno Le Maire hat angekündigt, diesen Anteil im Jahr 2018 auf 53,9 Prozent herunterzufahren und in den nächsten Jahren auf unter 50 Prozent zu senken.

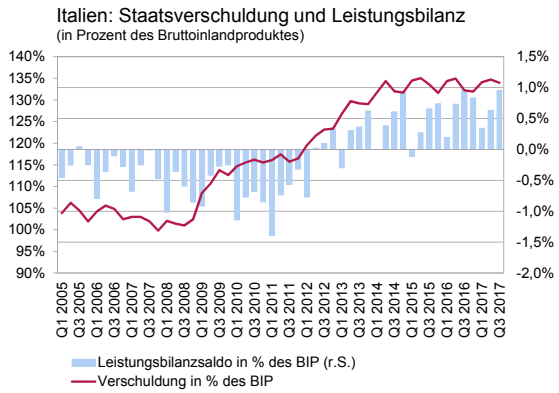
Nicht nur die Staatsquote ist ein Problem, sondern auch das Budgetdefizit. In Brüssel ist seit 2009 ein Defizitverfahren gegen Frankreich anhängig. Um es zu schließen, muss der Fehlbetrag zwei Jahre lang unter drei Prozent des BIP liegen. Nach der Entscheidung des obersten Gerichts, dass die 2012 eingeführte Dividendensteuer verfassungswidrig ist, klaffte eine Lücke von 10 Mrd. Euro im Etat, die schleunigst geschlossen werden musste. Doch auch mit den Anfang November beschlossenen zusätzlichen Abgaben für Unternehmen ist die Erreichung der Defizitziele in den nächsten Jahren fraglich.

Helfen kann vor allem ein stärkeres Wachstum, und die Voraussetzungen dafür sind gut. Nicht nur die Geschäfts- und Konsumklimaindikatoren, sondern auch die tatsächlichen Wachstumszahlen weisen eine deutliche Belebung aus. Üblicherweise führen Wirtschaftsreformen in der kurzen Frist zu schmerzhaften Einbußen, die sich erst mittel- bis langfristig in höherem Wachstum bezahlt machen. Gestützt von der positiven globalen Wirtschaftsdynamik könnte Frankreich dieser typische „J-Kurveneffekt“ tatsächlich erspart bleiben.

> These 12: Die italienischen Wahlen stellen 2018 das größte politische Risiko im Euroraum dar.

Der globale Aufschwung hat auch die bislang anämische Konjunktur in Italien begünstigt. Im dritten Quartal 2017 lag das annualisierte Wachstum so hoch wie seit fünf Jahren nicht mehr. Impulse kamen vor allem von den Investitionen, aber auch die graduelle Verbesserung des Arbeitsmarkts wirkt unterstützend. Gleichzeitig nahmen die Risiken im Bankensektor ab. Aufgrund der besseren Entwicklung stufte die Ratingagentur S&P die Kreditwürdigkeit Italiens trotz der weiterhin enorm hohen Staatsverschuldung im Oktober 2017 von BBB- auf BBB herauf. Frühindikatoren aus dem Verarbeitenden Gewerbe und die Konsumklimaindizes deuten darauf hin, dass sich das positive konjunkturelle Momentum auch in diesem Jahr fortsetzen wird.

Dass Italien trotz dieser zaghaften wirtschaftlichen Erfolge der größte Unsicherheitsfaktor im Euroraum bleibt, liegt an der **Politik**. Vermutlich am 4. März 2018 wird ein neues Parlament gewählt. Nach dem Debakel seiner Demokratischen Partei (PD) bei den sizilianischen Wahlen im November 2017 steht Matteo Renzi unter Druck. Der PD-Chef dementierte jedoch Rücktrittsabsichten und plant, als Kandidat für den Posten des Premierministers in den Wahlkampf für die Parlamentswahlen im Frühjahr zu ziehen. Der große Gewinner der sizilianischen Wahlen war Silvio Berlusconis Forza Italia.



Die Schwäche Renzis erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die eurokritischen Parteien Forza Italia, Lega Nord und die Fünf-Sterne-Bewegung an Einfluss gewinnen werden. Auch wenn die politischen Ziele dieser drei Gruppierungen unterschiedlich sind, eint sie doch die Kritik am Euro. Inzwischen scheint sich in dieser Frage ein gewisser Konsens herausgebildet zu haben. Statt eines Austritts aus dem Euroraum wird nun häufiger die Forderung nach einer **Parallelwährung** geäußert. Konkrete Vorstellungen hat die Lega Nord präsentiert: Der Staat solle unverzinste Anleihen in kleiner Stückelung ausgeben, die im Inland auch als Zahlungsmittel verwendet werden können.

Außerhalb Italiens stoßen solche Pläne auf wenig Gegenliebe. Der italienische Staat würde sein eigenes Geld drucken, die Staatsverschuldung noch weiter erhöhen und die Inflation anheizen. Die Gläubiger der in Euro denominierten italienischen Auslandschulden müssten sich die Frage stellen, wie das Land genug Euros erwirtschaften will, um seinen Schuldendienst zu leisten. Eine massive Ausweitung der Risikoaufschläge und eine Kapitalflucht wären die Folge.

Das Hauptproblem aber ist, dass eine Parallelwährung kein einziges der vielen strukturellen Probleme der italienischen Wirtschaft lösen kann. So ist beispielsweise die Arbeitsproduktivität in Italien seit mehr als einem Jahrzehnt nicht mehr gewachsen. Trotz steigender Arbeitslosigkeit und sinkender Arbeitsproduktivität sind die Löhne gestiegen, was die Lohnstückkosten in die Höhe getrieben hat. Die öffentliche Verwaltung und das Steuersystem sind in hohem Maße ineffizient und hemmen die unternehmerische Initiative. Eine zusätzliche Belastung stellt der marode Bankensektor dar, der eine effiziente Kreditvergabe verhindert.

Ob es nach den Parlamentswahlen überhaupt zu einer Koalition der eurokritischen Parteien kommt, ist allerdings fraglich. Jenseits der Euroskepsis sind die Gräben zwischen den drei Gruppierungen tief. Der pragmatische Berlusconi hat daher auch schon seine Offenheit gegenüber einem Bündnis mit den Demokaten demonstriert. Er selbst wird allerdings als Ministerpräsident nicht zur Verfügung stehen, da er wegen Steuerbetrugs rechtskräftig verurteilt ist und bis November 2019 kein politisches Amt ausüben darf.

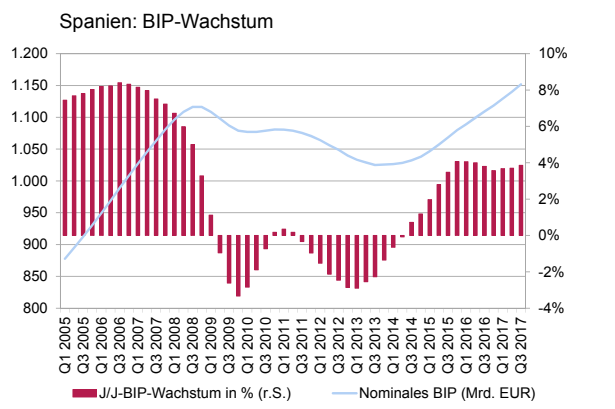
Nach aktuellen Umfragen würde eine Mitte-Rechts-Koalition aus Forza Italia, Lega Nord und Fratelli d'Italia auf 35 Prozent der Stimmen kommen und damit vor der populistischen Fünf-Sterne-Bewegung (27 Prozent) und der Demokratischen Partei (25 Prozent) liegen, eine absolute Mehrheit aber deutlich verfehlen. Dies ist im italienischen Parlament keine ungewöhnliche Situation und könnte zu einer Minderheitsregierung oder einer technokratischen Regierung führen.

Die italienischen Wahlen stellen aus unserer Sicht **das größte politische Risiko im Euroraum im Jahr 2018** dar und können erhebliche Schwankungen an den Aktien- und Rentenmärkten verursachen. Deutsche Staatsanleihen dürften in einer solchen Situation als sichere Häfen profitieren. Allerdings rechnen wir nicht damit, dass diese Turbulenzen von Dauer sein werden, denn **die wirtschaftlichen Aussichten sind für Italien nach Jahren der Stagnation recht gut**.

Positiv für Italien wirkt zum einen der stetige Rückgang der Zinsen für italienische Staatsanleihen. Der italienische Haushalt verzeichnet seit vielen Jahren einen Primärüberschuss. Nach dem starken Anstieg der Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen während der Eurokrise liegt die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den letzten drei Jahren bei nur 1,75 Prozent. In diesem Zeitraum ist auch der Schuldenstand im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt nicht mehr gestiegen.

Ein weiterer Pluspunkt für Italien ist, dass das Land seit knapp sechs Jahren einen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet und damit vom anziehenden globalen Wachstum profitiert. Auch wenn die Aussichten auf dringend nötige Reformen gering sind, sollte das positive konjunkturelle Umfeld ausreichen, um das Wachstum im Jahr 2018 in etwa auf dem Niveau von 2017 zu halten.

These 13: Die spanische Wirtschaft wird 2018 deutlich schwächer wachsen als 2017.



Mit einem Wachstum von über drei Prozent im Jahr 2017 verzeichnet Spanien unter den vier größten EWU-Ländern das dritte Jahr in Folge den höchsten Wert. Treiber des Wachstums ist in Spanien neben dem Konsum der Außenhandel.

Der Exportsektor hat seit der Krise deutlich an Bedeutung in der spanischen Industrie gewonnen. Spaniens Anteil an den globalen Exporten ist in den letzten sechs Jahren um über sieben Prozentpunkte gestiegen. Die Beschäftigung nimmt wieder zu und unterstützt den privaten Konsum. Die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, die Rekapitalisierung des Bankensektors, expansive fiskalische Impulse und eine Neuausrichtung der Industrie in Richtung Export sind die Schlüsselfaktoren für die wirtschaftliche Erholung Spaniens.

Die spanische Erfolgsgeschichte hat durch die **katalanischen Unabhängigkeitsbestrebungen** erhebliche Kratzer bekommen. Die Eskalation des Konflikts führte dazu, dass die Zentralregierung unter Berufung auf Paragraph 155 der spanischen Verfassung die katalanische Autonomie beendete und Neuwahlen ausrief. Einige Unternehmen gaben daraufhin ihren Unternehmenssitz in Katalonien auf, um sicher zu gehen, auch künftig in der EU ansässig zu sein. Zusätzlich kam es zu Produktionsausfällen in Folge von Streiks und Einbrüchen im Tourismussektor. In manchen Teilen Spaniens wurde zum Boykott katalanischer Produkte aufgerufen.

Die spanische Regierung hat ihre Wachstumserwartungen für 2018 in Folge der Katalonien-Krise von 2,6 auf 2,3 Prozent revidiert. Die Ratingagentur S&P warnt vor den negativen Folgen der Krise für die Kreditwürdigkeit Kataloniens und hat mit einer möglichen Herabstufung des Ratings gedroht. Mit einem B-Rating ist Katalonien bereits deutlich schlechter bewertet als der spanische Zentralstaat, der von S&P mit BBB+ eingestuft wird. Die Ratingagentur hält sogar eine Rezession in Katalonien für möglich.

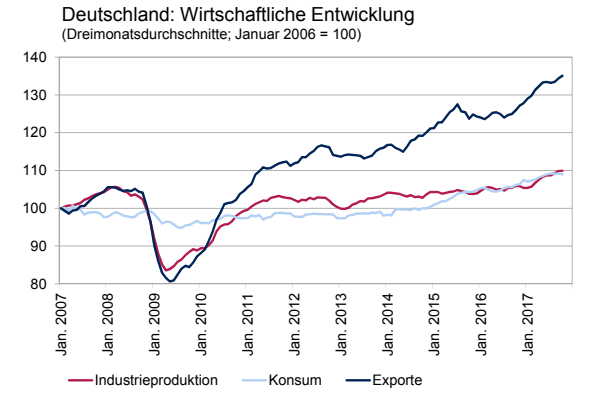
Wir erwarten für 2018 **keine massive Zuspitzung des Katalonien-Konflikts**. Dennoch wird sich das Wachstum nach der kräftigen Aufholbewegung der letzten Jahre verlangsamen und dem Durchschnitt des Euroraums nähern.

> These 14: Die deutsche Wirtschaft wird 2018 um 2,5 Prozent wachsen.

Alle Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die deutsche Wirtschaft ihren Höhenflug 2018 fortsetzen kann. Schon im vergangenen Jahr lag das Wachstum mit 2,5 Prozent deutlich über unseren Erwartungen. Für das Jahr 2018 können wir uns ebenfalls einen Zuwachs um 2,5 Prozent vorstellen.

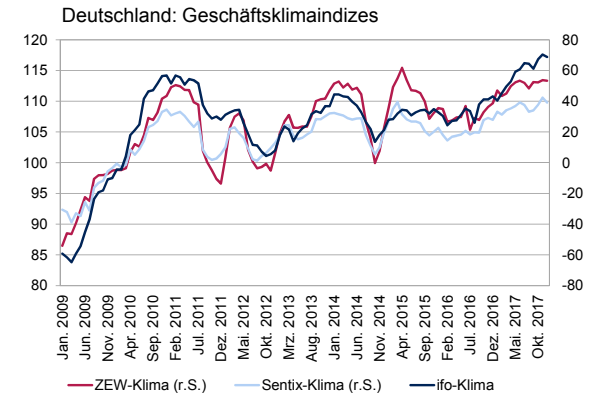
Getrieben wird das Wachstum von der **inländischen Nachfrage**. Der **private Verbrauch** wird gleich von mehreren Faktoren positiv beeinflusst. Wir rechnen mit einem weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit auf 5,6 Prozent und auch die Zahl der Beschäftigten, die den Rekordwert von 44 Millionen erreicht hat, wird weiter zunehmen. Obwohl die Löhne nur moderat steigen, führt die Beschäftigungszunahme zu einem kräftigen Anstieg der Bruttolohnsumme. In den letzten beiden Jahren betrug das Plus mehr als vier Prozent pro Jahr. Die verfügbaren Einkommen steigen aufgrund der steuerlichen Progression jedoch nicht ganz so stark. Da die Inflationsraten wegen Basiseffekten und der Euro-Stärke zunächst noch weiter sinken, fällt der reale Einkommenszuwachs sogar noch höher aus. Insgesamt könnte der private Verbrauch 2018 stärker zulegen als im Vorjahr.

Auch die **privaten Investitionen** werden 2018 zunehmen. Der Ifo-Geschäftsklimaindex hat letztes Jahr neue Rekordstände erreicht und auch die Auftragseingänge deuten auf eine weitere Expansion hin. Getrieben wird das Wachstum von den Ausrüstungsinvestitionen, während die Bauinvestitionen ihr starkes Tempo nicht halten können. Dies liegt zum einen an den zunehmenden Engpässen im Baubereich, aber auch an einer weniger dynamischen Entwicklung der Nachfrage nach Wohnimmobilien. Die Deutsche Bundesbank rechnet damit, dass sich der Angebotsengpass am Wohnimmobilienmarkt allmählich zurückbilden wird. Ein Indiz dafür sind die Baugenehmigungen, die nach den Rekordzahlen des Vorjahres kräftig gesunken sind. Die rückläufige heimische Bevölkerung sowie die nachlassende Zuwanderung aus Osteuropa dämpfen mittelfristig den zusätzlichen Wohnungsbedarf. Dem etwas nachlassenden Schwung beim Neubau steht allerdings entgegen, dass die Investitionen in den Wohnungsbestand im Zusammenhang mit Sanierungen oder Umbauten weiter ansteigen dürften.



Ein weiterer Wachstumsimpuls geht von den **staatlichen Investitionen** aus, die deutlich stärker als das BIP zulegen werden. Hier wirkt sich die günstige Haushaltslage aus. So hat der Bund umfangreiche Investitionsmittel für finanzschwache Kommunen bereitgestellt.

Ebenfalls positiv sind die Voraussetzungen für die **Exporte**. Die von uns erwartete Zunahme des Welthandels und insbesondere das überdurchschnittliche Wachstum in den Schwellenländern sollten die Ausfuhren begünstigen. Eine stärkere Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft würde allerdings Spuren hinterlassen, ebenso wie eine zu starke Aufwertung des Euro. Das starke Wachstum der Binnennachfrage wird dazu führen, dass die Importe mindestens genauso schnell wie die Exporte wachsen werden. Da das Exportvolumen jedoch deutlich höher als das Importvolumen ist, erwarten wir vom Außenhandel einen kleinen positiven Wachstumsbeitrag.



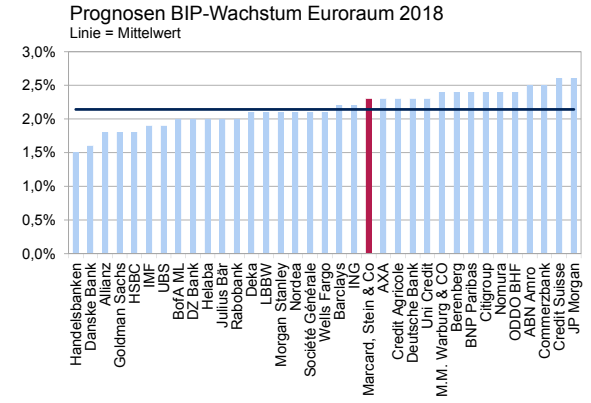
Die sehr erfreuliche Arbeitsmarktentwicklung in Deutschland wirft die Frage auf, ob dies schon in diesem Jahr zu Preisdruck führen könnte. Am deutschen Arbeitsmarkt werden bereits Engpässe sichtbar. Während die Unterbeschäftigung sinkt, steigt die Zahl der unbesetzten offenen Stellen. Auf eine offene Stelle kommen inzwischen nur noch 2,3 Arbeitslose. Diese Tendenz wird sich weiter verstärken, denn während die Nachfrage nach Arbeitskräften aufgrund der guten Konjunktur zunimmt, wird die Zahl der potenziell dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehenden Arbeitskräfte zukünftig ganz erheblich langsamer wachsen. Die aktuelle Lohnentwicklung ist jedoch weiterhin moderat. Die schwache Produktivitätsentwicklung und hohe Nettozuwanderung nach Deutschland dämpfen offensichtlich den Lohndruck.

Zwar sind bis Ende 2017 alle verbliebenen Ausnahmen vom Mindestlohn ausgelaufen, jedoch sollte der Einfluss auf die Lohnentwicklung gering sein, da nur eine überschaubare Zahl von Beschäftigten betroffen ist. Preissteigernd wirken dagegen Basiseffekte bei Energie, Nahrungsmitteln, Reisen und Bekleidung, was jedoch teilweise durch den stärkeren Euro kompensiert wird. Lohndruck könnte vor allem im Dienstleistungssektor entstehen. Wir erwarten für Deutschland einen **moderaten Anstieg der Kerninflationsrate**, wobei die Jahresinflationsrate 2018 im Durchschnitt nur wenig verändert bei 1,6 Prozent liegen dürfte.

Die Rahmenbedingungen in Deutschland sind insgesamt so gut, dass auch die Schwierigkeiten der Regierungsbildung die Stimmung der Verbraucher und Unternehmer bislang nicht trüben. Nach dem Scheitern der Jamaika-Verhandlungen ist nun eine Fortsetzung der Großen Koalition die wahrscheinlichste Variante. Unter dem Einfluss der SPD dürften sich dabei einige Änderungen der politischen Agenda gegenüber einem Jamaika-Bündnis ergeben. Statt Steuersenkungen wären erstens höhere Ausgaben für staatliche Transferzahlungen denkbar. Zweitens könnte sich das Tempo für den Kohleausstieg verlangsamen. Und drittens ist eine stärkere Unterstützung von Teilen der von Emmanuel Macron vorgeschlagenen Europa-Reformen denkbar.

These 15: Der Aufschwung des Euroraums schwächt die Euro-Kritiker. Wir erwarten für 2018 ein Wachstum im Euroraum von 2,3 Prozent.

Vieles spricht dafür, dass die positiven konjunkturellen Überraschungen im Euroraum abnehmen werden. Die Erholung des Ölpreises und die Aufwertung des Euro werden die Dynamik etwas bremsen. Auch die geplante US-Steuerreform könnte mittelfristig zur Belastung werden, weil die steuerliche Attraktivität der USA für Direktinvestitionen europäischer Firmen deutlich zunimmt. Doch es gibt viele Faktoren, die für eine **Fortsetzung des Aufschwungs** sprechen.

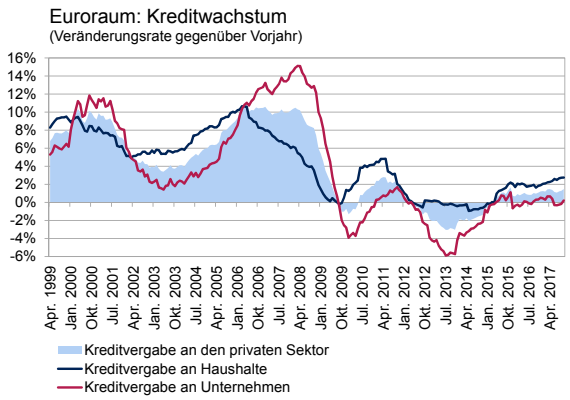


Erstens ist die **Geldpolitik** der Europäischen Zentralbank weiterhin expansiv ausgerichtet. Trotz der Rückführung der Anleihekäufe summieren sich die geplanten Käufe für 2018 auf 415 Mrd. Euro. Von allen großen Zentralbanken hat die EZB damit neben der Bank of Japan die expansivste Ausrichtung, was eine Aufwertung des Euro über den fairen Wert hinaus unwahrscheinlich macht. Insgesamt bleiben die finanziellen Bedingungen im Euroraum unterstützend.

Zweitens profitiert der Euroraum von den **französischen Reformen**. Die Öffnung des stark segmentierten und reglementierten Arbeitsmarktes entlastet die französische Wirtschaft unmittelbar. Eine steigende Beschäftigung wird über höhere Konsumnachfrage zu einer Verstärkung des Aufschwungs beitragen. Gleichzeitig erhöht sich für die anderen Länder der Reformdruck. Dies gilt auch für die Europapolitik, in der Frankreich mit den Vorschlägen Macrons in seiner Rede an der Sorbonne die Initiative übernommen hat.

Drittens sind in Deutschland inzwischen Spielräume für eine **expansivere Fiskalpolitik** vorhanden. Nicht nur die gute Konjunktur, die die Steuereinnahmen beflügelt, sondern auch das günstige Zinsumfeld tragen zur positiven Haushaltslage bei. Bei vielen Neuemissionen des Bundes verdient der Fiskus sogar aufgrund der negativen Zinsen. Deutschland hat 2017 das vierte Jahr in Folge einen Haushaltsüberschuss erwirtschaftet. Bis Mitte 2017 summierten sich diese Überschüsse auf 67 Mrd. Euro.

Viertens wird der Aufschwung nicht durch eine übertriebene Kreditaufnahme finanziert. Die jährliche Veränderungsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor liegt aktuell bei nur 1,5 Prozent. Vor der Finanzkrise betrug das **Kreditwachstum** bis zu zehn Prozent. Steigende Ausfallraten, die einen negativen Kreditzyklus in Gang setzen könnten, sind aktuell nicht zu erkennen.

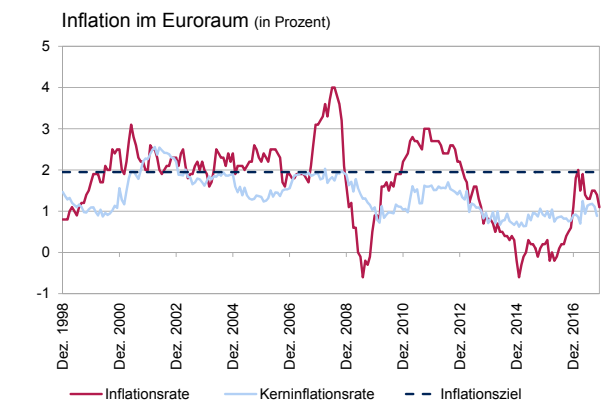


Fünftens schließlich scheint der Aufschwung des Euroraums die **Euro- und EU-kritischen Kräfte** zu schwächen. Auch die separatistischen Tendenzen dürften nach dem Debakel der Unabhängigkeitsbewegung in Katalonien und den zähen EU-Austrittsverhandlungen der Briten einen Dämpfer bekommen haben.

Aufgrund der genannten Faktoren liegen wir mit unserer Wachstumsprognose von 2,3 Prozent für den Euroraum im Jahr 2018 über dem Konsens.

These 16: Auch 2018 wird im Euroraum das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank verfehlt.

Unser insgesamt **sehr optimistischer Ausblick für die Euro-Konjunktur** wirft die Frage auf, ob ein **Anziehen der Inflation** nicht zu einer Bedrohung des Aufschwungs werden kann. Denn schließlich hat die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik an das Inflationsziel gekoppelt. Anfang 2017 touchierte die Inflationsrate kurz die EZB-Zielmarke von zwei Prozent, fiel danach jedoch wieder deutlich darunter. Die Kerninflationsrate, die die schwankungsanfälligen Preiskomponenten ausblendet, verharrt seit geraumer Zeit bei etwa einem Prozent.



Wird sich daran 2018 etwas ändern? Wir gehen nicht davon aus. Mit 8,7 Prozent ist die Arbeitslosenquote auf EWU-Ebene immer noch sehr hoch. Lohndruck kommt, wenn überhaupt, nur aus Deutschland, wo die Arbeitslosigkeit deutlich niedriger ist. Schon seit einiger Zeit steigen die Lohnkosten in Deutschland stärker als in den anderen EWU-Staaten, doch diese Art der Lohninflation wird von der EZB durchaus wohlwollend gesehen. Wenn die Lohnkosten in Deutschland stärker steigen, trägt dies zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie bei.

Ein weiterer Faktor, der die Euro-Inflation im Zaum hält, ist die Aufwertung des Euro. Dadurch verbilligen sich die Importe, was dämpfend auf die inländische Inflation wirkt. Wir erwarten daher auch für 2018 keinen dauerhaften Anstieg der Kerninflation im Euroraum und daher auch keinen zinspolitischen Schritt der EZB. Vielmehr könnte die hartnäckig niedrige Kerninflation sogar ein Grund sein, das Anleihekaufprogramm ein weiteres Mal zu verlängern.

Wenn Inflationsdruck im Euroraum entstehen sollte, dann nur durch externe Einflüsse. Ein weiterer Ölpreisanstieg oder ein Anziehen der Inflation in den USA, wo die Arbeitslosigkeit weiter sinken wird, könnten entsprechende Impulse liefern. Streng genommen handelt es sich bei solchen externen Preisschocks allerdings zunächst nicht um Inflation, sondern nur um eine Veränderung der relativen Preise. Erst wenn es zu Zweitrundeneffekten kommt, drohen Inflationsgefahren. Der Weg zu höheren Kerninflationsraten ist lang, so dass sich auch im Jahr 2018 für den Euroraum ein „Goldilocks“-Szenario abzeichnet, also die beste aller Welten: Robustes Wachstum bei niedriger Inflation.

Devisenmarkt: Der Euro bleibt stark

Während sich für Aktien und Renten einige wenige anerkannte Bewertungsmodelle etabliert haben, ist die Situation bei Währungen unübersichtlich. Allein die Vielfalt der Marktteilnehmer ist wesentlich größer als an anderen Finanzmärkten. Von Touristen, die im Urlaub ihre Währung tauschen, über Geschäftsbanken und Unternehmen bis zu Zentralbanken, die an den Devisenmärkten direkt und indirekt intervenieren, reicht das Spektrum. Das macht den Devisenmarkt nicht nur zum umsatzstärksten Finanzmarkt überhaupt, sondern auch zu einem besonders schwer zu prognostizierenden Markt.

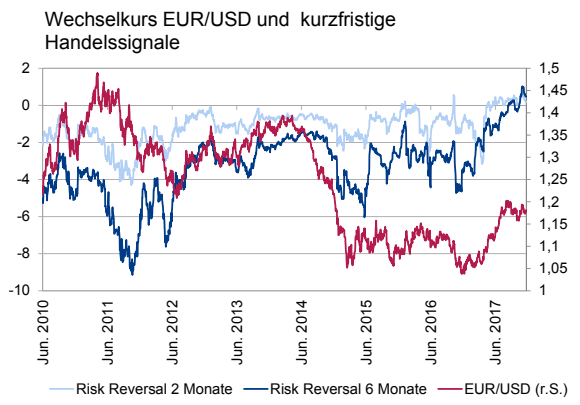
Um etwas Licht in das Dunkel zu bringen, wollen wir die Bestimmungsfaktoren des Wechselkurses etwas genauer analysieren. Es bietet sich dabei an, zwischen **kurz-, mittel- und langfristigen Einflussfaktoren** zu unterscheiden.

Kurzfristige Einflussfaktoren:
- Trendfolgeverhalten
- Positionierungen von Händlern
- Risikoneigung
- Optionsmarktpositionierung

Mittelfristige Einflussfaktoren:
- Geld- und Fiskalpolitik
- Realzinsdifferenzen
- Leistungsbilanzen
- Relatives Wachstum
- Kapitalflüsse

Langfristige Einflussfaktoren:
- Kaufkraftparitäten
- Nettoauslandsaktiva
- Produktivitätstrends
- Dauerhafte Trends der realen Austauschverhältnisse (terms of trade)

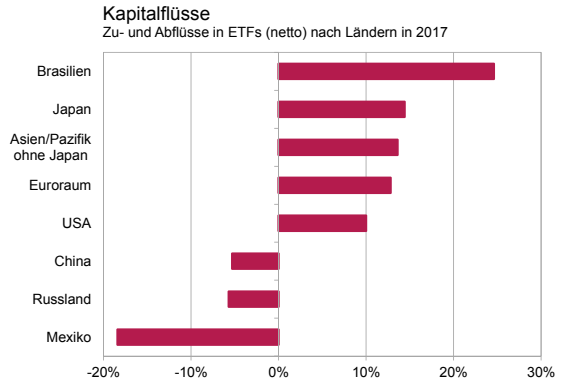
Wie stellen sich die unterschiedlichen Einflussfaktoren für den Euro-Dollar-Wechselkurs dar? Ein wichtiges Signal für den **kurzfristigen Trend** am Devisenmarkt sind die sogenannten „risk reversals“. Sie werden aus den Preisen für Devisenoptionen abgeleitet und messen, ob Händler eher auf einen steigenden oder einen fallenden Kurs setzen. Der Indikator ist negativ, wenn höhere Aufschläge für eine Absicherung des Euro gezahlt werden als für Käufe des Euro. Die Grafik zeigt, dass die „risk reversals“ für den Euro gegenüber dem US-Dollar das erste Mal seit vielen Jahren positiv geworden sind. Das kurzfristige Bild hat sich dadurch für den Euro verbessert.



Bei den **mittelfristigen Indikatoren** zeigt sich ein gemischtes Bild. Während die Geldpolitik im Euroraum expansiver als in den USA ist, gilt für die Fiskalpolitik das Gegenteil. Daraus folgt, dass sich die nominale Zinsdifferenz zugunsten des US-Dollar weiter ausweiten sollte. Der reale Zinsvorteil fällt allerdings geringer aus, da die Inflation in den USA höher als im Euroraum ist. Die Leistungsbilanzen sprechen klar für den Euroraum, während die Wachstumsunterschiede zwischen beiden Wirtschaftsräumen aktuell gering sind. Bei den Kapitalflüssen hat der Euroraum 2017 mehr Gelder anziehen können als die USA und damit den negativen Trend der letzten Jahre gestoppt.

Die geplante Steuerreform in den USA sieht Anreize vor, die von US-Unternehmen aus steuerlichen Gründen im Ausland einbehaltenen Gewinne in die USA zu transferieren. Würde diese Repatriierung zu einer stärkeren Dollarnachfrage und damit zu einer Abwertung des Euro führen? Wir rechnen nicht damit, denn knapp drei Viertel der im Ausland einbehaltenen Gewinne werden ohnehin schon in US-Dollar gehalten und der Rest ist zu einem Großteil währungsgesichert. Eine ähnliche Initiative, nämlich der „Homeland Investment Act“ von 2004, der nach Schätzungen des Bureau of Economic Analysis zu Rückflüssen in Höhe von 300 Mrd. US-Dollar geführt hatte, blieb ebenfalls ohne dauerhafte Wirkung auf den Außenwert des US-Dollar.

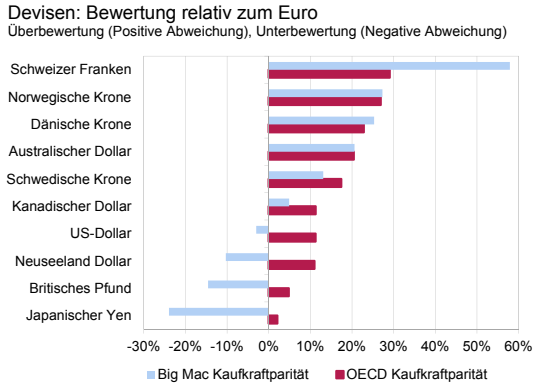
Insgesamt sind die mittelfristigen Einflussfaktoren auf den EUR-USD-Wechselkurs weitgehend ausgeglichen.



Bei den **langfristigen Indikatoren** kommt die Kaufkraftparität ins Spiel. Kaufkraftparitäten sind Indikatoren für die Preisniveauunterschiede zwischen einzelnen Ländern. Sie geben an, wie viele Einheiten ausländischer Währung erforderlich sind, um die gleiche Menge einer Ware oder Dienstleistung oder einem Bündel von Waren und Dienstleistungen zu erwerben, die im Inland für eine Einheit inländischer Währung erhältlich ist. Eine Kaufkraftparität von Deutschland im Vergleich zu den Vereinigten Staaten von zwei würde zum Beispiel bedeuten, dass man in den Vereinigten Staaten für zwei Dollar die gleiche Menge an Waren und Dienstleistungen erwerben kann, wie in Deutschland für einen Euro.

Am einfachsten lässt sich die Kaufkraft anhand eines homogenen Guts vergleichen, das in gleicher Qualität in allen Ländern verfügbar ist. Auf dieser Idee beruht der „Big Mac Index“, der von der Zeitschrift The Economist berechnet wird und die Hamburger-Preise bei McDonald’s vergleicht. Die von der OECD ermittelten Kaufkraftparitäten basieren dagegen auf den Preisen eines breiten Warenkorbs.

Im Falle des US-Dollar errechnet sich aus den OECD-Zahlen eine Überbewertung des Greenback gegenüber dem Euro um mehr als 10 Prozent. Im Vergleich zu anderen G10-Währungen ist diese Überbewertung jedoch nicht extrem. Der Big Mac Index, der sogar eine leichte Unterbewertung signalisiert, bestätigt dies.



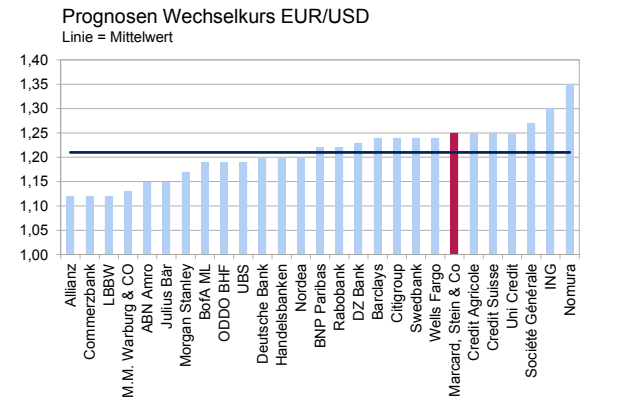
These 1: Der Euro wird bis Ende des Jahres gegenüber dem US-Dollar auf 1,25 aufwerten.

In der Summe sprechen die kurz-, mittel- und langfristigen Indikatoren für eine leichte Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Laufe des nächsten Jahres. Dabei sind die beiden Einschränkungen besonders zu betonen. Zum einen rechnen wir nur mit einer **leichten Aufwertung**, die weniger stark als 2017 ausfallen dürfte. Zum anderen bezieht sich unsere Prognose auf das **Jahresende 2018**. Zu Beginn des Jahres könnte im Zuge der US-Steuerreform der US-Dollar sogar aufwerten. Im Laufe des Jahres, wenn sich erste Ermüdungserscheinungen der US-Konjunktur zeigen, dürften dann jene Kräfte dominieren, die für eine Aufwertung des Euro sprechen.

Kann der Euro überhaupt aufwerten, wenn die US-Notenbank den Leitzins weiter erhöht, während die EZB die Füße stillhält? Viele Marktteilnehmer erwarten, dass in einer solchen Situation die Währung mit den höheren Zinsen Kapital anzieht und daher aufwertet. Ökonomen weisen dagegen darauf hin, dass der Zinsvorteil einer Währung durch eine zu erwartende Abwertung der Hochzinswährung genau kompensiert wird. Denn nur so ist zu erklären, dass es dauerhaft unterschiedliche Zinsniveaus in unterschiedlichen Ländern gibt.

Ein Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit bestätigt die Sichtweise der Ökonomen. Von Mitte 2004 bis Mitte 2006 erhöhte die US-Notenbank 17-mal den Leitzins. Zu Beginn des Zinserhöhungszyklus lagen die Zinsen zweijähriger US-Staatsanleihen mehr als 100 Basispunkte unter dem handelsgewichteten Durchschnitt der aus-

ländischen zweijährigen Zinsen. Am Ende des Zyklus lagen sie mehr als 100 Basispunkte über dem Durchschnitt.



Wie verhielt sich der US-Dollar in dieser Phase? Tatsächlich wertete der **handelsgewichtete Wechselkurs** während der Zinserhöhungsphase von 2004 bis 2006 um rund sieben Prozent ab. Leitzinserhöhungen in den USA und ein starker Dollar sind also keineswegs untrennbar miteinander verknüpft. Da wir auch für das kommende Jahr von einer relativ flachen Zinsstrukturkurve in den USA ausgehen, passt dies durchaus zum Bild eines leicht schwächeren US-Dollar.

These 2: Aus fundamentaler Sicht bleibt das Britische Pfund unattraktiv. Das Abwertungspotenzial ist aufgrund der Aussichten auf einen „weichen" Brexit allerdings begrenzt.

Die Prognose für das Britische Pfund hängt in erster Linie davon ab, welches Ergebnis der Brexit-Verhandlungen erwartet wird. Die Leitlinie der britischen Verhandlungen schien lange Zeit Theresa Mays Diktum „No deal is better than a bad deal" zu sein: Besser kein Ergebnis als ein schlechtes. Die Finanzmärkte teilen diese Sichtweise allerdings nicht: Ein ungeregelter EU-Austritt, so die mehrheitliche Meinung der Finanzbranche, würde das Britische Pfund massiv schwächen. Die Parität zum Euro wäre denkbar.

Zuletzt hat sich Großbritannien in den Brexit-Verhandlungen allerdings deutlich kompromissbereiter gezeigt. Auch die Konsensusprognosen sehen den Wechselkurs des Britischen Pfunds zum Euro nicht bei der Parität, sondern erwarten nur eine moderate Abschwächung auf 0,92. Am 29. August 2017, als die dritte Verhandlungsrunde in Brüssel begann, hatte der Wechselkurs mit knapp 0,93 seinen letztjährigen Tiefpunkt erreicht und wertete danach gegenüber dem Euro wieder auf. Unterstützend wirkte dabei die Zinserhöhung der Bank of England am 2. November 2017, die nicht nur dem Zweck der Inflationsbekämpfung galt, sondern auch die Gefahr einer Kapitalflucht einzudämmen versuchte.

Die Richtungswechsel der kurzfristigen Positionierungen von Devisenhändlern zeigen, dass das Britische Pfund zu einem beliebten Spekulationsobjekt geworden ist. Blickt man eher auf die längerfristigen Determinanten des Wechselkurses, ist das Britische Pfund aus Sicht eines Euro-Investors wenig attraktiv. Gemessen an den Kaufkraftparitäten ist die Währung immer noch leicht überbewertet und auch das **Zwillingsdefizit im staatlichen Haushalt und in der Leistungsbilanz** stellt eine Hypothek dar. Die Wachstumsdifferenzen und Kapitalströme sprechen ebenfalls für den Euro. Im nächsten Jahr könnte allerdings zunächst die Erleichterung über ein Brexit-Abkommen überwiegen, so dass wir insgesamt bis Ende 2018 nur mit einer leichten Abwertung auf 0,9 rechnen.

These 3: Der Schweizer Franken verliert weiter an Attraktivität und wird nochmals abwerten.

Gleich mehrere Faktoren belasten den Schweizer Franken. Erstens sinkt die **Attraktivität der sicheren Häfen** in einem Umfeld steigender Aktienmärkte und niedriger Volatilität. Zweitens hält die Schweizer Notenbank unverändert an ihrer **Niedrigzinspolitik** fest, während die EZB erste Maßnahmen ergriffen hat, um die Geldpolitik weniger expansiv zu gestalten. Drittens ist der Präsident der Schweizerischen Nationalbank, Thomas Jordan, weiterhin der Meinung, dass der Schweizer Franken **überwertet** ist. Mit Blick auf die Kaufkraftparitäten wird man ihm zustimmen müssen.

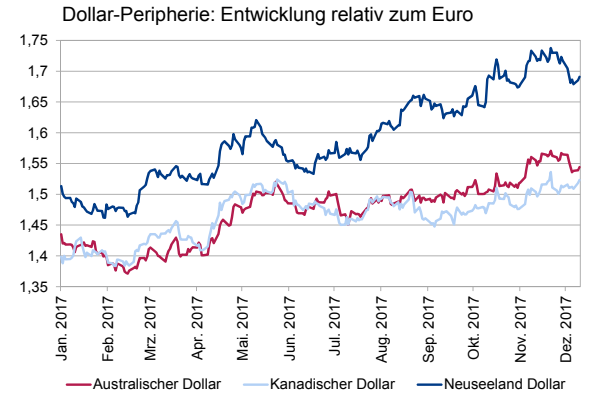
Spricht aber nicht der gewaltige Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz, der 2016 zehn Prozent des BIP betrug, für eine unterbewertete Währung? Dieser Meinung sind zumindest die USA, die die Schweiz auf eine Beobachtungsliste potenzieller Währungsmanipulatoren gesetzt haben. Die Schweizer Notenbank hält dagegen,

dass der Leistungsbilanzüberschuss vor allem das Ergebnis der hohen Sparquote in der Schweiz sei. Hinzu kommt, dass die Nachfrage in jenen Branchen, die den Großteil des Überschusses ausmachen, nämlich Pharma und der Transithandel mit Rohstoffen, nur schwach auf den Wechselkurs reagiert.

Auch aus unserer Sicht ist der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz kein Indiz dafür, dass der Franken unterbewertet ist. Da die Notenbank selbst einen schwächeren Franken wünscht, erwarten wir eine **weitere Abwertung** des Franken auf 1,20 zum Euro.

These 4: Eine Gegenbewegung in der Dollar-Peripherie ist möglich.

Der Euro war 2017 nicht nur gegenüber dem US-Dollar stark, sondern auch gegenüber der Dollar-Peripherie. Während die **kanadische Notenbank** mit ihren Zinserhöhungen der US-amerikanischen Fed hinterherhinkte, mussten die **australische und neuseeländische Zentralbank** die Zinsen sogar senken. In allen drei Ländern wird die einstige Stärke, nämlich der **robuste Immobilienmarkt**, inzwischen zum Problem. Überhitzte Immobilienpreise und die stark gestiegene private Verschuldung stellen eine gefährlich Mischung dar, die einer restriktiveren Geldpolitik enge Grenzen setzt. In Neuseeland kommen politische Sorgen nach der Regierungsbeteiligung der populistischen Partei New Zealand First hinzu.



Wir bleiben auch für 2018 skeptisch, sehen aber ein **kurzfristiges Erholungspotenzial** nach der starken Abwertung des letzten Jahres. Insbesondere in Australien und Neuseeland erwarten wir eine Wachstumsbeschleunigung im Jahr 2018, die die Währung unterstützen könnte.

Devisenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: US-Dollar-Positionen in Stärkephasen reduzieren

Eine leichte Dollarschwäche spricht nicht grundsätzlich gegen Assets, die in US-Dollar denominiert sind. Sowohl bei Aktien als auch bei Renten können die Asseterträge mögliche Währungsverluste kompensieren. Dies gilt insbesondere für Emerging Market Assets, die von einem leicht schwächeren Dollar profitieren. Eine temporäre Schwäche des Euro sehen wir als gute Gelegenheit für US-Dollar-Verkäufe.

Maßnahme 2: Positionen im Britischen Pfund nicht weiter abbauen

Die Unsicherheiten bezüglich des Brexit werden im laufenden Jahr abnehmen. Da die Wahrscheinlichkeit eines weitgehend unregulierten Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union abgenommen hat, dürfte kein stärkerer Abwertungsdruck auf das Britische Pfund entstehen. Wir empfehlen daher, das Pfund nicht weiter abzubauen.

Maßnahme 3: Den Schweizer Franken meiden

Aufgrund der stark negativen Zinsen und der Gefahr einer weiteren Abwertung sollte der Schweizer Franken als Anlagewährung gemieden werden. In Schweizer Franken notierte Aktien stellen eine Ausnahme dar, da die Kursentwicklung der Aktien den Wechselkurseffekt dominieren sollte.

Maßnahme 4: In der Dollar-Peripherie können sich Einstiegschancen ergeben

Nach der starken Abwertung des Neuseeland Dollar erscheint die Währung inzwischen attraktiv bewertet. Bei Kursen von 1,60 zum Euro würden wir auch im Australischen Dollar Positionen aufbauen. Der Kanadische Dollar ist inzwischen attraktiver bewertet, allerdings trübt hier die nachlassende Wachstumsdynamik das Bild.

JAHRESAUSBLICK 2018: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

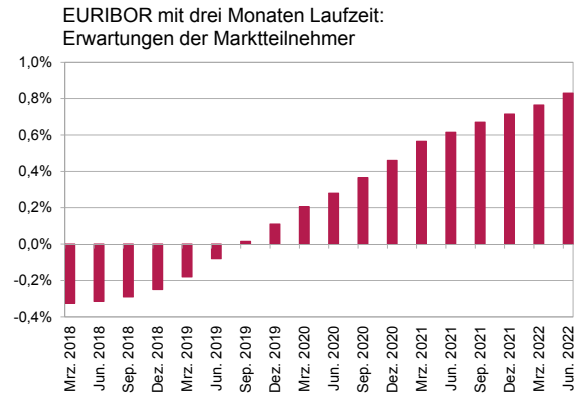
Geldmarkt: Die Aussichten hellen sich auf

These 1: Die EZB wird keine Änderungen an ihren Zinssätzen vornehmen. Die Zinsen für kurzlaufende Anleihen steigen aber moderat an.

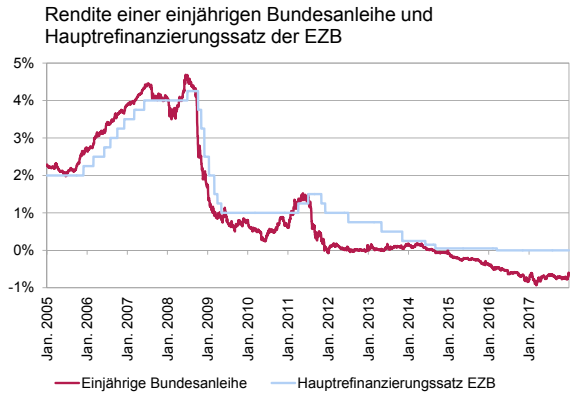
Die Geldpolitik wird auch im neuen Jahr sehr locker bleiben. Einlagen-, Spitzen- und Hauptrefinanzierungssatz der EZB werden mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nicht angetastet werden. Dennoch könnte dieses Jahr die von vielen Geldmarktanlegern lang ersehnte Wende hin zu höheren Zinsen bringen.

Denn die **Geldpolitik der EZB** befindet sich am Wendepunkt. Der Krisenmodus, mit dem die Notenbank zunächst die europäische Schuldenkrise und dann die sich anschließenden Deflationstendenzen bekämpfte, wird beendet werden. So dürfte angesichts sehr guter konjunktureller Daten aus fast allen Teilen des Euroraums spätestens zum Jahresende das Anleihekaufprogramm der EZB auslaufen.

Der nächste Schritt in der **Normalisierung** der Geldpolitik wäre eine Anhebung der Leitzinsen. Tatsächlich ist an den Terminmarktsätzen für den EURIBOR mit drei Monaten Laufzeit bereits zu erkennen, dass die Anleger das Bekenntnis Draghis, die Zinsen frühestens nach dem Auslaufen des Kaufprogramms anzutasten, ernst nehmen. Für Mitte des nächsten Jahres erscheint ein erster Zinsschritt nun möglich zu sein.



Die Aussicht auf wieder höhere Leitzinsen im nächsten Jahr sollte vor allem am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve bereits in diesem Jahr die Kapitalmarktzinsen etwas ansteigen lassen. Vor allem die Differenz zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB und der Rendite einer einjährigen Bundesanleihe ist nach wie vor auf einem hohen Niveau und könnte abschmelzen, indem die Kapitalmarktzinsen für kurz laufende Anleihen ansteigen.



Dies dürfte außerdem durch die **Geldpolitik in den USA** begünstigt werden. Bereits jetzt notieren zweijährige US-amerikanische Staatsanleihen 253 Basispunkte über ihren deutschen Pendants. Höhere Differenzen hat es seit 1990 nur einmal gegeben. Sollte die Fed, wie von uns erwartet, ihren Straffungskurs fortsetzen und den Leitzinssatz dreimal um je 25 Basispunkte anheben, dürfte dies auch am Markt für kurz laufende Bundesanleihen einen gewissen Aufwärtsdruck bei den Zinsen implizieren. Anleger könnten das Währungsrisiko in Kauf nehmen und in deutlich höher rentierliche kurzlaufende US-Staatstitel umschichten, was auch hierzulande das Zinsniveau etwas ansteigen lassen sollte.

Die Phase negativer Zinsen im Euroraum dürfte das Jahr über zwar noch anhalten, ein Anstieg der kurzfristigen Kapitalmarktzinsen in die Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes in Höhe von null Prozent erscheint aber eine realistische Möglichkeit zu sein. In den USA dürfte sich der Anstieg der Geldmarktzinsen ebenfalls fortsetzen. Hier liegt der Dreimonats-LIBOR für den US-Dollar zum Jahresende 2017 bereits bei 1,69 Prozent.

Geldmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Keine längeren Zinsbindungen für Geldmarktanlagen eingehen.

Anleger sollten in diesem Jahr angesichts der geldpolitischen Wende keine tiefen Zinsen für mehrere Jahre „einloggen“. Stattdessen sollte die Liquidität zunächst disponibel gehalten werden, um von höheren Zinsen in ein bis zwei Jahren zu profitieren.

Maßnahme 2: Die Belastung aus negativen Zinsen durch Diversifikation des Geldmarktvermögens über mehrere Banken mildern.

Einige Institute wie die deutschen Autobanken bieten teilweise noch Zinssätze mit wenigen Basispunkten Verzinsung oder eine Verzinsung von null Prozent an. Die Bonität vieler Banken gemessen an den CDS-Spreads hat sich im letzten Jahr spürbar verbessert, was das Gegenparteirisiko bei Geldmarktanlagen senken sollte. Geldmarktfonds kommen wegen der zusätzlichen Fondskosten nicht mehr in Frage.

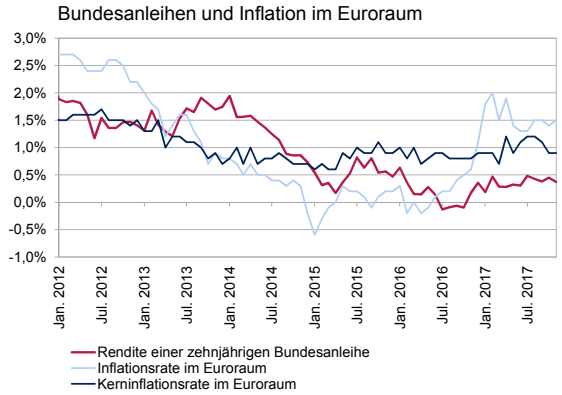
Strategiebeitrag Geldmarkt in 2018

Sicherheit und Fungibilität durch Cash-Haltung sind auch bei Zinsen von unter null Prozent ein wichtiger Strategiebeitrag im Portfoliokontext. Negative Zinsen müssen aber hingenommen werden. Insgesamt sollte der Geldmarkt im Portfolio untergewichtet werden.

Rentenmarkt: Der Gegenwind hält an

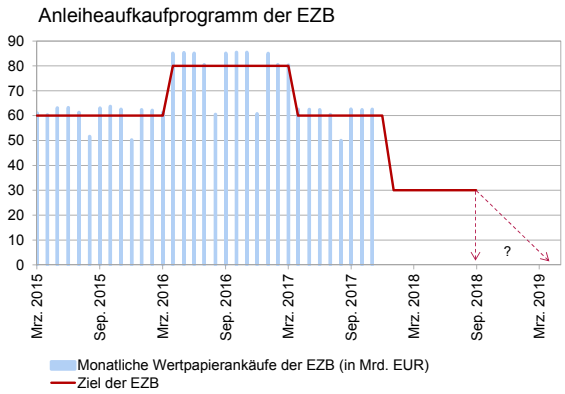
These 1: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende auf 0,8 Prozent. Die schwache Inflationsentwicklung verhindert einen kräftigeren Anstieg.

Am Rentenmarkt dürften die Zinsen weiter steigen. Die Normalisierung der Geldpolitik angeführt von der Federal Reserve sowie die sehr gute weltweite konjunkturelle Entwicklung unterstützen dies. Dabei sollten die Zinsen kürzer laufender Anleihen etwas stärker als die länger laufender Titel zulegen, denn die Inflationsraten rund um den Globus steigen kaum und lassen damit wenig Raum für einen kräftigeren Zinsanstieg.



Vor allem in den **USA** schreitet die Normalisierung der Geldpolitik weiter voran. Nachdem die Federal Reserve den Ankauf von Anleihen eingestellt und die Leitzinsen mehrfach erhöht hat, erfolgt aktuell ein Abschmelzen der Bilanz. Das Portfolio von Anleihen soll zunächst um monatlich zehn Mrd. US-Dollar reduziert und das Tempo bis zum Jahresende 2018 auf 50 Mrd. US-Dollar pro Monat gesteigert werden.

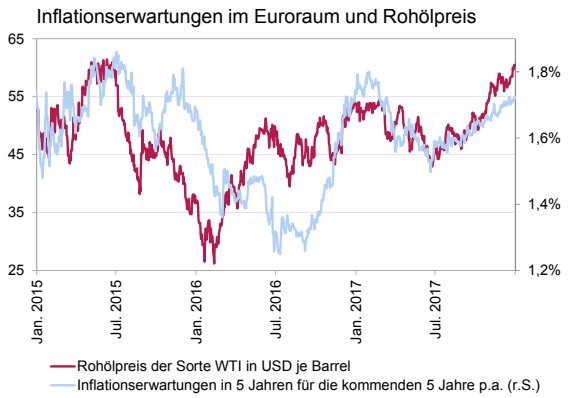
Auch im **Euroraum** hat der Expansionsgrad der Geldpolitik das Maximum überschritten. Zwar ist die Geldpolitik hier noch expansiv, aber die Rückführung der Anleihekäufe ist ein klares Signal. Die EZB kauft noch bis September 2018 mit einem monatlichen Volumen von 30 Mrd. Euro Anleihen auf, während noch zum Ende des letzten Jahres jeden Monat 60 Mrd. Euro investiert wurden. Sie reinvestiert aber weiterhin fällige Bonds sowie anfallende Erträge im Umfang von ca. 145 Mrd. Euro auf Jahressicht. Dennoch müssen sich die Emittenten verstärkt darauf einstellen, wieder andere Käufer als die EZB für neue Anleihen zu finden.



Die Phase der unkonventionellen Geldpolitik mittels Expansion der Notenbankbilanz, die seit der Finanzmarktkrise die Geldpolitik geprägt hat, dürfte daher nun zu Ende gehen. Die Nettokäufe der großen Notenbanken – Fed, EZB, Bank of Japan und Bank of England – werden vermutlich im Jahresverlauf das erste Mal seit acht Jahren wieder auf null fallen, denn sowohl die EZB als auch die Fed ziehen sich aus dem Anleihemarkt zurück, während lediglich die japanische Zentralbank einen anhaltend expansiven Kurs verfolgen dürfte.

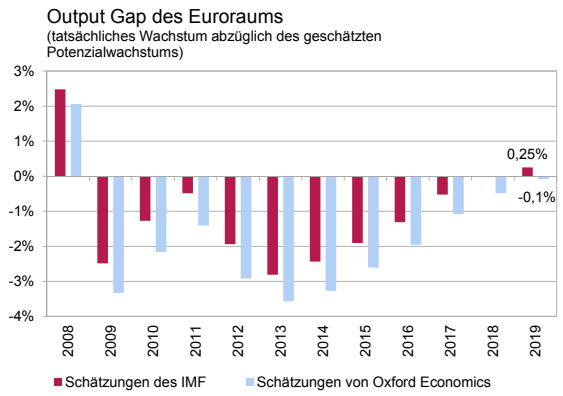
Dabei erstreckt sich der Straffungskurs nicht nur auf die unkonventionellen Maßnahmen, sondern setzt sich in den USA, die nach wie vor den geldpolitischen Takt vorgeben, bereits in der Zinspolitik fort. Die Fed hat die Zinswende nach langem Zögern endgültig eingeleitet und dürfte diesen Kurs fortsetzen. Angesichts des bereits weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus möchte die US-Notenbank durch Leitzinsanhebungen Überhitzungserscheinungen in der US-Wirtschaft vorbeugen. Die Arbeitsmarktsituation hat sich in den USA weiter aufgehellt. Die Arbeitslosenquote ist auf 4,3 Prozent gefallen und hat damit das Vorkrisenniveau erreicht. Entsprechend liegen die Projektionen der Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed bezüglich einer angemessenen Geldpolitik für das Ende des Jahres bei drei Zinsschritten um je 25 Basispunkte. Dass die Fed im letzten Jahr trotz zwischenzeitlich schwächerer Inflation ihren Kurs gehalten hatte, spricht für eine relativ enge Orientierung an den eigenen Prognosen auch in diesem Jahr.

Entscheidend für die Entwicklung von Bundesanleihen dürfte aber die **Zinspolitik der EZB** werden. Zwar ist in diesem Jahr nicht mit Zinserhöhungen zu rechnen, da die EZB erklärt hat, die Leitzinssätze bis weit über das Ende des Anleihekaufprogramms hinaus auf ihren tiefen Niveaus zu belassen. Allerdings zeichnet sich das Ende des Programms aus zwei Gründen ab. Erstens erreicht die EZB spätestens am Jahresende selbstgesetzte Grenzen. So hat sie zwecks Vermeidung einer Sperrminorität ausgeschlossen, mehr als 33 Prozent der ausstehenden Anleihen eines Emittenten zu erwerben. Diese Grenze ist bei Bundesanleihen bald erreicht. Und zweitens befindet sich die Konjunktur im Euroraum auf einem dynamischen Erholungskurs. Viele Staaten stehen dabei noch am Beginn des Konjunkturzyklus. Dies betrifft vor allem Spanien, Italien und Frankreich. Die Deflationssorgen, die als entscheidender Grund für die außergewöhnlich expansive Geldpolitik angeführt wurden, haben sich trotz stagnierender Kerninflationsrate weitestgehend zerstreut. Das Anleihekaufprogramm, das mindestens bis September angesetzt ist, dürfte vor diesem Hintergrund maximal noch um ein weiteres Mal verlängert werden. Es ist möglich, dass die EZB im letzten Quartal die Käufe vollständig zurückführt und das Programm damit in diesem Jahr beendet. Spätestens zum Jahresende wird sich daher vermutlich die Frage nach Zinserhöhungen auch im Euroraum für das Jahr 2019 stellen.



Während die restriktiver werdende Geldpolitik und die gute konjunkturelle Lage zinstreibend wirken, spricht das anhaltend disinflationäre Umfeld in vielen Teilen der Welt dafür, dass die Zinsen nicht kräftiger ansteigen werden. Zwar haben sich durch die jüngste Konjunkturaufhellung die Inflationserwartungen im Euroraum spürbar von ihren Tiefs erholt, allerdings ist dieser Effekt größtenteils auf den Anstieg bei den Energiepreisen zurückzuführen, der sich in dieser Geschwindigkeit kaum fortsetzen dürfte.

Und auch wenn das **Wachstum im Euroraum** dynamisch verläuft, liegt es nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IMF) und des Forschungsinstituts Oxford Economics nicht über dem sogenannten Potenzialwachstum, also dem Wachstum, das bei einer normalen Auslastung der Kapazitäten erzielt würde. Nachhaltiger Inflationsdruck kann aber nur aufkommen, wenn die Produktionskapazitäten überdurchschnittlich ausgelastet sind. Während vor allem in der Industrie bereits ein hoher Auslastungsgrad der Fabriken zu erkennen ist, gilt dies noch nicht für den Arbeitsmarkt des Währungsgebiets.



Die Arbeitslosigkeit sinkt zwar, liegt aber noch deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Das Vorkrisenniveau dürfte damit auch bei einer guten Konjunkturlage im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten noch nicht erreicht werden. Spürbarer Lohndruck entsteht so kaum. Steigende Löhne sind aber die Voraussetzung für ein Anziehen der Kerninflationsrate. Denn ein Lohnplus lässt die Kaufkraft und damit die Nachfrage der Bevölkerung ansteigen und bewegt die Unternehmen dazu, ihre gestiegenen Lohnkosten wiederum auf die Verbraucher abzuwälzen. Eine dauerhafte Lohn-Preis-Spirale nach oben ist bisher aber nicht zu erkennen, während die inflatorisch wirkenden Effekte wie steigende Energie- und Lebensmittelpreise nur einen temporären Effekt haben.

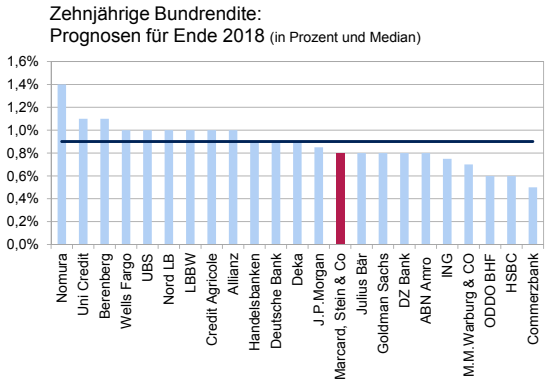
Hinzu kommt, dass nach unseren Prognosen der Euro im Vergleich zum US-Dollar noch etwas aufwerten dürfte.

Dies ist zwar grundsätzlich als Vertrauensbeweis der Investoren anzusehen, wirkt aber dämpfend sowohl auf die konjunkturelle Entwicklung als auch auf das Preisniveau. Solange sowohl die Inflationsrate als auch die Kerninflationsrate seitwärts tendieren – und danach sieht es aktuell aus – dürfte das übergeordnete Umfeld tiefer Zinsen bestehen bleiben.

Zudem bestehen nach wie vor **politische Risiken im Euroraum**. So findet in Italien im Frühjahr die Parlamentswahl statt. Die Umfragen sehen derzeit eine Mehrheit für die europaskeptischen Parteien. Auch die zahlreichen geopolitischen Risiken könnten viele Investoren dazu veranlassen, im sicheren Hafen der Bundesanleihen zu verbleiben bzw. ihn zwischenzeitlich immer wieder anzusteuern. Eine mögliche höhere Volatilität an den Aktienmärkten nach den sehr tiefen Niveaus des Vorjahres ist ein weiteres Argument für eine Begrenzung des Zinsanstiegs.

Ein **leichter Anstieg des Zinsniveaus** ist dennoch zu erwarten, weil die Phase der außergewöhnlich expansiven Geldpolitik enden wird. Zehnjährige Bundesanleihen sollten am Jahresende bei 0,8 Prozent notieren. Da die Inflation zunächst schleppend verläuft, aber spätestens zum Jahresende über Zinserhöhungen seitens der EZB diskutiert werden dürfte, sollte sich die Zinsstrukturkurve vom kurzen Ende her verflachen. Vor allem Anleihen mit einer mittleren Laufzeit wären dann negativ betroffen, da diese Titel sowohl eine negative laufende Verzinsung aufweisen als auch eine recht hohe Duration. Länger laufende Anleihen würden Kursverluste durch eine höhere laufende Verzinsung teilweise kompensieren. Die Verluste sollten bei kurzen und längeren Anleihen im Bereich von 1,5 Prozent liegen, während Bundesanleihen mit mittlerer Laufzeit bis zu 2 Prozent verlieren könnten.

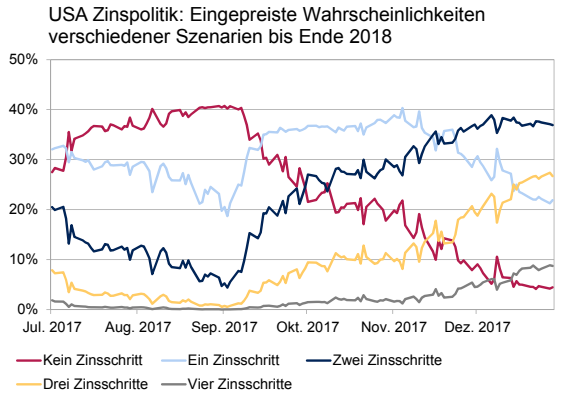
Mit unserer Prognose bewegen wir uns unterhalb des Medians der Prognosen. Institute, die einen stärkeren Zinsanstieg sehen, rechnen im Gegensatz zu uns mit einer kräftigeren Inflationsentwicklung und einem restriktiveren Kurs der EZB.



These 2: Die Zinsstrukturkurve in den USA wird sich weiter verflachen. Die Zinsen kürzer laufender Anleihen steigen schneller als die länger laufender.

Auch in den USA dürften die Zinsen ansteigen. Die US-amerikanische Notenbankpolitik wird angesichts der guten konjunkturellen Verfassung, die zu einer deutlichen Verbesserung auf dem US-amerikanischen Arbeitsmarkt geführt hat, ihren **Zinserhöhungskurs fortsetzen**. Drei Zinsschritte bis zum Ende des Jahres halten die Mitglieder des Federal Reserve Board nach den letzten Prognosen aus dem Jahr 2017 mehrheitlich für angemessen, während der Kapitalmarkt eher zwei Zinsschritte einpreist.

Mit Jerome Powell wird zudem nach Janet Yellen ab März ein neuer Präsident die Fed leiten, der für Kontinuität steht. Denn der Jurist ist seit dem Jahr 2012 Direktoriumsmitglied der Notenbank und hat den geldpolitischen Kurs der Vergangenheit mitbestimmt.

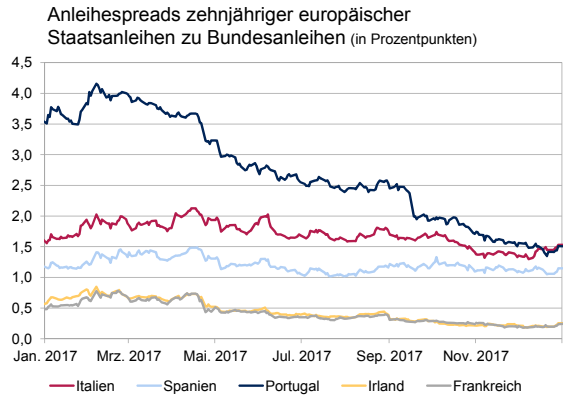


Wie im Euroraum will die Inflation in den USA nicht recht zulegen. Die Kerninflationsrate in den USA ist gefallen, obwohl erstens die Wirtschaft rund läuft, zweitens der US-Dollar gegenüber den G10-Währungen mit Ausnahme des Neuseeländischen Dollar an Kaufkraft verlor und drittens der Ölpreisanstieg ebenfalls preistreibend wirken sollte.

Die Notenbankpräsidentin Yellen hat das **Ausbleiben der Inflation in den USA** als „Rätsel" bezeichnet. Ein Grund könnte sein, dass insbesondere im US-Einzelhandel ein harter Preiskampf herrscht. Auch das Lohnwachstum fällt trotz einer sehr hohen Beschäftigung weiterhin moderat aus. Anzeichen, dass die Inflation bald nachhaltig anziehen könnte, sind nicht zu erkennen, was den Zinsanstieg vor allem im Bereich der längeren Laufzeiten begrenzen dürfte. Die Verflachung der Zinsstrukturkurve in den USA, die vom kurzen Ende ausgeht, sollte sich daher wie im letzten Jahr, als bei nahezu gleichbleibenden Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen drei Leitzinsanhebungen durchgeführt wurden, weiter fortsetzen.

These 3: Die Renditeaufschläge von europäischen Staatsanleihen entwickeln sich uneinheitlich.

Der europafreundliche Wahlausgang in Frankreich hat bei den Anlegern im letzten Jahr für Erleichterung gesorgt und bewirkt, dass sich die Renditeaufschläge bei europäischen Staatsanleihen im Vergleich zu Bundesanleihen einengen konnten. In diesem Jahr stehen erneut wichtige politische Entscheidungen an. So wird in Italien gewählt und in Irland steht nach dem Brexit-Votum die Frage nach der zukünftigen Grenze zu Großbritannien im Raum, die politisches Konfliktpotenzial bieten dürfte.



Frankreich gibt die Richtung in Europa vor

In **Frankreich** ist mit dem europafreundlichen und reformorientierten Präsidenten Emmanuel Macron die Hoffnung zurückgekehrt. Macron hat bereits geliefert und nur vier Monate nach Amtseinführung eine umfangreiche **Arbeitsmarktreform** verabschiedet, die eine Lockerung des Kündigungsschutzes vorsieht und kleinen Unternehmen mehr Flexibilität in Gehalts- und Arbeitszeitfragen verschafft. Diese Reformen sollten Frankreich helfen, seine verloren gegangene Wettbewerbsfähigkeit zurückzuerlangen. Dass die traditionell mobilisierungsstarken französischen Gewerkschaften kaum Widerstand leisteten, kann als Indiz gewertet werden, dass Macron auch in diesem Jahr Frankreich weiter reformieren wird.

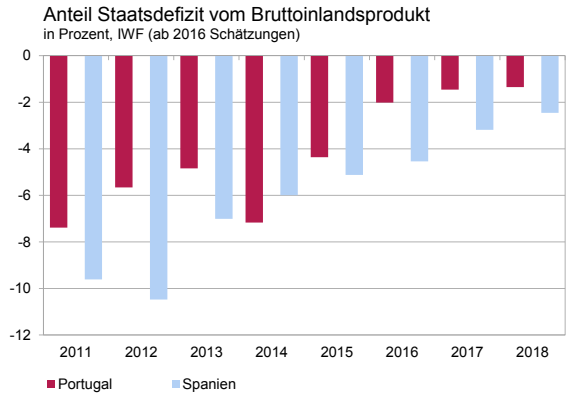
Zwar ist noch nicht sicher, dass es Macron tatsächlich gelingt, Frankreich zu erneuern und wieder wettbewerbsfähiger zu machen. Die Konjunkturerholung, die auch in Frankreich zu beobachten ist, dürfte den Prozess aber weniger schmerzhaft machen als noch vor einem oder zwei Jahren, als die Konjunktur schleppend verlief. Die Chancen stehen daher gut, dass Frankreich es schafft, sich zu erneuern und wieder zu Deutschland aufzuschließen. Die Renditeunterschiede zwischen zehnjährigen französischen und deutschen Staatstiteln dürften noch um einige Basispunkte sinken.

Spanien ist noch nicht über den Berg, Portugal auf dem Weg der Erholung

In **Spanien** sind in politischer Hinsicht nach wie vor Risiken auszumachen. So schwelt der **Konflikt um Katalonien** weiter, was im letzten Jahr dazu geführt hat, dass die Frühindikatoren des Landes hinter denen der anderen großen Volkswirtschaften aus dem Euroraum hinterherhinkten. Angesichts der weiterhin hohen Arbeitslosigkeit von fast 17 Prozent kann für das Land noch keine Entwarnung gegeben werden, auch wenn die Entwicklung in die richtige Richtung weist.

In **Portugal** hat die sozialistische Minderheitsregierung Reformschritte rückabgewickelt. Dennoch hat sich die ökonomische Lage hier spürbar aufgehellt. Portugal vermeldet ein **robustes Wachstum**, was auch vom Tourismus

getragen wird. Alle mit der EU getroffenen Vereinbarungen wurden eingehalten, so dass das Defizitverfahren beendet wurde.



In beiden Ländern wird der Haushalt weiter konsolidiert. Besonders Portugal tut sich dabei hervor und tilgt vorzeitig Kredite des Internationalen Währungsfonds, welche im Zuge der Krise gegeben wurden, um das Land vor dem Konkurs zu bewahren. Trotz Abweichens vom Sparkurs gelang es dem Land, das Staatsdefizit zu senken. Dies veranlasste die Ratingagentur S&P im September des Vorjahres, das Rating wieder in den Investment Grade-Bereich anzuheben. Auch Fitch hat die Einstufung auf BBB erhöht. Nur Moody's vergibt noch ein High Yield-Rating, jedoch mit Ausblick „positiv", so dass bei einer Fortsetzung der konjunkturellen Aufhellung das Land in absehbarer Zeit wieder ein Investment Grade-Rating erhalten dürfte.

Auch Spanien wird von den Ratingagenturen wieder positiver gesehen. Sowohl Fitch als auch S&P haben den Ratingausblick auf „positiv" angehoben, wenngleich die Ratingstufe nicht angepasst wurde. Auch wenn beide Länder nun eher Rating-Upgrades erhalten dürften, steht doch die hohe Netto-Staatsverschuldung von 86 Prozent des BIP in Spanien und 111 Prozent in Portugal einer kräftigeren Aufhellung des Ratingausblicks im Weg.

Dank der Verlängerung des Anleihekaufprogramms der EZB und der Reinvestitionen von Rückflüssen aus dem Notenbankportfolio bleibt die Nachfrage nach Anleihen Portugals und Spaniens auf einem hohen Niveau. Die Renditeaufschläge sollten vor diesem Hintergrund und mit Rückenwind von der Konjunktur vor allem bei Anleihen Portugals weiter fallen. In Spanien überwiegen aber noch die politischen und wirtschaftlichen Risiken.

In Italien droht Ungemach

In Italien hat sich im Jahr 2017 vieles zum Besseren gewendet. So kehrte das Wachstum zurück, die mittelschwere Bankenkrise hat sich nicht verschärft und die notleidenden Kredite haben sich zurückgebildet. Trotzdem ist für das laufende Jahr wieder einmal Italien der mögliche Krisenherd Nummer eins im Euroraum. Am 4. März wird die **Parlamentswahl** stattfinden. Nach den aktuellen Umfragen zu urteilen, könnte im neuen italienischen Parlament eine eurokritische Mehrheit Einzug halten (Näheres dazu in unserem Beitrag zur Europa-Konjunktur).

Für den Anleihemarkt bedeutet diese Unsicherheit um den Ausgang der Parlamentswahl eine Belastungsprobe. Denn die Gedankenspiele zahlreicher führender Politiker bieten Konfliktpotenzial und beinhalten beispielsweise die Einführung einer Parallelwährung für Italien. Vor allem in den Monaten vor der Wahl droht eine hohe Volatilität und die Renditeaufschläge zwischen zehnjährigen italienischen und deutschen Staatstiteln könnten die Marke von 200 Basispunkten aus dem Vorjahr überschreiten. Eine gewisse Begrenzung des Renditeanstiegs stellt aber die gute konjunkturelle Verfassung des Landes sowie die anhaltende Unterstützung durch die EZB dar. Die von Bloomberg befragten Analysten erwarten auf Jahressicht zudem keinen Anstieg der Renditedifferenzen zu Bundesanleihen.

Irland im Kielwasser des Brexit

Abgesehen von Großbritannien selbst wird kein Land die Auswirkungen des **Brexit** stärker spüren als Irland. Schließlich hat es als einziges EU-Land eine gemeinsame Landgrenze mit Großbritannien. Darüber hinaus ist Großbritannien nach wie vor Irlands größter Exportmarkt, auch wenn die Abhängigkeit in den letzten Jahren abgenommen hat. Entsprechend wichtig ist es für Irland, das Ausmaß der Beeinträchtigungen infolge des Brexit zu minimieren. Unabhängig von den politischen Themen setzt sich die Bonitätsverbesserung irischer Staatsanleihen dank einer sehr guten konjunkturellen Entwicklung weiter fort. Moody's hat das Rating im letzten Jahr von A3 auf A2 angehoben. Mit einem Renditeaufschlag von nur noch 24 Basispunkten

gegenüber Bundesanleihen liegt die Bonität des Landes nach Einschätzung der Anleiheinvestoren mittlerweile nur noch etwas unterhalb der finnischen. Weitere Spreadrückgänge um wenige Basispunkte sind noch möglich.

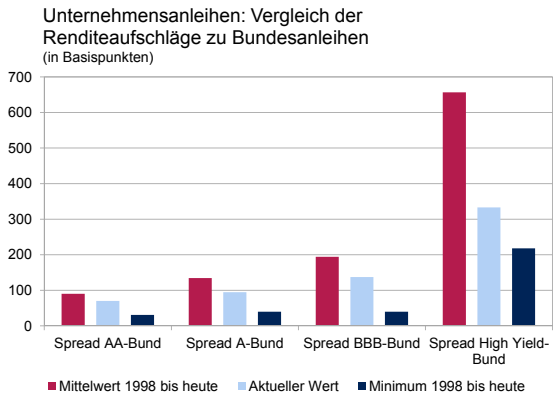
Griechenland

Griechenland hat im letzten Jahr erstmals seit der Krise im Jahr 2015 wieder eine Anleihe mit fünf Jahren Laufzeit am Kapitalmarkt begeben. Auch die Zinsen für längere Laufzeiten haben sich weiter zurückgebildet.

Allerdings ist Griechenland nach wie vor nicht über den Berg. Das Wachstum ist trotz der europaweiten Konjunkturaufhellung schwach. Die Arbeitslosigkeit sinkt zwar, liegt jedoch noch über der Marke von 20 Prozent. Dieses Jahr läuft zudem im August das **dritte Hilfspaket** in einem Umfang von 86 Mrd. Euro aus. Die Hoffnung besteht, dass es dem Land gelingt, sich wieder aus eigener Kraft vollständig am Kapitalmarkt zu refinanzieren. Immerhin bewerten die Ratingagenturen Griechenland wieder etwas positiver, wobei die Anleihen des Landes weiterhin als ausfallgefährdet eingestuft werden. Sollte es dem Land aber gelingen, sich wieder selbst zu refinanzieren, ist ein weiterer Rückgang der Anleihespreads wahrscheinlich. Die Risiken eines Investments in Staatsanleihen des Landes sind aber nach wie vor beträchtlich.

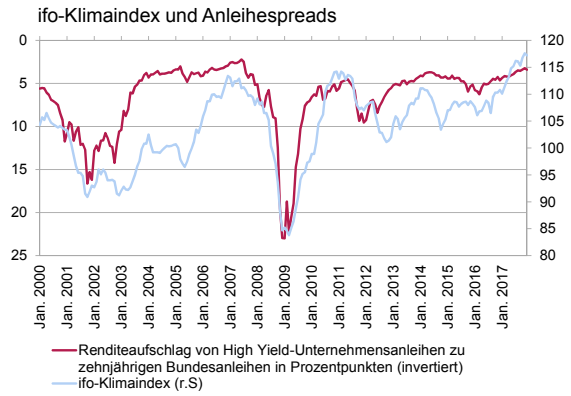
> These 4: Unternehmensanleihen können kaum noch Spreadrückgänge erzielen

Mit der sich beschleunigenden Belebung der Konjunktur im Euroraum bleibt das konstruktive Umfeld für Unternehmensanleihen sowohl aus dem Investment Grade- als auch aus dem High Yield-Segment bestehen. Die gute konjunkturelle Lage im letzten Jahr hat dazu geführt, dass die Unternehmen aus dem Stoxx 600 ihre Gewinne im Vergleich zum Vorjahr um 15 Prozent steigern konnten. Die Verschuldung ist zwar insgesamt ebenfalls angestiegen, aber gemessen an den Gewinnen etwas gesunken. Diese Entwicklung, die sehr gute Stimmung an den Kapitalmärkten im letzten Jahr sowie die Ankäufe von Unternehmensanleihen durch die EZB haben dazu geführt, dass die Anleihespreads nochmals gesunken sind.



Auf den aktuellen Niveaus erscheint allerdings nun ein Boden gefunden worden zu sein. Selbst bei einem weiterhin freundlichen Umfeld sind **abermalige Rückgänge der Anleihespreads nicht mehr zu erwarten**. Denn die Renditeaufschläge im Vergleich zu Bundesanleihen sind bereits stark gefallen. Insbesondere der High Yield-Bereich ist sehr teuer geworden und die Tiefststände der Anleihespreads von vor der Finanzmarktkrise sind in Sichtweite gerückt, wobei sich in dem Segment auch die durchschnittliche Qualität deutlich verbessert hat.

Dazu haben technische Faktoren beigetragen. So sind einige größere Emittenten aus dem High Yield-Bereich in den Investment Grade-Bereich hochgestuft worden, während sich andere Unternehmen aus dem Segment wieder verstärkt über Banken finanzieren konnten. Entsprechend war das Angebot relativ gering, während die Nachfrage hoch blieb.



Beachtet werden sollte zudem, dass in diesem Jahr Ereignisse wie die Wahl in Italien anstehen, die Anleger zu einer Umschichtung in die sicheren Häfen veranlassen könnten. Zudem muss damit gerechnet werden, dass es unterjährig trotz robuster Konjunktur Rücksetzer bei den Frühindikatoren gibt, die vermutlich ihre Rekordniveaus nicht das ganze Jahr halten können.

Mit weiteren Spreadrückgängen ist daher auch bei einer anhaltend guten konjunkturellen Entwicklung nicht zu rechnen. Vor allem im Investment Grade-Bereich sollten die EZB-Käufe jedoch etwaige Spreadanstiege bei Risikoereignissen dämpfen.

These 5: Inflationsindexierte Anleihen leiden unter der schleppenden Inflationsentwicklung, während Floater im Umfeld steigender kurzfristiger Zinsen einen Mehrertrag bringen können.

Inflationsindexierte Anleihen eignen sich in einem Umfeld, in dem die Inflation schneller ansteigt, als die Marktteilnehmer dies im Durchschnitt erwarten. Im letzten Jahr konnten die Inflationserwartungen stetig zulegen und haben mittlerweile wieder ein recht hohes Niveau erreicht, was die Anlageklasse gestützt hat. Marktteilnehmer rechnen jetzt mit einer Inflation von 1,2 Prozent in den nächsten fünf Jahren, was oberhalb der momentanen Kerninflationsrate liegt.

Mit einem weiteren **Anstieg der Inflationserwartungen** ist aber in diesem Jahr aus drei Gründen nicht zu rechnen. Erstens dürfte sich der Anstieg der Ölpreise aufgrund des Wiedereintretens der US-Schieferölproduzenten in den Markt abschwächen. Zweitens sollte der Euro zum US-Dollar weiter aufwerten und sich dem nach Kaufkraftparität fairen Niveau annähern. Und drittens ist die Arbeitslosigkeit im Euroraum noch zu hoch, als dass stärkerer Lohndruck entstehen würde. In diesem Umfeld dürfte es für inflationsindexierte Anleihen ein schwieriges Jahr werden, zumal die Nominalzinsen leicht ansteigen sollten.

Floater hingegen könnten davon profitieren, dass sich die Zinsstrukturkurve in den USA und etwas abgeschwächt auch im Euroraum vom kurzen Ende her verflachen sollte. Auch wenn die EZB in diesem Jahr die Leitzinssätze nicht antasten wird, dürften die kurzfristigen Kapitalmarktzinsen ansteigen, wenn klar wird, dass im nächsten Jahr Zinsschritte als realistische Option auf dem Tisch liegen. Es sollte aber bedacht werden, dass die Renditen vor allem von bonitätsstarken Emittenten oftmals im negativen Bereich liegen und die Liquidität oft eingeschränkt ist.

These 6: Schwellenländeranleihen profitieren vom schwachen US-Dollar und der robusten Konjunktur und sollten trotz Zinserhöhungen in den USA erneut eine attraktive Wertentwicklung verzeichnen.

Auch Schwellenländeranleihen haben im letzten Jahr vom positiven Umfeld profitiert, wobei die Titel in harter Währung – also vor allem US-Dollar – aus Eurosicht auch Währungsverluste zu verzeichnen hatten. Die Spreads sind aber spürbar gefallen und liegen auf durchschnittlichen Niveaus. Anleihen der Schwellenländer sind damit nach wie vor eine der wenigen Anlageklassen im Rentensegment, die bewertungsseitig noch attraktiv erscheinen und nicht auf oder in der Nähe von Höchstständen gehandelt werden. Die **Renditeaufschläge gegenüber US-Staatsanleihen** liegen auf Indexebene für die in lokaler Währung notierenden Anleihen bei etwa 480 Basispunkten, während Anleihen in harter Währung immerhin noch auf 340 Basispunkte kommen. Positiv ist zu bewerten, dass sich die Fundamentaldaten bei vielen Schwellenländern deutlich aufgehellt haben. Die Erholung bei den Rohstoffpreisen, der schwache US-Dollar sowie die auf Jahressicht gesunkenen längerfristigen Zinsen in den USA haben zu deutlichen Mittelzuflüssen in die Anlageklasse geführt.

Ein Risiko stellt aber nach wie vor die **Zinswende in den USA** dar. Der kleinere Zinsanstieg im September und Oktober 2017 hat die Währungen einiger Schwellenländer unter Druck gesetzt. Betroffen waren vor allem diejenigen Länder, die sich stark in US-Dollar refinanziert haben. So hat beispielsweise die Türkei im Ausland ausstehende Verbindlichkeiten in Höhe von 432 Mrd. US-Dollar angehäuft. Entsprechend empfindlich fällt die Reaktion selbst bei geringfügigen Zinsveränderungen aus.

Dennoch sollte es insgesamt ein gutes Jahr für Schwellenländeranleihen werden, auch wenn einzelne Länder immer mal wieder negative Schlagzeilen produzieren dürften. Ein nur moderater Zinsanstieg in den USA im längerfristigen Bereich und ein etwas schwächerer US-Dollar sprechen für das Segment. Wichtige Länder wie Brasilien oder Russland weisen zudem sinkende Inflationsraten auf. Dies macht die Währungen dieser Staaten stabiler, setzt die Notenbanken nicht zu sehr unter Druck, die Leitzinsen zu erhöhen, und lässt Raum für Zinsrückgänge bei längeren Laufzeiten. Aus Sicht eines Euroinvestors dürften aufgrund der erwarteten Aufwertung des Euro zum US-Dollar Schwellenländeranleihen in lokaler Währung interessanter sein, da Verluste auf der Währungsseite weniger stark ausfallen.

Rentenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Anleihen sollten im Portfolio insgesamt untergewichtet werden.

Sowohl in den USA als auch im Euroraum ist mit einer moderaten Verflachung der Zinsstrukturkurve zu rechnen, die vom kurzen Ende ausgeht. Damit einhergehen geringe Kursverluste über alle Laufzeitenbänder.

Maßnahme 2: Die Bonitätsrisiken sollten im Rentensegment auf einem niedrigen Niveau bleiben.

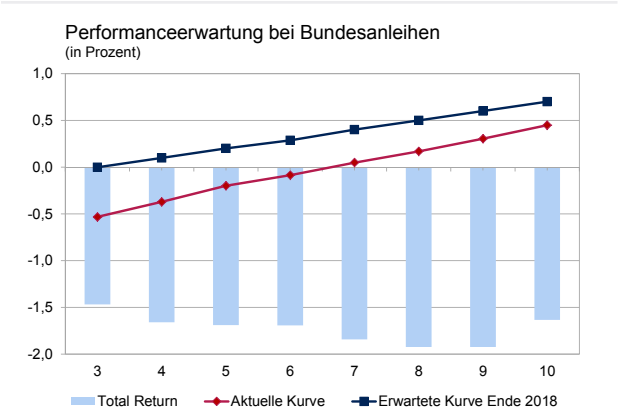
Alle Anzeichen sprechen dafür, dass sich die Rallye am Aktienmarkt weiter fortsetzen wird, so dass der Aktienmarkt in diesem Jahr erneut zu bevorzugen ist. Allerdings stehen auch einige Ereignisse an, die für temporär höhere Volatilitäten an den Märkten sorgen könnten. Politische und geopolitische Risiken sind nicht von der Hand zu weisen und die Bewertungen sind bereits auf einem erhöhten Niveau. Deswegen sollten Anleger auf eine gute Balance im Portfolio achten. Auf der Rentenseite sollte eine vorsichtigere Positionierung bezüglich der Bonitätsrisiken eingenommen werden, um die höheren Risiken auf der Aktienseite vertragen zu können und zu profitieren, sollten die Anleger in bestimmten Phasen wie vor und möglicherweise nach der Wahl in Italien die sicheren Häfen ansteuern.

Maßnahme 3: Bei der Positionierung auf der Kurve ist eine Barbell-Strategie mit einem Übergewicht auf sehr kurzen und längeren Laufzeiten zu empfehlen.

Zinsanstiege am kurzen Ende aufgrund von Zinserhöhungen in den USA und möglicherweise im nächsten Jahr im Euroraum stehen an. Gleichzeitig dämpft der Inflationsausblick den Zinsanstieg länger laufender Anleihen. Während kurzlaufende Anleihen aufgrund des geringen Durationsrisikos vergleichsweise kleine Verluste erbringen sollten, dämpft bei den längeren Laufzeiten eine noch positive Carry sowie die sogenannte Roll-Down-Yield den Kursverlust. Dabei ergibt sich eine positive Roll-Down-Yield immer dann, wenn die Zinsstrukturkurve wie aktuell eine positive Steigung aufweist. Ein zehnjähriger Titel wird im Laufe eines Jahres zu einem neunjährigen Titel, der bei ansteigender Zinsstrukturkurve niedriger rentiert, so dass der Kurs der Anleihe steigen muss. Je steiler die Zinsstrukturkurve, desto größer ist dieser Effekt.

Vor allem Anleihen mit mittleren Laufzeiten leiden bei einer Verflachung der Zinsstrukturkurve, die vom kurzen Ende ausgeht, am meisten. Denn diese Anleihen haben bereits eine erhöhte Duration, aktuell bei vielen Anleihen innerhalb des Euroraums eine negative Carry, eine geringere Roll-Down-Yield und relativ im Vergleich zu den längeren Laufzeiten stärkere Zinsanstiege zu bewältigen.

Insgesamt empfehlen wir eine Untergewichtung von Renten und eine neutrale Durationspositionierung.



Maßnahme 4: Bundesanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Bundesanleihen haben zwar eine negative Ertragserwartung, die Verluste dürften aber trotz eines wahrscheinlichen Zinsanstiegs moderat bleiben. Auf der anderen Seite bieten Bundesanleihen nach wie vor einen unverzichtbaren Schutz gegen Volatilitätsanstiege.

Maßnahme 5: Anleihen Südeuropas bieten angesichts einer höheren Verzinsung zwar einen guten Schutz gegen steigende Zinsen, bei italienischen und spanischen Titeln bestehen aber gewisse Risiken. Insgesamt ist eine neutrale Gewichtung anzuraten.

Selbst bei einem leichten Zinsanstieg können Anleihen der südeuropäischen Staaten noch einen positiven Performancebeitrag liefern. Vor allem portugiesische Titel weisen ein attraktives Chance-Risiko-Profil auf. Italienische Staatsanleihen sollten aufgrund des unsicheren Wahlausgangs höhere Volatilitäten aufweisen. Auch spanische Staatsanleihen dürften angesichts politischer und wirtschaftlicher Risiken eine stärker schwankende Entwicklung vollziehen. Griechische Staatsanleihen qualifizieren sich aufgrund des spekulativen Charakters weiterhin nicht als Investment.

Maßnahme 6: Unternehmensanleihen sollten neutral gewichtet werden, wobei Titel aus dem High Yield-Bereich untergewichtet werden sollten.

Die Luft bei Unternehmensanleihen ist dünn geworden. Zwar kann noch eine positive Carry vereinnahmt werden, aber die hohen Bewertungen begrenzen weitere Spreadrückgänge und bergen zudem Rückschlagpotenzial. In einem Krisenszenario dürften vor allem High Yield-Anleihen eine schwache Entwicklung nehmen.

Maßnahme 7: Die Allokation in Anleihen von Schwellenländern sollte erhöht werden.

Schwellenländeranleihen bieten weiterhin hohe Renditen, bringen aber auch unterjährig immer wieder hohe Schwankungen mit sich. Allerdings ist das makroökonomische Umfeld zurzeit günstig. Nur moderate Zinsanhebungen, kaum Inflationsdruck und ein schwacher US-Dollar könnten zu attraktiven Renditen auf Jahressicht beitragen. Lokalwährungsanleihen sind aufgrund der erwarteten Abwertung des US-Dollar gegenüber ihren Pendants in harter Währung zu bevorzugen.

Maßnahme 8: Inflationsindexierte Anleihen sollten gering gewichtet und Floater leicht übergewichtet werden.

In einem Umfeld, in dem eine Verflachung der Zinsstrukturkurve sowohl in den USA als auch im Euroraum zu erwarten ist, sollten inflationsindexierte Anleihen gegenüber ihren nominalen Pendants relativ gesehen verlieren, während Floater trotz negativer Verzinsung gegenüber Anleihen mit Fixkupon höhere Erträge erbringen sollten und sich zudem als Baustein zur Umsetzung der Barbell-Strategie eignen.

Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2018

Der Rentenanteil spielt eine wichtige Rolle bei der Stabilisierung des Portfolios in einem Umfeld mit zunehmenden politischen und geopolitischen Risiken. Dieser Rolle kann die Anlageklasse nur gerecht werden, wenn die Risiken nicht zu sehr erhöht werden. Die Renditeerwartung wird durch den erwarteten Zinsanstieg belastet. In bestimmten Rentenmarktsegmenten kann aber eine positive Rendite erzielt werden. Anleger sollten trotzdem nur mit einer Rendite im Bereich von null Prozent rechnen. Weiterhin ist auf eine hohe Liquidität der Investments zu achten, um die Fungibilität als wichtigen Strategiebeitrag nicht zu gefährden.

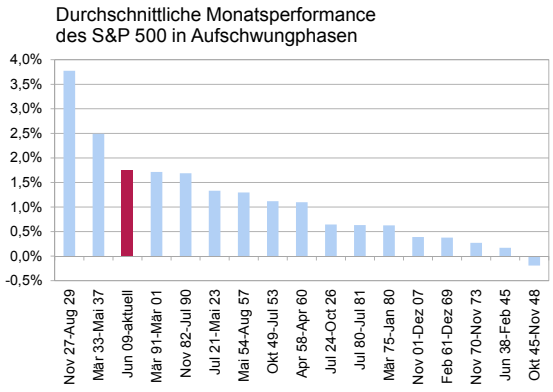
Aktienmarkt: Das Gewinnwachstum stützt die Kurse

Nach den Kursfeuerwerken des vergangenen Jahres stellen sich einige Anleger die berechtigte Frage, wie lange es mit der positiven Aktienmarktentwicklung noch weiter gehen kann. Vor allem die bereits fortgeschrittene Länge des Konjunkturzyklus sowie die sehr positive Entwicklung der großen Aktienindizes seit der Finanzmarktkrise werden oft als Argumente für eine bevorstehende Korrektur angeführt. So stehen zum Beispiel der deutsche DAX oder der US-amerikanische S&P 500 aktuell etwa 250 Prozent bzw. 280 Prozent über ihren Tiefstwerten aus dem März 2009. Hinzu kommt, dass sich eine langsame Änderung des Marktregimes andeutet. So wurde die positive Konjunktur- und Aktienmarktentwicklung in den letzten Jahren nicht zuletzt von einer ultra-expansiven Geldpolitik getrieben. Der Höhepunkt dieser monetären Impulse scheint nun aber überschritten zu sein. Dies bedeutet gleichzeitig, dass mit einem weiteren Sinken des Zinsniveaus nicht zu rechnen ist und sich somit auch das Finanzierungsumfeld für Unternehmen in der Breite nicht noch weiter verbessern dürfte.

Alleine aus den genannten Punkten jedoch eine bevorstehende Korrektur abzuleiten, erscheint unseres Erachtens nicht zielführend zu sein. Dies soll am Beispiel der USA verdeutlicht werden.

Länge des Konjunkturzyklus: Der aktuelle Zyklus ist mit 102 Monaten seit der letzten Rezession zwar weit fortgeschritten, dennoch gab es auch in der Vergangenheit Zyklen mit längerer Dauer. Das jüngste Beispiel hierfür sind die 1990er- Jahre, in denen die Erholung ganze 120 Monate andauerte. Hinzu kommt, dass die Dynamik des aktuellen Zyklus unterdurchschnittlich ist, was ebenfalls für eine längere Erholungsphase spricht.

Die hohen Aktienmarktanstiege: Eine starke Aktienmarktperformance zu Zeiten eines positiven Wirtschaftswachstums ist keine Seltenheit. Um die historischen Zyklen in Bezug auf ihre unterschiedliche Länge vergleichbar zu machen, lohnt sich ein Blick auf die durchschnittliche Monatsperformance der Aktienmärkte während der historischen Aufschwungphasen. Dabei zeigt sich, dass in den USA die Kurssteigerungen während der konjunkturellen Hochphasen in den 1920er- und 1930er-Jahren noch über denen der aktuellen Marktphase lagen. Auch die Wertentwicklungen während der Aufschwünge in den Achtziger und Neunziger Jahren können mit den heutigen Kurssteigerungen mithalten.



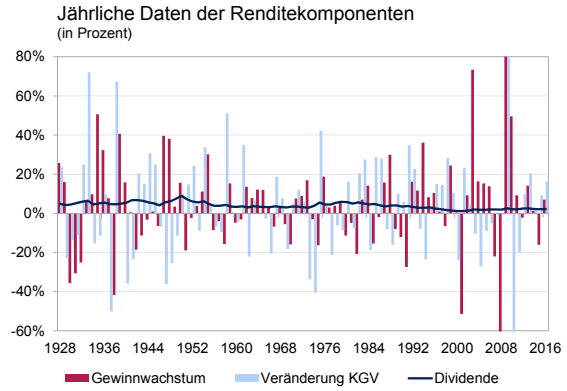
Änderung des Zinsumfeldes: Die Zentralbankpolitik wird im Jahr 2018 weltweit zwar etwas restriktiver, in der Gesamtheit dürfte das expansive Umfeld aber bestehen bleiben. Damit sind gravierende Verschlechterungen der Finanzierungsbedingungen der Unternehmen nicht zu erwarten. Eine Inversion der Zinsstrukturkurve, die einen bevorstehenden Abschwung ankündigen könnte, ist in Europa noch nicht erkennbar. In den USA ist die Kurve zwar bereits recht flach, die expansive Fiskalpolitik dürfte eine Inversion aber noch verzögern.

Zum Jahresbeginn sind vielmehr die Voraussetzungen für ein positives Jahr an den weltweiten Aktienmärkten gegeben. Die Basis für diese Einschätzung bildet die gute Konjunkturlage, die sich über alle wichtigen Wirtschaftsräume erstreckt. Bewertungsseitig dürfte nach den Anstiegen der Multiplikatoren über die letzten Jahre die Luft hingegen langsam dünner werden. Für ein besseres Verständnis der Aktienmarkttreiber lohnt es sich, die Aktienrendite in ihre Komponenten aufzuspalten und diese isoliert zu betrachten. Die Aktienmarktrendite kann dabei in die folgenden Bestandteile aufgegliedert werden:

1. Wachstum der Unternehmensgewinne (reales Wachstum plus Inflation)
2. Bewertungsänderungen
3. Ausschüttungen

Ein Blick auf die Historie der Performancekomponenten am Beispiel des US-amerikanischen S&P 500 zeigt, dass

Ausschüttungen auf Indexebene recht stabil und damit relativ einfach zu prognostizieren sind. Wesentlich einflussreicher und auch viel volatiler sind hingegen die jährlichen Wachstumsraten der Unternehmensgewinne sowie Veränderungen in den Bewertungsmultiplikatoren.



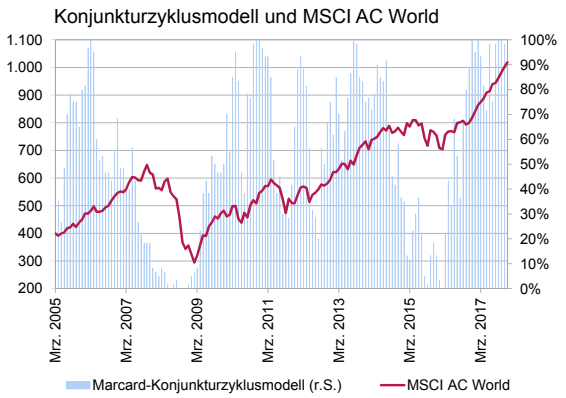
1. Wachstum der Unternehmensgewinne

Langfristig kann die Gewinnentwicklung der Unternehmen nicht gravierend von der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts abweichen. Wäre dies der Fall, dann würde der Anteil der Unternehmensgewinne an dem zu verteilenden Gesamteinkommen einer Volkswirtschaft, dem Bruttoinlandsprodukt, immer weiter ansteigen. Ein solches Szenario ist aber unrealistisch, da zum Beispiel Arbeiter dies als ungerecht empfinden und sich dagegen wehren könnten. Ein Blick auf die langfristige Entwicklung von Unternehmensgewinnen und der Wirtschaftsentwicklung bestätigt dieses Bild. Während das reale Bruttoinlandsprodukt in den USA in den Jahren von 1950 bis 2016 um durchschnittlich 2,8 Prozent gewachsen ist, haben sich die realen Unternehmensgewinne im Schnitt um 2,7 Prozent pro Jahr vermehrt. Langfristig wird die Gewinnentwicklung daher vom Wirtschaftswachstum bestimmt.

In der kurzen Frist kann es aber zu Abweichungen zwischen dem BIP- und dem Gewinnwachstum kommen. Dies hängt unter anderem mit dem operativen und dem finanziellen Leverage der Unternehmen zusammen. Zudem gibt es vor allem in Bewertungsfragen weitreichende bilanzielle Freiheiten, wodurch die berichteten Gewinne kurzfristig beeinflusst werden können. Auch die jeweilige Breite der betrachteten Indizes hat einen Einfluss auf die Stringenz des Zusammenwirkens von BIP- und Gewinnwachstum. So sind vor allem konzentrierte Aktienindizes, die nur einen relativ kleinen Teil der Gesamtwirtschaft abdecken, anfällig für Abweichungen. Trotz dieser vielseitigen Einflussfaktoren auf die Gewinnentwicklung und den damit verbundenen Prognoseschwierigkeiten, bleibt die Wirtschaftsentwicklung in der Breite aber der entscheidende Faktor für die Gewinnentwicklung. Ein starkes positives Wachstum auf Indexebene kann nur in wirtschaftlichen Aufschwungphasen erzielt werden.

> These 1: Die gute Konjunkturlage wird der Treiber für eine positive weltweite Aktienmarktentwicklung sein.

Für die Einschätzung der Wirtschaftslage und damit indirekt für die Prognose des Wachstumspotenzials der Unternehmensgewinne verwenden wir unser **Marcard-Konjunkturzyklusmodell**. Das Modell wertet eine Vielzahl weltweiter Frühindikatoren systematisch aus und aggregiert diese zu einer Gesamtpunktzahl zwischen null und einhundert Prozent. Dabei gehen sowohl das Niveau als auch die Veränderungen der jeweiligen Indikatoren in den Score ein.



Das Marcard-Konjunkturzyklusmodell zeigt mit einem Wert von 95 Prozent eine sehr gute Wirtschaftslage an. Auffällig ist dabei, dass sich der aktuelle Aufschwung im historischen Vergleich äußerst stabil zeigt. So befindet sich der Modellwert bereits seit September 2016 über der Marke von 70 Prozent. Seit Beginn des Betrachtungszeitraumes im Jahr 2005 hat es in der Modellhistorie keine andere Phase mit so hohen Konjunkturwerten über einen so langen Zeitraum gegeben. Eine weitere Besonderheit ist, dass die hohe Konjunkturdynamik nicht auf wenige

Länder konzentriert ist. Eine gute Konjunkturentwicklung lässt sich aktuell vielmehr in fast allen Wirtschaftsregionen der Welt feststellen. Eine der wenigen Ausnahmen bildet das Vereinigte Königreich, welches in Folge des Brexit-Votums an Fahrt verloren hat. Die geografische Breite des Aufschwungs hat zur Folge, dass temporäre Schwächen einzelner Märkte weniger stark ins Gewicht fallen und das Risiko eines überraschenden Konjunktureinbruchs damit geringer ist. Zudem sind die meisten größeren Unternehmen heutzutage global aufgestellt und können somit von der guten Konjunkturlage in allen Teilen der Welt profitieren.

Damit dürfte sich auch die gute Entwicklung der Unternehmensgewinne im Jahr 2018 fortsetzen und die Aktienmärkte stützen. Hinzu kommt, dass durch die gute Konjunkturlage zuletzt auch die Inflationserwartungen wieder etwas angestiegen sind. Da Aktien reale Vermögenswerte sind, erhöhen steigende Teuerungsraten die Attraktivität von Aktien im Vergleich zu nominalen Anlagen wie Anleihen.

2. Bewertungsänderungen

Abgesehen von den Wachstumsraten der Unternehmensgewinne sind für die kurz- bis mittelfristige Aktienkursentwicklung die Veränderungen von Bewertungskennziffern relevant. Die starken Kursanstiege der letzten Jahre lagen deutlich über den Wachstumsraten fundamentaler Unternehmenskennzahlen, wie zum Beispiel Gewinnen oder Cashflows. Dies hat dazu geführt, dass Bewertungskennziffern, die den Aktienpreis ins Verhältnis zu einer Fundamentalgröße setzen, deutlich angestiegen sind und sich somit mittlerweile auf erhöhten oder sogar stark erhöhten Niveaus bewegen. Es stellt sich daher die Frage, ob Anleger auch weiterhin bereit sind, diese hohen Aktienpreise zu bezahlen, oder ob hier Potenzial für negative Bewertungsanpassungen besteht.

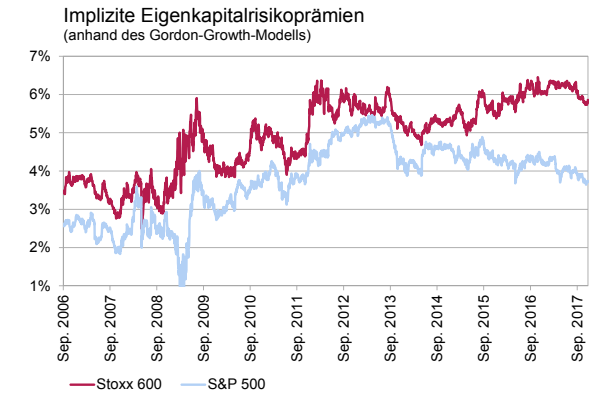
> These 2: Die Bewertungskomponente wird keinen nennenswerten Renditebeitrag leisten.

Die Bereitschaft der Anleger, die erhöhten Preisniveaus zu akzeptieren, hängt wesentlich von den drei folgenden Faktoren ab: Renditen auf Anleihen, langfristige Wachstumserwartungen und Risikoaversion der Anleger.

Renditen auf Anleihen: Die Bewertungsentwicklung einzelner Anlageklassen ist nicht nur im Hinblick auf die eigene Historie relevant, sondern ebenso im Vergleich zu anderen Assetklassen. Aktien stehen dabei unter anderem mit Anleihen in Konkurrenz. Das heißt, dass steigende Anleiherenditen Rentenanlagen relativ zu Aktien aus Bewertungsgesichtspunkten attraktiver machen können, während ein sinkendes Zinsniveau die relative Attraktivität von Aktien steigert. Anleger sind demnach bereit, erhöhte Aktienbewertungen zu akzeptieren, wenn die Alternativen, wie in diesem Falle Renten, unattraktiv erscheinen. Da wir im Jahr 2018 mit einem moderaten Zinsanstieg rechnen, dürfte vom Zinsniveau ein leichter Gegenwind für Aktienbewertungen ausgehen.

Langfristige Wachstumserwartungen: Die Bereitschaft der Investoren, gestiegene Aktienbewertungen zu akzeptieren, erhöht sich mit positiveren langfristigen Gewinnerwartungen. Ein Anleger ist demnach bereit, mehr für eine Aktie oder einen Aktienmarkt zu bezahlen, wenn sich die langfristigen Wachstumsaussichten verbessern. Die langfristigen Erwartungen sind historisch aber sehr stabil und werden kaum durch aktuelle zyklische Entwicklungen beeinflusst. Für das Jahr 2018 erwarten wir keine größere Veränderung der Wachstumsaussichten für die lange Frist. Der Einfluss auf das Bewertungsniveau von Aktien ist daher für das Jahr 2018 als gering zu erachten.

Risikoaversion der Anleger: Der volatilste Einflussfaktor auf das Bewertungsniveau ist die Risikobereitschaft der Investoren. Die Risikoaversion steigt in unsicheren Zeiten, in denen auch alternative Einkommensquellen gefährdet sein könnten. In diesen Marktphasen verursacht eine von den Anlegern verlangte höhere Risikoprämie sinkende Bewertungsniveaus für Risikoanlageklassen. In starken Marktphasen mit wenigen wirtschaftlichen, politischen und persönlichen Risiken steigt hingegen die Risikobereitschaft der Investoren und sie verlangen geringere Risikoprämien. Das heißt im Umkehrschluss, dass höhere Aktienbewertungen in Aufschwungphasen eher akzeptiert werden.



Die eingepreisten Risikoprämien für Eigenkapital an den Aktienmärkten in Europa und den USA zeigen, dass sich die gute Konjunkturlage bisher vor allem in einer größeren Risikofreude der US-Anleger widerspiegelt. In Europa hingegen haben das Brexit-Votum sowie Bedenken hinsichtlich der Stabilität der Europäischen Union und des Euro-Währungsraums dazu geführt, dass die von Investoren verlangten Risikoprämien weiterhin erhöht sind.

Für das Jahr 2018 erwarten wir nur einen geringfügigen Rückgang der in den USA verlangten Risikoprämien, da mit einem Präsidenten Trump die politischen Unsicherheiten in den Vereinigten Staaten auch in diesem Jahr erhöht bleiben. In Europa ist hingegen mehr Spielraum vorhanden, da sich die Risikoprämien für Eigenkapital immer noch auf sehr hohen Niveaus bewegen und zudem fortschreitende Brexit-Verhandlungen die politischen Unsicherheiten auf dem alten Kontinent verringern dürften.

In der Gesamtbetrachtung sollten leicht steigende Zinsen einen negativen Einfluss auf die Bewertungsniveaus von Aktien haben. Eine zu erwartende höhere Risikobereitschaft der Anleger könnte im Gegenzug jedoch positiv wirken. Für die USA schätzen wir den Gesamteffekt auf die Bewertungen leicht negativ ein. In Europa dürfte ein nur zaghaft steigendes Zinsniveau durch eine von uns erwartete Stabilisierung der Politiklandschaft ausgeglichen werden. Im besten Szenario könnte sogar eine leichte Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren stattfinden. Haupttreiber der Aktienmärkte wird aber die Konjunktur sein.

3. Ausschüttungen

Ausschüttungen an die Aktienleger sind die mit Abstand stabilste Komponente der Aktienperformance. Unternehmen versuchen auch in schwierigen Marktphasen ihre Aktionäre nicht durch geringere Cash-Auszahlungen zu verschrecken. Während in Europa vor allem die Dividendenzahlungen die relevante Messgröße sind, spielen in den USA Rückkaufprogramme eine zunehmend größere Rolle. So findet etwa die Hälfte der Ausschüttungen durch die S&P 500-Unternehmen mittlerweile in Form von Aktienrückkäufen statt.

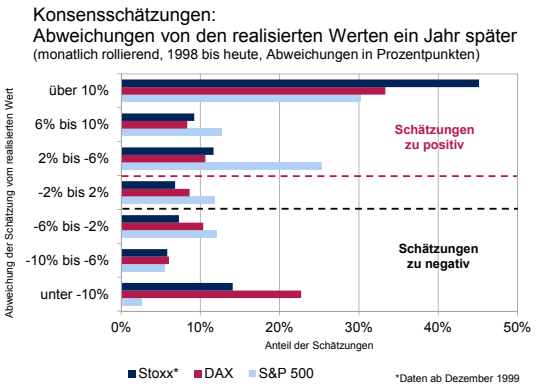
> These 3: Die Ausschüttungskomponente wird in Europa und den USA in etwa auf dem Niveau der letzten Jahre liegen.

Durch das weiterhin günstige Finanzierungsumfeld dürften die Unternehmen eine gute Liquiditätssituation vorfinden. Davon sollten auch die Aktionäre in Form von Ausschüttungen profitieren können. Für die europäischen Märkte erwarten wir eine ähnliche hohe Dividendenrendite wie im Vorjahr von drei bis dreieinhalb Prozent. In den USA sollte die Repatriierung von Cash-Beständen auf Offshore-Konten im Rahmen der US-Steuerreform ebenfalls zu einer hohen Ausschüttungsfähigkeit führen. Dabei erwarten wir eine Dividendenrendite von etwa zwei Prozent. Weitere zweieinhalb Prozent an Ausschüttungen dürften über Aktienrückkäufe realisiert werden.

> These 4: Wir erwarten den DAX bis zum Jahresende bei 14.100 Punkten.

Gewinnwachstum: Die überwiegend zyklischen Unternehmen im DAX profitieren von der weltweiten Konjunkturdynamik. Sowohl im Industrie- als auch im Dienstleistungsbereich stehen die Zeichen auf starkes Wachstum. Dementsprechend optimistisch sind auch die Mikroanalysten, die ein Gewinnwachstum von zehn Prozent für die DAX-Unternehmen prognostizieren. Historisch lagen die Analystenschätzungen aber oft weit daneben, wobei die aggregierten Gewinnschätzungen in der Regel viel zu optimistisch ausfielen. Wir sind etwas vorsichtiger in unse-

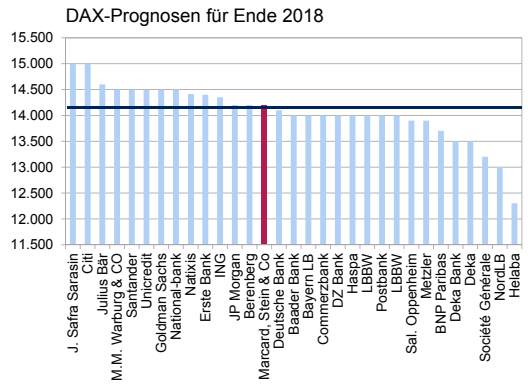
rer Schätzung und erwarten ein nominales Gewinnwachstum von sechseinhalb Prozent.



Bewertungsänderungen: Bewertungsseitig sollte es etwas Entlastung durch Rückgänge der aktuell hohen Risikoprämien auf Eigenkapital geben. Diese dürften jedoch durch leichte Zinsanstiege wieder ausgeglichen werden, sodass der Gesamteffekt im Ergebnis neutral erwartet wird.

Ausschüttungen: Wir erwarten die Dividendenrendite, welche in den Kurs des DAX mit einfließt, bei etwa drei Prozent. Aktienrückkäufe spielen bei DAX-Unternehmen keine größere Rolle.

Im Ergebnis ergibt sich ein DAX-Kursziel zum Jahresende 2018 von 14.100 Punkten. Damit liegen wir leicht über dem Konsens. Im Vergleich zur tiefsten Schätzung der Helaba, die bereits ein Überschreiten des Konjunkturhöhepunkts erkennt und eine Korrektur der Bewertungen erwartet, sind wir deutlich optimistischer. Im Hinblick auf die höchsten Prognosen, die sowohl Gewinn- als auch Bewertungsausweitungen erwarten, sind wir etwas vorsichtiger, was die Bewertungsseite anbelangt.



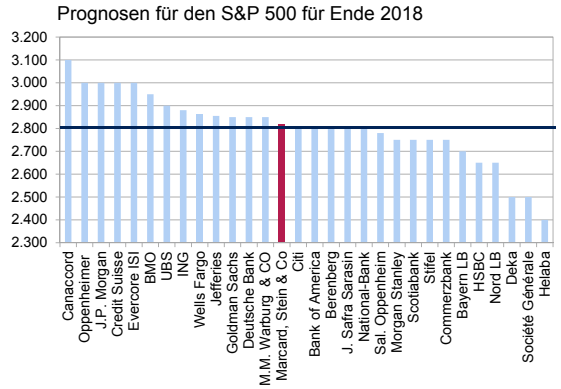
These 5: Wir erwarten den S&P 500 bis zum Jahresende bei 2.820 Punkten.

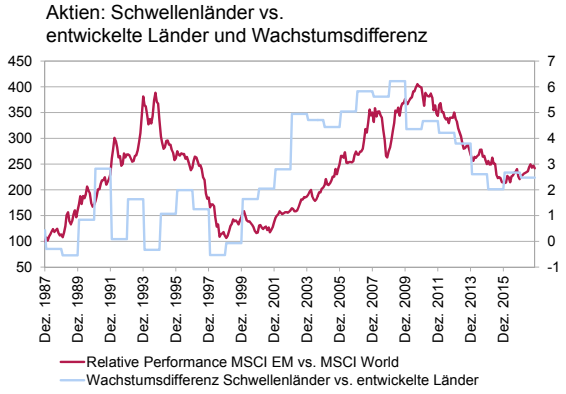
Gewinnwachstum: Die boomende US-Wirtschaft dürfte die Gewinne deutlich ansteigen lassen. Hinzu kommt ein Einmaleffekt durch die Herabsenkung der Unternehmenssteuern im Jahr 2018, dessen positive Wirkung auf die Gewinne der S&P 500-Unternehmen von uns auf etwa sechs Prozent geschätzt wird. Wir erwarten ein Gewinnwachstum von circa dreizehn Prozent. Damit liegen wir einen Prozentpunkt über dem Konsens der Analystenschätzungen.

Bewertungsänderungen: Die fiskalpolitischen Impulse dürften sich in höheren Realzinsen widerspiegeln, welche tendenziell die Bewertungen drücken. Diese sollten durch weitere Rückgänge der Risikoaversion nicht vollständig ausgeglichen werden, sodass wir einen negativen Bewertungseffekt von etwa sechseinhalb Prozent erwarten.

Ausschüttungen: Die Ausschüttungsquote aus Aktienrückkäufen und Dividenden sollte bei etwa viereinhalb Prozent liegen. Zwar wird die Geldpolitik etwas restriktiver, die gute Konjunkturlage sowie zusätzliche fiskalische Impulse dürften die Gewinne und damit das Ausschüttungspotenzial aber stützen.

Im Ergebnis ergibt sich ein Kursziel für den S&P 500 zum Jahresende 2018 von 2.820 Punkten (Dividenden und Aktienrückkäufe sind anders als beim DAX nicht im Kurs enthalten). Damit liegen wir leicht über dem Konsens. Zwar erwarten wir ebenso wie die optimistischsten Prognosen ein starkes Gewinnwachstum, allerdings stehen diesem unseres Erachtens Bewertungskorrekturen entgegen. Im Vergleich zu den Pessimisten, die bereits den Höhepunkt des Gewinnwachstums überschritten sehen und einen Anstieg der Volatilität befürchten, sind wir im Hinblick auf die Wirtschaftsentwicklung positiver gestimmt.





These 6: Die Schwellenländer werden eine bessere Wertentwicklung als die entwickelten Märkte zeigen.

Das positive Konjunkturumfeld dürfte insbesondere den Unternehmen aus den Schwellenländern zugutekommen. Die folgenden Gründe sprechen dafür, dass Aktien aus den aufstrebenden Volkswirtschaften die entwickelten Märkte im Jahr 2018 übertrumpfen können.

1. Der **relative Wachstumsvorteil der Schwellenländer gegenüber den entwickelten Märkten** dürfte wieder zunehmen. Historisch zeigt sich, dass die Wachstumsdifferenzen zwischen den aufstrebenden und den etablierten Volkswirtschaften die entscheidenden Determinanten für die relative Wertentwicklung der Aktien sind. Nimmt die Wachstumsdifferenz zu, steigen Aktien der Schwellenländer oft stärker als Titel in den entwickelten Ländern. Nimmt der relative Wachstumsvorteil der Schwellenländer hingegen ab, zeigen auch die Aktien dieser Länder eine Underperformance. In den folgenden Jahren dürften die Wachstumsdifferenzen nach den Rückgängen der letzten Jahre wieder zunehmen. Dafür spricht, dass sich die entwickelten Märkte bereits in einem reiferen Konjunkturzyklus befinden und somit weitere Wachstumsbeschleunigungen nur begrenzt möglich sind. Bei den Schwellenländern hingegen befinden sich einige Länder erst am Anfang des Konjunkturzyklus, welcher in der Regel von einer hohen Dynamik geprägt ist. Negativeffekte des Vorjahres, wie. z.B. Wachstumsrückgänge durch Reformen in Indien, dürften allmählich ausklingen.

2. Die meisten Schwellenländeraktienmärkte haben im Gegensatz zu Aktien der entwickelten Märkte noch **attraktive Bewertungsniveaus**. Dies zeigt sich auf Indexebene bei einem Vergleich der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV). Der Schwellenländerindex MSCI Emerging Markets liegt mit einem KGV von 12,6 deutlich unter dem Niveau des breiten Weltindex MSCI AC World, der ein KGV von 16,3 aufweist. Dabei hat die Differenz von aktuell fast vier KGV-Punkten in den letzten Jahren zugenommen. So betrug der Unterschied im Jahr 2012 nur einen KGV-Punkt. Hierbei gilt aber zu beachten, dass die Schwellenländer sehr heterogen sind und die relative Attraktivität daher nicht pauschal auf alle Märkte übertragen werden kann. So zeigen Indien und Südafrika im Vergleich zur eigenen Historie bereits sehr hohe Preisniveaus. Günstig bis fair erscheinen hingegen Aktien der Länder Türkei, Mexiko, Südkorea, Russland und China.

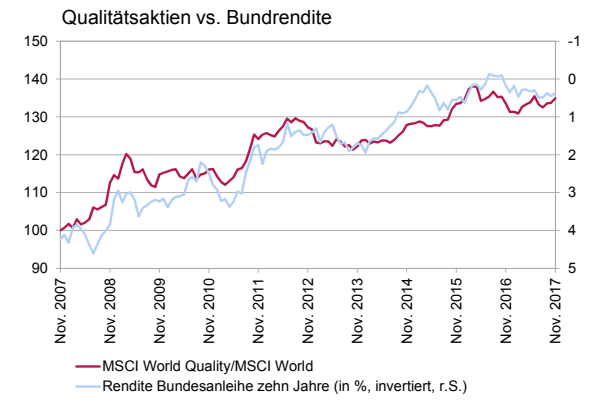
3. Schwellenländer werden von Anlegern als riskant eingestuft. Die aktuell sehr gute Wirtschaftslage sowie die stabile Aktienentwicklung dürften die **Risikobereitschaft der Anleger weiter erhöhen** und damit auch die Nachfrage nach riskanteren Aktienmärkten stützen.

4. **Zinserhöhungen** durch die US-amerikanische Notenbank werden nur dann eine Bedrohung für Aktien der Schwellenländer, wenn diese den US-Dollar stärken. Da unseres Erachtens aktuell aber andere Faktoren als US-Zinserhöhungen für die Wechselkursentwicklung einflussreicher sind und wir eher von einem leicht schwächeren US-Dollar im Jahr 2018 ausgehen, dürften die Entscheidungen der Fed keinen großen Einfluss auf die Schwellenländeraktienmärkte haben.

These 7: Geringe Verschuldungs- und hohe Profitabilitätskennzahlen garantieren keine Outperformance mehr, Wachstum wird entscheidend.

Unternehmen mit guten Bilanz- und Profitabilitätskennzahlen gehörten in den letzten Jahren zu den Gewinnern. Ein bedeutender Teil der Wertentwicklung geht dabei auf Ausweitungen der Bewertungsmultiplikatoren zurück. Ein Grund für die Bewertungsausweitung waren risikobewusste Investoren, die sich aufgrund immer weiter sinkender Zinsniveaus an den Anleihemärkten zu Umschichtungen gezwungen sahen, um ihre Zielrenditen weiterhin zu erreichen. Da viele profitable Unternehmen mit guten Fundamentalzahlen eine stabile Dividendenrendite und eine relativ geringe Volatilität aufwiesen, dienten diese Titel gewissermaßen als Anleiheersatz. Dementsprechend eng verbunden ist die Outperformance dieser Aktien gegenüber dem breiten Marktindex mit den Renditen auf sichere Staatsanleihen.

Ein weltweites Ende der Niedrigzinspolitik dürfte perspektivisch die hohen Bewertungen der als „stabil" erachteten Aktien unter Druck setzen, denn mit steigendem Zinsniveau erhöht sich auch wieder die Attraktivität von Anleihen. Für das Jahr 2018 erwarten wir nur leicht ansteigende Anleiherenditen. Daher sollte sich der negative Bewertungseffekt in Grenzen halten. Bewertungsausweitungen sind aufgrund des bereits hohen Niveaus aber ebenso unwahrscheinlich. In der Breite dürften die als eher konservativ eingestuften Unternehmen daher eine Wertentwicklung auf Marktniveau vorweisen, eine starke Outperformance wie in den letzten Jahren ist hingegen unwahrscheinlich.



Unternehmen mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten sollten sich aber weiterhin gut entwickeln. Nach den starken Ausweitungen der Bewertungsmultiplikatoren in den letzten Jahren besteht das Hauptrenditepotenzial für viele Aktien in Gewinnsteigerungen. Aktien von Unternehmen mit hohem organischen Wachstum sollten daher den Gesamtmarkt übertreffen können.

These 8: In Europa dürften die Sektoren Industrie und Technologie, in den USA vor allem die Bereiche Rohstoffe, Gesundheit und Versorger zu den Gewinnern zählen. Weltweit sollte der Finanzsektor profitieren können.

Grundlage für die Einschätzung der jeweiligen Sektoren bildet die Position im Konjunkturzyklus. Während wir uns in den **USA bereits im Übergang zum Spätzyklus** befinden, sind die europäischen Volkswirtschaften noch mitten in der Aufschwungphase. Daher dürften auch die Wertentwicklungen der Sektoren dies- und jenseits des Atlantiks etwas unterschiedlich ausfallen. In Europa sollten vor allem zyklische Werte, wie zum Beispiel IT- oder Industrieunternehmen zu den Outperformern gehören. Defensivere Segmente wie Versorger sollten dagegen underperformen. Historisch hat sich aber gezeigt, dass sich die Differenzen zwischen einzelnen Sektoren in Aufschwungphasen insgesamt in Grenzen halten und zudem die statistische Signifikanz gering ist. Vielmehr dürfte die positive Aktienperformance auf den breiten Markt ausstrahlen, sodass Sektorrotationen in Europa weniger Mehrwehrt bringen.

In den USA dürfte das Momentum der konjunkturreagiblen Sektoren aufgrund des bereits fortgeschrittenen Wirtschaftszyklus etwas abnehmen. Ein erstes Signal für den Eintritt in den Spätzyklus wäre eine starke Underperformance des Technologiesektors, der vor allem in frühen und mittleren Aufschwungphasen attraktiv ist. Sollten sich die Anzeichen für das Eintreten in den Spätzyklus in den USA verdichten, dürfte der Energiesektor von der typischerweise hohen Rohstoffnachfrage in dieser Phase profitieren. Ebenso sollten defensive Sektoren wie Gesundheit oder Versorger bei den ersten Anzeichen eines Wendepunkts gefragt sein. Aufgrund des außergewöhnli-

chen Zinsumfeldes dürfte zudem der Finanzsektor von einer allmählichen Normalisierung der Geldpolitik profitieren.

Typisches relatives Sektorverhalten im Wirtschaftszyklus

Institut	Frühe Erholung	Aufschwung	Spätzyklus	Rezession
Finanzen	+	o	o	o
Immobilien	++	o	o	--
Konsumgüter	++	o	--	o
IT	++	+	--	--
Industrie	++	+	o	--
Grundstoffe	o	--	++	-
Basis-Konsumgüter	-	o	+	++
Gesundheit	-	o	++	++
Energie	--	o	++	o
Telekom	--	o	o	++
Versorger	--	-	+	++

Quelle: Fidelity Investments (AART), Leadership Series 10/2016

> These 9: Large Caps werden kleinere und mittlere Unternehmen im Spätzyklus outperformen.

Mit zunehmender Zyklusreife wird es vor allem für kleinere Unternehmen schwierig, ausreichend qualifiziertes Personal zu finden und zusätzliche Wachstumsquellen zu erschließen. Steigende Zinsen sorgen zudem für eine leichte Verschlechterung des Finanzierungsumfeldes, was sich in der Regel zunächst auf die kleineren Unternehmen auswirkt. Da wir hierdurch einen proportional höheren Kostenanstieg für eher kleinere Unternehmen als für größere Konzerne erwarten, sollten sich Large Caps besser als die Mid und Small Caps im Jahr 2018 entwickeln.

Aktienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Aktienquote im Vergleich zu anderen Assetklassen übergewichten

Aktien bieten im Jahr 2018 im Vergleich zu den anderen liquiden Anlageklassen das attraktivste Rendite-Risiko-Profil. Aufgrund des guten Wirtschaftswachstums und den damit verbundenen Gewinnsteigerungen der Unternehmen, erwarten wir trotz der erhöhten Bewertungen einen positiven Performancebeitrag von Aktien im Jahr 2018. Gerade vor dem Hintergrund des mittlerweile sehr asymmetrischen Rendite-Risiko-Profils vieler Anleiheklassen zeigt sich die relative Vorteilhaftigkeit von Aktien. So bieten sichere Staatsanleihen mittlerweile nur noch eine sehr geringe laufende Verzinsung und sehen sich bei einem Reduzieren der Anleiheaufkaufprogramme durch die Zentralbanken dem Risiko steigender Zinsen ausgesetzt. Anleihen mit Bonitätsrisiko werfen zwar noch eine positive Rendite ab, allerdings scheint das Potenzial für Spreadeinengungen weitestgehend ausgeschöpft zu sein. Aktien bleiben demnach die einzige liquide Anlageklasse, in der Investoren noch eine angemessene Risikovergütung erwarten können.

Maßnahme 2: Europäische Aktien gegenüber US-amerikanischen Titeln gleich gewichten

Auf beiden Seiten des Atlantiks profitieren die Unternehmen von der guten Konjunkturlage. US-amerikanische Aktien sind zwar im Falle negativer Nachrichten anfälliger für Bewertungsabschläge, dafür gibt es durch die Steuerreform einen einmaligen Sondereffekt auf die Unternehmensgewinne. Wir erwarten eine etwa gleichgerichtete Wertentwicklung in Europa und den USA. Im weiteren Jahresverlauf sollte aber ein Fokus auf den fortgeschrittenen Konjunkturzyklus in den USA gelegt werden. Auch der von uns erwartete leicht schwächere US-Dollar könnte aus Euro-Investorensicht Performance kosten und sollte daher eng verfolgt werden.

Maßnahme 3: Aktien von Schwellenländern übergewichten

Die Wachstumsdifferenzen zwischen den Staaten der entwickelten Welt und den Schwellenländern dürften aufgrund der fundamentalen Verbesserungen in wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften wieder zunehmen. Die relativ stärkere Zunahme der Dynamik in den Schwellenländern sollte sich auch auf die Aktienmärkte niederschlagen. Hinzu kommt, dass die Bewertungen von vielen Schwellenländermärkten noch vergleichsweise moderat sind. Daher dürften sich die Aktienmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2018 gut entwickeln.

Maßnahme 4: Unternehmen mit starkem Wachstum und angemessener Bewertung übergewichten

Mit Erreichen bzw. Überschreiten des Potenzialwachstums wird es für viele Unternehmen, deren Sektoren kein inhärentes Wachstum aufweisen, schwieriger, Umsatz- und Gewinnsteigerungen zu erzielen. Da das Gewinnwachstum aber gerade im Umfeld gestiegener Unternehmensbewertungen der Haupttreiber der Aktienperformance ist, werden Wachstumstitel wieder interessanter.

Für Aktien mit hoher Bilanzqualität, aber ohne signifikantes Wachstum, deren Bewertung in den letzten Jahren deutlich gestiegen ist, sind weitere Expansionen der Bewertungsmultiplikatoren aufgrund der restriktiver werdenden Geldpolitik und den damit erwarteten leichten Zinsanstiegen unwahrscheinlich. Sie sollten sich maximal auf Marktniveau entwickeln.

Maßnahme 5: In Europa vor allem zyklische Sektoren wie IT und Industrie übergewichten, in den USA eher defensive Sektoren wie Gesundheit oder Versorger bevorzugen

In Europa sollten die Aktienmärkte in der Breite vom dynamischen Aufschwung getragen werden. Als mögliche Outperformer kommen zyklische Unternehmen aus der Industrie und dem Technologiebereich in Betracht.

In den USA ist der Wirtschaftszyklus weiter fortgeschritten. So ist die Unterauslastung der Kapazitäten bereits wieder abgebaut. Das damit einhergehende Risiko einer mittelfristig geringer werdenden Wirtschaftsdynamik dürfte eher defensivere Sektoren wie Gesundheit oder Versorger wieder in den Vordergrund rücken.

Maßnahme 6: Aktien großer Unternehmen gegenüber kleineren übergewichten.

Proportional höher erwartete Kosten dürften die Profitabilitätskennzahlen kleinerer Unternehmen stärker negativ beeinflussen als dies bei größeren Konzernen der Fall ist. Da wir die Gewinnentwicklung als entscheidenden Werttreiber der Aktien im Jahr 2018 sehen, sollte ein geringerer Margendruck den Large Caps zu einer Outperformance gegenüber Small und Mid Caps verhelfen.

Strategiebeitrag Aktien in 2018

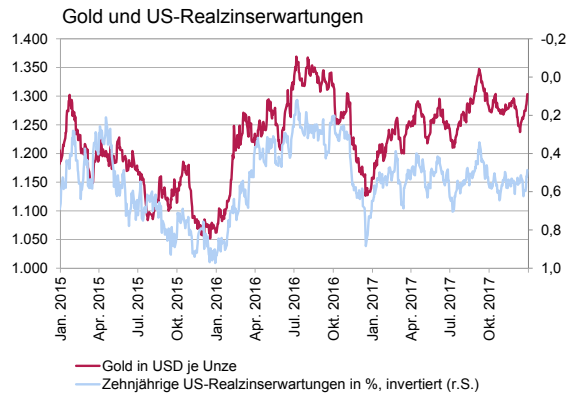
Aktien stellen im Jahr 2018 unter den liquiden Anlagen den wichtigsten Rendite-Baustein im Portfoliokontext dar. Unter Berücksichtigung der Ausschüttungen ist eine Aktienwertentwicklung von acht bis zwölf Prozent realistisch. Die Volatilitäten dürften aber zunehmen.

Rohstoffmarkt: Gemischte Aussichten

> These 1: Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.300 US-Dollar je Feinunze.

Nachdem der Goldpreis in den letzten beiden Jahren jeweils moderate Zuwächse erzielen konnte, sollte in diesem Jahr die Aufwärtsbewegung gestoppt werden und eher eine Seitwärtsbewegung beim Goldpreis einsetzen. Zwar dürfte Gold als **Zufluchtsort für Investoren** gefragt bleiben, da die **Volatilität an den Märkten** nicht auf den tiefen Niveaus des Vorjahres verharren dürfte. Auch die von uns erwartete leichte Abwertung des US-Dollar spricht für Gold. Auf der anderen Seite ist aber mit **höheren Realzinsen** in diesem Jahr zu rechnen.

So forciert in den Vereinigten Staaten die US-amerikanische Notenbank die Zinswende. In diesem Jahr ist mit bis zu drei Zinsschritten um je 25 Basispunkte zu rechnen. Neben der Straffung der konventionellen Geldpolitik steht zudem ein Abbau der Zentralbankbilanz an, indem fällig werdende Anleihen nicht mehr in vollem Umfang am Anleihemarkt reinvestiert werden. Die Notenbank reagiert damit auf die gute konjunkturelle Lage und beginnt mit der Bilanzverkürzung. Insgesamt dürfte das Zinsniveau in den USA durch die Maßnahmen moderat ansteigen. Auf der anderen Seite entwickelt sich die Inflation nur verhalten. Im Ergebnis führt dies dazu, dass das Realzinsniveau ebenfalls ansteigen dürfte. Dies bedeutet aber auch, dass US-Staatsanleihen als Anlagealternative zu Gold relativ gesehen an Attraktivität gewinnen sollten.

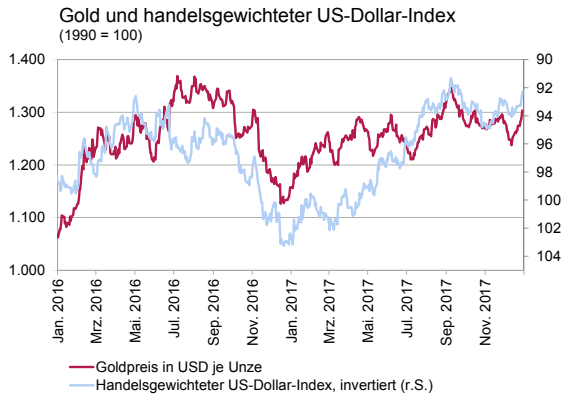


Auch im Euroraum endet in diesem Jahr vermutlich die Phase der ultralockeren Geldpolitik. Die Eurokrise scheint zunächst überwunden zu sein und die konjunkturelle Lage hat sich zuletzt stetig verbessert. So hat der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Mario Draghi, die Wachstumsprognosen für den Euroraum zum Ende des letzten Jahres deutlich angehoben. Gold droht somit Gegenwind, sollten die Zentralbanken von ihrer expansiven, im Krisenmodus operierenden Geldpolitik abrücken und schrittweise zu einem restriktiveren Kurs gelangen.

Auf der anderen Seite dürfte es jedoch an den Kapitalmärkten nicht mit der verblüffenden Ruhe aus dem Vorjahr weitergehen. Stattdessen ist es wahrscheinlicher, dass die **politischen und geopolitischen Unsicherheiten** wieder stärker in das Bewusstsein der Anleger treten. In Europa steht zum Beispiel mit der Parlamentswahl in Italien ein Thema auf der Agenda, das die Nachfrage nach Gold auf hohen Niveaus belassen könnte. Außerhalb Europas sind unter anderem die geopolitischen Risiken im Nahen und Mittleren Osten sowie um Nordkorea zu nennen. Die Politik der USA ist unter Donald Trump unberechenbarer geworden, wie die geplante Verlegung der US-amerikanischen Botschaft nach Jerusalem gezeigt hat.

Auch ohne krisenhafte politische Entwicklungen dürfte die Phase einer ungewöhnlich niedrigen Volatilität, wie sie im letzten Jahr zu beobachten war, enden und einer Normalisierung weichen. Gold würde davon profitieren, wenn die Schwankungen an den Märkten wieder ansteigen.

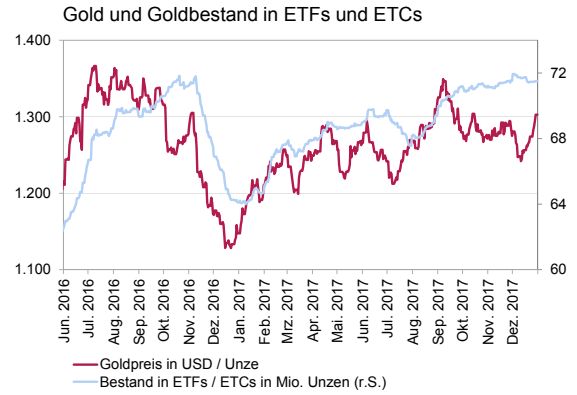
Hinzu kommt, dass mit einer weiteren leichten Abwertung des US-Dollar gerechnet werden kann, was Gold stützen dürfte.



Im Umfeld einer fortgesetzten US-Dollar-Schwäche könnte Gold an Attraktivität gewinnen. Zum einen steigt damit der Wert der Währungen anderer Staaten. Gold-

nachfrager aus diesen Staaten können mit demselben Betrag ihrer Heimatwährung mehr Gold kaufen, da Gold in US-Dollar abgerechnet wird. Dies impliziert eine höhere Nachfrage nach dem gelben Metall, sollte der US-Dollar abwerten. Zum anderen suchen Investoren bei einem Wertverlust der Weltleitwährung US-Dollar nach Anlagealternativen und finden diese unter anderem in Gold. Wobei dieses Argument nur für Anleger gilt, die aus Sicht eines US-Dollar-Investors denken.

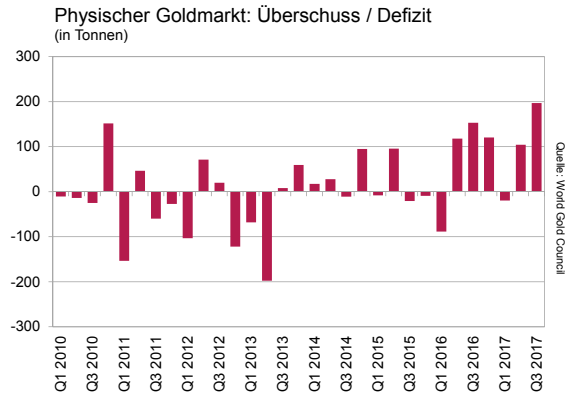
Die stützenden Faktoren sind damit zunächst in der Überzahl. Die Angebots- und Nachfragesituation spricht allerdings eher für einen etwas schwächeren Goldpreis. Zwar konnten die weltweit bekannten Goldbestände, die in ETFs und ETCs allokiert sind, trotz der Goldpreisschwäche am Jahresende zulegen. Hauptursache dafür war sicherlich die Währungskomponente. Angesichts der Abwertung des US-Dollar wurde wie gewohnt in Alternativanlagen wie Gold umgeschichtet.



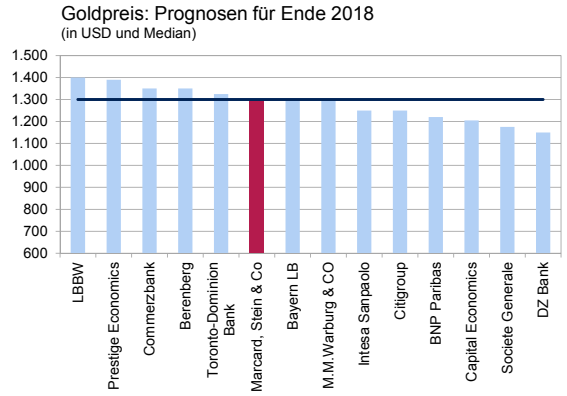
Darüber hinaus haben die Zentralbanken verstärkt Gold nachgefragt. Allen voran stockten die Zentralbanken Russlands, der Türkei und Kasachstans ihre Bestände auf, um ihre Devisenreserven weniger abhängig vom US-Dollar zu gestalten. Angesichts der unberechenbarer werdenden US-amerikanischen Außenpolitik ist damit zu rechnen, dass einige Schwellenländer ihre Devisenreserven noch stärker in Gold umschichten.

Schwach hat sich dagegen die wichtige indische Goldnachfrage entwickelt. Hierfür war vor allem der gesunkene Bedarf der indischen Schmuckindustrie verantwortlich, der im letzten Jahr um 25 Prozent eingebrochen war. Ursache dafür war, dass die Regierung eine Steuer auf Goldmünzen und -barren von 3 Prozent und auf Goldschmuck von 5 Prozent ab Juli letzten Jahres eingeführt hat. Die Politik bekämpft damit die Goldimporte des Landes, denn diese Importe belasten die ohnehin defizitäre indische Leistungsbilanz zusätzlich und entziehen der Wirtschaft Kapital, welches für Investitionen in die Infrastruktur und Industrie zur Verringerung der Armut dringend benötigt wird. Perspektivisch wird die indische Regierung die Goldimporte vermutlich weiter bekämpfen, was angesichts der großen Bedeutung des Landes als weltweit zweitgrößtem Nachfrager keine gute Nachricht für Goldanbieter ist.

Die **rückläufige Nachfrage** trifft auf ein konstant **hohes Goldangebot**. Die Minenbetreiber haben ihr Angebot ausgeweitet und planen zudem für die kommenden Jahre weitere Erhöhungen ihrer Produktion. Dies hat bei rückläufiger Nachfrage dazu geführt, dass der Goldmarkt nach Schätzungen des World Gold Council mittlerweile ein deutliches Überangebot aufweist.

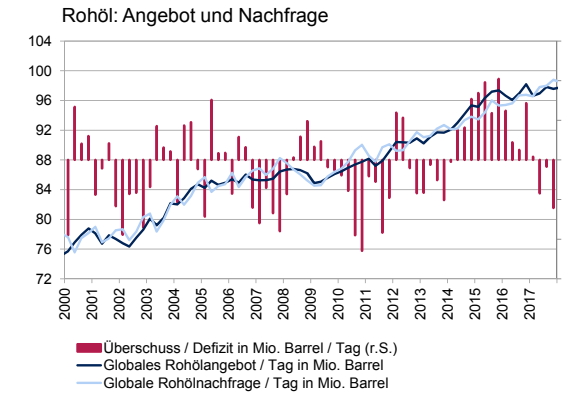


Sollte der US-Dollar weiter abwerten, könnte das bestehende Überangebot absorbiert werden, da viele außerhalb des US-amerikanischen Währungsgebiets ansässige Nachfrager und Investoren ihre Goldkäufe erhöhen könnten. Dies dürfte aber erst mit einem gewissen zeitlichen Verzug erfolgen. In der ersten Jahreshälfte ist daher aufgrund des Überangebots mit Gegenwind für Gold zu rechnen, während in der zweiten Jahreshälfte ein schwächerer US-Dollar wieder für höhere Kurse sorgen könnte.



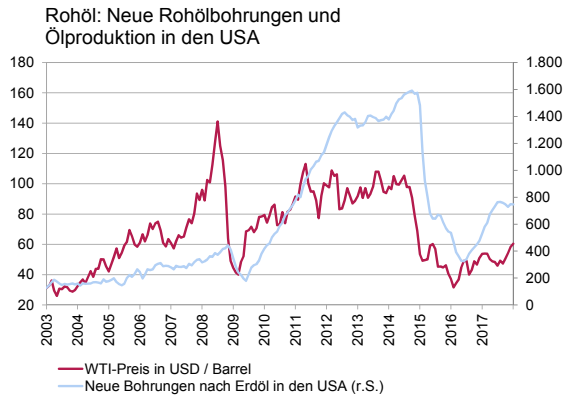
These 2: Der Preis für Rohöl setzt seine Erholung mit vermindertem Tempo fort und liegt am Jahresende bei 65 US-Dollar je Barrel bezogen auf die Sorte WTI.

Die Stimmung am Ölmarkt ist zu Jahresbeginn von Optimismus geprägt. Förderbegrenzungen der OPEC-Staaten und Russlands sowie eine rekordhohe Nachfrage haben die Preise für Rohöl seit der Jahresmitte 2017 stark ansteigen lassen. Auch in diesem Jahr dürfte noch etwas Luft nach oben sein, ohne dass die Bäume in den Himmel wachsen. Die mit den Preisen **ansteigende Produktion der Schieferölproduzenten in den USA** dürfte einen stärkeren Preisauftrieb jedoch abdämpfen.



In den Vereinigten Staaten sorgte bereits das Überschreiten des Preisniveaus von 50 US-Dollar je Barrel der Sorte Brent im Juli 2017 dafür, dass vermehrt neue Bohrungen vorgenommen wurden. Das höhere Preisniveau macht zahlreiche bisher brachliegende Schieferölfelder zusätzlich wieder zu lukrativen Projekten. Die US-Schieferölproduzenten haben zudem durch Effizienzverbesserungen die Förderkosten reduziert. Die Folge ist eine spürbare Ausweitung des Öl-Angebots in den USA. Die Produzenten von Schieferöl erhöhten die Fördermenge um etwa 26 Prozent. Gleichzeitig gingen trotz der spürbaren Angebotsausweitung die zu Jahresbeginn rekordhohen Lagerbestände deutlich zurück und sanken auf Jahressicht um 22,6 Prozent.

Das höhere Angebot sollte auch in diesem Jahr absorbiert werden können, denn die sehr gute konjunkturelle Lage und die Breite des Aufschwungs über fast alle Regionen hinweg dürften die **Nachfrage weiter ansteigen lassen**. Hinzu kommt, dass die OPEC auf ihrem Treffen in Wien am 30. November des letzten Jahres gemeinsam mit zehn weiteren ölproduzierenden Staaten die Verlängerung des Abkommens zur Fördermengenbegrenzung um weitere neun Monate bis Jahresende 2018 beschlossen hat. Das Abkommen sieht vor, die Rohölproduktion um 1,8 Mio. Barrel pro Tag zu drosseln, wovon die OPEC einen Anteil von 1,2 Mio. Barrel pro Tag übernimmt. Der restliche Teil wird von weiteren beteiligten Ölproduzenten und hier insbesondere von Russland übernommen. Die OPEC deckelt damit ihr Produktionslevel weiterhin auf 32,5 Mio. Barrel pro Tag.

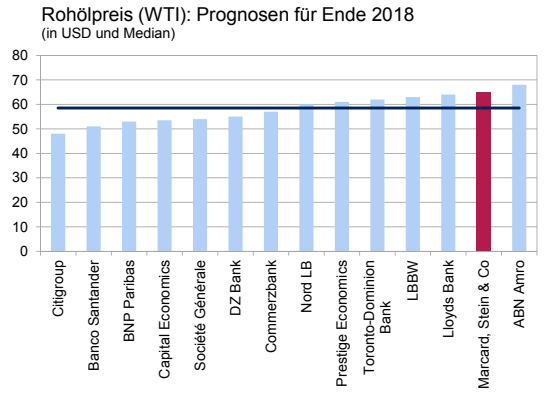


Geopolitische Spannungen, insbesondere zwischen den Öl- und Regionalmächten Saudi-Arabien und dem Iran, könnten zu einem weiteren Preisauftrieb beitragen. Der aktuelle Kronprinz und designierte König Saudi-Arabiens, Mohammed bin Salman, gilt innenpolitisch zwar als Reformer, außenpolitisch vor allem aufgrund seiner harten Haltung gegenüber dem Iran aber als unberechenbar. Ein eskalierender Konflikt zwischen den Erzfeinden Saudi-Arabien und Iran hätte kaum absehbare Auswirkungen auf den Ölmarkt, was eine gewisse Risikoprämie für Öl recht-

fertigt. Beide Länder produzieren zusammen knapp 14 Mio. Barrel Rohöl pro Tag. Dies entspricht gut 40 Prozent der OPEC-Produktion bzw. 14 Prozent des weltweiten Ölangebotes. Der Stellvertreterkrieg zwischen den beiden Staaten im Jemen sowie der Konflikt mit der aus dem Iran gesteuerten Terrormiliz Hisbollah im Libanon sind als ernste Warnzeichen zu interpretieren. Eine weitere Eskalation in der Region könnte zu länger anhaltenden Störungen des Ölmarkts führen.

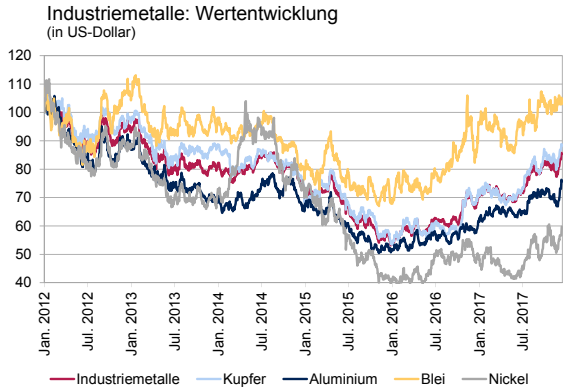
Die von uns erwartete leichte Abschwächung des US-Dollar spricht ebenfalls für etwas höhere Notierungen bei Rohöl. Und auch Spekulanten finden am Terminmarkt für Öl eine optimale Konstellation vor. Denn der **Öltermin-markt notiert in Backwardation**. Dies deutet erstens auf eine zugrundeliegende Knappheit am Ölmarkt hin und ermöglicht Investoren zudem, bei Kontraktwechseln positive Roll-Renditen zu erzielen.

Ein weiterer Anstieg des Preises für Rohöl auf 65 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI erscheint vor diesem Hintergrund möglich zu sein. Ein stärkerer Anstieg darüber hinaus ist jedoch unwahrscheinlich, da die US-Schieferölproduzenten und andere Anbieter auf Preisanstiege mit einer Ausweitung der Förderung reagieren würden und damit das Angebot schnell erhöhen könnten.



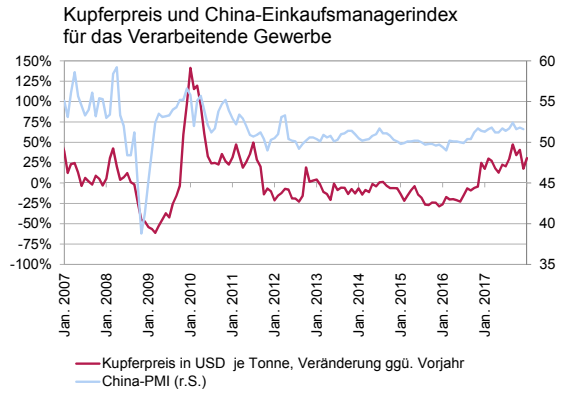
These 3: Die Preise für Industriemetalle werden kaum weiter zulegen können.

Der Preisauftrieb bei Industriemetallen, der seit zwei Jahren zu beobachten ist, dürfte sich in diesem Jahr nicht im gleichen Maße weiter fortsetzen. Zwar geht die globale Konjunktur mit viel Rückenwind in das neue Jahr und die Nachfrage nach Industriemetallen sollte auf hohen Niveaus verharren. Es mehren sich aber die Anzeichen, wonach die Rohstoffproduzenten ihr Angebot, welches im Zuge der Krise an den Rohstoffmärkten im Jahr 2015 massiv eingeschränkt wurde, nun mit Macht wieder ausweiten könnten.



So plant beispielsweise der weltgrößte Rohstoffhändler Glencore, ehemals stillgelegte Minen wieder in Betrieb zu nehmen und mehr Geld in Produktionsanlagen zu stecken. Der Konzern gab bekannt, dass er im Bergbaugeschäft in den kommenden drei Jahren 1,5 Mrd. US-Dollar mehr ausgeben will. Das aufgestockte Investitionsbudget zeugt von der wachsenden Zuversicht des Unternehmens. Auch andere Unternehmen werden wieder optimistischer.

Bezogen auf das wichtigste Industriemetall **Kupfer** wird es zwar auch in diesem Jahr ein Angebotsdefizit geben. Davon geht zumindest die International Copper Study Group (ICSG) aus. Das Defizit soll aber deutlich geringer als im letzten Jahr ausfallen. Die ICSG schätzt, dass am Kupfermarkt ein Angebotsdefizit von noch 104 Tsd. Tonnen bestehen bleiben sollte. Darin unterstellt sie allerdings, dass es Minenausfälle in Höhe von fast 740 Tsd. Tonnen geben wird. Sollte es jedoch zu keinen größeren Produktionsunterbrechungen kommen, würde sich das erwartete Angebotsdefizit schnell in einen Überschuss wandeln. Auch an den Märkten für **Aluminium, Nickel, Zink und Blei** nimmt das Angebotsdefizit ab, was den Preisauftrieb bremsen sollte. Lediglich am Zinnmarkt dürfte sich aus heutiger Sicht das Angebotsdefizit weiter verschärfen.



Die Angebots- und Nachfragerelationen sprechen damit eher für **sinkende Preise bei vielen Industriemetallen**. Das Angebot wächst momentan etwas schneller als die Nachfrage, die aufgrund des synchron laufenden globalen Aufschwungs insgesamt jedoch ebenfalls zulegt. Auch eine Abnahme des Risikoappetits der Anleger, der im Jahr 2017 relativ hoch war, dürfte für temporäre Preisrücksetzer bei vielen Industriemetallen sorgen. Die administrative Bremsung des chinesischen Immobilienbooms könnte die Nachfrage nach Industriemetallen aus dem Reich der Mitte abschwächen, da vor allem für den Immobiliensektor sehr große Mengen an Metallen benötigt werden.

Ein wesentlicher Einflussfaktor dürfte aber auch hier wieder der US-Dollar sein. 2017 hatte die abwertende US-Währung stark zum Anstieg der Preise für Industriemetalle beigetragen. Die von uns erwartete moderate weitere Abwertung des US-Dollar dürfte in diesem Jahr erneut preistreibend wirken. Auch der Trend hin zu elektrisch oder teilelektrisch betriebenen Fahrzeugen führt zu einer zunehmenden Nachfrage beispielsweise nach Kupfer. Insgesamt sehen wir in diesem Jahr aber preistreibende und preismindernde Faktoren als weitgehend ausgeglichen an, so dass wir auf Indexebene kaum noch mit weiteren Preissteigerungen rechnen.

Rohstoffmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Gold sollte neutral gewichtet werden.

Die Aussichten für Gold sind als neutral zu bewerten. Einerseits belastet die Zinswende in den USA, andererseits dürften die politischen Unsicherheiten eher zunehmen. Da auch die Volatilität an den Aktienmärkten kaum auf den tiefen Niveaus des Vorjahres verharren wird, sollte Gold immer wieder in kritischen Marktphasen von verunsicherten Investoren angesteuert werden. Gold hat daher nach wie vor eine wichtige Rolle im Portfolio und dient als Krisenschutz.

Maßnahme 2: Rohöl-Investments sollten neutral gewichtet werden.

Die Aussichten am Rohölmarkt haben sich weiter aufgehellt, das Potenzial für weitere Preisanstiege ist aber begrenzt. Vor allem die rekordhohe Nachfrage spricht für Investments in Rohöl. Die Angebotsausweitung der US-Schieferölproduzenten bremst jedoch den Preisauftrieb. Wenn im Jahresverlauf der Ölpreis die Marke von 65 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI erreicht haben sollte, empfiehlt es sich, Gewinne zu realisieren und die Quote an Ölinvestments zu reduzieren.

Maßnahme 3: Minenwerte sollten neutral gewichtet werden, da kaum weitere Preiserhöhungen bei Industriemetallen wahrscheinlich sind.

Durch den starken Preisauftrieb bei Industriemetallen nehmen die Minenunternehmen verstärkt Förderstätten in Betrieb, die im Zuge der Rohstoffkrise stillgelegt wurden. Dadurch sollte das Angebot schneller als die Nachfrage ansteigen. Vor diesem Hintergrund spricht lediglich der von uns erwartete etwas schwächere US-Dollar für Industriemetalle, was aber für nennenswerte Preissteigerungen kaum ausreichen dürfte. Wir empfehlen, eine neutrale Gewichtung vorzunehmen.

Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2018

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

Da wir keine Inflationsrisiken erkennen können und die Systemrisiken nicht als erhöht bewertet werden, empfehlen wir eine neutrale Gewichtung der Rohstoffkomponente im Portfolio.

Hedgefondsmarkt: Sinnvoller Beitrag zur Risikodiversifikation

Noch immer ist das Wort „Hedgefonds“ bei vielen Anlegern mit einer negativen Konnotation belegt. Dabei werden oft die Kritikpunkte Intransparenz, Illiquidität, Kosten und eine enttäuschende Performance in den letzten Jahren genannt.

Die Industrie hat auf das Misstrauen der Investoren reagiert und bietet heute Produkte an, die im Hinblick auf Transparenz und Regulierung kaum noch von herkömmlichen Investmentfonds traditioneller Anlageklassen zu unterscheiden sind. Die Zeiten, in denen europäische Anleger für alternative Investmentstrategien ihr Geld in intransparente Produkte auf Karibikinseln investieren mussten, sind vorbei. Dies öffnet vielen Anlegern die Türen für eine interessante Assetklasse, deren Wertentwicklung im Portfoliokontext diversifizierend wirken kann.

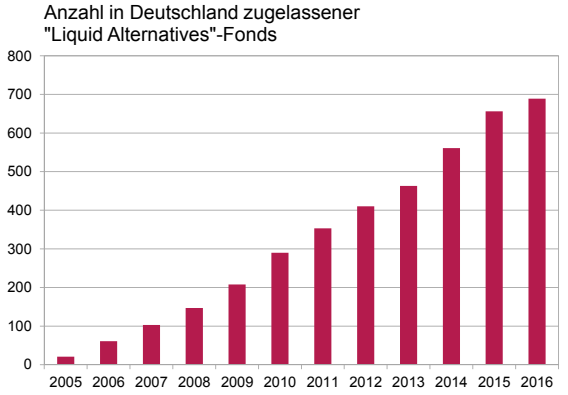
Korrelationsmatrix UCITS-Fonds (Jan 06 bis heute, monatl. Daten)

	Aktien MSCI World	**Anleihen** Barclays Global Agg	**Hedge Fonds** Man. Futures	**Hedge Fonds** Event Driven	**Hedge Fonds** Fixed Income	**Hedge Fonds** Long/ Short Equity	**Hedge Fonds** Global Macro	**Hedge Fonds*** Equity Market Neutral
MSCI World	1,00	0,39	0,38	0,82	0,83	0,90	0,61	0,42
Barclays Global Agg	0,39	1,00	0,43	0,17	0,44	0,27	0,04	0,01
Arbitrage	0,56	0,12	0,31	0,69	0,65	0,66	0,60	0,42
Managed Futures	0,38	0,43	1,00	0,35	0,44	0,44	0,34	0,30
Event Driven	0,82	0,17	0,35	1,00	0,80	0,88	0,71	0,48
Fixed Income	0,83	0,44	0,44	0,80	1,00	0,85	0,65	0,38
Long/Short Equity	0,90	0,27	0,44	0,88	0,85	1,00	0,72	0,57
Global Macro	0,61	0,04	0,34	0,71	0,65	0,72	1,00	0,45
Equity Market Neutral	0,42	0,01	0,30	0,48	0,38	0,57	0,45	1,00

* keine UCITS-Benchmark, Datenquelle: Eurekahedge Indizes

> These 1: Das Volumen an UCITS-Produkten im Hedgefonds-Segment wird weiter zunehmen.

Die etablierten Anbieter von Hedgefonds-Strategien bieten heute ihre erfolgreichsten Produkte auf dem europäischen Markt alternativ zur Offshore-Strategie auch im sogenannten „UCITS-Mantel“ an. Dahinter verbirgt sich ein europäisches Regulierungswerk, welches den Fondsanbietern **strikte Transparenz- und Liquiditätsregeln** auferlegt. So ist zum Beispiel eine Voraussetzung des UCITS-Regelwerks, dass Fondsanteile mindestens zweimal im Monat handelbar sein müssen. In der Realität ist ein Großteil der Hedgefonds im UCITS-Mantel aber wöchentlich, in einigen Fällen sogar täglich handelbar. Zudem unterliegen die Fonds der Aufsicht der europäischen Regulierungsbehörden und müssen daher bestimmte Offenlegungspflichten erfüllen. Als positiver Nebeneffekt der gestiegenen Transparenz lässt sich der Rückgang der durchschnittlichen Kosten von Hedgefonds beobachten. Nach Zahlen von Eurekahedge haben die erhöhte Zugänglichkeit der UCITS-Produkte und deren offene Preiskonkurrenz auch bei Offshore-Produkten zu Preisrückgängen geführt. So lagen die durchschnittlichen Managementgebühren (ohne Performance-Gebühren) selbst bei Offshore-Produkten im Jahr 2017 nur noch bei 1,27 Prozent, nachdem sie zehn Jahre zuvor noch 1,68 Prozent betragen haben.



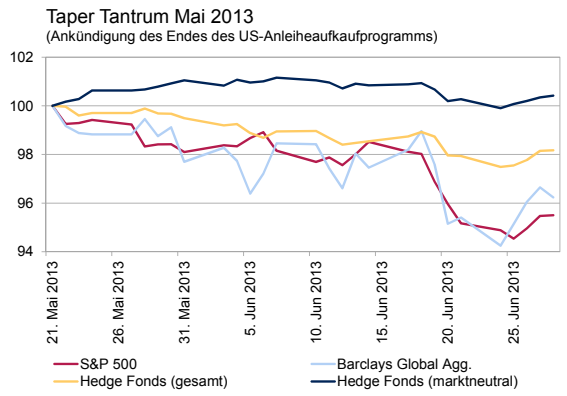
Auch wenn die UCITS-Struktur auf den ersten Blick nur Vorteile bringt, kommt der gestiegene Anlegerschutz jedoch nicht ohne „Nebenkosten“ aus. So werden dem Fondsmanagement Beschränkungen auferlegt, die eine erfolgreiche Umsetzung bestimmter Investmentstrategien erschweren. Hierzu gehören zum Beispiel das Verbot des Einsatzes von Rohstoffderivaten oder aber die strikten Regelungen zu Maximalpositionen im Portfolio. Hierdurch kann im Vergleich zu Offshore-Produkten die Performance geschmälert werden. Nach Zahlen von Feri Trust beträgt der kumulierte Performanceunterschied von Offshore- gegenüber identischen UCITS-Managern seit dem April 2010 bis heute etwa 19 Prozent.

Dennoch **präferieren wir aufgrund der Transparenz die UCITS-Produkte**. Hinzu kommt, dass auch das in den Offshore-Produkten eingesetzte Leverage in den UCITS-Strukturen strengeren Regeln unterliegt. In vielen UCITS-Produkten wird Leverage zudem eher zur Risikosteuerung als zur Performance-Verbesserung eingesetzt.

These 2: Die Beimischung einer Hedgefonds-Quote kann das Rendite-Risiko-Profil verbessern.

In vielen Portfolios sucht man eine Hedgefonds-Quote weiterhin vergebens. Vielmehr bestehen die liquiden Anlagen vieler Investoren immer noch aus reinen Aktien- und Anleiheinvestments. Dabei dienen die Anleihen in der Regel als Portfoliostabilisator, indem sie in schwierigen Marktphasen Aktienmarktrückgänge zumindest teilweise abfedern können und Liquidität bieten.

In der mittleren Frist könnte die Absicherungsfunktion der Anleihen im Portfolio allerdings gestört werden. Der Grund hierfür liegt in der zu beobachtenden Trendumkehr der Zinsentwicklung. Ein wieder eher steigendes Zinsniveau kann zu Situationen führen, in denen sowohl Aktien als auch Anleihen belastet werden. Einen Vorgeschmack lieferte das sogenannte „Taper Tantrum" im Mai 2013, als die US-amerikanische Fed das Ende ihrer Anleihekäufe andeutete und in der Folge sowohl die Anleihe- als auch die Aktienmärkte deutlich verloren. In solchen Marktphasen bietet sich ein **zum Markt unkorreliertes Anlageprodukt** als zusätzlicher Stabilitätsanker im Portfolio an.



Hier kommen Hedgefonds ins Spiel. Wie aus dem Namensbestandteil „Hedge" (Absicherung) hervorgeht, bestand die ursprüngliche Idee von Hedgefonds darin, Renditen zu erzielen, die von der breiten Marktentwicklung abgekoppelt sind. Zwar hat der Markt seit der ersten Lancierung eines Hedgefonds im Jahr 1949 durch A.W. Jones & Co. eine enorme Vielseitigkeit und Breite entwickelt, dennoch ist es auch heute noch das Hauptziel vieler Manager aus diesem Segment, zum Aktien- und/oder Rentenmarkt unkorrelierte Renditen zu erzielen. Die Methoden und Investmentansätze, die im Hedgefonds-Universum anzutreffen sind, könnten unterschiedlicher kaum sein. So können die Strategien zum Beispiel auf bestimmte Unternehmensereignisse (Event Driven), makroökonomische Entwicklungen (Global Macro), Preisineffizienzen (Arbitrage) oder Marktneutralität (Market Neutral) basieren. Der Phantasie sind dabei keine Grenzen gesetzt. Aufgrund der Vielseitigkeit der Manager und der Strategien ist es ebenso schwierig, den Hedgefonds-Bereich zu aggregieren. Da wir die **Diversifikationskomponente** in den Vordergrund stellen, haben wir uns auf die mit den traditionellen Anlageklassen relativ unkorrelierten Hedgefonds-Strategien Equity Market Neutral und Multi Strategy konzentriert. In der Analyse wurde aus diesen Strategien ein gleichgewichtetes Hedgefonds-Portfolio zusammengesetzt und zu einem „Musterportfolio" traditioneller Anlagen hinzugefügt. Dafür wurden die traditionellen Anlageklassen mittels Indizes approximiert und für die Hedgefonds die Indizes von Eurekahedge verwendet, die allerdings nicht auf Indexebene investierbar sind.

Musterportfolio mit Hedgefonds (ohne Währungseffekte)

	Hedgefondsquote in Kombination mit Musterportfolio, monatl. Rebalancing					
	0%	5%	10%	20%	30%	50%
Ertrag seit Januar 2006	196,3%	188,2%	180,2%	164,6%	149,7%	121,5%
Jährlicher Durchschnittsertrag	9,5%	9,2%	9,0%	8,4%	7,9%	6,9%
Volatilität p.a.	10,4%	9,9%	9,5%	8,6%	7,7%	6,0%
Sharpe Ratio (1% risikofrei)	0,82	0,83	0,84	0,87	0,90	0,98
Maximaler Verlust M/M	-14,2%	-13,5%	-12,9%	-11,5%	-10,2%	-7,6%
Maximaler Verlust J/J (rollierend)	-33,8%	-32,4%	-31,1%	-28,2%	-25,3%	-19,3%
Negative Monate (in %)	31,5%	30,8%	30,8%	28,7%	28,0%	28,0%

Musterportfolio: 20% MSCI World, 35% Barclays Global Agg, 9% GSCI Global Commodities, 20% S&P Global REIT, 13% S&P LPE, 3% EONIA - Hedge Fonds Indizes von Eurekahedge

In der Vergangenheit hätte eine zusätzliche Hedgefonds-Quote das Rendite-Risiko-Profil des Musterportfolios verbessert. Der Haupteffekt konzentriert sich dabei auf eine Reduktion des Portfoliorisikos. Da die ausgewählten Hedgefonds-Strategien andere Profile aufweisen als die traditionellen Anlagen, stellt die Hedgefonds-Quote einen zusätzlichen, unkorrelierten Portfoliobaustein dar. Die Höhe der Rendite liegt dabei in guten Marktphasen bei konservativen Hedgefonds-Strategien unter der am Aktienmarkt. Auch zeigen Anleihen als Anlageklasse in vielen Marktphasen eine bessere Risikovergütung als dies bei Hedgefonds der Fall sein mag. Die Vorteilhaftigkeit der Hedgefonds-Quote ergibt sich daher aus den Diversifikationseffekten im Portfoliokontext.

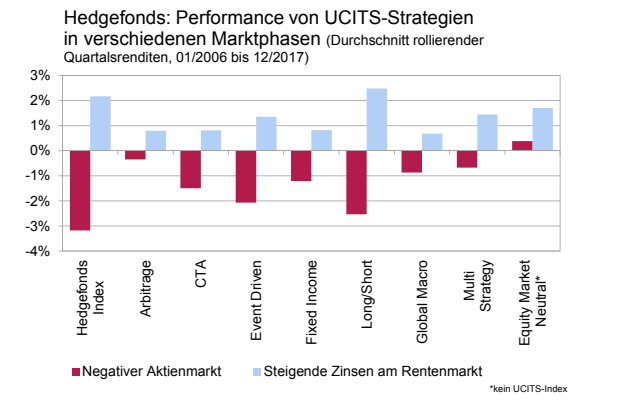
Institutionelle Investoren setzen schon seit längerem auf die Diversifikationseigenschaften von Hedgefonds. So hat der 27 Milliarden US-Dollar schwere Fonds der Universität Yale eine strategische Hedgefonds-Quote von 25 Prozent. Perspektivisch dürften die Vorteile der Hedgefonds-Quote aufgrund der von uns erwarteten Zinsentwicklung und der damit verbundenen schwachen Performance von Renten in den nächsten Jahren noch ersichtlicher werden.

These 3: Ein Portfolioansatz zur Hedgefonds-Investition verringert die Abhängigkeiten von einzelnen Managern und Marktphasen.

Auch wenn das Hedgefonds-Universum durch eine enorme Vielseitigkeit an Strategien geprägt ist, hängt eine positive Performance bei diesen alternativen Anlageprodukten besonders von den Fähigkeiten des Fondsmanagements ab. Dies lässt sich am Beispiel eines marktneutralen Aktienfonds, der auf paarweisen Positionen basiert, veranschaulichen. In einer solchen marktneutralen Strategie kauft der Fondsmanager Aktien, Sektoren oder Märkte, von denen er eine Outperformance erwartet. Gleichzeitig werden Titel, Branchen oder Marktindizes leerverkauft, von denen eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung erwartet wird. Dabei wird das Portfolio-Beta, also die Abhängigkeit vom Gesamtmarkt, nach Möglichkeit bei null gehalten. Breite Marktbewegungen sind für eine solche Strategie irrelevant, da sich die Bewegungen, die mit der Marktentwicklung zusammenhängen, bei den gekauften und den leerverkauften Positionen ausgleichen. Die Performance kommt einzig dadurch zustande, dass der Manager gute und schlechte Investments im Voraus identifizieren kann und somit in der relativen Allokation dieser Titel die richtigen Entscheidungen trifft.

Da jedoch selbst die talentiertesten Manager nicht immer richtig liegen können, sollte auch im Bereich der Hedgefonds auf eine gewisse **Diversifikation über die Manager** geachtet werden. Hinzu kommt, dass einzelne Hedgefonds-Strategien in verschiedenen Marktphasen unterschiedliche Rendite-Risiko-Eigenschaften aufweisen.

Die Wertentwicklungen der einzelnen Hedgefonds-Strategien in unterschiedlichen Aktien- bzw. Rentenmarktphasen zeigen, dass die meisten Ansätze die Marktbewegungen in den unterschiedlichen Marktphasen kaum nachvollziehen. Am attraktivsten aus Diversifizierungsgesichtspunkten zeigen sich die marktneutralen Strategien, die in der Breite sowohl in schwachen Aktien- als auch in negativen Rentenphasen eine Positivrendite aufweisen. Auf Unternehmensereignisse fokussierte Fondsansätze (Event Driven) sowie Long/Short Equity-Fonds haben aufgrund ihres tendenziell positiven Markt-Exposures hingegen eher aktienmarktähnliche Charakteristika.

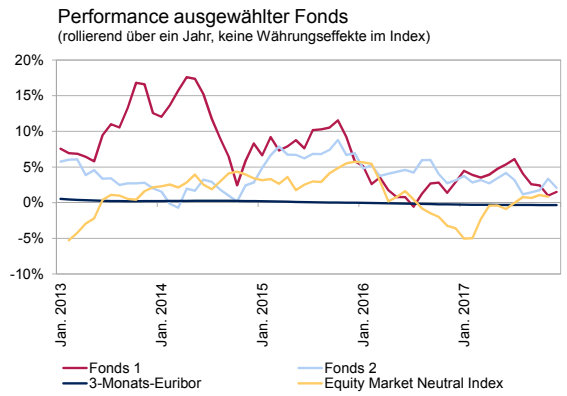


Konservative und langfristig orientierte Buy-and-Hold-Investoren sollten zur Risikodiversifikation vor allem die zum Aktien- und Rentenmarkt gering korrelierten Strategien wählen. Alternativ gibt es zudem Hedgefondsanbieter, die bereits einen sogenannten Multi-Strategy-Ansatz betreiben und die einzelnen Strategien auf Fondsebene kombinieren. Auch hier gibt es Anbieter, die Marktneutralität anstreben. Der Portfolio-Ansatz dürfte die Einzelselektion von Fonds über die längere Frist schlagen. Dabei sollte aber eine gezielte Auswahl erfolgen und eine gewisse Managerkonzentration nicht unterschritten werden, da sonst lediglich der breite Markt abgebildet wird.

These 4: Im Hedgefonds-Bereich kommt der Manager-Selektion eine hohe Bedeutung zu.

Da sich viele Hedgefonds-Ansätze dem Ziel verschrieben haben, reines Alpha, d.h. marktunabhängige Renditen, zu generieren, sind die **Fähigkeiten des Fondsmanagements** in der Umsetzung der Strategie noch wichtiger als bei reinen Aktien- oder Anleihemanagern. Denn während Assetmanager der klassischen Anlageklassen auch bei schlechten Anlageentscheidungen in Jahren mit guter

Marktentwicklung oft dennoch eine positive absolute Rendite vorweisen können, ist dies bei Hedgefonds und hier vor allem bei marktneutralen Strategien aufgrund des fehlenden Markt-Exposures nicht der Fall. Umso wichtiger ist es daher, bei der Managerauswahl genügend Sorgfalt walten zu lassen und tief in die Investmentprozesse einzudringen. Gute Hedgefonds-Manager schaffen es dabei, fast kontinuierlich ihre Benchmark zu schlagen, wie im folgenden Beispiel gezeigt wird. Dargestellt sind zwei von uns selektierte marktneutrale Fonds, die über einen rollierenden Zwölfmonatszeitraum in den letzten fünf Jahren bis auf wenige Ausnahmen immer eine positive Rendite erzielt haben. Zudem wurde auch der Vergleichsindex aus marktneutralen Strategien über den Großteil des Betrachtungszeitraums outperformt.



Fonds mit einer sehr guten Historie sind allerdings oft nicht mehr investierbar. Denn erfolgreiche Manager sind sehr gefragt und die Strategien nur bis zu einem gewissen Volumen umsetzbar.

Hedgefonds: Maßnahmen

Maßnahme 1: Einsatz von Hedgefonds zur Volatilitätsreduktion im Portfolio.

Aufgrund des erwarteten Endes der ultra-expansiven Geldpolitik dürften Anleihen unter Druck geraten. Bei einem zu starken Anstieg der Renditen können Aktien ebenso Verluste aufweisen. Als zusätzliche Diversifikation bieten sich marktneutrale Hedgefonds in solchen Marktphasen an.

Marktneutrale Strategien gehören im Hedgefonds-Bereich zu den konservativsten Ansätzen der Alpha-Generierung. Die Volatilitäten der erfolgreichen Fonds, die ohne größere Fremdkapitalhebel auskommen, liegen in etwa auf dem Niveau von Anleihen. Zudem kann ein marktneutraler Ansatz konzeptionell in jeder Marktphase eine positive Rendite erzielen. Ähnliche Rendite-Risiko-Profile lassen sich bei Multi-Strategy-Ansätzen beobachten, die mit einem Fokus auf die Risikosteuerung verschiedene Hedgefonds-Strategien kombinieren. Für konservative Anleger eignen sich diese beiden Ansätze daher besonders.

Maßnahme 2: Hedgefonds über ein konzentriertes Portfolio von selektierten Managern investieren.

Da Hedgefonds kaum an generellen Marktentwicklungen partizipieren, sind die Fähigkeiten der jeweiligen Manager für die Wertentwicklung das allesentscheidende Kriterium. Um die Abhängigkeiten zu einzelnen Managern zu reduzieren, sollten mehrere Investitionsvehikel gewählt werden. Da die Vorteilhaftigkeit einzelner Strategien sich mit Wechseln des Marktregimes ebenso ändern kann, lohnt es sich zusätzlich nicht nur über einzelne Manager, sondern auch über verschiedene Hedgefonds-Strategien hinweg zu streuen.

Maßnahme 3: Die Managerauswahl sollte professionell durchgeführt werden.

Die meisten Hedgefonds-Strategien sind recht komplex. Zur Einschätzung des Risikos sowie der zu erwartenden Performance bedarf es einer tiefgreifenden Analyse der eingesetzten Instrumente. Die Selektion sollte daher in einem professionellen Rahmen erfolgen. Für Privatanleger ist zudem der Zugang zu vielen erfolgreichen Hedgefonds beschränkt und nur über bereits bestehende Kontakte oder Geschäftsbeziehungen möglich.

Strategiebeitrag Hedgefonds in 2018

Hedgefonds eignen sich zur Diversifikation im Portfolio. Vor allem in Phasen fallender Aktien- und Rentenmärkte können gute Manager einen Mehrwert liefern. Die Bedeutung von Hedgefonds dürfte bei wieder steigenden Zinsen noch zunehmen. Wir empfehlen ein leichtes Übergewicht von Hedgefonds. Die von uns präferierten eher konservativen Strategien leisten dabei einen Rendite-Beitrag von zwei bis vier Prozent.

JAHRESAUSBLICK 2018: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

These 1: Deutsche Immobilienmärkte – Preise dürften noch weiter zulegen.

Selten in der Vergangenheit war der **Einfluss der Politik** auf die Entwicklung an den Immobilienmärkten so groß wie heute. Die Tendenzen in Richtung Autokratien in Ländern wie der Türkei und Russland, Kriegsrhetorik zwischen Nordkorea und den USA mit Auswirkungen auf die ostasiatische Region, die politische Instabilität der nordafrikanischen Länder, der Bürgerkrieg in Syrien, antidemokratische Entwicklungen in Polen und Ungarn – all diese Entwicklungen verunsichern Investoren. Die investierbare Welt ist für institutionelle Investoren in den letzten Jahren deutlich kleiner geworden.

Des Weiteren hat die **Zinspolitik der Zentralbanken** massive Effekte auf das Investorenverhalten, was bereits seit einigen Jahren zu deutlichen Verschiebungen von Kapital aus den Renten- in die Immobilienmärkte geführt hat. Während die US-Notenbank den Leitzins bereits seit Ende 2016 spürbar angehoben hat und für 2018 weitere Zinsschritte zu erwarten sind, wird der EZB-Leitzins voraussichtlich noch bis ins Jahr 2019 hinein bei null Prozent verbleiben. Ausgehend von den Leitzinserhöhungen in den USA wären Effekte auf die Anleihemärkte und die Finan-zierungszinsen im Euroraum zu erwarten gewesen, sind aber kaum eingetreten.

Addiert man beide Zusammenhänge, dann ist Deutschland innerhalb der investierbaren Welt nicht nur ein Stabilitätsgarant, sondern auch ein konjunktureller Wachstumsmotor mit einer Vielzahl potenzieller Investitionszielmärkte und mit günstigen Rahmenbedingungen für die Finanzierung von Immobilieninvestitionen. Dank einer starken Beschäftigungsentwicklung steigt die Büromietflächenabsorption in den deutschen Metropolen, legen die Mietpreise zu, erhöhen sich die Übernachtungszahlen im deutschen Beherbergungsgewerbe, steigen die Logistik-Umsätze und nimmt der Konsum der privaten Haushalte zu.

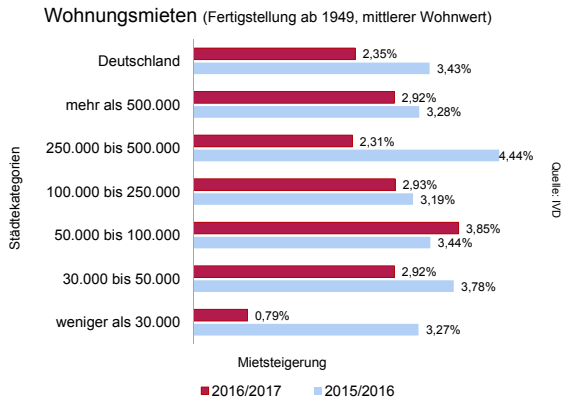
Wir erwarten fortgesetzt hohe Kapitalzuflüsse in den deutschen Immobilienmarkt, auch aus internationalen und globalen Kapitalquellen. Aufgrund eines limitierten Angebotes an verfügbaren investmentfähigen Immobilien kann der zunehmende Wettbewerb nur über **weiter steigende Preise** kanalisiert werden. Wir verabschieden uns mit dieser Top-Down-Argumentation von unserer stärker fundamental angelegten Analyse der letzten Jahre, die in erster Linie den Zusammenhang von operativen Überschüssen aus Immobilieninvestitionen nach Kosten in den Vordergrund rückte. Anders ausgedrückt: Wir haben Zweifel, dass alle Investitionen, die im laufenden Jahr 2018 auf Grundlage nochmals höherer Einkaufspreise getätigt werden, die Erwartung an laufende Überschüsse werden erfüllen können. Wir glauben aber, dass dieser Zusammenhang bei vielen Investoren aktuell nicht im Vordergrund bei der Investitionsentscheidung steht.

These 2: Die Wohnungsmieten werden weiter steigen, allerdings mit abgeschwächter Dynamik.

Vor dem Hintergrund einer zuzugsbedingt hohen Nachfrage nach Mietwohnraum in Verbindung mit einer Neubautätigkeit, die seit Jahren hinter dem Bedarf zurückbleibt, sind die Mieten in den deutschen Groß- und Mittelstädten in den letzten Jahren stark angestiegen. Maßnahmen vonseiten der Politik, die ergriffen wurden, um der erhöhten Preisentwicklung entgegenzuwirken, blieben bislang ohne nachhaltigen Effekt. Die im Jahr 2015 in Kraft gesetzte **Mietpreisbremse** ist inzwischen nicht nur in der Politik und Wirtschaft umstritten, sondern auch in der Bevölkerung selbst. Marktteilnehmer äußern Bedenken, dass die Mietpreisbremse zu einer geringeren Investitionsbereitschaft in den Wohnimmobilienmarkt führt. Darüber hinaus haben bereits die Landgerichte Berlin und München Zweifel an der Rechtmäßigkeit der Mietpreisbremse geäußert. Nachdem eine für das vergangene Jahr erwartete Verschärfung der Mietpreisbremse ausblieb, sind weitergehende regulative Eingriffe in den Mietmarkt vorläufig davon abhängig, wie sich eine kommende Regierungskoalition hier positioniert.

Gute wirtschaftliche Rahmendaten insbesondere in den Ballungsregionen und Großstädten führen zu einer fort-

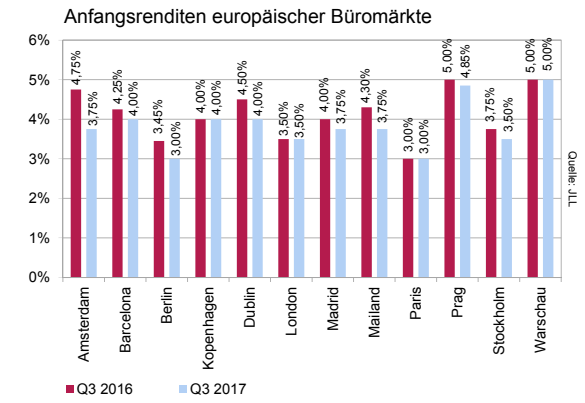
gesetzt hohen Nachfrage nach Wohnraum. Trotz eines abgeschwächten Flüchtlingszustroms kommt es weiterhin zu Zuzügen aus der Provinz und dem Ausland. Aus der wachsenden Nachfrage nach Wohnraum resultiert ein hoher Bedarf an Neubautätigkeit. Hier werden die von den Kommunen gesetzten Ziele regelmäßig verfehlt und die tatsächlichen Fertigstellungen, die den Mietwohnungsmarkt entlasten würden, bleiben hinter den Erwartungen zurück. Dennoch sind leichte Steigerungen in der Bauaktivität zu erkennen, was sich langfristig in einem abgeschwächten Mietpreiswachstum ausdrücken könnte. Darüber hinaus kann das bereits sehr hohe Mietniveau und die Tatsache, dass die Menschen mittlerweile einen großen Teil ihres Einkommens für Mietzahlungen aufbringen, die Mietpreisentwicklung zusätzlich dämpfen. Eine Verlangsamung der Mietpreisanstiege lässt sich bereits für die vergangenen Jahre feststellen. Deutschlandweit lag der Mietpreisanstieg in den Jahren 2016/2017 bei lediglich 2,35 Prozent, während er in den Jahren 2015/2016 bei 3,43 Prozent lag.



Vor dem Hintergrund einer bisher weitestgehend wirkungslosen Regulierung der Mietwohnungsmärkte und der aktuellen gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Entwicklungen erwarten wir eine weiterhin positive Mietpreisentwicklung, jedoch mit einer etwas schwächeren Dynamik als zuletzt.

> These 3: Eine Outperformance der (west-) europäischen Metropolen gegenüber den deutschen Metropolen ist nicht zu erwarten.

Die europäische Investmentlandschaft wird in Bezug auf Gewerbeimmobilien klassisch von London und Paris dominiert. Hinzu kommen die deutschen Metropolen, die, angeführt von **Berlin**, 2017 zusammengenommen das meiste des auf Europa entfallenden Investorenkapitals vereinnahmen konnten. Ein Investor, der planmäßig größere Anlagevolumina in europäische Immobilien investieren will, kommt unabhängig von Marktphasen an diesen Standorten nicht vorbei. Unsere Frage lautet aber vielmehr, ob es unter den europäischen Ländern gegebenenfalls Sondersituationen oder zyklische Verschiebungen gibt, die für Investitionen ausgenutzt werden können. Um die Antwort vorweg zu nehmen: Das Gros der europäischen Immobilienmärkte schwingt weitgehend im zyklischen Gleichklang. Auf Grundlage einer positiven konjunkturellen Dynamik und der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken haben nahezu alle Märkte die Vorkrisenniveaus in Bezug auf Anfangsrenditen bzw. Immobilienpreise weit hinter sich gelassen und bewegen sich auf Allzeithochs. Ein Blick auf die aktuellen Anfangsrenditen zeigt, dass alle führenden westeuropäischen Büromärkte Anfangsrenditen unterhalb von 4 Prozent aufweisen, angeführt von Berlin und Paris mit Anfangsrenditen von lediglich 3 Prozent. Die Mietpreisdynamik ist nach teils kräftigen Anstiegen in 2016 gegen Ende des Jahres 2017 an den meisten Standorten zurückgegangen, sodass insgesamt das Bild eines spätzyklischen (west-) europäischen Immobilienmarktes gezeichnet werden kann.



In Folge des Brexit-Votums lohnt **London** einen genaueren Blick: Eine Abschwächung der Konjunktur, eine Abwertung der Währung, importierte Inflation und als Gegenmittel eine Anhebung der Leitzinsen (sowie eine hohe Wahrscheinlichkeit für weitere Zinsschritte in 2018) bilden die Rahmenbedingungen für die Entwicklung des Londoner Immobilienmarktes. Am Beispiel des Londoner Büro-

marktes zeigten sich zuletzt eine verhaltene Flächennachfrage und leicht steigende Leerstände bei tendenziell fallenden Mieten. Auf dem Investmentmarkt hingegen hat sich London nach deutlichen Rücksetzern im Jahr 2016 im vergangenen Jahr spürbar erholt. Die Anfangsrenditen haben nur geringfügig korrigiert und weisen weiterhin ein sehr niedriges Niveau auf. Schaut man etwas tiefer hinein, stellt man aber fest, dass einige wenige Großtransaktionen von Kapitalsammelstellen aus Übersee die Transaktionsstatistik stark beeinflusst haben. Im kleinteiligeren Investmentgeschäft ist die Aktivität derzeit sehr verhalten, viele Investoren warten ab, da sie die Entwicklung aktuell kaum einschätzen können. Festhalten lässt sich für Großbritannien allgemein und für London im Besonderen eine abweichende Zyklik gegenüber den anderen europäischen Märkten. Während die meisten Märkte sich eher in einer reifen bis ausgehenden Wachstumsphase befinden, ist Großbritannien bezogen auf den Immobilienzyklus in einer Schrumpfungsphase. Erst wenn die EU-Austrittsverhandlungen eine halbwegs belastbare Prognose für die zukünftige Positionierung Großbritanniens im Verhältnis zu seinen europäischen Nachbarn zulassen, dürfte der richtige Zeitpunkt für einen Einstieg in einen dann weiter korrigierten Markt gegeben sein. Hiermit ist nicht vor 2019 zu rechnen. Im Langfristausblick dürfte London seine Stellung als Global City behaupten. Dies dürfte auch die Logik hinter den jüngsten Großtransaktionen gewesen sein.

These 4: Immobilienmarkt USA – Mieten und Preise dürften etwas nachgeben.

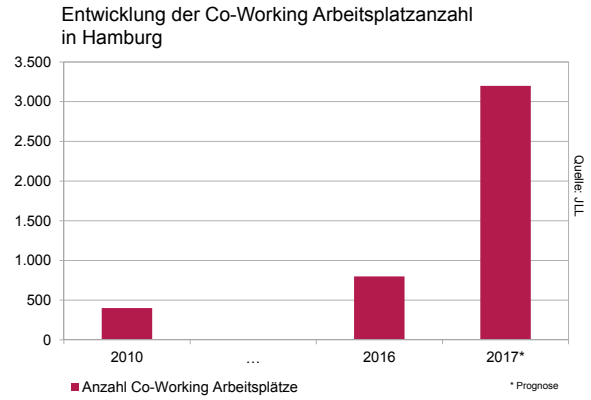
Nach langen Jahren aufwärts gerichteter Märkte haben im Jahr 2017 sowohl die Büromärkte als auch die Mietwohnungsmärkte der USA ihren **Zenit überschritten**. Bedingt durch eine starke Ausweitung der Neubauproduktion war zuletzt in beiden Marktsegmenten ein Anstieg der Vermarktungszeiten für freie Mietflächen und auch der Leerstandsquoten zu verzeichnen und die Mietpreisdynamik ging spürbar zurück. Investoren legen zunehmend Zurückhaltung an den Tag. Nach Zahlen von Jones Lang LaSalle lag das Volumen gewerblicher Immobilientransaktionen im dritten Quartal 2017 23 Prozent unter dem Volumen des Vorjahrs, bzw. 15 Prozent unterhalb, wenn man die ersten drei Quartale 2017 berücksichtigt. Zugleich hat sich der Preistrend in den wichtigsten US-Märkten im Jahresverlauf umgekehrt. Immobilien sind im Schnitt etwas günstiger geworden als zwölf Monate zuvor. Dies geht einher mit einer strengeren Kreditvergabe der Banken, was ein Indiz für die vorsichtige und abwartende Positionierung von Marktakteuren ist. Sicherlich bleibt auch die geldpolitische Normalisierung nicht ohne Einfluss auf das Investorenverhalten. Weitere Leitzinsanstiege sind zu erwarten und dürften mittelfristig auch dämpfend auf die Konjunkturentwicklung wirken. Zugleich steigen die Finanzierungskosten und Alternativanlagen gewinnen für Investoren an Attraktivität. Für Investoren aus dem Ausland droht aus der Entwicklung des Wechselkurses weiteres Ungemach, denn kurz- bis mittelfristig dürfte der US-Dollar gegenüber dem Euro weiter abwerten, eine denkbar schlechte Rahmenbedingung für ein Engagement am US-Immobilienmarkt. Positives Überraschungspotenzial für die Entwicklung der Gewerbeimmobilienmärkte bietet hingegen die im Dezember 2017 verabschiedete Steuerreform. Die massive Senkung der Unternehmenssteuern dürfte sich mittelbar in steigenden Flächenabsorptionen der US-Unternehmen niederschlagen. Wir glauben dennoch, dass die Mehrzahl der US-Märkte nicht vor 2019 nach einem Abbau der Überkapazitäten wieder auf einen Wachstumspfad einschwenken wird. Aufgrund der herausragenden Größe und Transparenz bleiben die Metropolen der USA jedoch für internationales Kapital ein immens wichtiger Investitionsmarkt. Unter den Top 20 Standorten für Immobilieninvestitionen weltweit waren die USA auch im Jahr 2017 mit zehn Metropolen vertreten.

These 5: Veränderungen in der Arbeitswelt – Co-Working wird als Treiber der Büroflächennachfrage weiter an Bedeutung gewinnen.

Mit dem Wandel der Arbeitswelt verändert sich die Art und Weise, wie und wo gearbeitet wird. Die Globalisierung hat insbesondere bei den unternehmensnahen Dienstleistungen zu einer global arbeitsteiligen Organisation von Arbeit geführt. Die hierarchische Organisation von Arbeit im Rahmen klassischer Unternehmen löst sich zunehmend auf. Flexibilität in Bezug auf Zeit, Ort und Organisationsform ist das bestimmende Schlagwort. Spezialisten, zunehmend auf selbstständiger Basis, vernetzen sich zeitlich befristet, um ein gemeinsames Projekt zu bearbeiten.

Phasen einer intensiven räumlichen Zusammenarbeit wechseln sich mit Zeiten ab, in denen jeder für sich Bausteine zum Gesamtergebnis entwickelt. Zwangsläufig weichen die Anforderungen an die Arbeitsumgebung fundamental vom klassischen Zellen-, Gruppen- oder Großraumbüro ab, wie wir es in verschiedenen Ausprägungen seit der Industrialisierung kennen.

In den Statistiken der Büromietflächenumsätze taucht seit wenigen Jahren eine Nutzergruppe am Markt auf, die auf die veränderten Anforderungen dieser Arbeitsnomaden reagiert: Nach Angaben von Grossmann und Berger erreichten Anbieter von Co-Working-Flächen bzw. Business-Center-Betreiber in den führenden deutschen Metropolen im vergangenen Jahr 2017 einen Anteil am Büroflächenumsatz von rund 5 Prozent. Noch interessanter dabei ist aber die Dynamik. Das Mietflächenvolumen dieser Nutzergruppe verdreifachte sich gegenüber dem Vorjahr. Nach Schätzungen von Jones Lang LaSalle werden bis zum Jahr 2030 ca. 30 Prozent aller Büroflächen weltweit **flexible Büroflächenkonzepte** berücksichtigen.



Nachdem sich Sharing-Konzepte wie Car- oder Wohn-Sharing in unserer Gesellschaft etabliert haben, folgt mit Co-Working ein Konzept, das die Kultur des Teilens (Sharing Economy) in unsere Arbeitswelt bringt. Co-Working Spaces beschreiben ein Flächenkonzept, bei dem üblicherweise ein Betreiber, der als Globalmieter einer zusammenhängenden Bürofläche auftritt, diese dann wiederum voll ausgestattet kleinteilig und zeitlich befristet an viele einzelne Nutzer (Selbstständige, Teams, Projektgruppen) untervermietet und bei Bedarf weitere Infrastruktur wie Konferenzsysteme, Assistenz, IT etc. zur Verfügung stellt. Dabei liegt ein besonderes Augenmerk darauf, vielfältige Möglichkeiten für einen informellen Austausch auch zwischen den verschiedenen Nutzern und Nutzergruppen der Flächen zu schaffen. Idee ist es, dass aus der gegenseitigen Befruchtung von Kreativarbeitern wieder neue Projekte und Geschäftsansätze entstehen. Der Austausch untereinander und der Wissensaustausch mit Leuten aus anderen Branchen ist ein wesentlicher Mehrwert, den zunehmend auch große Unternehmen wie Airbus, Mercedes oder Beiersdorf nutzen, um Impulse für die eigenen Innovationsabteilungen zu erhalten.

Zu den großen Co-Working Anbietern in Deutschland gehören Unternehmen wie Design Offices und Mindspace. Das erst wenige Jahre alte US-amerikanische Start-Up WeWork gehört mit einer Marktbewertung von über 20 Milliarden Dollar mittlerweile zu den höchstbewerteten Start-Ups weltweit. Das Unternehmen plant für 2018 am Potsdamer Platz in Berlin auf 15 Stockwerken und 13.000 Quadratmeter Fläche eines der größten Co-Working Center Deutschlands. Dass hinter den Geschäftsmodellen der Co-Working Anbieter mehr steckt als nur die Untervermietung von flexiblen Arbeitsplätzen, lässt das Unternehmenskonzept von WeWork erahnen. Der Fokus der Unternehmung liegt darin, **Big Data und Immobilien zu kombinieren**. Der unsichtbare Datenschatz, den die Mieter dem Unternehmen zur Verfügung stellen, wird verwendet, um das individuelle Nutzerverhalten und Nutzerbedürfnis zu analysieren und das Dienstleistungsangebot noch passgenauer auf den Kunden zuschneiden zu können. In einem Co-Working-Space sammelt sich eine enorme Menge an Know-how. Ein großes Potenzial sehen die Betreiber im Verkauf der gewonnen Daten an Unternehmen, die ein besonderes Interesse daran haben zu verstehen, wie die innovativen Co-Worker sich verhalten und arbeiten, um die Kenntnisse im eigenen Unternehmen zu nutzen.

Treiber der Entwicklung des Co-Working aus Betreiber- und Nutzersicht

Betreiber	Nutzer
▪ Befriedigung der Nachfrager nach flexiblen Arbeitswelten bzw. Nutzungsmöglichkeit im stylischen Ambiente mit hohem Netzwerkgedanken ▪ Erzielung von hohen Mieten als gewerblicher Zwischenvermieter ▪ Anbindung von Kontingentmietern wie Großkonzerne, Verlage oder Beratungs-unternehmen, die keine stationären Büroflächen benötigen ▪ Aufbau einer standortunabhängigen Kundenbindung über Club-Mitgliedschaften ▪ Ansprache einer breiten Netzwerk-/ Kundenklientel: Industrieunternehmen, Banken, Großkonzerne, Werbung, Entrepreneurship, Start ups, Kreativität, IT, Marketing ▪ Kombination von weiteren Nutzungs-wünschen wie Restaurant, Mobilitäts-management, Reisebuchungen, Konferenzdiensten, Firmen-/ Produkt-präsentationen ▪ Datensammlung und Auswertung im Rahmen von „Big Data“ ▪ Entwicklung von einem Zwischenvermieter zur globalen Geschäftsplattform	▪ Effizienzsteigerung und Kostensenkung ▪ Steigerung der Kreativität und interdisziplinäre Vernetzung ▪ Sogenannte Kontingentmieter wie Großkonzerne lagern Bereiche in die kreativen Werkstätten aus ▪ Große Anbieter bieten ein nationales und internationales Standortnetzwerk mit Club- Mitgliedschaft ▪ Attraktiver Arbeits- und Meetingpoint in Top-Lagen ▪ Stylische Flächen mit hippen Personen und top-ausgestatteter Büros mit Konferenzmöglichkeiten ▪ Anpassung der Arbeitswelt an die neue Sharing Economy ▪ Schaffung und Kennenlernen eines großen nutzbaren Netzwerkes ▪ Schaffung einer neuen Produktivität

Die **Fortentwicklung der Sharing-Konzepte** geht dahin, mehrere Sharing-Konzepte miteinander zu verschmelzen. So kombinieren bereits heute einige Anbieter Co-Working-Flächen mit flexiblen Wohnapartments, Fitness- und Wellnesscentern und Car-Sharing Angeboten innerhalb eines Gebäudes. Mit der Folge, dass zukünftig lebendige Quartiere in einer vertikalen Struktur innerhalb einer Immobilie entstehen könnten. Auch eine verstärkte Fokussierung der Betreiber auf unterschiedliche Preis-Leistungskategorien ist denkbar, um eine möglichst breite Segmentierung im Nachfragemarkt zu erreichen.

Aufgrund der aktuell expansiven Stimmung des Segments gehen wir davon aus, dass Co-Working Anbieter als Nachfrager von Büromietflächen im kommenden Jahr noch weiter an Bedeutung gewinnen werden.

These 6: Das stark gestiegene Interesse von Investoren an Betreiberimmobilien ist ein Beleg für den sehr reifen Immobilienmarktzyklus.

Das **institutionelle Immobilienanlageuniversum** besteht im Wesentlichen aus den vier Nutzungsarten Wohnen, Büro, Einzelhandel und Logistik. In diesen Nutzungsarten gibt es eine hinreichende Markttiefe und es haben sich Markt- und Transparenzstandards herausgebildet, auf deren Grundlage Immobilien gehandelt werden können. Ein wesentliches verbindendes Merkmal ist dabei, dass der Vermieter als Eigentümer der Immobilie dem Mieter eine weitgehend standardisierte Fläche zur Verfügung stellt, die dieser nach seinen Anforderungen ausbaut und bei Beendigung eines Vertrags rückgebaut an den Vermieter zurückgibt. Im Regelfall hat eine Immobilie mehrere Mieter mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen und Zielgruppen, Mietniveaus und Mietvertragslaufzeiten. In der Bestandsphase ist Vermietung für den Immobilieneigentümer eine Standardaufgabe, mit der er sich wiederkehrend beschäftigt und die umso leichter gelingt, je drittverwendungsfähiger die Immobilie bzw. die Mietflächen sind. Neben technischem Zustand und Preispolitik, die der Vermieter selbst im Griff hat, ist hierfür die Qualität der Lage eine zentrale Voraussetzung. Ist diese gegeben, sollten die

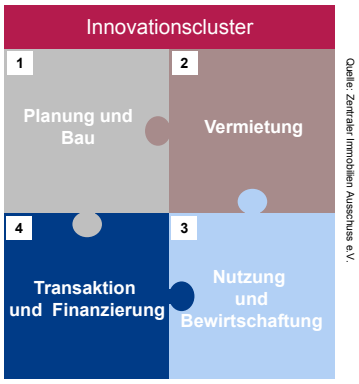
Voraussetzungen für eine gute Vermietbarkeit auch in schwächeren Marktphasen gegeben sein.

Nun ist es aber so, dass die beschriebenen Standardimmobilien in den letzten Jahren am stärksten von Preisauftrieben betroffen waren, sodass für Neu-Investitionen vielerorts die Grenze der nachhaltigen wirtschaftlichen Tragfähigkeit erreicht ist. Projektentwickler und Investoren wenden sich deshalb verstärkt Immobilientypen zu, die höhere laufende Renditen versprechen. Dies sind üblicherweise Immobilientypen, in die in normalen Marktphasen nur Spezialisten investieren, die also entsprechendes Spezialwissen erfordern. Und es handelt sich in der Regel um Immobilientypen, die eben nicht die Anforderung der Drittverwendungsfähigkeit erfüllen, sondern die speziell für die Anforderungen eines Nutzers und seines Betriebs errichtet werden („Betreiberimmobilien"). Beispiele hierfür sind Pflegeheime, Hotels, Serviced Apartments, Studentenwohnheime, Hochregallager, Produktionsimmobilien oder Kindergärten. Neben der Besonderheit der Immobilie und ihrer Ausrichtung auf einen spezifischen Nutzer besteht als weiteres Merkmal, dass üblicherweise ein Miet- oder Pachtvertrag mit einer sehr langen Laufzeit von 15 oder mehr Jahren abgeschlossen wird, dass die Ausstattung der Immobilie durch den Mieter selbst eingebracht wird und dass die Verantwortung für die laufende Instandhaltung weitgehend vom Mieter getragen wird. Eine Besonderheit ist ebenfalls, dass die Mietvertragspartei üblicherweise eine Zweckgesellschaft ohne Historie und belastbare Bonität ist, die speziell für den Betrieb am konkreten Standort gegründet wurde. Der Vermieter geht also ein langfristig angelegtes Zweckbündnis mit einer Partei ein, die, wenn die Unternehmung des Betreibers am Standort nicht erfolgreich ist, relativ schnell in die Insolvenz geht. Dem Vermieter bleibt in diesem Szenario die Aufgabe, eine Nachnutzung für eine Spezialimmobilie zu generieren, die möglicherweise aufgrund der dem Mieter zugeordneten Einrichtung noch nicht einmal betriebsbereit ist. Wichtig ist uns an dieser Stelle folgender Punkt: Die Aufgaben, die sich dem Eigentümer stellen und die Qualifikationen, die er mitbringen sollte, weichen von denen eines klassischen Immobilieninvestors ab. Aufgabe des Investors ist es, das Geschäftsmodell des Mieters zu verstehen, den betrieblichen Erfolg der Unternehmung und seine Handlungsoptionen bei Ausfall des Mieters richtig einzuschätzen.

Der lang laufende Mietvertrag verleitet oberflächlich dazu, sich um die „Gesundheit" des unterliegenden Betriebs nicht mehr zu kümmern. Tatsächlich aber entsteht nur dort der Ertrag, aus dem die regelmäßige Mietzahlung geleistet werden kann. Damit ist ein I**nvestment in eine Betreiberimmobilie** zu mindestens 50 Prozent ein **Investment in eine Unternehmung** im Vertrauen auf die nachhaltige Leistungsfähigkeit eines Unternehmers. Die Mehrzahl der klassischen Immobilieninvestoren wird das erforderliche branchenspezifische Know-how nicht selbst vorhalten, sondern erst aufbauen oder zukaufen müssen.

These 7: Das Management von Immobilien wird durch Innovationen einfacher.

Bis heute erleben Beobachter die Immobilienindustrie in vielen Bereichen als teuer, intransparent und ineffizient. Es besteht ein gigantisches Potenzial für Innovationen und Effizienzsteigerungen. Nachfolgende Grafik verdeutlicht die unterschiedlichen Innovationsbereiche.



Wir wollen an einem einzelnen Beispiel die Möglichkeiten für technologiebasierte Innovation aufzeigen. Exemplarisch tun wir dies anhand einer Innovation, die die Standort- und Objektanalyse von Immobilien vereinfacht.

Für Immobilieninvestoren, Eigennutzer, Mieter oder finanzierende Banken ist die Prüfung einer Immobilie (Bestands- oder Neubauobjekt) immer mit einer Analyse des Standorts und des eigentlichen Objekts verbunden, um ein Gefühl für die Makro- und Mikrolage sowie die Merkmale und Qualitäten des Objekts zu erhalten.

Um die Lagequalitäten wie Umgebungsbebauung, Anbindung an das ÖPNV-Netz, Nahversorgungsausstattung etc. bewerten zu können, wird in der Regel eine Vorortbesichtigung durchgeführt, die je nach räumlicher Entfernung des Objektes mit einem entsprechenden Zeitaufwand für die Anreise verbunden ist. Nicht immer ist der Interessent selbst vor Ort. Häufig werden externe Dienstleister beauftragt, die eine Objektbegehung durchführen, relevante Sachverhalte sammeln und diese anschließend an den Käufer oder Mieter weitergeben. Dabei kann es zu Informationsverzerrungen kommen, da der Käufer bzw. Mieter die Informationen nicht selbst vor Ort erhoben hat, sondern die Informationen über Kommunikationsmittel wie Telefon oder E-Mail und gefiltert durch die Brille eines Dritten erhält.

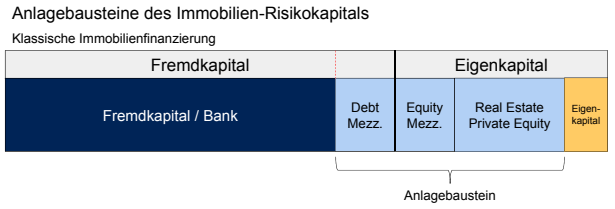
Mit Hilfe von **Virtual Reality** dürfte die Standort- und Objektanalyse zukünftig deutlich einfacher werden. Virtual Reality ermöglicht den Nutzern, eine virtuelle Welt zu erleben, diese von allen Seiten zu betrachten, sich in ihr zu bewegen und mit dieser zu interagieren. In der Unterhaltungsindustrie ist Virtual Reality in Computer- und Videospielen bereits fest etabliert und gewinnt weiter an Bedeutung. Erste innovative Unternehmen sind dabei, die Technologie für die Immobilienindustrie nutzbar zu machen.

Die Technologie ermöglicht im Rahmen der Standort- und Objektanalyse insbesondere die visuelle Aufnahme von Informationen, ohne dass der Interessent selbst vor Ort ist, und somit den Abbau von räumlichen Distanzen und die Verbesserung der Kommunikation zwischen einzelnen Parteien. Virtual Reality ermöglicht auch die Simulation von Neubauobjekten, die noch gar nicht gebaut sind. Der Interessent kann eine dezidierte räumliche Vorstellung der gebauten Zukunft entwickeln und verbessert so seine Entscheidungsfindung im Ankaufsprozess. Für die Besichtigung und Prüfung von Bestandsobjekten kann die Innovation in der Form genutzt werden, dass die reale Welt bzw. das reale vorhandene Objekt mit virtuellen Inhalten angereichert wird („Augmented Reality“). So kann es beispielsweise im Rahmen einer technischen Begehung ausreichen, dass lediglich der Techniker vor Ort ist, der dem räumlich weit entfernten Investor über einen Livestream den Blick ins Haus ermöglicht und dabei geplante Umbauten virtuell einspielt.

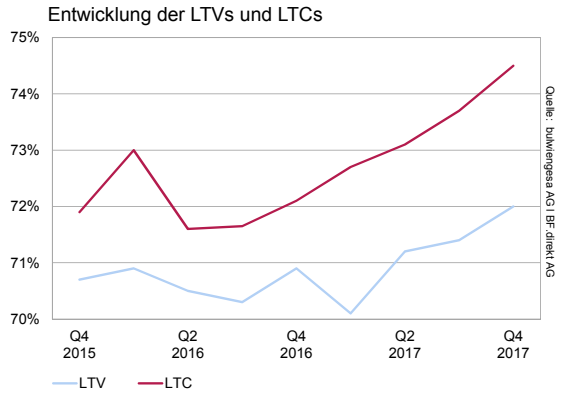
Nicht nur der Investor wird durch Virtual Reality eine Vereinfachung im Umgang mit Immobilien erfahren, die gesamte Immobilienbranche wird davon profitieren: Ein Bauunternehmen kann die Technik nutzen, um in der Bauplanung die Kommunikation zwischen einzelnen Gewerken zu verbessern, der Projektentwickler nutzt die Technologie, um Neubauprojekte für Käufer und Mieter verständlicher zu machen und das Empfinden für die Immobilie zu erhöhen, einer finanzierenden Bank wird die Objektbewertung innerhalb der Kreditprüfung erleichtert, um nur einige weitere Anwendungsbereiche zu benennen.

These 8: Als Bestandteil strukturierter Finanzierungen haben sich alternative Finanzierungen fest etabliert.

In Folge der Finanzkrise haben Finanzinstitute die **Beleihungshöhen für die Finanzierung von Immobilien** deutlich zurückgefahren. Vor der Krise konnten Immobilien üblicherweise bis zu 90 Prozent des Immobilienwertes („Loan to Value“ / LTV) oder der Entwicklungskosten („Loan to Cost“ / LTC) durch Bankenkredite finanziert werden, heute bewegen sich die Finanzierungszusagen konventioneller Banken auf Niveaus zwischen 60 Prozent und 80 Prozent. Zwar ist in jüngster Zeit eine gewisse Aufweichung dieser Finanzierungsgrenzen zu erkennen (vgl. Grafik), dennoch verbleibt gegenüber Vorkrisenzeiten eine Finanzierungslücke, die aus alternativen Kapitalquellen geschlossen werden muss.



Bei Bestandsfinanzierungen haben sich viele Investoren inzwischen daran gewöhnt, höhere Eigenkapitalbeiträge leisten zu müssen. Anders stellt sich die Situation für Projektentwicklungen dar. Projektentwickler sind als operativ tätige Unternehmen darauf angewiesen, möglichst wenig Kapital langfristig in Projekten zu binden. Liquidität wird benötigt, um neue Projekte vorzubereiten und laufende Kosten zu tragen.



Investoren bieten sich damit weiterhin attraktive Möglichkeiten, um die bestehende Eigenkapitallücke durch Vergabe von hoch verzinstem Investorenkapital zu schließen. Hierfür steht eine breite Palette an Instrumenten zur Verfügung. Je nach Ausgestaltung der Finanzierung tritt der Kapitalgeber eher als nachrangiger Gläubiger oder als Partner auf Gesellschafterebene auf. Bei sogenannten „Real Estate Private Equity“ Investitionen beteiligen sich externe Kapitalgeber durch die Einbringung von Eigenkapital unternehmerisch an einem Projekt. Der Kapitalgeber tritt üblicherweise mit allen Rechten und Pflichten in die Stellung eines Gesellschafters ein und haftet mit seinem eingebrachten Eigenkapital. Während ein Joint Venture grundsätzlich von allen beteiligten Partnern eine aktive Rolle verlangt, übernimmt bei einem Club Deal in der Regel ein Initiativpartner die führende Rolle, während die weiteren Partner eine passive Finanzierungsposition einnehmen. Alternativ dazu besteht die Möglichkeit, Kapital über sog. Mezzanine-Strukturen einzubringen. Abhängig von der Ausgestaltung der Finanzierung lässt sich das eingebrachte Kapital eher dem Fremdkapital (Debt Mezzanine) oder dem Eigenkapital (Equity Mezzanine) zuordnen. Mezzanine-Kapitalgeber treten meistens als nachrangige Partner auf und wirken in der Regel nicht aktiv an der Bewirtschaftung oder Entwicklung der Immobilie mit.

Allen Beteiligungsformen ist gemein, dass das zur Verfügung gestellte Kapital aus Sicht der fremdfinanzierenden Bank immer haftendes Eigenkapital darstellt und nachrangig zu allen Ansprüchen der Bank ist. Das Investitionsrisiko ist abhängig vom individuellen Projekt üblicherweise erhöht bis hoch. Entsprechend staffelt sich die Erwartung an die Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Aufgrund der erhöhten Renditepotenziale und der flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeiten im Hinblick auf Verzinsung, Rückzahlungsmodalitäten, Laufzeiten, Gewinn- und Verlustregelungen sowie Kündigungsmöglichkeiten und Haftung haben sich alternative Finanzierungsformen zu einer festen Größe in der Finanzierungslandschaft entwickelt.

Während **alternative Projektfinanzierungen** lange Jahre ein bevorzugtes Spielfeld von unternehmerisch aufgestellten Family Offices waren, treten in jüngerer Zeit vermehrt institutionelle Investoren wie Versicherungen, Marktteilnehmer aus dem Bankensektor, sich institutionalisierende Kreditvermittler oder Crowdfunding Plattformen am Markt auf. So hat etwa eine große Sparkasse ein eigenes Tochterunternehmen für den Bereich der Mezzanine-Finanzierung gegründet und kann dem Projektentwickler so aus einer Hand neben dem Fremdkapital auch gleich das Mezzanine-Kapital anbieten. Die Professionalisierung der Marktteilnehmer nimmt grundsätzlich zu. Dies führt auch bei den fremdfinanzierenden Banken zu einer steigenden Akzeptanz der Mezzanine-Kapitalgeber.

Vor dem Hintergrund eines grundsätzlich attraktiven Umfelds für Projektentwicklungen, der im Niedrigzinsumfeld weiter attraktiven Verzinsungen für alternative Finanzierungen und der weiter steigenden regulatorischen Anforderungen in der Bankenbranche sehen wir auch zukünftig einen hohen Bedarf für alternative Projektfinanzierungen.

> These 9: Deutsche Immobilienaktien – Impulse für Outperformance gegenüber dem breiten Markt bleiben 2018 aus.

Die Mehrzahl der **deutschen börsennotierten Immobiliengesellschaften** befindet sich im Dilemma. Obwohl sowohl bei der EK-Finanzierung als auch der FK-Finanzierung weiter günstige Voraussetzungen für die Aufnahme von Kapital für Investitionen bestehen, fällt es den Gesellschaften zunehmend schwer, das verfügbare Kapital auch zu investieren. Im Wettbewerb um Einzelimmobilien, größere Portfolios oder auch geeignete Übernahmekandidaten treffen börsennotierte Unternehmen immer wieder auf Marktteilnehmer, die in der Lage sind, höhere Preise zu bezahlen. Da die börsennotierten Immobiliengesellschaften, insbesondere wenn sie unter dem REIT-Regime agieren, von Investoren strategisch als Dividendentitel angesehen werden, sind sie

zur Preissensitivität gezwungen, denn jeder teure Einkauf verwässert die Ausschüttungsrendite der Gesellschaften. Umso überraschender war deshalb die Ende 2017 angekündigte Übernahme der BUWOG, eines börsennotierten österreichischen Wohnungsunternehmens mit 49.000 Wohnungen in Österreich und Deutschland, durch den DAX-Konzern Vonovia. Das Angebot der Vonovia für die BUWOG lag rund 18 Prozent über dem Börsenkurs, der Kaufpreis soll fremdfinanziert werden. Strategie der Vonovia dürfte hier der Ausbau der Marktposition als führender deutscher Wohnungsbestandhalter sein. Darüber hinaus sollen operative Kostenvorteile erzielt werden.

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den **Börsengängen** (IPO). Da Zeichner von Erstnotierungen ihre Gebote üblicherweise mit einem Abschlag auf den NAV kalkulieren, große Kapitalsammelstellen hingegen bei privaten Transaktionen gewillt sind, Aufschläge auf Portfolios zu bezahlen, kommt es vermehrt dazu, dass vorbereitete IPO von Immobilienunternehmen trotz eines positiven Kapitalmarktumfelds abgesagt werden, da ein Privatverkauf höhere Erlöse ermöglicht. Jüngstes Beispiel hierfür ist der geplante Börsengang von Office First, der abgeblasen wurde, nachdem die Private Equity Gesellschaft Blackstone einen höheren Kaufpreis für das Portfolio geboten hatte, als beim Börsengang zu erwarten gewesen wäre.

Wenn die Investorenfantasie nicht durch Wachstumsstories angeregt werden kann, wäre zumindest die Hoffnung auf Wert- und Ertragssteigerungen im Bestand hilfreich. An dieser Front gibt es allenfalls von der Mietseite her Unterstützung. Refinanzierungspotenziale dürften inzwischen von allen Gesellschaften gehoben worden sein. Perspektivisch sollten sich Gesellschaften und Investoren mit dem Gedanken anfreunden, dass in kommenden Refinanzierungsrunden die Kosten wieder steigen dürften, was die Überschüsse im mittelfristigen Ausblick wieder belasten würde. Viel Potenzial zur nachhaltigen Aufwertung von Immobilienbeständen besteht auf dem bereits erreichten Marktpreisniveau wohl auch nicht mehr.

Als **Dividendentitel** dürften die Immobilienaktiengesellschaften im Niedrigzinsumfeld weiter ihre Bedeutung behalten. Überraschungspotenzial im Hinblick auf eine Outperformance des Sektors gegenüber dem breiten Markt können wir für 2018 aber nicht erkennen.

Immobilienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Pulver für Investitionen in korrigierte Märkte trocken halten

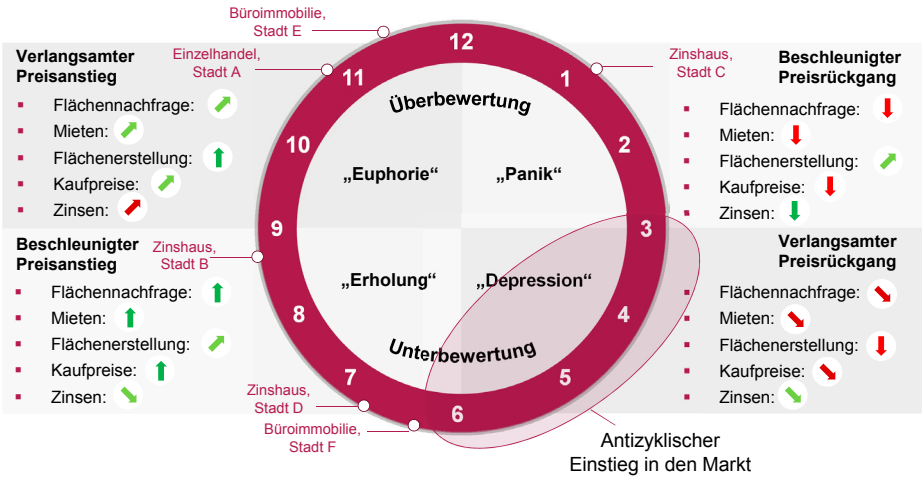
Immobilieninvestitionen unterliegen endogenen und exogenen Einflüssen, die den Wert und den Ertrag beeinflussen. Für das Timing von Kauf-, Verkauf- oder Entwicklungsentscheidungen ist es grundsätzlich wichtig, alle Einflussfaktoren im Blick zu haben. Während endogene Faktoren (z.B. technischer Gebäudezustand) durch den Investor aktiv beeinflusst werden können, kann auf exogene Faktoren, wie insbesondere die Marktentwicklung, lediglich reagiert werden. Vor dem Hintergrund der aktuell sehr reifen Marktphase wollen wir besonderes Augenmerk auf den exogenen Einflussfaktor Marktentwicklung legen und die Handlungsoptionen des Investors beleuchten.

Immobilienmärkte entwickeln sich zyklisch mit Wachstums- und Schrumpfungsphasen. Modellhaft lassen sich **Immobilienmarktzyklen** in vier Phasen gliedern. Die Grafik auf der folgenden Seite beschreibt die Zyklusphasen mit ihren wesentlichen Merkmalen in Form einer Uhr.

Die Mehrheit der Investoren agiert prozyklisch. Prozyklisch agierende Investoren steigen verstärkt in Märkte ein, deren Marktpotenzial (Miet- und Kaufpreiswachstum) bereits weitgehend gehoben ist (8 bis 12 Uhr). Die Wahrscheinlichkeit für eine zeitnahe Umkehr des Wachstumstrends ist bereits deutlich gestiegen. Als fatal erweist sich das prozyklische Verhalten von Marktteilnehmern aber in fallenden Märkten, wenn die Mehrzahl der Investoren in einer Panikreaktion versucht, aus dem Markt auszusteigen, in der Hoffnung drohende Verluste einzudämmen, oder wenn Investoren durch Regulatorik, technische Allokationsmodelle oder Druck von Seiten fremdfinanzierender Banken zum Verkauf gezwungen werden (1 bis 6 Uhr). Vielfach sind Verkäufe dann nur noch zu Zerschlagungswerten möglich.

Der smarte Investor agiert in Kenntnis und Erwartung der zyklischen Marktbewegung entgegen dem Trend. Er nutzt die Phase der größten Verunsicherung im Markt dazu, Immobilien, die sich durch sehr gute Lage, hohe technische Qualität und gute Vermietbarkeit auszeichnen, mit hohen Preisabschlägen auf den inneren Wert einzukaufen. Während die Mehrzahl der Akteure auf der Verkäuferseite steht, gelingt es so, ein Portfolio aus Qualitäts-

Marcard Immobilienzyklusuhr



immobilien aufzubauen, das in aufwärts gerichteten Marktphasen entweder gar nicht verfügbar wäre oder bereits wieder zu sehr hohen Preisen gehandelt wird. Hierzu bedarf es neben einer ausgeprägten Analytik einer gewissen unternehmerischen Entschlossenheit. Dies ist aber nicht mit Spekulation zu verwechseln, denn die Immobilien, die jetzt günstig erworben werden können, sollten aufgrund ihrer hohen Qualität auch in schwachen Marktphasen stabile Erträge gewährleisten. Als weitere Hürde muss der Investor in der Lage sein, gestiegene Eigenkapitalanforderungen von Banken erfüllen zu können, denn die Verfügbarkeit von Fremdkapital ist in der Krise üblicherweise deutlich eingeschränkt.

Das so aufgebaute Portfolio ist grundsätzlich dafür geeignet, langfristig gehalten zu werden. Dennoch bieten sich dem Investor im fortgeschrittenen Zyklus bei wieder stark erholten Preisen (9 bis 12 Uhr) immer zwei Handlungsmöglichkeiten: a) Verkauf der Immobilie zur Realisierung von Gewinnen; b) langfristiges Halten der Immobilie als Stabilitätsanker im Gesamtvermögen.

Dem smarten Investor bieten sich auch im reifenden Zyklus (9 bis 12 Uhr) Möglichkeiten für Investitionen. Nur sollten diese in Kenntnis der zyklischen Entwicklungen entsprechend kurzfristig angelegt sein oder aber mit aktiver Wertschöpfung verbunden sein (vgl. Folgemaßnahme). Denn nur durch eigene Wertschöpfung kann es gelingen, negative Markteffekte auf die Immobilienperformance zu kompensieren.

Die (deutschen) Immobilienmärkte bewegen sich im Superzyklus. Miet- und Kaufpreise für Immobilien haben die Preisspitzen der letzten Zyklen bereits deutlich hinter sich gelassen. Experten warnen vor Überbewertungen und die Fallhöhe bei einer Marktkorrektur könnte erheblich sein. Dennoch fließt weiteres Kapital in die Immobilienmärkte aus Motiven, die fundamental kaum noch zu erklären sind.

Zyklusbewusst agierende Investoren sollten, soweit sie es nicht bereits getan haben, ihr Portfolio schleunigst auf einen Verkauf hin prüfen und zumindest problematische Immobilien sowie Immobilien, deren Entwicklungspotenziale ausgereizt sind, umgehend in den Verkauf geben. Genauso sollten sie aber sicherstellen, dass genügend liquide Mittel zur Verfügung stehen, um im kommenden Abschwung den Auf- oder Ausbau des Qualitätsportfolios vorzunehmen.

Maßnahme 2: Unterbewertete Immobilien mit Kratzern – „Echte Werte heben“

Während fertige und voll vermietete Core-Immobilien auf ihrem Wertzenit das stärkste Investoreninteresse erfahren und die höchsten Preise am Markt erzielen, sind Immobilien, die hinsichtlich der baulich-technischen und mietvertraglichen Situation noch nicht optimiert oder einfach schlecht gemanagt sind, deutlich fairer gepreist.

Im aktuellen Umfeld sollte man bevorzugt in die wertschöpfende „Value (Add) Strategie“ investieren. Hierbei werden Kauf- und Verkaufsentscheidungen ausschließlich auf Basis des so genannten inneren Wertes einer Immobilie getroffen. Der **Value Investing Ansatz** (endogener Objektzyklus) unterscheidet sich grundlegend von passiven Investmentstrategien, die sich primär aus dem zeitpunktbezogenen Verhältnis von Ist-Miete zu aktuellem Kaufpreis ableiten. Immobilieninvestitionen nach dem Value Investing Ansatz haben zum Ziel, durch aktive Umsetzung von Maßnahmen zur kontinuierlichen Wertschöpfung den inneren Wert der Immobilien für den Bestand oder Verkauf zu steigern.

Im Ergebnis soll bei erfolgreicher Umsetzung eine gegenüber dem Gesamtmarkt überdurchschnittliche Rendite durch Übernahme von Managementaufgaben erzielt werden. Erfolgreiche Strategien zur aktiven Wertschöpfung mit Immobilien und mit dem Ziel, Erträge und Erlöse aktiv zu beeinflussen bzw. zu steigern, können in verschiedenen Aufgaben bestehen. Diese sind beispielsweise:

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

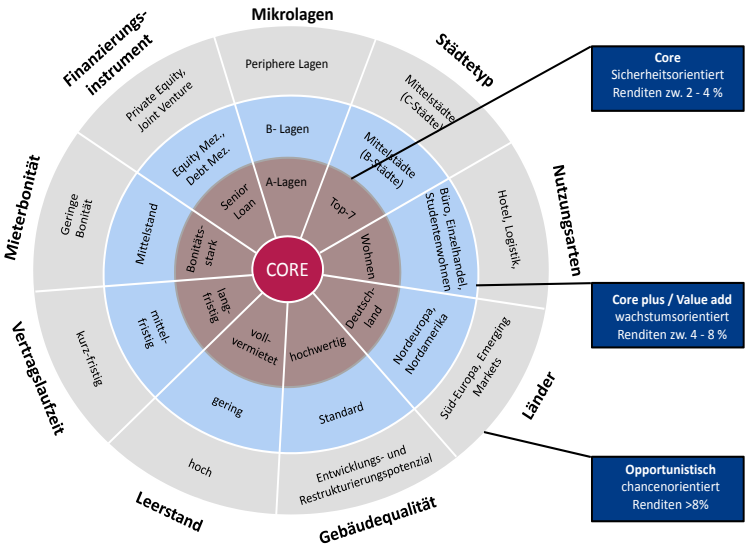
Grundvoraussetzung ist jedoch die ausschließliche Fokussierung auf gute und sehr gute Lagen, denn nur in exzellenten Lagen ist dauerhaft und konjunkturresistent eine breite Nachfrage sowohl von Mietern als auch von Investoren feststellbar. Am Ende des Wertschöpfungsprozesses sollte stets ein Objekt in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

Maßnahme 3: Verkaufsprozesse professionell strukturieren

Da eine geordnete Transaktion gut vorbereitet sein will, ist unsere Empfehlung, das Jahr 2018 zu nutzen, um Immobilien, die seitens des Instandhaltungszyklus oder des Wertzyklus grundsätzlich verkaufsfähig sind, auf einen Verkauf hin zu überprüfen und für einen Verkauf vorzubereiten.

Zu einem professionell strukturierten Verkaufsprozess gehört die Durchführung einer **Verkäufer Due Diligence**, auch Vendor Due Diligence genannt. Eine Vendor Due Diligence wird vom Verkäufer mit dem Ziel durchgeführt,

Universum der Immobilienanlage



sämtliche Informationen rund um die Immobilie im Rahmen einer objektiven Analyse zur Weitergabe an potenzielle Investoren aufzubereiten. Dabei steht im Vordergrund, den Prozess aus Sicht des Käufers umzusetzen, um potenzielle Risiken und Hindernisse für den Käufer vorwegzunehmen. Ziel ist es, dem Käufer das Gefühl einer höheren Transaktionssicherheit zu vermitteln und so seine Bereitschaft zu erhöhen, einen höheren Kaufpreis zu zahlen und Haftungsrisiken zu übernehmen.

Die Verkäufer Due Diligence umfasst die multidimensionale Prüfung des Kaufgegenstands aus technischer, wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Perspektive. Sie schafft auch die Voraussetzung dafür, dass der Verkäufer ggf. noch bestehende Mängel oder Schwächen der Immobilie kurzfristig optimieren kann.

Dimensionen des (Ver-) Kaufsgegenstandes

Ein professioneller, strukturierter Verkaufsprozess hat eine Vielzahl von Vorteilen:

- Die Ansprache potenzieller Käufer erfolgt zielgruppengenau.
- Auf Basis einer guten Informationsgrundlage können Kaufinteressenten belastbare und vergleichbare Kaufgebote abgeben.
- Die Transaktionssicherheit wird insgesamt erhöht, da überraschende Sachverhalte vermieden bzw. vorab aufgedeckt werden.
- Kaufpreismindernde Umstände sind vorab bekannt und können gegebenenfalls rechtzeitig geheilt werden.
- Die Transaktionsgeschwindigkeit steigt.
- Haftungen des Verkäufers können weitgehend vermieden werden, da haftungsrelevante Sachverhalte bereits vorab aufgeklärt werden.

Maßnahme 4: Investitionen in den geförderten Miet-Wohnungsbau

Deutschland ist im Vergleich zu anderen europäischen Ländern ein Mietermarkt. Ein großer Anteil der Bevölkerung wohnt zur Miete. Aufgrund der zunehmenden Urbanisierung wollen immer mehr Menschen in den Großstädten leben, mit der Folge, dass Kauf- und Mietpreise in den Städten seit Jahren steigen und viele Normalbürger sich das Wohnen in den Städten kaum mehr leisten können. Durch öffentlich geförderten Wohnungsbau mit gedeckelten Mieten und subventionierten Förderdarlehen möchte die Politik „bezahlbare“ Mietwohnungen für Fachkräfte wie Polizisten oder Krankenschwestern schaffen.

Früher entstand der **geförderte Wohnungsbau** oftmals in Form von Hochhaussiedlungen am Stadtrand. Um einer räumlichen Isolierung einzelner Gesellschaftsgruppen vorzubeugen, legt die Politik heutzutage im Kontext der Baurechtschaffung fest, dass die Entwickler von großen Neubaugebieten unabhängig von der Lage einen Anteil von meist über 30 Prozent von geförderten Wohnungen bereitstellen müssen. So entstehen geförderte Neubauwohnungen in Innenstadt(-rand-)lagen, die auch für Investoren attraktiv sind. Die Förderwege leiten sich aus dem Einkommen der zukünftigen Bewohner ab. Geringverdiener und Bezieher von Arbeitslosengeld II werden beispielweise dem I. Förderweg zugeordnet. Wir bevorzugen für Investitionen im Rahmen des geförderten Wohnungsbaus den II. Förderweg, der sich auf Wohnraum für mittlere Einkommensgruppen richtet.

Es ist keine Seltenheit, dass ein Investor in einem Baugebiet auf Baufeld 1 für das öffentlich geförderte Haus rd. 3.900 EUR/m² Einstand zahlt und temporär befristet für nur 9,5 EUR/m² vermieten darf, wenngleich der Einzelkäufer der baugleichen Eigentumswohnung auf Baufeld 2 bereits heute fast 5.500 EUR/m² bezahlt und als Kapitalanleger für 15 EUR/m² vermietet. Die Logik für den Investor besteht darin, dass dieser den geförderten Wohnungsbau in bevorzugter Wohnlage für 20 Prozent bis 40 Prozent unter dem heutigem Marktwert erhält, weil er nur an eine bestimmte Zielgruppe zu einer gedeckelten Miete vermieten darf und erst eine oder zwei Dekaden später an das Wertschöpfungspotenzial kommt. Das spätere Wiedervermietungs- und/oder Verkaufspotenzial scheint aus heutiger Perspektive immens. Investoren, die auf kurz-

fristig erzielbare hohe Rendite aus sind, werden aber durch die Notwendigkeit für einen langen Atem abgeschreckt.

Vorteile:
- Ankauf von Zinshäusern in guten Lagen zu sehr attraktiven Preisen mit hohem Wertsteigerungspotenzial
- Relativ geringe Kapitalbindung aufgrund der Förderdarlehen
- Vermietungssichere Wohnungen ohne Leerstands- oder Wiedervermietungsrisiken
- Langfristig angelegtes Fördermodell verhindert Vermögensmissbrauch / Missmanagement / Vermögensverlust
- Smarte Schenkungs- oder Erbschaftsmöglichkeit aufgrund des Abschlags zum Inneren Wert
- Sozialpolitischer Beitrag für die Gesellschaft

Nachteile:
- Sehr langfristige Kapitalbindung ohne Ausschüttung aufgrund hoher Tilgungsanforderungen
- Geringe laufende Rendite, Wertschöpfung erst nach dem Auslaufen der Förderung möglich
- Beeinflussung im Management, starre Reglementierung in der Bau- und Bestandsphase
- Knappes Angebot
- Risiko des politischen Eingriffs nach der Förderungsfrist

Maßnahme 5: Nachverdichtung im Eigenbestand

Insbesondere in den Wachstumskernen gibt es heute kaum noch freie Wohnungen und aufgrund der zu geringen Fertigstellungszahlen ist eine weitere Verknappung gewiss. Insbesondere in den **großen deutschen Städten** gibt es heute kaum noch freie Wohnungen – hier liegen die Leerstandsquoten schon seit Jahren unter 2 Prozent , sodass man von einer Vollvermietung des Wohnungsraums in den etablierten Großstädten sprechen kann. Etwa die Hälfte des bundesdeutschen Bevölkerungsanstiegs der letzten Jahre entfällt auf jene 14 Städte mit mehr als 500.000 Einwohnern.

Diese Entwicklung erhöht den Druck auf die Politik und den kommunalen Verwaltungsapparat (Planungs- und Baubehörden), mehr Wohnraum in zentralen Lagen zu erlauben und zu schaffen. Hamburg beispielsweise hat eines der größten Nachverdichtungspotenziale in Deutschland. Anders als in Metropolen wie London oder Berlin haben die Menschen in Hamburg viel mehr Quadratmeter zur Verfügung. So leben in München 49 Bürger auf einem Hektar, in Berlin sind es 39 und in Hamburg gerade mal 23. In London sind es rund 50 und in Paris 200 Menschen pro Hektar, haben Stadtforscher festgestellt.

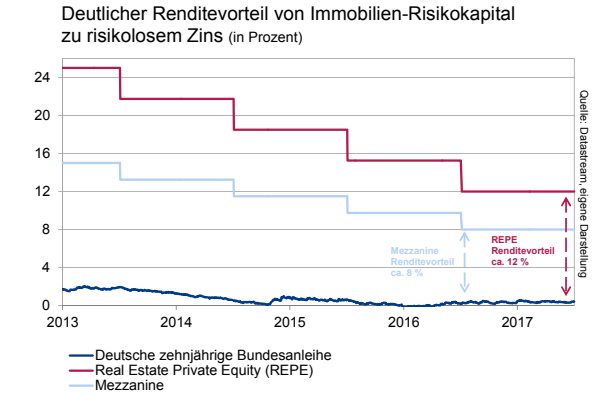
Vor diesem Hintergrund ist es verständlich, dass Nachverdichtung, also
- die Aufstockung von Gebäuden,
- der Ausbau von Dachgeschossen,
- die Füllung von Baulücken,
- die Umwidmung von Gewerbe- zu Wohnflächen,
- und der Bau auf freien Plätzen

ein sehr wichtiger Baustein des innerstädtischen Wohnungsneubaus ist.

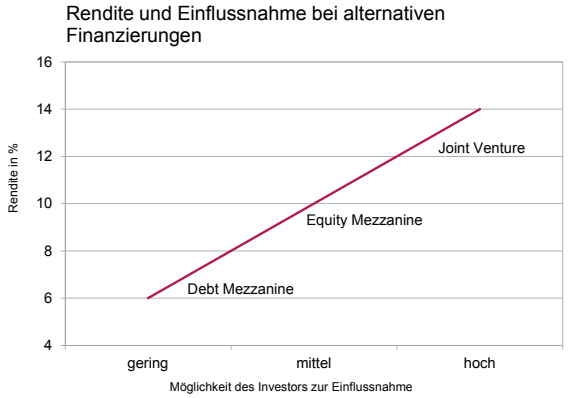
Die regulatorischen und gedanklichen Hürden waren vielleicht noch nie so niedrig wie heute. Dieser regulatorische Rückenwind in Kombination mit steigenden Neuvermietungsmieten sollte Bestandshalter und Eigentümer motivieren, über die Hebung von Flächenreserven auf den vorhandenen Grundstücken und Gebäuden nachzudenken. Im aktuellen Umfeld agieren die Behörden relativ tolerant auf gut aufbereitete Nachverdichtungsmaßnahmen.

Maßnahme 6: Beteiligung an Immobilieninvestitionen über alternative Finanzierungen

Aufgrund eines zunehmend enger werdenden Marktes und der weiterhin intakten Renditekompression bei Direktinvestments bietet der Blick auf alternative Investitionsformen im Immobilienbereich zusätzliche Optionen. Bei der Wahrnehmung solcher Optionen ist es wichtig, in welcher Form die alternative Finanzierung ausgestaltet ist. Zunehmend kann beobachtet werden, dass sich Mezzanine-Finanzierungen am Markt etabliert haben und die Margen und Renditen aufgrund der wachsenden Zahl an Marktteilnehmern bereits sinken. Zudem haben nachrangige Mezzanine-Finanzierungen erhöhte Risiken, da die mögliche Einflussnahme auf das zugrunde liegende Investment sehr eingeschränkt ist. Mezzanine-Kapitalgeber sind daher eher an der passiven Beteiligung an einer Immobilieninvestition interessiert.



Für professionelle Investoren, die an einer aktiven Investition in Immobilien interessiert sind und über Asset Management Kompetenzen im eigenen Haus verfügen, empfiehlt sich die Investition über **Club Deals oder Joint Venture**. Da sich der Investor in diesem Fall auf Gesellschafterebene an einer Immobilieninvestition beteiligt, hat der Kapitalgeber ein aktives Mitbestimmungsrecht und kann die Entwicklung der Investition besser steuern.



Bei der erfolgreichen Initiierung solcher Strukturen ist es wichtig, dass das zugrunde liegende Vertragswerk die Interessen des Investors vollumfänglich wahrt und die Verantwortungen klar definiert sind.

Zusammenfassend bietet das Engagement in strukturierten Immobilienfinanzierungen im Rahmen von Joint Ventures, Club Deals und Mezzanine-Kapital Tranchen überdurchschnittliche Renditepotenziale, die durch eine sorgfältige Planung und Auswahl verlässlicher Partner realisiert werden können.

Allokationsbausteine Vermögensklasse Immobilien

Allokationsbausteine			Untergewichten			Übergewichten	
Art	Rendite-/Risikoerwartung	Sektor	stark	leicht	neutral	leicht	stark
Direkt	Core	Wohnen		x			
		Gewerbe		x			
		Spezial			x		
	Value Add	Wohnen				x	
		Gewerbe				x	
		Spezial	x				
	Opportunistic	Wohnen			x		
		Gewerbe			x		
		Spezial	x				
Indirekt	Real Estate Private Equity / Mezzanine	Wohnen				x	
		Gewerbe				x	
		Spezial	x				
	Institutionelle Fonds	Wohnen			x		
		Gewerbe			x		
		Spezial			x		
	Publikumsfonds	Wohnen	x				
		Gewerbe	x				
		Spezial	x				
	Immobilienaktien	Wohnen			x		
		Gewerbe			x		
		Spezial			x		

Strategiebeitrag Immobilien in 2018

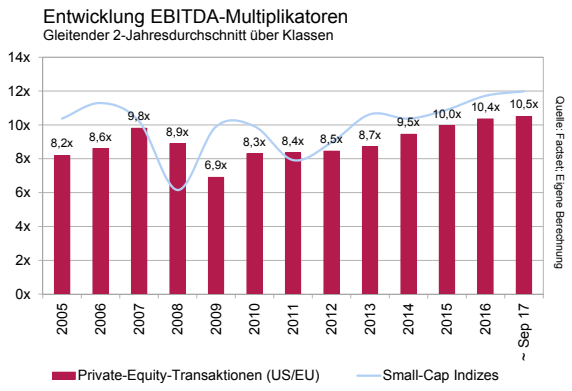
Neuinvestitionen in das vermeintlich risikoarme Core Segment dürften auf dem erreichten Marktpreisniveau nur noch nachhaltige Nachkostenrenditen von weniger als 2 Prozent p.a. ermöglichen. Renditen oberhalb von 4 Prozent p.a. können weiter mit Strategien der aktiven Wertschöpfung und Engagements im Segment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

JAHRESAUSBLICK 2018: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

Private Equity Markt: Bewertungen auf historisch sehr hohen Niveaus

These 1: Das allgemeine Preisniveau für Buyout-Transaktionen verbleibt auf historisch hohem Stand. Die relativen Bewertungen an den Aktienmärkten und das allgemeine Zinsniveau sind unverändert Einflussfaktoren der Bewertungsentwicklung.

Private-Equity-Fonds sammeln bei ihren Investoren Geld ein, um Unternehmen zu erwerben, während der Halteperiode weiterzuentwickeln und nach einer begrenzten Zeitdauer wieder zu veräußern. Der Profit des Investors ergibt sich dabei im Wesentlichen aus der Differenz zwischen An- und Verkaufspreis. Wenngleich man nachweisen kann (vgl. hierzu These 4), dass ein Großteil der historischen Rendite der Industrie auf die operative Weiterentwicklung der Unternehmen zurückzuführen ist, generiert auch die Veränderung des allgemeinen Bewertungsniveaus zwischen den zwei Transaktionszeitpunkten einen erheblichen Beitrag zur Rendite.



Die Abbildung stellt in den roten Säulen die Entwicklung der EBITDA-Multiplikatoren für Buyout-Transaktionen aus der Datenbank S&P LCD dar (gleitender 2-Jahresdurchschnitt). Es bestätigt sich die allgemeine Wahrnehmung am Markt, dass sich das Preisniveau seit dem Jahr 2012 konstant nach oben entwickelt hat. Wer vor ca. fünf Jahren einen durchschnittlichen Buyout vollzogen hat, konnte allein aus der Entwicklung des Preisniveaus bislang eine Rendite von ca. 20 Prozent erwirtschaften. Verglichen mit der durchschnittlichen Rendite der Private-Equity-Industrie zeigt diese Kennzahl jedoch auch, dass der Preisniveauanstieg nur für einen Teil der historischen Rendite verantwortlich war. Dennoch würde ein Absinken des Bewertungsniveaus starken Gegenwind für die Rendite aktueller Beteiligungen bedeuten.

Die Datenbank S&P LCD bildet insbesondere große Transaktionen ab, für deren Finanzierung die Konsortialkreditmärkte angesprochen werden. Es ist bei der Analyse von Daten aus der Industrie immer einschränkend zu betonen, dass es insbesondere in der Kurzfristbetrachtung kein klares Bild über die tatsächliche Entwicklung gibt. Unterschiedliche Quellen zeigen insbesondere für Subsektoren zum Teil konträre Entwicklungen.

Neben der **Preisentwicklung** im Bereich Private Equity bildet die Grafik die **Entwicklung der EBITDA-Multiplikatoren** für europäische und nordamerikanische Small-Cap-Aktienindizes ab. Es zeigt sich deutlich, dass das Ansteigen des Preisniveaus insbesondere seit 2012 stark mit dem Preisniveau an den Kapitalmärkten korreliert. Dieser Anstieg wiederum dürfte zu einem erheblichen Teil auf eine Sachwertinflation im Zuge des deutlich gesunkenen Zinsniveaus zurückzuführen sein.

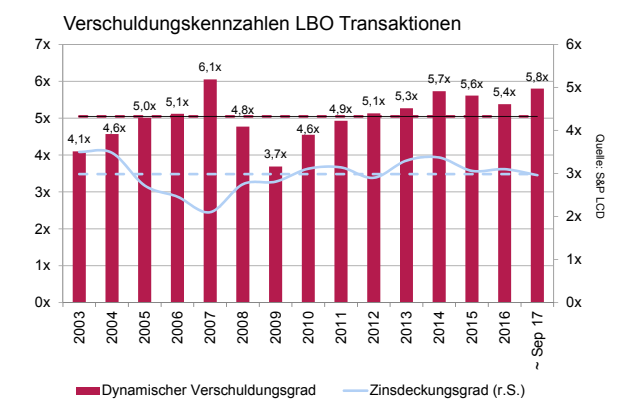
Das Delta zu den Kapitalmarktmultiplikatoren bedeutet, dass man an den privaten Märkten weiterhin mit einem Abschlag zu liquiden Märkten Transaktionen tätigen kann. Per November 2017 lag der Mittelwert der privaten Transaktionen ca. 15 Prozent unter der vergleichbaren Börsenbewertung.

Auf Basis der Einschätzung zur Entwicklung von Zinsniveau und Risikoprämien im Kapitel Aktien und daraus abgeleiteten Tendenzen für Multiplikatoren an den Kapitalmärkten kann man unterstellen, dass auch 2018 keine deutliche Veränderung des Preisniveaus im privaten Markt zu erwarten ist. Investoren sollten sich bewusst sein, dass sich das Preisniveau der Assetklasse auf einem historischen Höchstwert befindet, was das Risiko eines Rückschlags grundsätzlich erhöht.

In der Gegenüberstellung zu vergleichbaren Assetklassen erscheint die Bewertungshöhe jedoch weiterhin angemessen. Zudem bleibt zu beachten, dass die Zielinvestitionen bei Fonds- bzw. Dachfondsinvestments zum Teil erst mit erheblichem Zeitverzug getätigt werden. Neue Zusagen in Primärfonds haben insofern einen relativ langen Zeithorizont, wodurch Möglichkeiten zu taktischen Allokationsentscheidungen stark eingeschränkt werden. Eine Erwartung von kurz- bis mittelfristigen Preiskorrekturen muss – anders als am Aktienmarkt – also nicht zu einer zwingenden Unterlassung von Neuzusagen in Primärfonds führen.

These 2: Die Fremdkapitalmärkte für Buyout-Transaktionen werden auch 2018 attraktive Finanzierungsbedingungen bieten.

Buyout-Transaktionen werden zu einem signifikanten Anteil durch Fremdkapital finanziert. Positive Bedingungen an den Kreditmärkten sind insofern eine nicht unwichtige Voraussetzung für erfolgreiche Private-Equity-Investitionen.



Aus Sicht von Buyout-Fonds konnten Transaktionen im vergangenen Jahr 2017 durchschnittlich mit 5,8x EBITDA finanziert werden. Demnach ist der Verschuldungsgrad für Großtransaktionen gegenüber dem Vorjahr angestiegen, wenngleich dieser Wert nur leicht über dem Niveau der Jahre 2014 und 2015 liegt. Trotz dieser Erhöhung des Verschuldungsgrads hielt sich der Fremdkapitalanteil an den Gesamtkaufpreisen konstant bei ca. 57 Prozent und damit im historischen Vergleich auf einem niedrigen Niveau. Die Steigerungen der Kaufpreise der letzten Jahre wurden zum überwiegenden Teil durch Eigenkapital finanziert. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus hat sich auch die Belastung aus den Finanzierungen nicht erhöht, wie das durchschnittliche Niveau eines dreifachen Zinsdeckungsgrads belegt. Diese Größe setzt das EBITDA ins Verhältnis zu den Zinskosten und gibt Auskunft darüber, wie gut die Zinsen aus dem operativen Geschäft erwirtschaftet werden können.

Das **Kreditvolumen** von sogenannten Covenant-Lite-Finanzierungen stieg von 58 Prozent im Jahr 2016 auf 74 Prozent im Jahr 2017 an. Hierbei handelt es sich um Neukredite mit reduzierten Kreditauflagen, wie zum Beispiel dem Verzicht auf Kündigungsmöglichkeiten und Ausschüttungssperren. Der Anstieg um 16 Prozentpunkte zeigt die weiterhin attraktive Verfügbarkeit von Finanzierungen für solide Buyout-Transaktionen.

Die **Kreditmarge** über dem Interbankenzins LIBOR zeigt sich mit einem Wert von 460 Basispunkten in den ersten drei Quartalen 2017 auf einem durchschnittlichen Niveau der Periode seit 2009.

Die Kennzahlen stammen aus der Datenbank S&P LCD und bilden die Bedingungen an den Märkten für syndizierte Kredite ab. Grundsätzlich dient dieser Markt auch als Gradmesser für die Verfügbarkeit und Bedingungen kleinerer Finanzierungen durch Banken oder alternative Kreditgeber. In diesem intransparenteren Markt unterstellen wir daher ebenfalls eine sehr gute Verfügbarkeit von Finanzierungen, allerdings mit deutlichen Aufschlägen in der Kreditmarge.

Im Moment sind keine Anzeichen für eine Verschlechterung der Bedingungen an den Kreditmärkten zu beobachten. Daher erwarten wir auch für 2018 ein unverändert freundliches Finanzierungsumfeld, das von attraktiven Zinsmargen und einer vergleichsweise hohen Verfügbarkeit geprägt ist. Die im historischen Vergleich restriktivere Regulierung der Banken durch Aufsichtsbehörden könnte einer weiteren Verbesserung jedoch entgegenwirken.

These 3: Das Fundraising, die Entwicklung beim Dry-Powder sowie die Transaktionsaktivität auf Käuferseite von Private Equity werden auch 2018 durch Large- und Mega-Buyout dominiert sein.

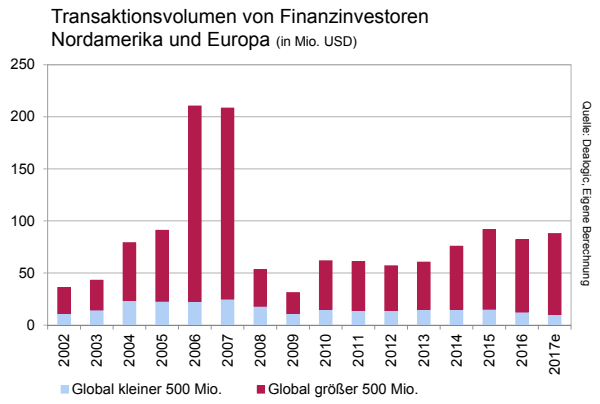
Die anhaltenden Erfolge der Private-Equity-Gesellschaften beim Einwerben neuer Mittel, dem sogenannten **Fundraising**, werden von Investoren mit Sorge beobachtet. Mit einem vom Datenbankdienstleister Preqin geschätzten Anstieg von ca. 15 Prozent gegenüber dem Vorjahr erreicht das eingeworbene Kapital 2017 ein neues Rekordniveau. Nach einer Analyse von Hamilton Lane liegt das Volumen bereits seit 2015 über dem Vorkrisenrekordjahr 2008. Die stärksten Zuwachsraten verzeichnen derzeit die Substrategien Venture Capital und Growth.

Im Bereich der Buyout-Fonds ist die dominierende Entwicklung, dass das Fundraisingvolumen sehr stark durch Megafonds getrieben wird. Die zehn größten Fonds haben bis Ende des dritten Quartals 2017 (Final Closing) ca. 125 Mrd. Euro eingesammelt. Dies entspricht gemäß Preqin schätzungsweise 20 Prozent der per Ende September 2017 insgesamt in der Industrie verfügbaren Mittel. Der Anteil der 20 größten Fonds am Fundraising ist von 2014 mit 22 Prozent auf über 30 Prozent im Jahr 2016 gewachsen – mit deutlich steigender Tendenz. Betrachtet man die neu verfügbaren Mittel im gesamten Bereich Buyout, so lässt dies den Rückschluss zu, dass die Wachstumsraten im Mid- und Small-Cap-Bereich deutlich geringer sind.

Regional stieg laut Dealogic das **Dry Powder** seit 2012 insbesondere in Nordamerika von ca. 300 Mrd. US-Dollar auf aktuell 580 Mrd. US-Dollar stark an. Hier ist jedoch zu unterstellen, dass die dort ansässigen globalen Fonds die Ausweitung verzerren.

Die wesentliche Frage aus Investorenperspektive ist, ob die stark angestiegenen Mittel einen übermäßigen Investitionsdruck auf die Industrie ausüben, der zu undisziplinierten Investitionen und damit langfristig zu deutlich sinkenden Renditen führen könnte.

Diesbezüglich kann auf Basis der Daten von Thomson Reuters und Dealogic festgestellt werden, dass das Transaktionsvolumen von 2012 bis einschließlich 2015 ebenfalls stark angestiegen ist. 2016 gab es jedoch einen größeren Rücksetzer, und auch 2017 wird das Dealvolumen voraussichtlich kein Rekordniveau erreichen. Im langfristigen historischen Vergleich liegt das Transaktionsvolumen noch deutlich unter 50 Prozent des Niveaus der Boomjahre 2006 und 2007. Insofern besteht kein eindeutiger Zusammenhang zwischen Dry Powder und Investitionsaktivität. Die Sorge vor zu hohen Einstiegsmultiplikatoren und makroökonomischen Unsicherheiten scheinen ebenfalls wichtige Bestimmungsfaktoren mit zügelndem Effekt zu sein.



Wenn jedoch die Transaktionsvolumina mit dem Wachstum des Fundraising nicht Schritt halten, muss die Reichweite des Dry Powders derzeit relativ stark ansteigen. In vielen Veröffentlichungen von Branchenunternehmen wird dieser jüngere Effekt derzeit noch durch längerfristige Durchschnittsbetrachtungen überlagert. Hier bleibt die Frage, ob es damit einen weiter zunehmenden Investitionsdruck geben und es infolgedessen zu einer massiven Ausweitung der Volumina kommen wird. Die Tatsache, dass die etablierten Anbieter im Moment in der Lage sind, Zielvolumina in sehr kurzer Zeit vollständig zu erreichen, gibt einen Hinweis darauf, dass es im aggregierten Fundraising einen gewissen Vorzieheffekt gibt. Asset Manager nutzen die guten Bedingungen, um derzeit hohe Volumina langfristig einzuwerben. Hier ergibt sich durch die Gebührenstruktur insbesondere ein Kostenrisiko für die Anleger, falls die Mittel nicht zeitnah investiert werden können.

Doch auch eine Ausweitung der Transaktionsvolumina und der Firmenwerte im Besitz von Private Equity kann vor dem Hintergrund der signifikanten Erhöhung der aggregierten Werte in anderen Assetklassen, insbesondere in den Aktienmärkten, angemessen sein. So ist nach Daten von Capital Dynamics der Gesamtnettovermögenswert aller

Private-Equity-Beteiligungen von 2009 bis 2016 um ca. 100 Prozent angewachsen. In der gleichen Zeit ist der Index MSCI World mit über 150 Prozent deutlich stärker gestiegen. Der Gesamtnettovermögenswert aller Buyout-Beteiligungen entspricht derzeit immer noch moderaten 4,5 Prozent des MSCI World.

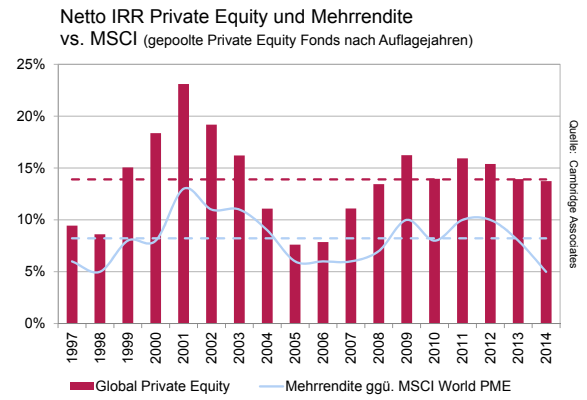
Die Abbildung zeigt neben der Entwicklung der aggregierten Transaktionsvolumina für Buyouts in Nordamerika und Europa auch die Entwicklung der Volumina für Transaktionen größer und kleiner USD 500 Mio. je Transaktion. Hier zeigt sich wiederum deutlich, dass die Large-Cap und Mega-Fonds die Entwicklung dominieren. Während die Volumina der Mittelstandstransaktionen in den Jahren 2010 bis 2015 offenbar stagnierten und derzeit sogar rückläufig sind, stieg das Volumen der Transaktionen über 500 Mio. US-Dollar seit 2010 um über 30 Mrd. US-Dollar pro Jahr bzw. kumuliert um ca. 70 Prozent an. Die Anzahl der Transaktionen ist auf Basis der betrachteten Daten signifikant rückläufig.

Im intransparenten mittelständischen Segment ist es offenbar eine besondere Herausforderung, für die verfügbaren Mittel sinnvolle Transaktionen zu identifizieren. Die Entwicklung zeigt zudem, dass auch im Mid-Cap-Segment die Befürchtungen einer undisziplinierten Investitionsweise weitgehend unbegründet sind. Mittelständische Unternehmen mit einem Größen- und Organisationsgrad unterhalb der großen Kapitalmärkte bleiben der historische Kern der Private-Equity-Industrie, da diese bei den genannten Unternehmen eine sinnvolle Governance-Alternative zu Familieneigentum oder Kapitalmarkt bieten. Dies bildet die Grundlage für Illiquiditätsprämien jenseits der Renditen von öffentlichen Kapitalmärkten.

> These 4: Private Equity wird auch in Zukunft langfristig Renditen im niedrigen zweistelligen Bereich erwirtschaften. Bei einer sehr attraktiven Kapitalmarktentwicklung wird Private Equity zunehmend Schwierigkeiten haben, eine klare Outperformance zu erwirtschaften.

Die Anlageklasse Private Equity hat sich in den vergangenen Jahrzehnten durch hohe absolute Renditen und Mehrrenditen im Vergleich zu Aktienindizes hervorgetan. Die erreichten Renditen werden auch als Kompensation der Anleger für die Illiquidität von Private Equity angesehen und somit begründet.

Da Private-Equity-Transaktionen in einem privaten Markt stattfinden, sind Transaktionsdetails und die damit verbundenen Erfolge für die Investoren nur eingeschränkt transparent. Kommerzielle Datenbankanbieter stellen aggregierte Marktdaten zur Verfügung, die jedoch zum Teil divergente Entwicklungen aufzeigen. Die nachfolgenden Ausführungen stützen sich auf Daten von Cambridge Associates, da diese in den vergangenen Jahren die höchste Kontinuität aufwiesen.



Die **absoluten Renditen nach Kosten (Netto-IRR)** für die nach Auflagejahren gepoolten Private-Equity-Fonds werden durch die roten Säulen in der Abbildung repräsentiert. Die Daten von Cambridge Associates zeigen, dass seit 1997 eine durchschnittliche Netto-IRR von 14 Prozent erzielt wurde. In den letzten Jahren wurden auf Grund der guten allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung ebenfalls Renditen auf dem Niveau des langfristigen Durchschnitts erwirtschaftet. Dabei ist zu beachten, dass gerade die nach 2010 aufgelegten Fonds zum Teil noch über erhebliche Portfolios verfügen und somit weiteres Renditepotenzial (und Risiken) bieten. Darüber hinaus ist anzumerken, dass die kumulierten Renditen für keinen der dargestellten Jahrgänge negativ sind.

Die Abbildung zeigt in der blauen Linie die **Mehrrendite gegenüber dem MSCI-World-Index**. Diese wird gemessen durch den Vergleich der Rendite der nach Auflagejahren gepoolten Private-Equity-Fonds mit einem zahlungsstromadjustierten Aktienindex. Dabei wird das Zahlungsstromprofil (Investitionen/Desinvestitionen) der Private-

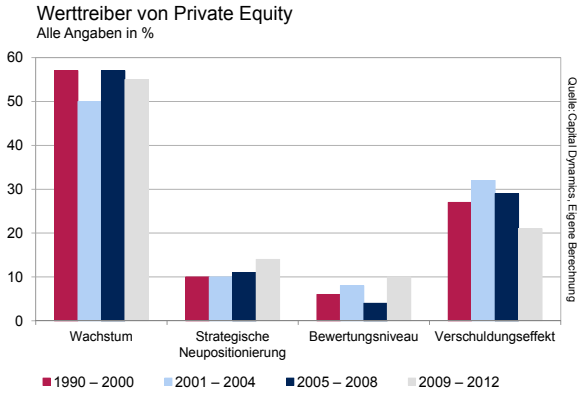
Equity-Industrie in dem Aktienindex fingiert. Der MSCI World ist ein üblicher Vergleichsindex, da er die Entwicklung der globalen Aktienmärkte nachvollzieht.

Die Grafik zeigt eine **langfristige Mehrrendite** gegenüber MSCI in Höhe von 8 Prozentpunkten p.a., welche eine abnehmende Tendenz jüngerer Jahrgänge impliziert. Hier ist jedoch zu beachten, dass der Jahrgang 2014 noch verhältnismäßig jung ist. Stellt man die Private-Equity-IRR anderen zahlungsstromadjustierten Indizes wie dem S&P 500 oder dem Russell 3000 gegenüber, ergibt sich eine langfristige Mehrrendite von 5,3 Prozentpunkten bzw. 4,2 Prozentpunkten. Die genannten US-amerikanischen Indizes haben insbesondere in den Jahren seit 2012 im historischen Vergleich sehr hohe Renditen erwirtschaftet, wodurch die Mehrrendite von Private-Equity (global) in der genannten Periode auf ein relativ geringes Niveau von ca. 3 Prozentpunkten abgesunken ist.

Wir unterstellen, dass die Performance an den Aktienmärkten sowie von Private Equity in den letzten Jahren auch stark durch das sinkende Zinsniveau getrieben wurde. Auf Basis dieser Einschätzung gehen wir von sinkenden absoluten Renditen in den nächsten Jahren aus. Die Performance der US-amerikanischen Aktienindizes könnte sich dabei von dem historisch sehr hohen Niveau deutlich stärker reduzieren, sodass die Mehrrendite von Private Equity auch wieder eindeutiger ausfallen könnte. Das illiquide und langfristig gebundene Vermögen in dieser Assetklasse wird langfristig einen deutlichen Mehrertrag erwirtschaften müssen. Dies gilt insbesondere für den historischen Kernmarkt, dem Markt für mittelständische Unternehmen mit dynamischerem Wachstumsprofil aber auch höheren Risiken.

Die Private-Equity-Rendite beinhaltet in Form sehr hoher Verwaltungsgebühren noch einen signifikanten Puffer. Man kann aktuell von einer Beteiligung der Assetmanager an den Risikoerträgen von über 30 Prozent (bei Dachfonds sogar bis zu 40 Prozent) ausgehen. Hierbei sind die reinen Transaktionskosten und Sweet-Equity-Programme der operativen Unternehmensmanager noch nicht berücksichtigt. Wir erwarten, dass die Gebühren-Struktur grundlegend angepasst werden würde, sofern die attraktiven zweistelligen Renditen und/oder Mehrrenditen gegenüber den Aktienmärkten abschmelzen würden.

Schaut man sich die **Werttreiber bei Private Equity im Verlauf verschiedener Investitionszyklen** an, zeigt sich nach Analysen von Capital Dynamics, dass diese über vier untersuchte Zyklen relativ unverändert sind.



Die Entwicklung der operationalen Werttreiber wie Wachstum und Margenverbesserungen, die direkt auf das EBITDA wirken, sind über die vier untersuchten Investitionszyklen relativ konstant und machten zuletzt rund 55 Prozent der Wertsteigerungen aus. Die strategische Repositionierung von Beteiligungsunternehmen trug jüngst mit einem Wert von 14 Prozent zum Erfolg bei. Die Ausnutzung von Veränderungen im allgemeinen Marktpreisniveau und durch geschickte Veräußerungen trugen lediglich rund 10 Prozent zur Wertsteigerung bei. Die Bedeutung von Fremdkapital als Renditehebel für das Eigenkapital war mit einem Anteil von 21 Prozent am Gesamterfolg der Beteiligungen zuletzt rückläufig.

Ein wesentlicher Faktor der Unternehmenswertsteigerung für Private-Equity-Portfoliounternehmen wird in den kommenden Jahren die Digitalisierung (Internet of Things, Industrie 4.0) sein. Der digitale Transformationsprozess hat großes Disruptionspotenzial und wird in erheblicher Weise die Komponenten Wachstum, Marge und strategische Repositionierung beeinflussen. Dies stellt für etablierte mittelständische Unternehmen nicht nur eine Chance, sondern in hohem Maße auch eine Gefahr dar. Großkonzerne und flexible Start-ups sind sich des Potenzials der neuen Technologien bewusst und treiben Entwicklungen schnell voran. Private-Equity-Fonds können im Sinne eines Corporate Headquarters hier eine Schlüsselrolle in der Bereitstellung von Ressourcen und Know-how für die Portfoliounternehmen zukommen.

Listed Private Equity: Gestiegenes Investoreninteresse sorgt für geringe Discounts

Die Anlageklasse Listed Private Equity (LPE) bietet Anlegern die Möglichkeit, über börsennotierte Vehikel eine Position im Bereich Private Equity aufzubauen. Dies geschieht durch den Erwerb von Anteilen der entsprechenden Gesellschaften über die Börse.

Wenngleich gelistete PE-Fonds den gleichen Investmentansatz wie konventionelle Private-Equity-Fonds verfolgen und die zugrundeliegenden Vermögenswerte jeweils nichtgelistete Unternehmen sind, so gibt es doch wesentliche Unterschiede zwischen den beiden Strukturen. In erster Linie unterscheidet sich LPE durch Handelbarkeit der Anteile über einen geregelten Markt. Dies bietet Anlegern den Vorteil, Fondsanteile börsentäglich erwerben bzw. veräußern zu können. Daraus ergeben sich für Investoren eine Reihe von Vorteilen, wie z.B. transparente Marktpreise, geringe Transaktionskosten, zügige Abwicklung sowie Flexibilität bei der Haltedauer und der gewünschten Höhe des Investments, da Mindestinvestitionsbeträge lediglich durch den Preis einer Aktie definiert sind.

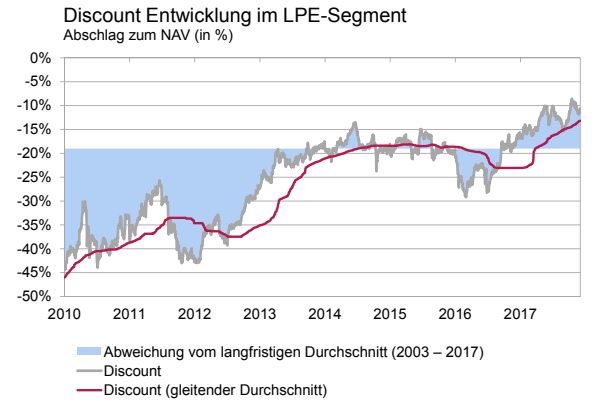
Neben der **Börsennotierung** ist die **unbegrenzte Laufzeit** der LPE-Fonds ein weiteres typisches Unterscheidungsmerkmal. Anders als bei herkömmlichen Private-Equity-Fonds gibt es bei diesen sogenannten Evergreen-Strukturen keine Laufzeitbegrenzung, zu deren Ende das Beteiligungsportfolio sukzessive abgebaut und resultierende Zuflüsse ausgeschüttet werden. Bei LPE-Fonds werden Zuflüsse auf Fondsebene in der Regel thesauriert und reinvestiert. Anleger investieren in bestehende Beteiligungsportfolios, vergleichbar mit einer Sekundärtransaktion im konventionellen Private-Equity-Segment (mit dem Unterschied der unbegrenzten Laufzeit von LPE-Vehikeln). Daraus ergibt sich für Investoren der Vorteil einer unmittelbaren Kapitalallokation. Darüber hinaus gibt es keine offenen Kapitalzusagen der Anleger. Folglich kommt es bei einer Investition im Bereich Listed Private Equity nicht zu dem für Private-Equity-Fonds typischen J-Kurveneffekt. Dieser besagt, dass die Rendite in den ersten Jahren der Investitionsphase i.d.R. negativ ist. Grund dafür ist die anfänglich überproportional hohe Kostenbelastung, die einem vergleichsweise kleinen aktiven Beteiligungsportfolio gegenübersteht.

Das Segment Listed Private Equity im weiteren Sinne umfasst sehr unterschiedliche Subklassen. Zum einen gibt es börsennotierte Vermögensverwalter wie z.B. Blackstone, KKR und Partners Group mit dem Fokus auf die Verwaltung von Private-Equity-Fonds. Zum anderen existieren direkte LPE-Fonds und Dachfonds, deren Mittel in nicht notierte Unternehmen investiert sind. Aus unserer Sicht bieten lediglich LPE-Vehikel im engeren Sinne, nämlich LPE-Direkt- und Dachfonds, ein ähnliches Profil wie konventionelles Private Equity. Im Folgenden werden wir uns auf die Betrachtung von LPE-Strukturen im engeren Sinne fokussieren.

> These 1: Die Discounts von LPE-Fonds gegenüber den Net Asset Values werden sich im Jahresverlauf 2018 nicht ausweiten und weiterhin deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt von rd. -19 Prozent liegen.

Ein bedeutendes Merkmal von Listed-Private-Equity-Fonds sind die langfristig vorhandenen **Abschläge der Aktienkurse zu ihren jeweiligen Net Asset Values (NAV)**. Diese sogenannten Discounts variieren mitunter stark zwischen den einzelnen Vehikeln und über den Zeitablauf. Erklärungsansätze für das grundsätzliche Vorhandensein dieser Abschläge stellen z.B. auf bestehende Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Fondsmanagement sowie auf strukturelle Nachteile durch die unbegrenzte Laufzeit der Fonds ab. Der Discount kann demnach als Risikoabschlag auf die berichteten NAV bzw. als Kompensation für strukturbedingte Nachteile durch die Evergreen-Ausgestaltung angesehen werden.

Die mitunter auftretenden temporären Schwankungen dieser Risikoabschläge haben zwei Ursachen. Auf der einen Seite sind sie technisch induziert, da NAV mit zeitlichem Verzug berichtet werden, während Aktienkurse täglichen Bewegungen unterliegen. Auf der anderen Seite spiegeln sie eine abweichende Risikoeinschätzung der Anleger im Zeitablauf wider.



Während die NAV in den Krisenjahren 2008/2009 um rd. 40 Prozent nach unten korrigierten, sanken die Kurse im LPE-Segment in der Spitze sogar um bis zu 80 Prozent. Dementsprechend weiteten sich die Discounts in der Finanzkrise massiv aus. Diese **erheblichen Risikoabschläge** lassen sich zumindest teilweise auf damals übliche Kapitalstrukturen und Commitment-Strategien zurückführen. Bei LPE-Dachfondsvehikeln gibt es hohe Anforderungen an das Cashflow-Management. Dies liegt daran, dass Kapitalzusagen der LPE-Dachfonds größtenteils durch zukünftige Rückflüsse aus dem Beteiligungsportfolio gedeckt werden müssen. Mithin besteht bei diesen Fonds durch offene Kapitalzusagen ein zusätzliches Risiko gegenüber Private-Equity-Dachfonds, deren Fonds-Commitments vollständig durch Kapitalzusagen der Anleger gedeckt sind. Aufgrund dieses sogenannten Commitment-Risikos haben Listed-Private-Equity-Dachfonds i.d.R. Kreditlinien, welche bei Bedarf in Anspruch genommen werden können. In den Jahren 2008 bis 2010 mussten viele gelistete PE-Dachfonds auf diese Kreditlinien zurückgreifen, um bestehenden Einzahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Im Ergebnis entstand somit auf Fondsebene eine zusätzliche Verschuldung, die bei Anlegern starke Verunsicherungen und Befürchtungen drohender Zahlungsunfähigkeiten auslöste.

Risiken im Zusammenhang mit Kapitalzusagen und Verschuldung sowohl auf Fonds- als auch auf Portfolioebene haben sich seitdem stark reduziert. LPE-Fonds weisen heute durch höhere Barmittelreserven und mitunter durch Ausstiegsoptionen aus bestehenden Kapitalzusagen ein erheblich effektiveres und risikoärmeres Management der ausstehenden Commitments auf.

In den Nachkrisenjahren haben sich Discounts allgemein deutlich eingeengt, was sich durch ein gesteigertes Investoreninteresse an der Anlageklasse, eine allgemein positive Entwicklung an den Aktienmärkten und geringere Verschuldungs- und Commitment-Risiken im LPE-Sektor erklären lässt. In den Jahren von 2013 bis Ende 2015 stabilisierte sich der durchschnittliche Abschlag in einem Korridor von -15 Prozent bis -23 Prozent. In den ersten neun Monaten 2016 gab es eine temporäre Ausweitung auf knapp -29 Prozent. In der Folge engte sich der Discount ab Ende 2016 weiter ein und lag zum Jahresende 2017 bei -10 Prozent, was deutlich weniger als der langfristige Durchschnittswert von -19 Prozent ist.

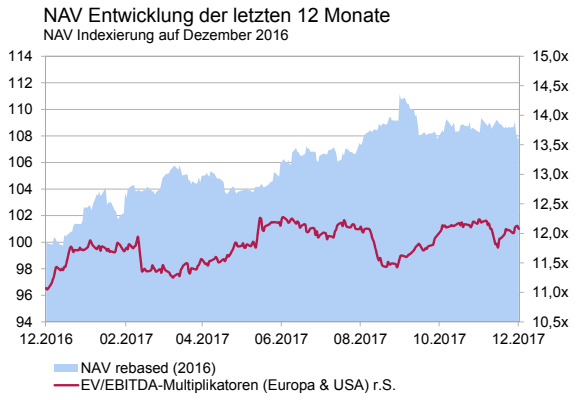
Betrachtet man die Entwicklung von **Discounts bei sogenannten Secondaries**, Sekundärtransaktionen bei konventionellen Private-Equity-Fonds, so bestehen deutliche Parallelen hinsichtlich der Ausweitung der Abschläge in Zeiten von erhöhtem Marktstress. Allerdings existieren beträchtliche Diskrepanzen bezüglich der Höhe der Abschläge zwischen PE-Secondaries und LPE. Während seit 2007 die durchschnittlichen Abschläge bei Secondaries bei maximal rd. -40 Prozent lagen, erreichten die Discounts bei LPE Werte von -70 Prozent. Dieser zusätzliche Abschlag von über -30 Prozentpunkten lässt sich aus unserer Sicht zumindest teilweise auf die zuvor erwähnten zusätzlichen Risiken bei LPE-Strukturen zurückführen. Seit 2012 hat sich die Differenz der Discounts zwischen Secondaries und LPE signifikant verringert. Im Jahr 2017 ging der Abstand zu Secondary-Abschlägen auf 2 Prozentpunkte zurück. Die Annäherung der Secondary- und LPE-Discounts ist für uns ein Indiz für eine ähnliche Risikowahrnehmung beider Strukturen. Sollten sich Secondary-Discounts im Jahr 2018 auch weiterhin nicht ausweiten, so spricht aus unserer Sicht vieles für eine ähnliche Entwicklung der LPE-Discounts.

Empirische Untersuchungen belegen einen Zusammenhang zwischen der Aktienmarktentwicklung und den Discounts. Dementsprechend verringern sich Discounts in Phasen positiver Marktentwicklungen, wie z.B. im abgelaufenen Jahr. Unterstellt man für das Jahr 2018 weiter steigende Aktienindizes, so dürften sich nach unserer Einschätzung auch die Abschläge zum NAV tendenziell eher einengen. Vor dem Hintergrund steigender Unternehmens-

gewinne und konstant hoher bis leicht steigender Bewertungsniveaus erscheint dies aktuell plausibel.

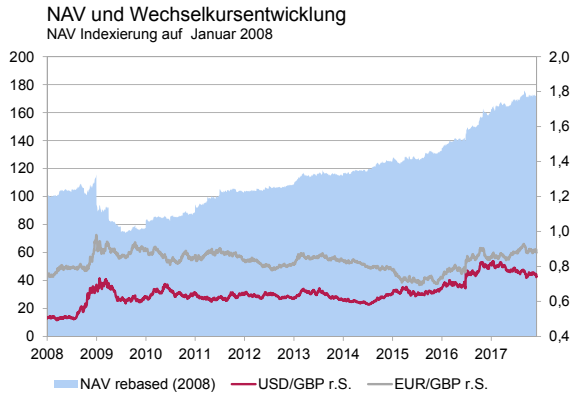
> These 2: Die Net Asset Values des LPE-Segments werden ihre positive Entwicklung auch im Jahr 2018 fortsetzen. Eine Abschwächung dieser Entwicklung könnte vor allem ein schwächerer US-Dollar bewirken.

Die Net Asset Values im LPE-Segment werden im Wesentlichen durch die operative Entwicklung der einzelnen Portfoliounternehmen, die allgemeine Verfassung der Konjunktur und das Bewertungsumfeld beeinflusst. Weiterhin spielen makroökonomische Einflüsse wie z.B. die Wechselkursentwicklung aufgrund von Fremdwährungs-Investments eine Rolle. Da bei LPE-Fonds Unternehmensbeteiligungen laufend realisiert werden, wirken sich Veränderungen des Bewertungsniveaus auf die NAV aus. Im Verlauf der letzten zwölf Monate haben sich Bewertungsmultiplikatoren (EV/EBITDA) positiv entwickelt und damit für leichten Rückenwind hinsichtlich der NAV-Performance gesorgt.



Aktuell befinden sich die **Bewertungsrelationen auf einem hohen Niveau**. Wir gehen davon aus, dass sich dies auch im Jahr 2018 vorerst nicht ändern wird. Angesichts reifer Beteiligungsportfolios der LPE-Vehikel und damit einhergehenden Realisierungen deutet vieles daraufhin, dass sich die NAV bei steigenden Unternehmensgewinnen im Jahr 2018 weiterhin positiv entwickeln werden.

Die Net Asset Values haben sich seit 2009 nachhaltig positiv entwickelt. Die NAV-Performance von LPE in dieser Periode liegt bei rd. 10 Prozent p.a. Im Vergleich zu großen Aktienindizes wie z.B. dem MSCI World, der seit 2009 eine durchschnittliche Performance von etwa 6 Prozent p.a. erreichte, ist dies ein guter Wert. In jüngster Vergangenheit zeigte insbesondere das Jahr 2016 eine sehr starke Aufwertung der NAV mit rund 21 Prozent.



Erklärungen für diese starke Performance im Jahr 2016 finden sich in den **Fremdwährungs-Exposures der LPE-Fonds**. Sämtliche hier untersuchte LPE-Vehikel sind an der London Stock Exchange gelistet und notieren in Britischen Pfund. Große Teile der Portfoliounternehmen der LPE-Vehikel sind hingegen in den USA und Kontinentaleuropa beheimatet. Demnach hängt die Entwicklung der NAV (in Britischen Pfund) auch von den Wechselkursbewegungen des US-Dollar bzw. des Euro gegenüber dem Britischen Pfund ab. Dies impliziert ceteris paribus steigende NAV durch Aufwertungen des US-Dollar bzw. des Euro gegenüber dem Britischen Pfund. Investoren aus der Eurozone sollten berücksichtigen, dass sich Aufwertungen des Euro gegenüber dem Britischen Pfund nur auf Fondsebene positiv auswirken. Auf (Euro-)Anlegerebene besteht kaum ein bzw. gar kein Wechselkursrisiko aus der EUR/GBP-Kursentwicklung, wenn man von dem geringen Anteil von Investments in Britischen Pfund absieht. Demnach ist die Euro-Dollar-Entwicklung das für Euro-Investoren bedeutendste Fremdwährungs-Exposure. Die Auswirkungen für einen einzelnen Anleger hängen dabei von dem jeweiligen US-Dollar-Exposure des investierten Fonds ab.

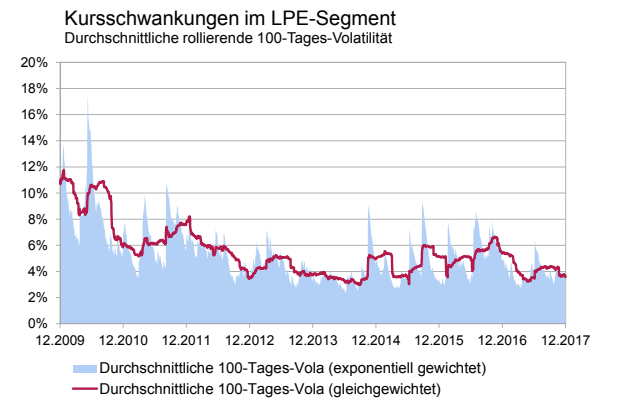
Im Rahmen einer von Marcard, Stein & Co durchgeführten empirischen Analyse der Abhängigkeit der NAV gegenüber diesen beiden Währungen wurde der Effekt von Wechselkursänderungen auf die NAV untersucht. Bei dieser Ana-

lyse wurde auf die Fondsebene abgestellt und somit keine Umrechnung in Euro auf Anlegerebene angenommen. Dabei zeigte sich, dass NAV ähnlich empfindlich gegenüber Schwankungen des US-Dollar und des Euro sind. Nach unseren Berechnungen bewirkt eine einprozentige Aufwertung des US-Dollar bzw. des Euro gegenüber dem britischen Pfund im Durchschnitt einen Anstieg der NAV um jeweils 0,3 Prozent. Das Ausmaß der Effekte von Wechselkursschwankungen ist konsistent mit den durchschnittlichen Anteilen von US-Unternehmen und Firmen aus dem Euroraum am Beteiligungsportfolio der untersuchten LPE-Fonds. Die tatsächlichen Auswirkungen auf einzelne LPE-Vehikel hängen natürlich von dem individuellen Fremdwährungs-Exposure ab.

Die NAV konnten in den letzten zwölf Monaten um rund 8 Prozent zulegen. Diese Entwicklung beinhaltet jedoch die oben beschriebenen **Wechselkurseffekte**. Bereinigt man die Entwicklung der Net Asset Values um Wechselkurseffekte, so liegt diese um knapp 0,5 Prozentpunkte höher. Insbesondere die Abwertung des Dollar gegenüber dem Pfund wirkte sich negativ aus und überwog die positiven Auswirkungen des EUR/GBP-Kursanstiegs auf die NAV. Wechselkursbewegungen dürften nach unserer Auffassung damit auch im Jahr 2018 einen geringeren Einfluss auf die NAV-Performance (in GBP) des LPE-Segments haben. Bei einem leicht positiven Trend des EUR/GBP-Kurses gepaart mit einem etwas schwächeren USD/GBP-Kurs erwarten wir im Jahr 2018 in Summe geringere Belastungen als im Jahr 2017 bzw. gegebenenfalls sogar etwas Unterstützung der NAV-Performance durch die Fremdwährungsentwicklung.

> These 3: Die Kursschwankungen des LPE-Segments werden sich im Jahr 2018 in Abwesenheit von makroökonomischen Schocks auf einem niedrigen Niveau bewegen.

Das Segment LPE zeigte in Zeiten allgemeiner Verunsicherung an den Aktienmärkten mitunter starke Kursbewegungen. Insbesondere die extremen Schwankungen während der Jahre 2008 und 2009 sind Anlegern in Erinnerung geblieben. Aus diesem Grund werden Titel dieser Assetklasse seither mit erhöhten Risiken assoziiert. Betrachtet man die Entwicklung der Kursschwankungen seit Ende der Finanzkrise, so zeigt sich jedoch, dass sich die Volatilität des LPE-Segments sukzessive reduziert hat. Wenngleich die LPE-Kursbewegungen zwischenzeitliche Ausschläge aufweisen, so zeichnet sich ein Trend zu geringerer Volatilität ab. Die rollierende durchschnittliche 100-Tages-Volatilität hat sich während der letzten zwölf Monate um etwa 2 Prozentpunkte reduziert.



In der Historie tendierten hohe bzw. niedrige Kursschwankungen dazu, in Klumpen aufzutreten, demnach sich Phasen mit höheren Kursbewegungen und Phasen mit niedrigen Kursausschlägen abwechseln. Zum Jahresende lag die rollierende 100-Tages-Volatilität auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Wir glauben, dass diese Phase ohne größere externe Schocks vorerst andauern wird.

Ein Grund, warum wir davon ausgehen, dass sich die Risiken von LPE aus Anlegersicht reduziert haben, sind die bereits zuvor angesprochenen geringeren Risiken durch Verschuldung auf Fondsebene und offene Kapitalzusagen. So hat sich die Deckung der offenen Kapitalzusagen durch Barmittel und Kreditlinien seit 2007 von 15 Prozent auf etwa 70 Prozent im Jahr 2017 erhöht. Daneben sind die Beteiligungsportfolios der LPE-Fonds heute deutlich größer als noch im Jahr 2007, sodass auf Fondsebene höhere Cashflows zur Deckung von offenen Einzahlungsverpflichtungen zur Verfügung stehen. Dementsprechend hat sich das Verhältnis von Net Asset Values zu offenen Commitments seit 2007 etwa verdreifacht.

Als Indiz für eine mögliche veränderte Risikowahrnehmung von Listed Private Equity durch Investoren und potenziell damit verbundenen geringeren Kursschwankungen sehen

wir die bereits erwähnte Annäherung der Abschläge bei Private-Equity-Secondaries und LPE. Die noch vor einigen Jahren bestehende deutliche Diskrepanz der Abschläge auf den NAV hat sich deutlich verringert und erreicht gegenwärtig das niedrigste Niveau seit 2007. Aus diesem Grund nehmen wir an, dass sich die von Investoren wahrgenommenen Risiken von LPE reduziert haben und sich damit eine strukturell geringere Volatilität einstellen könnte.

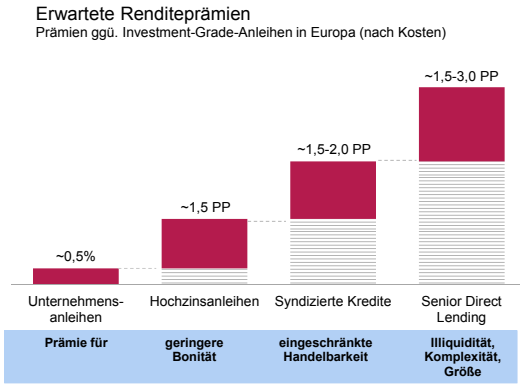
Private Debt: Mittelständische Kredite bieten attraktive Risikoprämien

These 1: Senior Secured Loans bleiben auch weiterhin eine sinnvolle Alternative zu klassischen Fremdkapitalinvestments.

Die Zinsen im Euroraum befinden sich weiterhin auf einem im historischen Vergleich niedrigen Niveau. Somit dürften Anleger weiterhin Schwierigkeiten haben, mit klassischen Fremdkapitalinvestments wie Staats- oder Unternehmensanleihen auskömmliche Renditen erzielen zu können. Selbst mit der Bereitschaft, höhere Bonitätsrisiken in Kauf zu nehmen, lässt sich die Renditeerwartung durch die Investition in Hochzinsanleihen lediglich nur noch etwas steigern.

Anleger mit einem längeren Anlagehorizont können daher versuchen, ihre Rendite durch den Verzicht auf eine Handelbarkeit um eine Illiquiditätsprämie zu erhöhen. Denkbar wäre hier zunächst der Erwerb von **Konsortialkrediten** (sogenannte Syndicated Loans). Hierbei handelt es sich um sehr große Finanzierungen, die von spezialisierten Banken strukturiert und anschließend aufgrund ihrer erheblichen Größe an eine Vielzahl institutioneller Investoren verkauft (syndiziert) werden. Da derartige Titel semiliquide über einen Makler bei der verantwortlichen Bank gehandelt werden können, ist die zu vereinnahmende Illiquiditätsprämie in diesem Fall vergleichsweise gering.

Alternativ könnte ein Engagement im Bereich **Direct Lending** geprüft werden. Dabei werden mittelständischen Unternehmen deutlich kleinere Finanzierungen bereitgestellt. In diesem Größensegment sind nicht nur die Margen höher, sondern die Gesamtrendite kann zusätzlich auch durch die Vereinnahmung einer Bearbeitungsgebühr erhöht werden, da die Strukturierung unmittelbar durch den Kreditgeber selbst erfolgt. Zwar birgt die geringere Unternehmensgröße der Kreditnehmer theoretisch ein erhöhtes Risiko; bei einer Beschränkung auf erstrangige Kredite (Senior Secured Loans) wird dieser Nachteil jedoch durch die höhere Seniorität der Forderung im Vergleich zu Anleihen kompensiert. Auf Basis historischer Daten liegt die Verlustrate derartiger Senior Secured Loans mit rund 0,9 Prozent p.a. deutlich unterhalb der Quote für Hochzinsanleihen (ca. 2,1 Prozent p.a.).



In einem anhaltend niedrigen Zinsumfeld sollten Anleger durch eine Investition in einen Direct-Lending-Fonds unseres Erachtens weiterhin eine deutliche Mehrrendite gegenüber Anleiheinvestments erzielen können. Die genaue Höhe lässt sich in Ermangelung verfügbarer Marktdaten allerdings lediglich schätzen. In Europa dürfte sie sich im Mittel auf mindestens drei Prozentpunkte (PP) belaufen.

Sofern das allgemeine Zinsniveau wieder ansteigen sollte, profitieren Kredit-Engagements darüber hinaus von einem weiteren Vorteil: Aufgrund ihrer **variablen Verzinsung** sind sie – anders als Anleihen mit ihrem festen Kupon – keinem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt.

> These 2: Das überdurchschnittliche Wachstum von Private Debt dürfte auch 2018 weiter anhalten.

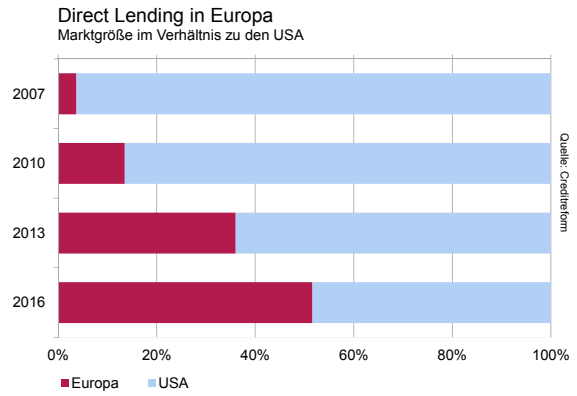
Private Debt hat seine dynamische Entwicklung zuletzt weiter fortgesetzt. Aus einem bis 2007 weitgehend auf den nordamerikanischen Kontinent beschränkten Markt mit einem Volumen von rund 200 Mrd. US-Dollar hat sich insbesondere durch ein anhaltend niedriges Zinsumfeld sowie Limitationen, denen Banken aufgrund steigender Eigenkapitalanforderungen unterliegen, eine Anlageklasse entwickelt, in der global mittlerweile mehr als 600 Mrd. US-Dollar verwaltet werden. Für eine Fortsetzung dieses Wachstums sprechen unseres Erachtens folgende Gründe:

1. Dank seines mittlerweile erreichten Marktvolumens hat sich Private Debt zu einer **eigenständigen Anlageklasse** entwickelt. Verbunden mit einer zunehmenden medialen Präsenz hat dies das Verständnis für die Funktionsweise und Charakteristika sowohl anleger- als auch nachfrageseitig deutlich erhöht. Dass Private Debt in den Portfolios institutioneller Investoren noch immer unterrepräsentiert ist, zeigt die Tatsache, dass in diesem Segment mit 62 Prozent so viele Investoren wie bei keiner anderen Anlageklasse ihr Engagement langfristig ausweiten wollen. Potenzielle Kreditnehmer schätzen zunehmend die hohe Flexibilität sowie die Verlässlichkeit einer Darlehenszusage. Darüber hinaus wird die zunehmende Internationalisierung mittelständischer Unternehmen auch weiterhin den Bedarf an grenzüberschreitendem Kapital erhöhen.

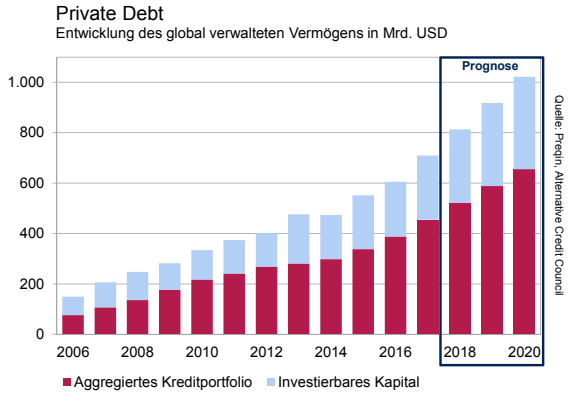
2. Das **Zinsniveau** dürfte noch längerfristig auf einem im historischen Vergleich niedrigen Niveau bleiben. Anleger werden somit auch weiterhin Bereitschaft zeigen, sich mit Alternativen zu herkömmlichen festverzinslichen Anlagen auseinanderzusetzen, auch wenn diese mit einer höheren Komplexität verbunden sind. Wenngleich Private Debt ein breites Rendite-Risiko-Profil abdeckt, suchen Investoren vorwiegend am konservativen Ende nach Lösungen. Dies unterstreicht nicht nur das überdurchschnittliche Wachstum von Direct Lending, also die direkte Vergabe von vorrangigen Darlehen an mittelständische Unternehmen, sondern vor allem auch der Umstand, dass deutlich mehr Mittel aus Anleihen in Private Debt umgeschichtet werden als aus offensiveren Anlageklassen wie Private Equity. Aufgrund der typischerweise variablen Verzinsung der verauslagten Kredite können Investoren gleichzeitig auch Zinsänderungsrisiken meiden, die Anleihen mit mittel- bis langfristiger Fälligkeit aufweisen.

3. Der **Aufholprozess Europas** dürfte sich weiter fortsetzen. Wies der europäische Markt vor der Finanzkrise gerade einmal eine Größe von 3,7 Prozent des US-Marktes auf, so ist das Verhältnis zuletzt auf über 50 Prozent angewachsen. Auch wenn der europäische Markt in Ermangelung breiterer Bankenkonsolidierung, unterschiedlicher rechtlicher Rahmenbedingungen und vorhandener Sprachbarrieren nach Ansicht von Creditreform nicht die Größe der USA erreichen dürfte, sollte sich der Abstand gegenüber den USA weiter verringern. Unterstützend dürften sich dabei die Bemüh-

ungen der EZB auswirken, die Regulierung innerhalb der EU zu harmonisieren und die Bankenentschuldung weiter voranzutreiben.



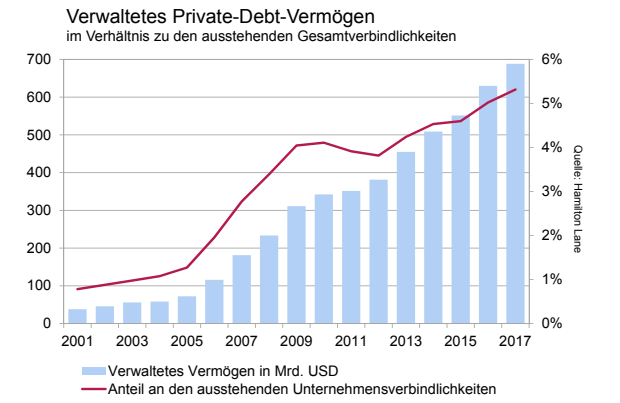
Die genannten Faktoren dürften dafür sorgen, dass sich Private Debt auch in den kommenden Jahren dynamisch entwickeln wird: Das Alternative Credit Council geht davon aus, dass das globale Volumen bis Ende 2019 auf über eine Billion US-Dollar anwachsen wird.



These 3: Die hohen Beträge, die derzeit in die Assetklasse Private Debt fließen, treffen auf eine hinreichende Kapitalnachfrage mittelständischer Unternehmen.

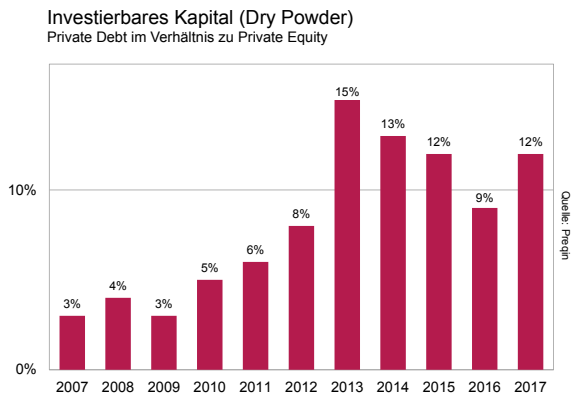
Das schnelle Wachstum des Private-Debt-Segments sowie die hohen Beträge an neuem Kapital, die insbesondere Direct-Lending-Fonds zufließen, werden von vielen Marktteilnehmern mit zunehmender Skepsis betrachtet. Vor allem europäische Investoren sind besorgt, dass ein mögliches Überangebot an Fremdkapital dazu führen könnte, dass auch weniger überzeugende Investitionsmöglichkeiten finanziert werden können oder das Risiko guter Buyouts durch einen zu hohen Einsatz von Fremdmitteln erhöht wird.

Allerdings handelt es sich bei Private Debt gerade in Europa um eine noch immer junge Form der alternativen Finanzierung, weshalb ein Teil der hohen Wachstumsraten aufgrund eines niedrigen Ausgangsniveaus einem Basiseffekt geschuldet ist. Daher erscheint es sinnvoll, die Zahlen in einem breiteren Kontext zu betrachten. Das von Private-Debt-Gesellschaften über alle Subkategorien hinweg verwaltete Vermögen (Portfoliowert + investierbare Mittel) belief sich zum Jahresende auf weniger als 700 Mrd. US-Dollar. Damit halten **Private-Debt-Fonds** derzeit gerade einmal einen Anteil von **gut 5 Prozent der globalen Unternehmensverbindlichkeiten**. Dies ist in etwa vergleichbar mit dem Verhältnis des von Private-Equity-Gesellschaften verwalteten Kapitals zur aggregierten Marktkapitalisierung des MSCI World. Nicht zuletzt aufgrund der notwendigen Entschuldung von Banken sieht Hamilton Lane auf der Fremdkapitalseite deutlich mehr Spielraum für einen weiter steigenden Marktanteil der alternativen Anbieter und damit weiteres Potenzial für Wachstum.



Besonders dynamisch sind in den vergangenen Jahren die Zuflüsse zu Direct-Lending-Fonds gestiegen. Nach Schätzung von Preqin verfügen diese derzeit über investierbare Mittel (Dry Powder) von 74 Mrd. US-Dollar für die Bereitstellung vorrangigen Fremdkapitals. Auch hier empfiehlt es sich, diesen Wert in Relation zu einer anderen relevanten Kennziffer zu betrachten. Da der wesentliche

Teil des Kapitals zur Finanzierung von Private-Equity-Transaktionen genutzt wird, bietet sich hier insbesondere ein Vergleich mit dem für Buyouts zur Verfügung stehenden Dry Powder an. Dieses belief sich in Summe aller aktiven Fonds weltweit Ende 2017 auf gut 600 Mrd. US-Dollar. Direct-Lending-Managern standen mithin 12 Prozent der Mittel von Buyout-Fonds zur Verfügung. Auch wenn dieses Verhältnis gegenüber dem Vorjahr angestiegen ist, entspricht es lediglich einem relativ gesunden Durchschnittswert der vergangenen fünf Jahre. Die verfügbaren Mittel sollten daher auch weiter auf eine **ausreichende Kapitalnachfrage** treffen.

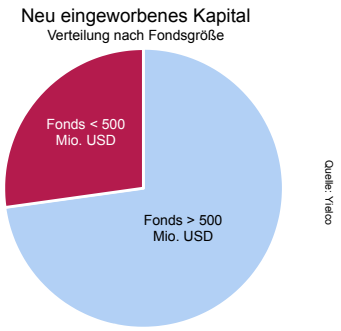


Der Frage, ob das Direct-Lending-Segment zu schnell gewachsen ist, lässt sich auch durch den Versuch begegnen, auf Basis der investierbaren Private-Equity-Mittel eine maximale Kapazität für entsprechende Private-Debt-Fonds abzuleiten. Seit der Finanzkrise wurden 46 Prozent des Buyout-Kapitals zum Kauf von Unternehmen mit einem Wert von bis zu 1 Mrd. US-Dollar genutzt. Diese gelten als das für Direct-Lending-Fonds relevante Größensegment, in dem sie mit herkömmlichen Darlehensgebern konkurrieren können. Vom gegenwärtigen Buyout-Dry-Powder von gut 600 Mrd. US-Dollar entfallen hierauf entsprechend rund 280 Mrd. US-Dollar. Bedenkt man, dass typischerweise weniger als die Hälfte des Transaktionswerts durch Eigenkapital finanziert wird, ergibt sich ein maximales Fremdkapitalvolumen von 350 Mrd. US-Dollar für zukünftige mittelständische Buyouts. Diese Zahl erhöht sich weiter durch den Refinanzierungsbedarf kurzfristig fällig werdender Darlehen, der sich über die nächsten fünf Jahre im Mittel auf jeweils 100 Mrd. US-Dollar p.a. beläuft.

Allein hieraus ergibt sich über die nächsten drei Jahre somit eine Kapazität von bis zu 650 Mrd. US-Dollar für Direct Lending. Noch nicht berücksichtigt hierin sind Darlehen, die abseits von Private-Equity-Transaktionen vergeben werden. In Relation hierzu erscheinen die verfügbaren Investitionsmittel von 74 Mrd. US-Dollar vergleichsweise moderat, was den Private-Debt-Gesellschaften einen hinreichenden Spielraum für Selektivität lassen sollte.

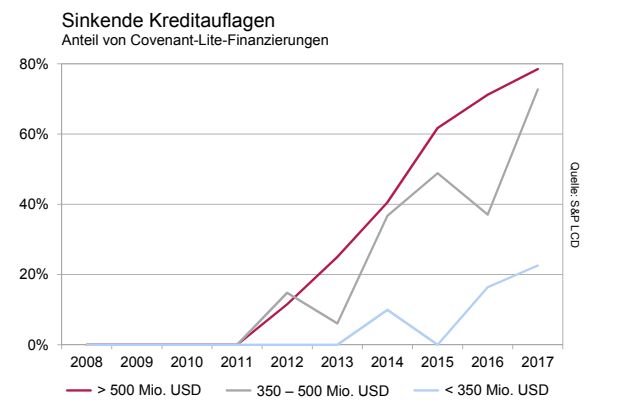
These 4: Kleinere Transaktionen bieten beim Direct Lending das attraktivste Rendite-Risiko-Profil.

Im Zuge der hohen Kapitalzuflüsse zeichnet sich immer stärker eine Zweiteilung des Private-Debt-Marktes ab: Auf der einen Seite können besonders etablierte Managementgesellschaften mit einer breiten Plattform und Angeboten in unterschiedlichen Private-Debt-Strategien einen immer größeren Anteil des neu eingeworbenen Kapitals auf sich vereinen. Auf der anderen Seite sind insbesondere kleinere Gesellschaften, die sich durch Expertise in einem speziellen Teilsegment auszeichnen, beim Fundraising erfolgreich. Der Wettbewerb erhöht sich aufgrund der zunehmenden Konzentration des Kapitals insbesondere im Segment für große Transaktionen und übt dort Druck auf die Margen aus.



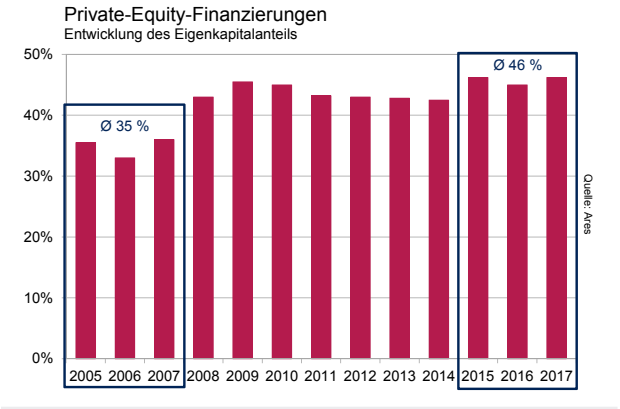
Der erhöhte Wettbewerbsdruck könnte auch die Bereitschaft der Gläubiger erhöhen, im Rahmen sogenannter **Covenant-Lite-Finanzierungen** auf Teile der üblichen Kreditauflagen (Covenants) zu verzichten. Bislang sind derartige Finanzierungen nahezu ausschließlich bei den großen und semi-liquide gehandelten Konsortialkrediten

verbreitet. So ist bei Finanzierungen mit einem Volumen von jeweils über 500 Mio. US-Dollar der Anteil, der lediglich ein bis zwei statt der üblichen rund vier Zusicherungen von den Kreditnehmern fordert, in den vergangenen Jahren kontinuierlich auf rund 80 Prozent gestiegen. Im Größensegment unterhalb von 350 Mrd. US-Dollar weist lediglich jede fünfte Finanzierung dieses reduzierte Sicherheitenpaket auf. Bei den noch kleineren direkt vergebenen Krediten im Bereich Direct Lending ist ein Verzicht auf Kreditauflagen bislang noch unüblich.



Fairerweise muss man in diesem Zusammenhang anmerken, dass heutzutage in vielen Fällen anstelle von Covenants ein Sitz im Beirat gewährt wird, durch den Gläubiger noch schneller eine mögliche Verschlechterung der Geschäftsentwicklung erkennen können. Darüber hinaus besitzen die typischen Kreditauflagen eine unterschiedliche Relevanz, weshalb Gläubiger es vielfach für ausreichend halten, wenn die Einhaltung eines festgeschriebenen Verschuldungsgrads sichergestellt ist. Denn dieser deutet zumeist als erstes auf eine Verschlechterung der Geschäftssituation hin.

Ein weiterer Vorteil kleinerer Transaktionen sind die durchschnittlich **geringeren Verschuldungsgrade**. Zwar hat sich auch im geringeren Größensegment der Einsatz von Fremdkapital seit 2009 erhöht, was jedoch dank des gesunkenen Zinsniveaus zu keiner höheren laufenden Belastung des Kreditnehmers geführt hat. Vor allem ist jedoch der Eigenkapitalanteil in deutlich überproportionalem Verhältnis angestiegen. So werden mittelständische Buyouts heute mit gut zehn Prozentpunkten mehr Eigenmitteln finanziert als vor der Finanzkrise. Dies deutet nicht nur auf eine gestiegene Disziplin bei den Managementgesellschaften hin, sondern erhöht insbesondere auch den Sicherheitspuffer für den Kreditgeber. Darüber hinaus entscheiden Kreditgeber heute generell viel individueller, welches Maß an Verschuldung vertretbar ist: Mit steigendem Kaufpreis-Multiplikator erhöht sich typischerweise auch der geforderte Eigenkapitalanteil an der Finanzierung.



Die Entwicklung im Bereich Private Equity zeigt, dass eine **Zweiteilung des Marktes** in einige große Generalisten und eine Vielzahl kleinerer Spezialisten auch ein Zeichen zunehmender Reife ist. Daher gehen wir davon aus, dass sich dieser Trend auch bei Private Debt vorerst fortsetzen wird und das attraktivere Rendite-Risiko-Profil am unteren Ende der Größenskala zu finden ist.

Dabei dürfte der Managerauswahl eine immer wichtigere Rolle zukommen. Denn während besonders erfolgreiche Managementgesellschaften aus dem kleinen Segment her-auswachsen dürften, bereichern am unteren Ende der Größenskala beständig neue Anbieter das Angebot. In Europa liegt deren Anteil bei 38 Prozent der neu aufgelegten Fonds.

> These 5: In Deutschland wird Private Debt überdurchschnittlich wachsen können.

Mit den USA, Großbritannien und Frankreich vereinen die drei etabliertesten Märkte mehr als 80 Prozent des gesamten Private-Debt-Marktvolumens auf sich. Die Reife dieser Märkte mit ihrer geschaffenen Infrastruktur lockt darüber hinaus zusätzliche Anbieter an, was die Wettbewerbssitua-

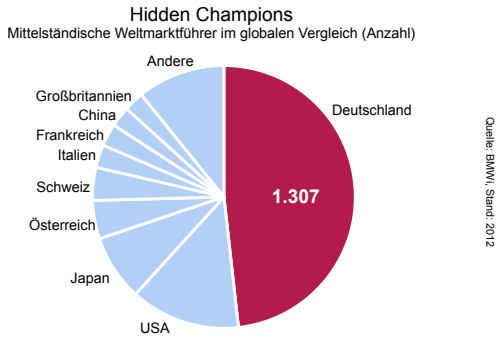
tion vor Ort weiter anheizt. Vor diesem Hintergrund ist es wenig erstaunlich, dass sich Anleger nach anderen Staaten mit interessanten Investitionsmöglichkeiten und attraktiven Rahmenbedingungen umsehen. Überraschend hingegen ist, dass in einer Erhebung des Alternative Credit Councils ausgerechnet Deutschland von den meisten Teilnehmern als aussichtsreichster Kandidat benannt wurde.

Denn Deutschland ist für seine zu **hohe Fragmentierung des Bankensektors** verrufen – nicht zuletzt bedingt durch die drei Säulen-Struktur aus genossenschaftlichen, öffentlich-rechtlichen und privaten Instituten. Gilt bereits allgemein, dass institutionelle Kreditgeber auf Basis der Zinskonditionen kaum mit Banken konkurrieren können, so trifft dies auf Deutschland aufgrund des hohen Wettbewerbs in besonderem Maße zu. Allerdings liegt hierin auch eine Chance, da die Kreditinstitute aus dem Geldverleih selbst oftmals keinen Profit ziehen. Banken sind vorrangig an der Kundenbeziehung interessiert und subventionieren durch Einnahmen in anderen Bereichen das teilweise defizitäre Kreditgeschäft. Ihr Hauptinteresse liegt auf margenstarken Nebendienstleistungen. Vor diesem Hintergrund erkennen deutsche Banken zunehmend die Vorzüge von Private-Debt-Gesellschaften. Sofern sie eine Finanzierung nicht oder nicht allein bereitstellen wollen, gehen sie lieber Partnerschaften mit den alternativen Kreditgebern ein, die einzig auf dieses Geschäft fokussiert sind. Denn anders als bei einer Kooperation mit einem Konkurrenten riskieren sie auf diese Weise nicht, einen Teil ihrer Haupterlösquelle zu verlieren.

Vielleicht auch deshalb hat der Private-Debt-Markt in Deutschland bereits 2017 eine sehr dynamische Entwicklung gezeigt. Für eine Fortsetzung dieses Trends spricht vor allem der Reichtum an attraktiven Unternehmen in dem für Private Debt relevanten mittelständischen Segment. Der deutsche Mittelstand bildet das Rückgrat der deutschen Wirtschaft, zu dessen hohem internationalen Ansehen und seiner Attraktivität auch für alternative Kreditgeber insbesondere folgende Faktoren beitragen:

- Der Mittelstand ist verantwortlich für ein gutes Drittel der aggregierten Gesamterlöse in Deutschland (entsprechend annähernd dem Doppelten der 30 DAX-Unternehmen), generiert damit jedoch **mehr als die Hälfte des Bruttoinlandsprodukts**. Er beschäftigt mit mehr als 61 Prozent einen höheren Anteil der sozialversicherungspflichtig Berufstätigen als mittelständische Unternehmen in den meisten anderen Staaten.

- Deutschland allein verfügt über annähernd so viele **„Hidden Champions“**, also weitgehend unbekannte Weltmarktführer in ihrer jeweiligen Nische, wie alle anderen Staaten weltweit zusammen.



- Mit 20 Prozent entstammt ein im internationalen Vergleich überdurchschnittlicher Teil dieser Unternehmen dem **produzierenden Gewerbe**. Damit verfügen sie über erhebliche Sachwerte, die als Sicherheit für Verbindlichkeiten genutzt werden können, was sie allerdings auch für herkömmliche Kreditinstitute besonders attraktiv macht.

- Rund 85 Prozent des Mittelstands ist **inhabergeführt**; ein Großteil befindet sich in der zweiten oder dritten Gesellschaftergeneration. Damit weisen die Unternehmen eine für Darlehensgeber gern gesehene lange Historie auf, sehen sich jedoch vielfach dem Problem einer Nachfolgeregelung gegenüber. Dies kann entweder dazu führen, dass sich die Inhaber nach einer Finanzierungslösung umsehen, um der Gesellschaft Kapital zu entnehmen und die Kontrolle über die Firma an ein Familienmitglied zu übergeben. Alternativ dürfte der Verkauf an eine Private-Equity-Gesellschaft angestrebt werden, die die Transaktion ebenfalls teilweise mit Fremdkapital finanzieren wird.

Im Zuge eines auch in Deutschland gestiegenen Verständnisses von Private Debt hat sich bei den potenziellen Kreditnehmern die Akzeptanz der alternativen Finanzierungsform deutlich erhöht. Darüber hinaus hat sich die Flexibilität von Banken zuletzt weiter reduziert, da die Regulierungsbehörden mit immer neuen Auflagen ihr Ziel der Bankenentschuldung verfolgen – wie zuletzt etwa mit ihrer Richtlinie für Leveraged Loans, die einer entsprechenden Vorlage in den USA aus dem Jahr 2013 folgt und im November 2017 in Kraft getreten ist. Auch wenn die darin formulierten Beschränkungen nicht bindend sind, dürften sie zu einer bewussteren und damit eingeschränkteren Übernahme von Risiken auf Bankenseite führen. Zwar werden sich deutsche Banken nach wie vor im Bereich mittelständischer Finanzierungen engagieren; es wird jedoch erwartet, dass der Aktivitätsgrad abnehmen dürfte und so erhebliche Möglichkeiten für Private-Debt-Fonds eröffnet werden.

Gemessen an den reichhaltigen Möglichkeiten im Mittelstand konnte Deutschland bislang nur deutlich unterdurchschnittlich von Private-Debt-Gesellschaften erschlossen werden. Verbunden mit ihrer gestiegenen Akzeptanz und zunehmenden Zwängen der Banken sorgt dies für erhebliches Aufholpotenzial. Entsprechend halten wir es für wahrscheinlich, dass Deutschland in der näheren Zukunft tatsächlich überproportional am weiteren Branchenwachstum partizipieren dürfte.

Beteiligungen: Maßnahmen

Maßnahme 1 (Private Equity): Wesentliche Indikatoren zeigen sich im Langfristvergleich auf sehr hohen – im Vergleich zu anderen Assetklassen jedoch auf angemessenen Niveaus. Die strategische Zielallokation im Bereich Private Equity sollte daher gehalten werden, sodass auch neue Zusagen in 2018 getätigt werden sollten.

Private-Equity-Fonds bieten dem weniger unternehmerischen Investor die Möglichkeit, eine professionell verwaltete Allokation im Bereich nicht börsennotierter Unternehmen aufzubauen. Wir gehen weiterhin davon aus, dass Investoren für Nachteile gegenüber Aktieninvestments durch eine **Illiquiditätsprämie** entlohnt werden. Zudem bietet die Allokation im Größensegment jenseits von börsennotierten Unternehmen eine sinnvolle **Diversifikationsmöglichkeit**. Wir sehen in diesem Segment die größten Stärken und auch den strategischen Kern der Private-Equity-Industrie. Bei neuen Zusagen empfehlen wir daher weiterhin einen Fokus auf mittelständische Unternehmen. Hierbei sollte auf die jeweilige Kompetenz des Zielfondsmanagements geachtet werden, operative Wertsteigerungen zu erbringen. Dachfonds mit institutionellen Kostenstrukturen bieten dabei einen guten Kompromiss aus Diversifikation, Zugang zu professionellen Zielfonds und Kosten.

Maßnahme 2 (Listed Private Equity): Das aktuell geringe Discount-Niveau bedeutet für an der Assetklasse interessierte Anleger ein gewisses Rückschlagpotenzial. Daher sollte der Eintritt in LPE-Vehikel auf diesem Niveau wohl überlegt sein und ggf. Discount-Rücksetzer für einen Einstieg genutzt werden.

Listed Private Equity bietet Anlegern über börsengehandelte Vehikel den Zugang zur Assetklasse Private Equity. Die im LPE-Segment übliche **Differenz des Börsenkurses zum NAV** des jeweiligen Vehikels stellt eine Besonderheit dar. Die gegenwärtig bestehenden Kursabschläge liegen deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Geht man davon aus, dass sich der Discount mittelfristig wieder seinem Durchschnitt annähert, ist ein Einstieg derzeit eher nicht zu empfehlen. Langfristig orientierten Investoren können zwischenzeitliche Ausweitungen der Discounts, z.B. durch allgemeine Marktverunsicherungen, attraktive Einstiegsgelegenheiten bieten.

Maßnahme 3 (Private Debt): Sofern für einen Teil des chancenorientierten Rentenportfolios eine schnelle Verfügbarkeit des Kapitals entbehrlich ist, sollte eine Umschichtung in Private Debt erwogen werden.

Private Debt bietet Anlegern nicht nur eine zusätzliche Diversifikation, sondern durch Prämien für Illiquidität und Komplexität vor allem eine **Mehrrendite gegenüber Rententiteln**. Aufgrund ihrer variablen Verzinsung bieten sie zudem eine Absicherung gegen das Risiko steigender Marktzinsen. Wir favorisieren aus Rendite-Risiko-Gesichtspunkten weiterhin erstrangige Forderungen in kleineren Transaktionen, d.h. Senior Secured Loans für mittelständische Unternehmen. Aufgrund des asymmetrischen Renditeprofils sowie der geringen Reife des Seg-

ments sollte eine Investition möglichst breit – auch über verschiedene Managementgesellschaften – gestreut erfolgen.

Strategiebeitrag Beteiligungen in 2018

Renditeprämien bei Private Equity und Private Debt tragen zur Wertentwicklung des Gesamtportfolios bei. Private Debt erwirtschaftet zudem attraktive laufende Erträge. Durch Investitionen in Größensegmente unterhalb von börsennotierten Gesellschaften wird das Portfolio zusätzlich diversifiziert.

JAHRESRÜCKBLICK

Konjunktur und Geldpolitik: Rückblick 2017

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

Der Trend zu Protektionismus und Nationalismus, den wir in unserem letzten Jahresausblick ausführlich thematisiert haben, hat im vergangenen Jahr nur wenige konkrete wirtschaftspolitische Folgen gehabt. Die Beziehungen der USA zu China haben sich 2017 deutlich entspannt. Strafzölle, Aufkündigungen von Handelsabkommen und protektionistische Maßnahmen blieben Ausnahmen. Politische Erfolge feierten im vergangenen Jahr eher die Vertreter einer liberalen und wirtschaftsfreundlichen Politik. Der zyklische Aufschwung, den wir vergangenes Jahr vorausgesagt hatten, konnte sich daher ungehindert entfalten.

These 2 für 2017: Die Schwellenländer werden von der anziehenden Nachfrage in den Industrieländern gestützt und erzielen trotz des belastenden US-Zinsanstiegs ein höheres Wachstum als im Vorjahr. ✓

Der Anstieg der US-Zinsen blieb auf die kurzen Laufzeiten beschränkt und hat nicht zu einer Dollar-Aufwertung geführt, sondern war sogar von einer Dollar-Abwertung begleitet. Gestützt wurde die Dynamik der Schwellenländer von der Erholung des Ölpreises und der robusten chinesischen Konjunktur.

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

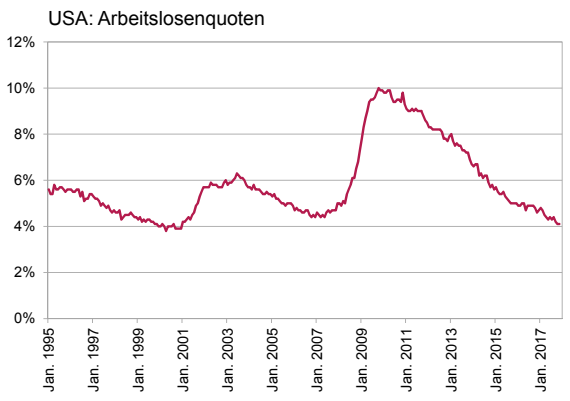
Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im vergangenen Jahr von 3,2 (2016) auf 3,6 Prozent beschleunigt und damit den größten Anstieg seit 2010 verzeichnet. Auch das Wachstum des Welthandels hat sich von 2,4 auf 4,2 Prozent kräftig erhöht.

These 4 für 2017: Die von US-Präsident Trump angekündigte expansive Fiskalpolitik wird weniger stark ausfallen und langsamer wirken als allgemein erwartet. ✓

Tatsächlich hat es bis kurz vor Weihnachten gedauert bis die Steuerreform vom US-amerikanischen Kongress verabschiedet wurde. Die angekündigten Infrastrukturmaßnahmen in Höhe von 550 Mrd. US-Dollar blieben bislang aus. Die expansiven Wirkungen der Steuerreform werden 2018 mit einem geschätzten zusätzlichen Wachstum in Höhe von 0,3 Prozentpunkten moderat bleiben.

These 5 für 2017: Die US-Arbeitslosenquote wird weiter sinken und zum Jahresende die Marke von 4,3 Prozent erreichen. Die Lohnzuwächse steigen sukzessive an, bleiben aber moderat. ✓

Aufgrund der guten Konjunkturentwicklung ist die Arbeitslosenquote noch etwas stärker als von uns erwartet auf 4,1 Prozent gesunken. Die Lohnzuwächse, gemessen an der Jahresveränderungsrate der Stundenlöhne außerhalb der Landwirtschaft, lagen praktisch unverändert gegenüber dem Vorjahr bei durchschnittlich weniger als 2,5 Prozent.



These 6 für 2017: Die US-Inflationsrate erreicht im Jahresdurchschnitt 2,3 Prozent. (✓)

Wir hatten richtigerweise einen Anstieg der US-Inflationsrate vorhergesagt. Allerdings fiel der Anstieg mit 2,1 Prozent im Jahresdurchschnitt etwas moderater aus. Nach einer Inflationsspitze zu Jahresbeginn kam es zu einem unerwartet starken Rückgang des Ölpreises um rund 20 Prozent bis zur Mitte des Jahres 2017. Die Abwertung des US-Dollar verstärkte allerdings die Importpreise, die mit einem durchschnittlichen Plus von 2,8 Prozent stiegen. Die Lohnentwicklung blieb dagegen moderat. Die Kerninflationsraten sanken im Jahresdurchschnitt auf unter 2 Prozent.

These 7 für 2017: Die US-Notenbank erhöht die Zinsen nur um zwei Schritte auf 1,25 Prozent. (✓)

Die US-amerikanische Fed hat den Leitzins in drei Schritten auf 1,5 Prozent erhöht. Wir hatten erwartet, dass die konjunkturelle Dynamik in den USA in der zweiten Jahreshälfte abnehmen würde. Zudem hielten wir es für möglich, dass die Fed mit Rücksicht auf mögliche negative Folgen im Ausland und hier insbesondere in den Schwellenländern die Leitzinsen nur zögerlich erhöhen würde. Nach einem schwachen ersten Quartal beschleunigte sich das US-Wachstum jedoch wieder und auch die Schwellenländer meldeten positive Konjunkturdaten.

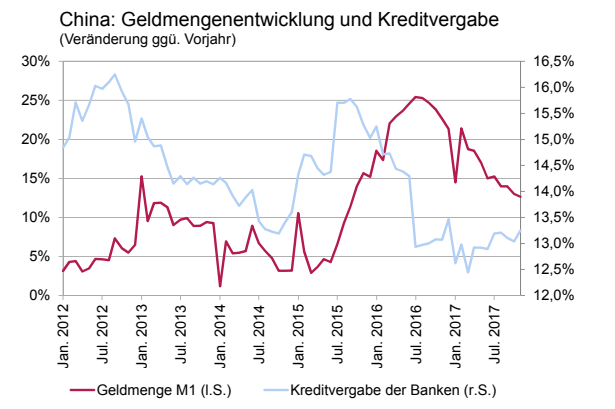
Aus Sicht der Fed war es insbesondere der Arbeitsmarkt, der eine weitere geldpolitische Reaktion erforderte. Die Zahl der neugeschaffenen Stellen war so hoch, dass die Arbeitslosenquote auf 4,1 Prozent sank. Da die Phillips-Kurve eine inverse Beziehung von Arbeitslosigkeit und Inflation beschreibt, birgt die gute Arbeitsmarktentwicklung ein Inflationspotenzial, das mit geldpolitischen Mitteln eingedämmt werden muss.

These 8 für 2017: Die US-Wirtschaft wird mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,2 Prozent weiter wachsen. (✓)

Das Wachstum hat sich noch etwas mehr auf 2,5 Prozent beschleunigt. Nach dem schwachen ersten Quartal belebte sich die Konjunktur auch ohne fiskalische Impulse deutlich. Der private Konsum profitierte dabei von der zunehmenden Beschäftigung, während die Erholung des Ölpreises ab der Jahresmitte die Ölproduktion spürbar belebte. Kräftig zugelegt haben insbesondere die Investitionsausgaben, die den privaten Konsum als Wachstumstreiber abgelöst haben.

These 9 für 2017: In China bleibt die Abhängigkeit von einer expansiven Kreditvergabe bestehen und zeigt unerwünschte Nebenwirkungen. (✓)

Die Kreditabhängigkeit der chinesischen Wirtschaft ist weiterhin hoch, allerdings hat sich die Kreditvergabe der Banken 2017 nicht beschleunigt, sondern wächst weiterhin mit einer Jahresrate von rund 13 Prozent. Das Geldmengenwachstum hat sich allerdings deutlich verlangsamt. Durch die unerwartete Stärke des chinesischen Yuan und den Anstieg der Zinsen haben sich die finanziellen Bedingungen in China verschärft. Allerdings kam es nicht zu steigenden Ausfallraten oder einer deutlichen Zunahme notleidender Kredite.



These 10 für 2017: Das Bruttoinlandsprodukt Chinas wird gegenüber dem Vorjahr nur wenig vermindert um 6,4 Prozent zulegen. (✓)

Auch in China überraschte die Wirtschaftsdynamik positiv. Mit 6,8 Prozent lag das Wachstum über unseren Erwartungen. Die nur leichte Abkühlung des Immobi-

lienmarkts und die Stabilisierung des Außenwerts der Währung förderten die konjunkturelle Entwicklung. Da auch die wirtschaftspolitischen Spannungen mit den USA abnahmen, lag das Wachstum über unseren Erwartungen.

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

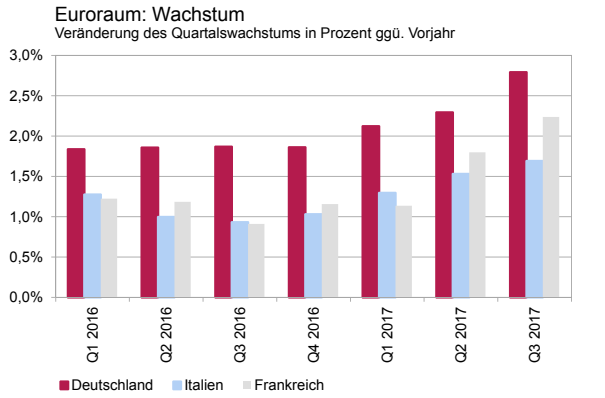
Die EZB hat wie von uns erwartet im vergangenen Jahr weder das Anleihekaufprogramm im Jahr 2017 noch die Leitzinsen angepasst.

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

Die EZB hat das Anleihekaufprogramm bis September 2018 verlängert und das Volumen auf monatlich 30 Mrd. EUR reduziert. Allerdings wurden keine lang laufenden Tendergeschäfte beschlossen und auch zu einem Ankauf griechischer Staatsanleihen hat sich die EZB bislang nicht durchringen können.

These 13 für 2017: Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im Jahr 2016 um 1,6 Prozent zulegen und dabei von einer expansiveren Fiskalpolitik gestützt werden. –

Mit unserer Prognose lagen wir zum damaligen Zeitpunkt über dem Konsens, doch das tatsächliche Wachstum lag mit voraussichtlich 2,1 Prozent weit über unseren Erwartungen. Das Wachstum wurde vor allem von den privaten Nachfragekomponenten getrieben.



These 14 für 2017: Das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland wird um 1,5 Prozent zulegen und dabei von allen volkswirtschaftlichen Komponenten gestützt. –

Auch bei unserer Prognose des deutschen BIP-Wachstums lagen wir zum damaligen Zeitpunkt über dem Konsens. Mit 2,5 Prozent liegt der tatsächliche Wert deutlich über unseren Erwartungen. Auch in Deutschland waren es vor allem die privaten Nachfragekomponenten, die das Wachstum trieben. Die Industrie profitierte über hohe Auftragseingänge von der Stärke der globalen Konjunktur, während der private Konsum von der guten Verbraucherstimmung, der niedrigen Inflation und der positiven Arbeitsmarktentwicklung beflügelt wurde.

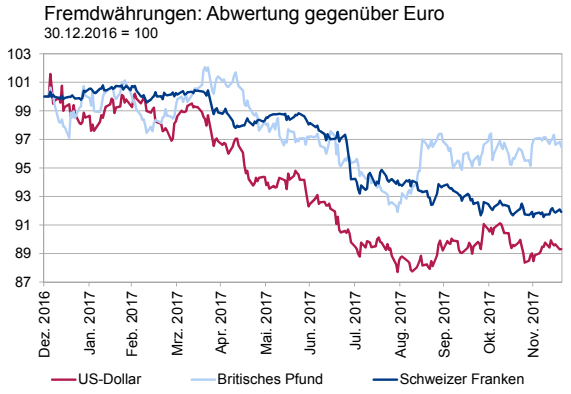
Devisenmarkt: Rückblick 2017

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

In unserem Halbjahresausblick 2017 hatten wir die Dollar-Prognose auf einen Korridor von 1,05 bis 1,15 US-Dollar pro Euro zum Jahresende revidiert. Als Gründe nannten wir die Enttäuschungen über ausgebliebene Reformen in den USA und die unerwartet niedrige Inflation, die zu einem Auspreisen von Zinserhöhungserwartungen führen könnten. Mit Blick auf die fundamentale Unterbewertung des Euro gegenüber dem US-Dollar sahen wir einen deutlich festeren Euro als noch zu Beginn des Jahres 2017.

Inzwischen ist die US-Steuerreform beschlossen und die US-Notenbank hat die Zinsen trotz schwacher Inflation in drei Schritten um 75 Basispunkte erhöht. Dennoch hat der US-Dollar nur wenig Terrain gegenüber dem Euro gutmachen können. Der Wechselkurs spiegelt inzwischen weniger eine US-Schwäche denn eine Stärke des Euroraums wider. Die Wachstumsdifferenzen zwischen beiden Währungsräumen haben sich egalisiert und die internationalen Kapitalströme sind in den Euroraum zurückgekehrt.

Ein weiterer wichtiger Faktor für die Euro-Stärke im vergangenen Jahr war die Reduktion des Anleihekaufprogramms durch die EZB. Auch wenn dies nicht wirklich den Beginn einer restriktiven Geldpolitik darstellt, markiert diese Entscheidung dennoch das langsame Ende einer Entwicklung, die ab 2014 die massive Euro-Schwäche einleitete. Der damalige Beginn der Wertpapierkäufe der EZB fiel in eine Phase, als in den USA die geldpolitischen Signale bereits in die entgegengesetzte Richtung zeigten. Diese extreme Divergenz der geldpolitischen Ausrichtungen ließ den Euro stark von 1,40 auf 1,05 US-Dollar pro Euro abwerten. Die letztjährige Entscheidung der EZB hat demonstriert, dass diese Phase der gegenläufigen Geldpolitik beendet ist und die EZB nun langsam aber sicher dem Pfad der Fed folgt. Dies ist der übliche Verlauf des geldpolitischen Zyklus und rechtfertigt daher keine außergewöhnlichen Bewertungsabschläge mehr für den Euro.



These 2 für 2017: Wir erwarten zum Jahresende einen Kurs des Britischen Pfund von 0,88 EUR/GBP. ✓

Das Britische Pfund hat im Laufe des zweiten Halbjahrs 2017 einige Verluste gegenüber dem Euro wettmachen können und das Jahr wie von uns erwartetet mit einem Kurs von rund 0,88 zum Euro beendet. Allerdings musste die britische Notenbank mit einer Zinserhöhung im November etwas „nachhelfen“, um den Wechselkurs zu stabilisieren. Die Inflationsentwicklung in Großbritannien lag 2017 über unseren Erwartungen und machte den Zinsschritt nötig. Wichtiger als die Geldpolitik für die Entwicklung des Wechselkurses waren aber die Annäherungen zwischen Großbritannien und der Europäischen Union in den Brexit-Verhandlungen. Das Szenario eines unregulierten EU-Austritts wurde am Devisenmarkt zunehmend ausgepreist. Unter dem Strich bleibt dennoch eine Abwertung des Britischen Pfund gegenüber dem Euro um knapp fünf Prozent.

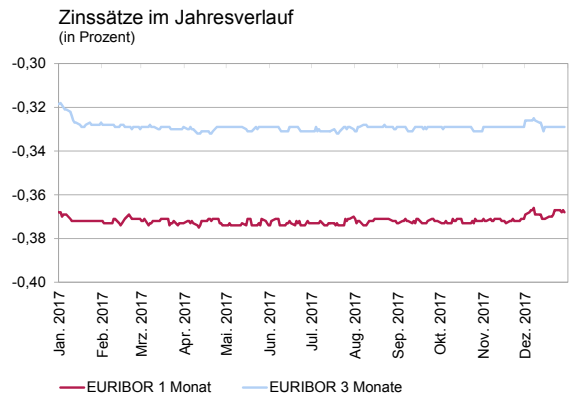
These 3 für 2017: Der Schweizer Franken wird zum Jahresende 2017 bei 1,09 CHF/EUR notieren. —

Der Schweizer Franken hat wesentlich stärker als von uns erwartet auf 1,17 abgewertet. Da das Jahr 2017 weitgehend frei von negativen politischen und wirtschaftlichen Überraschungen war, nahm auch die Nachfrage nach sicheren Häfen spürbar ab. Da sich in der Schweiz im Gegensatz zum Euroraum auch keine geldpolitische Wende andeutet, verliert die eidgenössische Währung zusätzlich an Unterstützung.

Geldmarkt: Rückblick 2017

These 1 für 2017: Der Rückgang der Zinsen am Geldmarkt ist beendet, sie bleiben aber das ganze Jahr über im negativen Bereich. ✓

Die Zinsen am Kapitalmarkt sind im Jahr 2017 nicht weiter gefallen und verblieben im negativen Terrain. Die unveränderten Leitzinssätze der Europäischen Zentralbank mit dem Einlagensatz bei -0,4 Prozent sowie das Anleihekaufprogramm, das für eine Knappheit an Anleihen auch im Bereich kürzerer Laufzeiten sorgte, haben dies bewirkt. Insbesondere bei sehr kurz laufenden Bundesanleihen blieb die Rendite tief im negativen Bereich bei -0,8 Prozent.

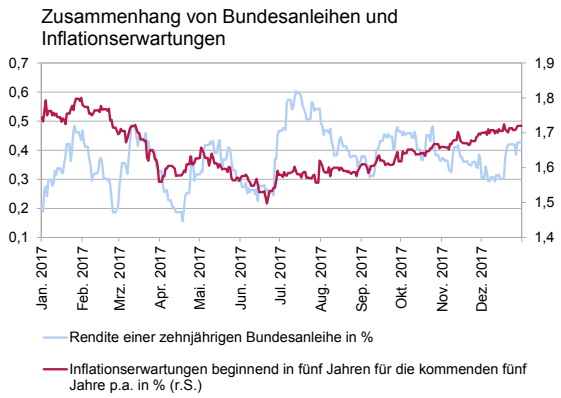


Rentenmarkt: Rückblick 2017

These 1 für 2017: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende auf 0,7 Prozent. (✓)

Die Rendite von Bundesanleihen stieg bis zum Jahresende auf 0,42 Prozent und lag damit unter den von uns prognostizierten 0,7 Prozent. Zwar lagen wir mit der Prognose steigender Zinsen richtig, allerdings haben wir den Rückgang der Inflationserwartungen zur Jahresmitte nicht korrekt prognostiziert. Zwei Gründe haben dazu geführt, dass die Inflationserwartungen zwischenzeitlich unter Druck gerieten.

Erstens hat die Aufwertung des Euro zu den meisten anderen Währungen die Inflationsperspektiven gedämpft. Und zweitens ist der Ölpreis zwischenzeitlich deutlich auf etwa 42 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI zurückgegangen, was ebenfalls einen preisdämpfenden Effekt hatte. Wir haben im Jahresverlauf auf diese Veränderungen im makroökonomischen Umfeld reagiert und die Prognose für die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe auf 0,5 Prozent gesenkt.



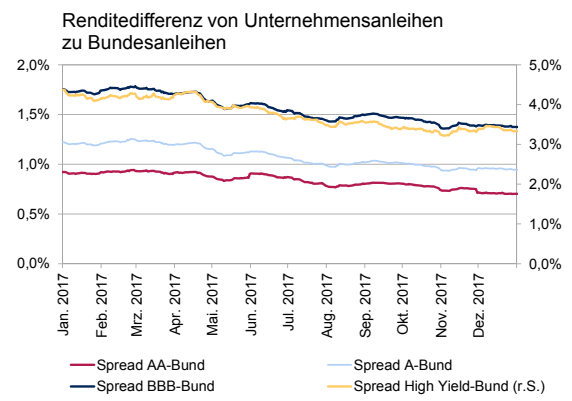
These 2 für 2017: Die EZB verhindert trotz anhaltend hoher politischer Risiken einen signifikanten Anstieg der Renditeaufschläge von Peripherieanleihen. ✓

Im letzten Jahr hat die EZB das Anleiheaufkaufprogramm abermals verlängert und damit für eine anhaltende Unter-

stützung bei Peripherieanleihen gesorgt. Eine Bankenkrise in Italien sowie die Unabhängigkeitsbestrebungen der Katalanen in Spanien haben nur temporär für einen Anstieg der Nervosität gesorgt. Vor allem bei Anleihen Portugals war darüber hinaus ein starker Rückgang der Anleihespreads zu beobachten. Auch Rating-Upgrades haben das Segment gestützt.

These 3 für 2017: Die Anleihespreads von Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade und High Yield-Bereich dürften sich spürbar einengen. ✓

Im letzten Jahr bestand durchgängig ein nahezu perfektes Umfeld für Unternehmensanleihen. Eine sehr gute Konjunktur hat die Ertragsaussichten der Unternehmen spürbar aufgehellt. Die niedrigen Zinsen haben die Refinanzierung und Projektfinanzierungen erleichtert. Die zunehmend positive Stimmung der Konsumenten hat es den meisten Unternehmen zudem leicht gemacht, ihre Umsätze zu steigern. Hinzu kommt, dass in einem Umfeld niedriger Inflationsraten und noch erhöhter Arbeitslosigkeit in Teilen des Euroraums kaum Lohndruck die Gewinnaussichten eintrüben konnte. Schließlich hat die EZB mit ihren Anleihekäufen, die auch Unternehmensanleihen umfassen, die Nachfrage nochmals erhöht. Im Ergebnis sind die Spreads deutlich gefallen.



These 4 für 2017: Schwellenländeranleihen können der Stärke des US-Dollar und dem Anstieg der Zinsen in den USA aufgrund fundamentaler Verbesserungen teilweise trotzen. Wir erwarten eine niedrige einstellige Performance. (✓)

Sowohl Schwellenländeranleihen in lokaler als auch in harter Währung konnten in ihrer jeweiligen Währung aufgrund der von uns erwarteten fundamentalen Verbesserungen stark performen. Vor allem die Schwäche des US-Dollar wurde von uns zu Jahresbeginn 2017 aber nicht erkannt und hat Performance gekostet. Im Ergebnis lagen wir mit der Prognose für Schwellenländeranleihen in lokaler Währung richtig, während bei den Pendants in harter Währung die US-Dollar-Komponente die Kursgewinne und Kuponerträge überkompensierte.

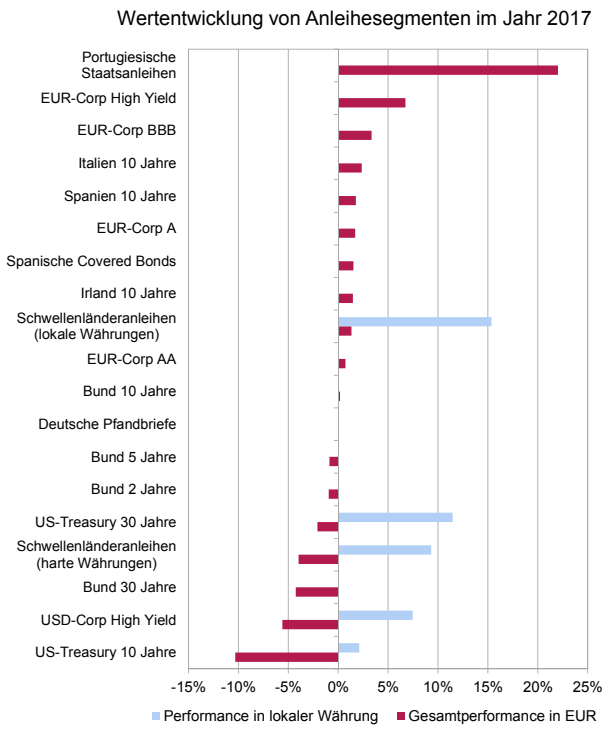
These 5 für 2017: Inflationsindexierte Anleihen werden im Umfeld temporär anziehender Inflationsraten einen Mehrertrag erbringen. Floater bieten sich nicht an, da die EZB keine Zinserhöhungen vornehmen dürfte. (✓)

Auf Jahressicht liegt die Performance einer neunjährigen inflationsindexierten Bundesanleihe erst seit der Dezembermitte 2017 leicht über der einer vergleichbaren nominalen Bundesanleihe. Mit -0,34 Prozent verlor dieser Linker auf Jahressicht zwar etwas weniger als das nominale Pendant (-0,44 Prozent), aber ein signifikanter Mehrwert wurde nicht erbracht. Floater haben aufgrund der konstant gebliebenen Zinsen keinen Mehrwert geliefert.

These 6 für 2017: Gegenüber Bundesanleihen werden Anleihen in US-Dollar, in Euro gerechnet, eine Outperformance erbringen. –

Die kräftige Abwertung des US-Dollar hatten wir nicht erwartet. US-Staatsanleihen, in Euro gerechnet, haben aufgrund der Währungskomponente stärkere Verluste erlitten. Allerdings war die Performance von US-Staatsanleihen, in US-Dollar gerechnet, besser als bei einer vergleichbaren Bundesanleihe. In den USA sind die längerfristigen Zinsen sogar trotz der Zinserhöhungen der Fed

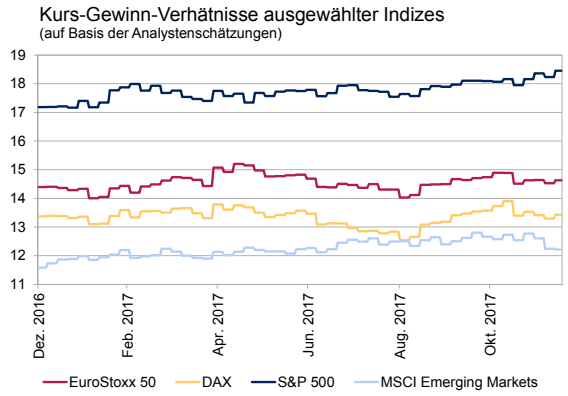
gefallen. Kursanstiege und eine höhere Carry haben US-Staatsanleihen zu einer niedrigen einstelligen Performance, in US-Dollar gerechnet, verholfen.



Aktienmarkt: Rückblick 2017

These 1 für 2017: Systemische Risiken werden die Bewertungen der Aktien weiterhin negativ beeinflussen. Je mehr Klarheit jedoch in die einzelnen Themen kommt, desto geringer sollten die Kursabschläge werden. (✓)

Die systemischen Risiken waren zu Beginn des Jahres erhöht und haben im Laufe der Zeit abgenommen. Wie von uns im Jahresausblick 2017 erwartet, gab es bei den jeweiligen politischen Weichenstellungen im abgelaufenen Jahr keine größeren negativen Überraschungen. Sowohl bei den Parlamentswahlen in den Niederlanden als auch bei den Präsidentschafts- und Parlamentswahlen in Frankreich sind europafreundliche Regierungen an die Macht gekommen. Auch die politischen Risiken außerhalb des Euroraums haben sich entschärft. So sieht es zum einen in den Brexit-Verhandlungen aktuell nach einer Übergangslösung aus und auch US-Präsident Donald Trump schlägt häufiger moderate Töne an.



Das geringere systemische Risiko sorgte für Ausweitungen der Bewertungsmultiplikatoren der außereuropäischen Märkte. Auf dem alten Kontinent hingegen blieben die Multiplikatoren weitestgehend auf dem Jahresanfangsniveau. Dadurch hat sich der relative Bewertungsunterschied zwischen den USA und Europa noch weiter erhöht.

These 2 für 2017: Durch Donald Trump in Aussicht gestellte protektionistische Maßnahmen werden die Aktienmärkte nur selektiv betreffen. ✓

Der große protektionistische Rundumschlag, wie noch im US-Wahlkampf 2016 angekündigt, ist in den USA ausgeblieben. Es gab vereinzelt zwar immer wieder Vorstöße und Drohungen gegen die verschiedensten Industriezweige, harte Maßnahmen wurden aber nur vereinzelt durchgesetzt. So wurden zum Beispiel Einfuhrzölle auf kanadisches Holz oder südostasiatischen Stahl beschlossen. Der bekannteste Fall im abgelaufenen Jahr war aber wohl die vorgeschlagene Einfuhrsteuer auf Flugzeuge des kanadischen Herstellers Bombardier aufgrund angeblicher Staatshilfen seitens der Regierung in Ottawa, die in der ersten Version 220 Prozent betrugen und daraufhin nochmals um knapp 80 Prozent erhöht wurden. Die endgültige Entscheidung über die Höhe der Importzölle steht aber noch aus.

Im Ergebnis beschränkten sich die Maßnahmen, wie von uns erwartet, auf einzelne Unternehmen oder Branchen. Ganze Länder wurden bisher nicht bestraft.

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

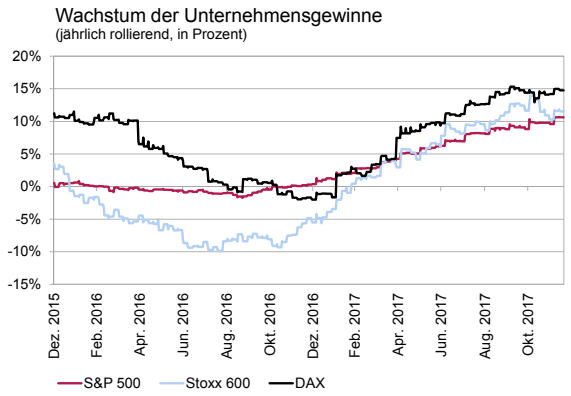
Das Jahr 2017 war weltweit ein sehr gutes Aktienjahr. Die drei Zinserhöhungsschritte durch die US-Notenbank hatten keinen negativen Einfluss. Vielmehr verstärkten sie das Bild einer starken Konjunkturlage, was die Aktienmärkte stützte.

These 4 für 2017: Steigende Zinsen werden die Bewertungsmultiplikatoren US-amerikanischer Unternehmen nur wenig beeinflussen. ✓

Die Zinssteigerungen im Jahr 2017 haben die Bewertungsmultiplikatoren US-amerikanischer Aktien nicht negativ beeinflusst, da die Fed-Entscheidungen fast ausschließlich auf das kurze Ende der Zinsstrukturkurve ausstrahlten. Die für die Bewertungen relevanteren langfristigen Zinsen blieben nahezu unverändert. Eine erhöhte Risikofreude der Anleger führte sogar dazu, dass die gängigen Bewertungsmaßstäbe für die US-amerikanischen Aktienmärkte im abgelaufenen Jahr noch einmal deutlich zulegten. So ist das auf Analystenschätzungen beruhende Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 um circa 7,5 Prozent von 17,2 auf nun 18,5 gestiegen.

These 5 für 2017: Eine Belebung der Weltkonjunktur sollte die Unternehmensgewinne wieder steigen lassen und den Aktienmärkten Rückenwind geben. ✓

Die Weltkonjunktur hat im abgelaufenen Jahr 2017 an Fahrt aufgenommen. Dabei beschränkte sich der Aufschwung nicht auf einzelne Regionen. Vielmehr wurde weltweit in fast allen Wirtschaftsräumen eine hohe Dynamik erreicht, sodass im Jahresverlauf die Wachstumsprognosen stark nach oben korrigiert wurden. Selbst die Sorgenkinder der letzten Jahre, wie zum Beispiel Brasilien oder Russland, konnten wieder in positives Wachstumsterrain vorstoßen. Hiervon profitierten vor allem die global aufgestellten Unternehmen, die ihre Unternehmensgewinne stark steigern konnten. Dieses Wachstum stützte die Aktienmärkte und war einer der Haupttreiber für die positive Aktienmarktperformance des vergangenen Jahres.



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

Zwar haben wir zum Jahresanfang eine positive DAX-Entwicklung erwartet, die tatsächliche Wertentwicklung hat

aber unsere Prognosen übertroffen. Da das positive Momentum bereits nach der ersten Jahreshälfte ersichtlich wurde, hoben wir unsere DAX-Prognose bereits im Halbjahresbericht auf 13.150 Punkte an. Mit der Jahresendprognose aus dem Halbjahresbericht lagen wir damit nur rund 1,8 Prozent über dem DAX-Schlusskurs von 12.917 Punkten.

These 7 für 2017: Value-Sektoren sollten vor allem in der ersten Jahreshälfte Wachstums- und Qualitätswerte outperformen können. –

Während in der ersten Jahreshälfte keine größeren Unterschiede der Segmente in Europa ersichtlich waren, underperformten Value-Aktien in den USA gegenüber Wachstums- und Qualitätsaktien.

These 8 für 2017: Die Branchen Bau, Finanzen, Rohstoffe und Technologie sollten sich überdurchschnittlich entwickeln können. ✓

Die genannten Sektoren entwickelten sich sowohl in Europa als auch in den USA stark. Der Bausektor in den USA scheint zwar etwas schwächer abgeschnitten zu haben als die jeweiligen Marktindizes, dies liegt aber daran, dass der Sektorindex neben den Bauunternehmen zusätzlich Hersteller von Baumaterialien enthält. So legte zum Beispiel der isolierte Index für Bauunternehmen aus dem Häuserbau in den USA um 55 Prozent zu und konnte damit ebenfalls den Gesamtmarkt schlagen.

Performance der jeweiligen Sektorindizes in Euro

Sektor	Europa	USA
Rohstoffe (Basic Resources)	18,6%	9,3%
Technologie	22,1%	24,1%
Bau (Construction & Materials)	10,6%	5,9%
Finanzdienstleistungen	19,5%	16,0%
Gesamtmarkt	11,0%	8,3%

Zu den schwächsten Sektoren im abgelaufenen Jahr 2017 gehörten dies- und jenseits des Atlantiks die Bereiche Telekom, Einzelhandel und Energie.

These 9 für 2017: Europäische Aktienmärkte sollten sich aufgrund erwarteter Erhöhungen der Bewertungen besser entwickeln als ihr US-amerikanisches Pendant. (✓)

Aus Sicht von Euro-Investoren haben sich die europäischen Aktienmärkte im Vergleich zum US-amerikanischen S&P 500 im Schnitt besser entwickelt. Hauptsächlich war hierfür jedoch die Währungskomponente verantwortlich, da der US-Dollar gegenüber dem Euro stark abgewertet hat. Währungsbereinigt konnten sich US-amerikanische Aktien besser entwickeln. Hieraus zu schließen, dass bei einer Seitwärtsbewegung der Währungen auch die Aktienmarktperformance in Europa aus Sicht von Euro-Investoren schlechter gewesen wäre, ist aber voreilig. Denn europäische Unternehmen sind deutlich exportorientierter als ihre US-amerikanischen Pendants. Die starke Euro-Aufwertung hat daher die europäischen Unternehmen belastet. Wäre der Euro-Wechselkurs auf dem Jahresanfangsniveau geblieben, hätten sich vermutlich auch die Aktien europäischer Unternehmen noch besser entwickelt.

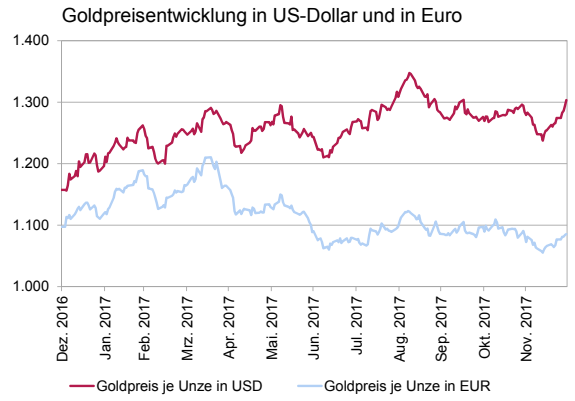
Falsch lagen wir jedoch bei der Entwicklung der Bewertungsmultiplikatoren, die sich über das Jahr gesehen in den USA stärker erhöht haben als in Europa.

Rohstoffmarkt: Rückblick 2017

These 1 für 2017: Der Goldpreis wird auf 1.100 US-Dollar je Feinunze zum Jahresende fallen. –

Gold konnte entgegen unserer Erwartung zulegen. Am Jahresende stand die Feinunze Gold bei 1.303 US-Dollar. Zwei Gründe haben dazu geführt, dass wir mit unserer Prognose nicht richtig lagen. Erstens haben sich in den USA die Zinsen länger laufender Anleihen und die Inflationserwartungen kaum verändert. Dies hat das Realzinsniveau entgegen unseren Erwartungen auf konstanten Niveaus belassen, sodass trotz Leitzinsanhebungen kein Gegenwind von der Zinsseite entstand. Zweitens hat der US-Dollar spürbar gegenüber fast allen anderen Währungen abgewertet. Dies geht in der Regel mit einer steigenden Nachfrage nach Gold einher und wirkt preistreibend.

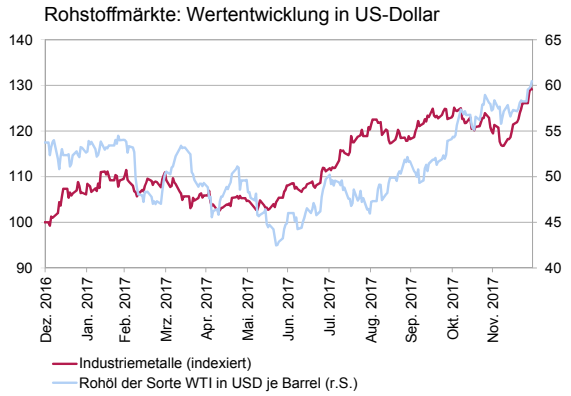
Die empfohlene Maßnahme, Gold neutral zu gewichten, war dennoch korrekt. Denn durch die starke Euro-Aufwertung hat das in US-Dollar notierende Edelmetall trotz des Preisanstiegs keinen positiven Performancebeitrag für Euro-Investoren erbracht. Die Kursgewinne sind durch Verluste auf der Währungsseite geringfügig überkompensiert worden. Am Jahresende stand in Euro gerechnet ein kleinerer negativer Performancebeitrag für die Anlageklasse Gold.



These 2 für 2017: Der Preis für Rohöl setzt seine Erholung mit vermindertem Tempo fort und liegt am Jahresende bei 65 US-Dollar je Barrel bezogen auf die Sorte WTI. (✓)

Auch wenn das Preisziel von 65 US-Dollar je Barrel bezogen auf die Rohölsorte WTI nicht ganz erreicht wurde, lagen wir mit unserer Prognose eines leicht ansteigenden Rohölpreises richtig. Am Jahresende schloss WTI-Rohöl bei 60,4 US-Dollar je Barrel.

Dabei verlief die Entwicklung nicht gradlinig. So hat zur Jahresmitte eine Angebotsausweitung für Kursrückgänge gesorgt, während ab Juni die Preise wieder zulegen konnten. Ursächlich hierfür war die hohe Nachfrage, welche sich aus der zunehmend dynamischer laufenden konjunkturellen Entwicklung speiste.



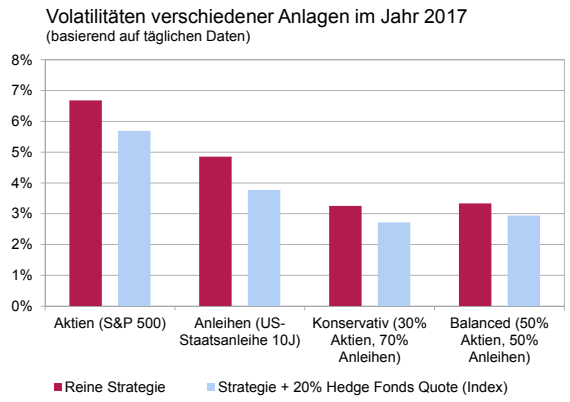
These 3 für 2017: Die Preise für Industriemetalle werden um 10 bis 15 Prozent zulegen. (✓)

Die Preise für Industriemetalle stiegen mit 29 Prozent sogar noch stärker, als wir es erwartet hatten. Ein Grund für den starken Anstieg war auch hier der schwache US-Dollar. Allerdings stiegen die Preise bei den Industriemetallen stärker an, als der US-Dollar verlor. Denn neben der Währungsseite war der andere Grund für den Preisanstieg die hohe Nachfrage der Industrie nach Metallen. Mit der zunehmenden Ausweitung der Industrieproduktion in vielen Staaten aufgrund der hohen Verbrauchernachfrage wurden Metalle im Verlauf des letzten Jahres begehrter. Die konjunkturelle Erholung in China und anderen Schwellenländern hat die Nachfrage nach Industriemetallen ebenfalls erhöht.

Hedgefondsmarkt: Rückblick 2017

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

Obwohl das Jahr 2017 von sehr geringen Schwankungen an den Kapitalmärkten geprägt war, hätte eine zusätzliche Hedgefonds-Quote nochmals zu einer Volatilitätsreduktion beigetragen. Die folgende Abbildung verdeutlicht dies anhand des US-Marktes. Hätte man den HFRX Hedgefonds-Index im letzten Jahr zu einem reinen Aktien-, einem reinen Renten- oder einem gemischten Portfolio hinzugefügt, wäre das Portfoliorisiko, ausgedrückt in der annualisierten Volatilität, reduziert worden. Hierfür sind die Korrelationseigenschaften der Hedgefonds verantwortlich, die in der Regel zum Aktien- und Rentenmarkt unkorrelierte Renditen anstreben.



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

Die positive Entwicklung der Kapitalmärkte hat den Diversifikationseffekt von Hedgefonds in den Hintergrund rücken lassen. Hätte man dennoch analog zum Beispiel unter These 1 eine zwanzigprozentige Hedgefonds-Quote der jeweiligen Hedgefonds-Strategien zu den dargestellten Portfoliovarianten (Aktien, Renten oder gemischt) hinzugefügt, wäre der Diversifikationseffekt im vorangegangenen Jahr bei Global Macro und Equity Market Neutral-Strategien am größten gewesen. Durch den Einsatz von Managed Futures hätte man hingegen in den gemischten Mandaten kaum noch einen nennenswerten Diversifikationseffekt erreicht.

Reduktion der Volatilität in Prozent durch Zufügen einer Hedgefondsquote von 20 Prozent

	100% Aktien	100% Renten	30% Aktien, 70% Renten	50% Aktien, 50% Renten
Long/Short Equity	-16,7%	-11,3%	-6,9%	-8,1%
Global Macro	-15,6%	-18,7%	-14,7%	-12,8%
Fixed Income Arbitrage	-19,0%	-12,3%	-9,8%	-11,8%
Equity Market Neutral	-18,3%	-19,4%	-17,8%	-17,1%
Event Driven	-14,0%	-18,9%	-13,6%	-10,9%
Managed Futures	-12,4%	-7,9%	0,2%	0,1%

Eigene Berechnungen, Aktien: S&P 500, Anleihen: 10-jährige US-Staatsanleihen

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

Im Jahr 2017 kam es zu keinen größeren politischen Veränderungen. Daher ist eine Einschätzung der Aussage nicht möglich.

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

Die gängigen Hedgefonds-Indizes von HFR zeigten im Jahr 2017 deutlich bessere Wertentwicklungen als im Jahr 2016. So konnten der HFRX- und der HFRI-Index im abgelaufenen Jahr 5,2 Prozent bzw. 7,5 Prozent zulegen, nachdem es im Jahr 2016 nur 2,5 Prozent (HFRX) und 5,4 Prozent (HFRI) waren. Dabei konnten so gut wie alle Substrategien eine positive Wertentwicklung erreichen.

These 5 für 2017: Das Wachstum für den Hedgefondsmarkt kommt insbesondere aus Europa und Asien. In den USA ist eine Verringerung der Hedgefondsanlagen zu erwarten. In Summe sollte der Hedgefondsmarkt jedoch weiter wachsen. (✓)

Der Hedgefonds-Markt verzeichnete im Jahr 2017 Nettozuflüsse von über 40 Milliarden US-Dollar. Stark war das Wachstum nach Zahlen von „preqin“ dabei insbesondere in Europa. Aber auch in den USA konnten hohe Nettozuwächse auf Jahressicht registriert werden. Die Nettozuflüsse in Asien waren hingegen negativ.

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

Die reinen Managementgebühren für Hedgefonds, die im Jahr 2017 aufgelegt wurden, sind in den ersten drei Quartalen des Jahres 2017 laut den Zahlen von Hedge Fund Research, Inc. (HFR) im Vergleich zum Vorjahr leicht angestiegen. Dagegen sank aber die von den Fonds durchschnittlich verlangte Performance-Fee leicht. Insgesamt verlangen heutzutage nur noch etwa 30 Prozent der am Markt aktiven Hedgefonds noch die „klassische“ Gebührenstruktur“ mit 2 Prozent Management- und 20 Prozent Performance-Gebühr.

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

Das Jahr 2017 war ein starkes Aktienjahr. Dementsprechend attraktiv war das Rendite-Risiko-Profil dieser Anlageklasse. Dabei stachen vor allem die USA mit einer hohen Rendite und einer geringen Volatilität hervor, was sich in einer sehr hohen Sharpe Ratio widerspiegelt. Die Rentenmärkte zeigten aufgrund der Seitwärtsbewegung der Zinsen und gleichzeitiger Rückgänge der Risikoaufschläge nur bei Anleihen schwächerer Bonität über den Kupons liegende Renditen. Hedgefonds konnten eine gute Performance erwirtschaften, wobei deren Volatilität sogar unter denen der Rentenmärkte lag.

Im Ergebnis zeigt sich, dass die Hedgefonds in der Breite, ausgedrückt im HFRX Index, ein besseres Rendite-Risiko-Profil als Anleihen erreichen konnten. Gegenüber dem weltweit dominierenden Aktienmarkt, dem S&P 500, hatten sie jedoch das Nachsehen. Im Vergleich zu europäischen Aktien wurde aber eine bessere Risikovergütung bei Hedgefonds erzielt.

Rendite-Risiko-Kennziffern 2017 (ohne Währungseffekte)

	Rendite	Volatilität	Sharpe Ratio (1%)
Euro Stoxx 50	11,5%	10,1%	1,04
S&P 500	22,2%	6,5%	3,24
Zehnjährige Bundesanleihe	0,5%	4,5%	-0,11
Zehnjährige US-Staatsanleihe	2,1%	4,8%	0,22
Globaler Anleiheindex	7,0%	4,6%	1,28
HFRX Hedge Fonds Index	6,0%	2,4%	2,06

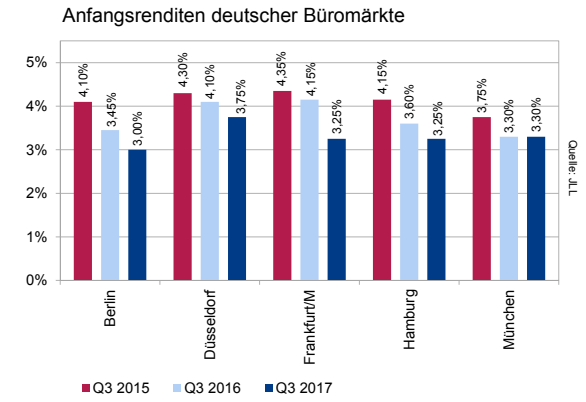
These 8 für 2017: Global Macro, Event Driven und Arbitrage Fonds sollten in 2017 ihre Stärken zeigen und überdurchschnittlich abschneiden. –

Aufgrund der starken Aktienmarktentwicklung im abgelaufenen Jahr waren vor allem die Long/Short Equity-Strategien sehr erfolgreich, da sie ein gewisses Long-Exposure zum Aktienmarkt beibehalten. Ein attraktives Rendite-Risiko-Profil zeigten im Jahr 2017 aber auch die Subanlageklassen Fixed Income Arbitrage sowie Equity Market Neutral. Weniger erfolgreich waren in der Breite die Global Macro-Strategien, die auf Basis der jeweiligen Indizes das schwächste Rendite-Risiko-Profil im Vergleich zu den anderen Hedgefonds-Klassen aufweisen. Dabei ist aber zu beachten, dass auch die Global Macro-Strategien in der Breite eine positive Performance und eine Sharpe Ratio über null erreichen konnten.

Immobilienmarkt: Rückblick 2017

These 1 für 2017: Die deutschen Immobilienmärkte haben ihre Preisspitze erreicht. —

Unterstützt durch hohe Vermietungsumsätze und einen positiven Mietpreistrend haben sich die Preisniveaus der führenden deutschen Büromärkte entgegen den Erwartungen nochmals erhöht. Der Effekt der Leitzinserhöhungen in den USA auf die Finanzierungs- und Immobilienmärkte in Europa war zu gering, um eine Trendumkehr bei den Preisen anzustoßen. Deutschlands Rolle als sicherer Hafen in einer von (politischen) Unsicherheiten geprägten Welt hat sich 2017 nochmals verstärkt. Das fortgesetzte Niedrigzinsumfeld hat die Bedeutung der Anlageklasse Immobilien noch weiter gestärkt. Bei einem begrenzten Angebot an sogenannten Core-Immobilien haben die Preise für Spitzenimmobilien deshalb noch weiter angezogen.



These 2 für 2017: Trotz steigender Kosten und hoher Preise bleiben Immobilien in Deutschland und Europa im Vergleich zu alternativen Anlagen attraktiv. (✓)

Die Verzinsung einer Bundesanleihe mit zehnjähriger Laufzeit liegt Ende 2017 bei rund 0,4 Prozent gegenüber rund 0,2 Prozent ein Jahr zuvor. Die gemittelte Büro-Anfangsrendite der deutschen Metropolen liegt per drittem Quartal 2017 bei 3,3 Prozent, ein Jahr zuvor bei 3,7 Prozent. Der rechnerische Spread liegt damit aktuell bei rund 2,9 Prozentpunkten, ein Jahr zuvor bei 3,5 Prozentpunkten. Der Spread hat sich also eingeengt, ist aber immer noch deutlich, so dass das Argument der relativen Attraktivität sicherlich weiterhin aufrecht erhalten werden kann. Zu berücksichtigen ist dabei aber immer, dass Immobilienanfangsrenditen Renditen vor Kosten sind. In der Nachkostenbetrachtung engt sich der Spread spürbar weiter ein.

These 3 für 2017: Die Finanzierungskosten und die Anforderungen an Kreditnehmer steigen an. ✓

Die Hypothekenzinsen haben im dritten Quartal 2016 ihren Tiefpunkt gefunden und sind seitdem wieder leicht angestiegen. Über das Jahr 2017 hinweg blieben die Zinsen weitgehend stabil. Aus aktuellen Finanzierungsgesprächen und auch aus offengelegten Finanzierungen institutioneller Immobilieninvestoren können wir aber bestätigen, dass die Anforderungen an Tilgungsraten und Beleihungsgrenzen tendenziell angezogen haben. Insgesamt kann das Finanzierungsumfeld aber immer noch als vorteilhaft bewertet werden, wenn der Finanzierungsgegenstand und die Lagemerkmale aus Bankensicht unproblematisch sind.

These 4 für 2017: Die US-Präsidentenwahl bleibt ohne fundamentale Effekte auf die Entwicklung der US-Immobilienmärkte. ✓

Insgesamt haben sich die US-Immobilienmärkte 2017 gegenüber dem Vorjahr leicht abgekühlt. Ursache hierfür war aber weniger die Präsidentenwahl als vielmehr die hohe Neubauproduktion. Diese hatte zur Folge, dass vielerorts mehr Flächen neu an den Markt kamen als absorbiert werden konnten. Auswirkungen auf die Immobilienmärkte wären sicherlich von einer grundsätzlichen Neuausrichtung der Zinspolitik zu erwarten gewesen. Die US-Zinspolitik war im Jahr 2017 jedoch sowohl personell als auch inhaltlich von Kontinuität geprägt.

These 5 für 2017: Mezzanine-Finanzierungen gewinnen für Immobilienprojekt- und Bestandsinvestitionen weiter an Bedeutung. ✓

2017 war deutlich wahrnehmbar, dass sich Marktteilnehmer und Marktstrukturen im Bereich der Mezzanine-

Finanzierungen weiter professionalisierten. Institutionelle Anleger wie Versicherungen gewannen eine deutliche Wahrnehmbarkeit als Mezzanine-Geber. Auch traten Marktakteure neu im Bereich der Mezzanine-Finanzierungen auf, die bislang ausschließlich in der klassischen Fremdkapitalvergabe tätig waren. Auch in Bezug auf die Auflage neuer Mezzanine-Fonds und das Wachstum der Mezzanine-Volumina, die über Crowdfunding-Plattformen eingesammelt wurden, lässt sich die wachsende Bedeutung des Segments argumentieren. Quantitativ dürften dennoch weiterhin vermögende private Kapitalgeber und Family Offices die größte Bedeutung im Mezzanine-Segment behalten.

These 6 für 2017: „PropTechs“ revolutionieren das Bau- und Immobilienmanagement. ✓

Die im zurückliegenden Jahr erneut gestiegene Bedeutung des Themas in der Fachöffentlichkeit ist ein Beleg für die Richtigkeit der These. Es ist unverkennbar, dass Innovationen auf Basis neuester Informations- und Kommunikationstechnologien immer stärker Einzug in die Immobilienwirtschaft erhalten. Revolutionär ist die Entwicklung deshalb, weil weite Bereiche des Bauens und Verwaltens bislang noch sehr traditionell bzw. analog erfolgen. Der Zwang zur Innovation wird auch deshalb immer größer, weil die zuletzt stark gestiegenen Baukosten dazu führen, dass die Wirtschaftlichkeit von Neubauten nicht mehr gegeben ist, wenn nicht im Gegenzug durch technologische Innovationen im Planungs-, Bau- und Verwaltungsprozess erhebliche Einsparungen erreicht werden können.

These 7 für 2017: Berlin wird zum wachstumsstärksten Gewerbeimmobilienmarkt Deutschlands. ✓

Der Büroflächenumsatz in Berlin lag nach Zahlen von Jones Lang LaSalle in den ersten drei Quartalen 2017 bei über 700.000 m². Dem steht ein Flächenumsatz in Frankfurt von 415.000 m², in München von 603.000 m² und in Hamburg von 455.000 m² gegenüber. Das Preisniveau Berlins ist gemessen an der Bruttoanfangsrendite für sehr gute Büroimmobilien im Jahresverlauf auf 3 Prozent abgesunken. Damit ist Berlin aktuell der teuerste Büromarkt in Deutschland. Die Bürospitzenmiete hat in Berlin vom dritten Quartal 2016 bis zum dritten Quartal 2017 um 9,4 Prozent zugelegt, stärker als in Frankfurt (+2,7 Prozent), München (+4,3 Prozent) oder Hamburg (+4,0 Prozent). Lediglich in Bezug auf das Niveau der Spitzenmiete muss sich Berlin sowohl Frankfurt als auch München geschlagen geben. Dennoch lässt sich am Beispiel des Büromarkts recht eindrucksvoll die herausragende Dynamik des Berliner Immobilienmarktes im Jahr 2017 belegen.

These 8 für 2017: Die Verschärfungen der Mietpreisbremse werden den weiteren Mietpreisanstieg spürbar bremsen. —

Die These hat sich im zurückliegenden Jahr nicht bestätigt. Die Begründung liegt darin, dass die Gesetzesnovelle, die inhaltlich vor einem Jahr bereits weitgehend ausformuliert war, nicht in den Bundestag eingebracht wurde. Zugleich gab es im zurückliegenden Jahr mehrere Gerichtsurteile (u. a. Landgericht München und Landgericht Berlin), die Teile der Mietpreisbremse für ungültig erklärten bzw. die Verfassungsrechtlichkeit der Mietpreisbremse insgesamt in Frage stellten. Aufgrund der weitgehenden Wirkungslosigkeit der Mietpreisbremse mit den Regelungen der Einführung im Jahr 2015 haben die Mieten im Bestand und in der Neuvermietung in den deutschen Metropolen und Wirtschaftszentren weiter zugelegt.

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

Während der deutsche Leitindex DAX im Zeitraum 30.12.2016 bis 31.12.2017 um +12,5 Prozent zulegte, erzielte der DAX Subsector All Real Estate im gleichen Zeitraum ein Ergebnis von +28,4 Prozent. Auch der DIMAX, ein Immobilienaktienindex für Deutschland, der vom Bankhaus Ellwanger & Geiger herausgegeben wird, entwickelte sich mit einem Plus von 22,4 Prozent dynamischer als der breite Markt. Unsere Erwartung für die Entwicklung deutscher Immobilienaktien hat sich demnach nicht bestätigt.

Private Equity Markt: Rückblick 2017

These 1 für 2017: Die Transaktionsmultiples für Buyout-Transaktionen verbleiben im Langfristvergleich auf sehr hohem Niveau. Die Sorge um zu hohe Bewertungen wird einem signifikanten Anstieg vom derzeitigen Niveau entgegenwirken. ✓

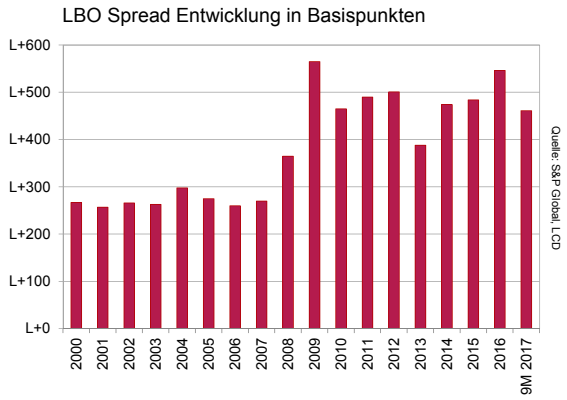
Auf Basis der gesunden konjunkturellen Entwicklung der Weltwirtschaft sind 2017 erwartungsgemäß auch die Transaktionsmultiplikatoren mit einem Wert von durchschnittlich 10,3x EBITDA (per Ende November) auf einem historisch hohen Niveau verblieben. Damit sind die Multiplikatoren seit 2015 konstant über dem Vorkrisenniveau. Es war auch eine weitere leichte Steigerung zu verzeichnen. Die Private-Equity-Märkte konnten sich insofern den allgemeinen Preissteigerungen erneut nicht widersetzen. Die von uns beobachteten Indizes für vergleichbare notierte Mittelstandswerte sind im Zeitraum um 0,3x angestiegen.

Da Private-Equity-Transaktionen grundsätzlich in einem privaten Markt stattfinden, ist der Zugang zu aussagekräftigen Daten sehr eingeschränkt. Unterschiedliche Quellen zeigen hier zum Teil auch unterschiedliche Entwicklungen. Die von uns genutzte Datenbasis S&P LCD kann als valide eingeschätzt werden, jedoch werden hier insbesondere sehr große Transaktionen abgebildet, die nur begrenzt im Fokus unserer Private-Equity-Strategie stehen. Wir unterstellen für echte Mittelstandstransaktionen im Durchschnitt geringere Multiplikatoren.

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

Im Jahr 2017 setzte sich der Trend konstruktiver Finanzierungsmärkte der vergangenen Jahre fort. Für Buyout-Finanzierungen bestand grundsätzlich ein hohes Angebot. So wurde das Volumen an den Märkten für syndizierte Kredite deutlich ausgeweitet. Der Anstieg betrug in den ersten drei Quartalen gegenüber Vorjahr ca. 60 Prozent, wobei dies zu einem wesentlichen Teil auf einer Steigerung der durchschnittlichen Transaktionsgröße basierte. Trotz zunehmender Regulierung von Banken erreichten Finanzierungen gerade im Segment Large-Cap-Buyout verhältnismäßig hohe Verschuldungsgrade bezogen auf das operative Ergebnis. Im Mittel sind die Finanzierungsmultiplikatoren gegenüber dem Vorjahr leicht angestiegen, befinden sich jedoch noch unter Vorkrisenniveau.

Die Zinsmarge im Markt für syndizierte Buyout-Kredite hat sich gegenüber dem Niveau per Ende des dritten Quartals 2016 um ca. 20 Basispunkte geringfügig reduziert. Die dargestellte Grafik zeigt für das Gesamtjahr 2016 eine höhere Kreditmarge von 546 Basispunkten. Der Unterschied gegenüber dem im letzten Jahresausblick dargestellten Wert ist auf das vierte Quartal 2016 zurückzuführen.



In Europa setzt sich der Trend zu reduzierten Kreditauflagen für syndizierte Kredite fort. So erhöhte sich der Anteil der sogannten Covenant-Lite-Transaktionen von 58 Prozent im Vorjahr auf jetzt 74 Prozent.

These 3 für 2017: Die Halteperioden von Portfoliogesellschaften werden nachhaltig auf hohem Niveau verbleiben. Erfolgreiche Finanzinvestoren werden interne Ressourcen zur operativen Verbesserung aufbauen. ✓

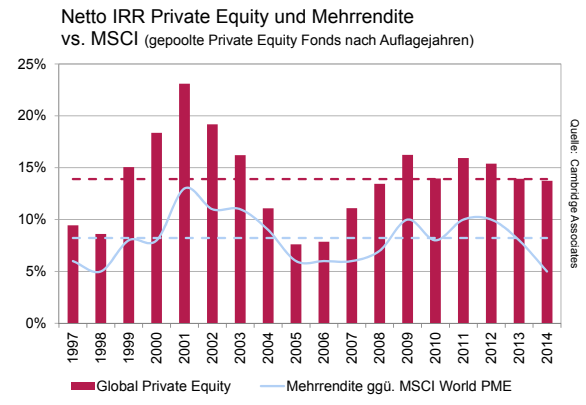
Für die im Jahresausblick 2017 dargestellten Daten ist keine Aktualisierung verfügbar. Da jedoch unsere Begründung für die deutlich verlängerten Haltedauern aus unserer Sicht unverändert zutrifft, können wir unterstellen, dass sich die Entwicklung im Jahr 2017 fortgesetzt hat. Private-Equity-Fonds müssen zur Erzielung einer zufriedenstellenden Rendite eine deutliche operative Wertschöpfung erzielen, die einen entsprechend langen Zeitraum in Anspruch nimmt.

Zur Erzielung der beschriebenen Wertschöpfung bauen Private-Equity-Häuser wie von uns prognostiziert vermehrt interne operative Ressourcen auf. Als ein wichtiges Schwerpunktthema zeigt sich der Bereich der Digitalisierung, in dem übergeordnete Spezialisten den Portfoliogesellschaften zur Verfügung gestellt werden. Aber auch auf Ebene der Gesellschaften nimmt in Zeiten von Digitalisierung, Industrie 4.0 und dem Internet of Things (IoT) die Bedeutung von Digitalisierungsexperten zu.

These 4 für 2017: Die langfristige Mehrrendite von Private Equity gegenüber Aktienmärkten bleibt auch 2017 erhalten. Die langfristigen Renditen der Assetklasse bleiben jedoch leicht rückläufig. ✓

Vergleicht man die Performance der Assetklasse Private Equity mit Vergleichsrenditen von Aktienindizes wie dem MSCI World ergibt sich auch inklusive 2017 ein positives Bild für Investoren: Im Mittel haben Private-Equity-Fonds über die dargestellten Auflagejahre von 1997 bis 2014 eine IRR von 14 Prozent p.a. erwirtschaftet.

Neben der absoluten Performance von Private Equity zeigt ein Vergleich mit den zahlungsstromadjustierten Aktienindizes auch für die jüngsten Auflagejahre eine Mehrrendite auf. Die Mehrrendite gegenüber dem Vergleichsindex MSCI World beträgt für die Auflagejahre 1997 bis 2014 acht Prozentpunkte pro Jahr, im Vergleich zum S&P 500 fünf Prozentpunkte und im Vergleich mit dem Russell 3000 vier Prozentpunkte. Die Mehrrendite gegenüber den zuletzt genannten Indizes ist in der jüngeren Vergangenheit jedoch auf ein relativ niedriges Niveau von rund drei Prozentpunkten zurückgegangen.



Zusammenfassend zeigt sich im langfristigen Performancevergleich trotz der im vergangenen Jahr sehr starken Performance der Aktienmärkte weiterhin eine Mehrrendite von Private Equity gegenüber den Aktienindizes.

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

Das Dry-Powder-Volumen ist auch 2017 insbesondere durch sehr erfolgreiches Fundraising weiter angestiegen. Jedoch muss dieser Anstieg sowohl geografisch als auch nach Größenklassen differenziert betrachtet und gewertet werden.

Der Anstieg des gesamten Dry Powders wurde zu einem signifikanten Anteil durch einen Anstieg der verfügbaren Mittel in Nordamerika und Asien getrieben. Dieser Anstieg geht in starkem Maße auf die sogenannten Mega-Fonds und Large-Cap-Fonds zurück. Im geringeren Größensegment ist hingegen keine signifikante Veränderung beim Dry Powder zu verzeichnen.

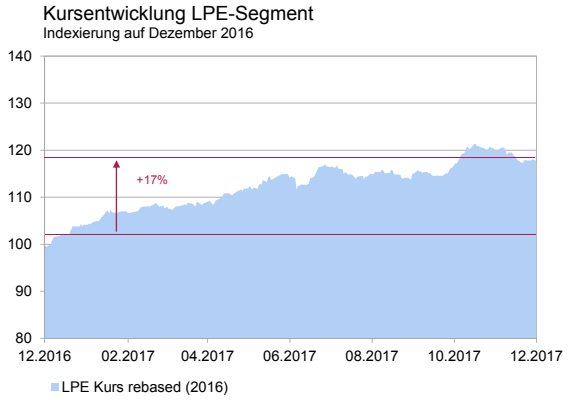
Insgesamt besteht Druck auf die Managementgesellschaften, das Geld auch bei herausfordernden Bedingungen zu investieren. Das Transaktionsvolumen ist dabei jedoch zuletzt nur moderat angestiegen und befindet sich noch sehr deutlich unter den Boomjahren 2006 und 2007.

Trotz attraktiver Exit-Märkte zeichnet sich ein leicht rückläufiges Verkaufsvolumen der Branche ab. Insofern dürften die Auszahlungen an die Investoren im vergangenen Jahr weiter unterhalb der Höchststände der Jahre 2014/2015 liegen.

Listed Private Equity Markt: Rückblick 2017

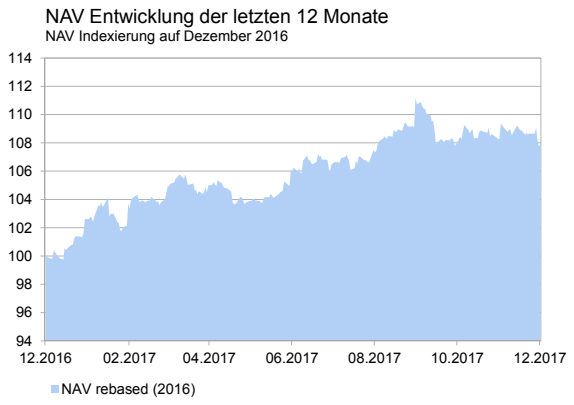
These 1 für 2017: Durch die Vorteile insbesondere für kleinere Investoren wird sich die wieder zunehmende Akzeptanz der Anlageklasse LPE weiter fortführen. ✓

Schaut man sich die Kursentwicklung des LPE-Segments in den vergangenen 12 Monaten an, so fällt die deutlich positive Entwicklung auf. Der Kurs stieg von Jahresanfang bis zur Jahresmitte deutlich an, erreichte im November seinen Höchststand und gab in der Folge wieder etwas nach. Die Gesamtperformance in den letzten 12 Monaten betrug rund 17 Prozent. Insbesondere vor dem Hintergrund weniger stark steigender NAV im gleichen Zeitraum, sehen wir dies als ein starkes Indiz für das zunehmende Anlegervertrauen in das Segment Listed Private Equity.



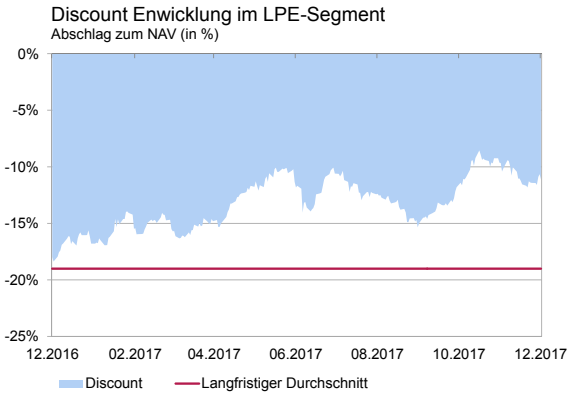
These 2 für 2017: Die NAV des Segments LPE werden sich bei einem soliden wirtschaftlichen Umfeld auch 2017 stetig positiv entwickeln. ✓

Die typischerweise in Britischen Pfund berichteten NAV im LPE-Segment konnten in den vergangenen 12 Monaten um knapp 8 Prozent zulegen. Wenngleich dies absolut betrachtet eine solide Performance ist, so wirkt dieser Wert im Vergleich zum Vorjahresjahreszeitraum (+21 Prozent) eher durchschnittlich. Es sollte angesichts dessen jedoch berücksichtigt werden, dass rund 10 Prozentpunkte dieser Performance aus einer günstigen Entwicklung des US-Dollar und des Euro gegenüber dem Britischen Pfund resultierten. In diesem Jahr sorgte die Abwertung des US-Dollar um rund 6,4 Prozent hingegen für eine Belastung der NAV. Dieser negative Effekt konnte auch nicht durch die Aufwertung des Euro gegenüber dem Pfund um etwa 4,6 Prozent kompensiert werden. Mithin ergab sich durch Wechselkurseinflüsse netto ein leicht negativer Effekt für die NAV-Performance. Bereinigt man die NAV-Performance der letzten 12 Monate um Wechselkurseffekte, so ergibt sich ein NAV-Rendite von 8,5 Prozent.



These 3 für 2017: Discounts werden im Jahresverlauf 2017 weitgehend unverändert bleiben und nahe ihres langfristigen Durchschnitts liegen. —

Die Abschläge zum NAV im LPE-Segment entwickelten sich deutlich anders als erwartet. Lagen die Discounts vor Ende 2016 noch bei etwa -18 Prozent und damit nahe ihres langfristigen Durchschnitts von -19 Prozent, so reduzierten sie sich im Verlauf des Jahres auf einen zwischenzeitlichen Wert von -9 Prozent. Aktuell bewegt sich der Discount bei etwa -11 Prozent. Im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt bedeutet dies einen erheblichen Rückgang.



Grund für den Rückgang der Abschläge zum NAV ist aus technischer Sicht der überproportional hohe Kursanstieg im Vergleich zum Net Asset Value. Während die NAV in den vergangenen 12 Monaten um 8 Prozent anstiegen, erhöhten sich die Kurse im selben Zeitraum um 17 Prozent. Der starke Kursanstieg hängt aus unserer Sicht mit gestiegenem Anlegervertrauen zusammen.

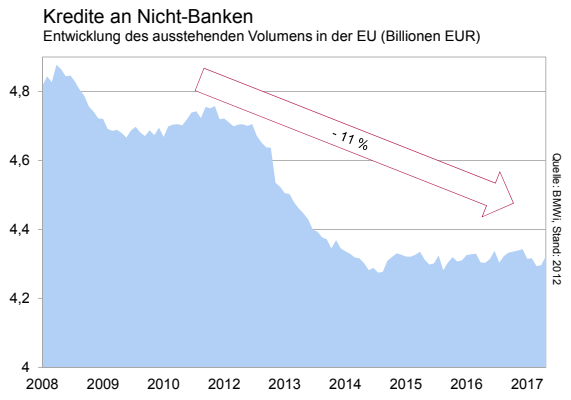
Eine interessante Beobachtung ist, dass sich die Discounts im LPE-Segment den Abschlägen aus dem Private-Equity-Secondary-Bereich annähern. Der Abstand zwischen den Discounts bei PE-Secondaries und LPE belief sich im Jahr 2016 noch auf rund 6 Prozentpunkte. Im laufenden Jahr verringerte sich das Differential auf lediglich 2 Prozentpunkte. Dies ist der geringste Unterschied der beiden Discounts seit dem Jahr 2007.

Nach unserer Auffassung lassen sich damit 50 Prozent (4 Prozentpunkte) des Discount-Rückgangs seit Ende 2016 auf eine Angleichung bei der Bepreisung von Risiken in LPE-Strukturen und Private Equity zurückführen. Die verbleibenden 50 Prozent des erfolgten Rückgangs sehen wir durch positiv gestimmte Anleger erklärt.

Private Debt Markt: Rückblick 2017

These 1 für 2017: Die regulatorisch bedingt notwendige Entschuldung von Banken kreiert ein attraktives Umfeld für Private Debt. ✓

Wie bereits in den Vorjahren hielt sich auch 2017 das von Banken an Unternehmen verauslagte Kreditvolumen auf einem unveränderten Niveau von rund 4,3 Billionen Euro. Somit konnte das Geschäft der Kreditinstitute nicht von den günstigen konjunkturellen Rahmenbedingungen profitieren, was darauf hindeutet, dass die steigenden Anforderungen der Regulierungsbehörden – wie z.B. in Bezug auf die Eigenkapitalunterlegung von Risikogeschäften – einen Effekt haben. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise ist das Kreditgeschäft der Banken um rund 11 Prozent zurückgegangen.



Der Bedarf an Finanzierungslösungen hat sich jedoch keineswegs reduziert. Unternehmen suchen nach Finanzierungen für Wachstum, Nachfolgeregelungen, zur Ablösung bestehender Verbindlichkeiten oder auch für Sonderausschüttungen. Banken agieren immer wählerischer, was oftmals auch die Geschwindigkeit einer Darlehenszusage weiter verringert. Hierdurch haben sich für flexible Kreditgeber die Möglichkeiten gerade in komplexeren Situationen weiter erhöht.

These 2 für 2017: Dem US-Beispiel folgend wird Direct Lending in Europa schnell wachsen und sich professionalisieren. ✓

Die schnelle Entwicklung in Europa spiegelt sich einerseits in den Fundraising-Erfolgen und andererseits in dem steigenden Marktanteil wider, den auf diese Region spezialisierte Fonds mittlerweile verzeichnen (vgl. hierzu Ausblick These 1).

Die gleichzeitig stattfindende Professionalisierung zeigt sich nicht nur darin, dass die bekannten US-Muster nicht einfach kopiert werden, sondern sich eigene, auf die Bedürfnisse heimischer Anleger zugeschnittene Produkte entwickeln. Deutlich ist dabei zunächst, dass durch einen Verzicht auf einen Fremdkapitalhebel auf Fondsebene und eine stärkere Begrenzung nachrangiger Kredite dem Wunsch nach sicheren Lösungen nachgekommen wird.

Anders als in den USA werden Finanzierungen in Europa in der überwiegenden Zahl der Fälle lediglich von einem einzigen Investor bereitgestellt. Dieser erhält damit nicht nur im Falle einer Schieflage einen größeren Einfluss auf die Restrukturierung, sondern auch zu Beginn eine höhere Strukturierungsvergütung. Im Gegenzug müssen sich Kreditgeber durchschnittlich mit geringeren Margen begnügen.

These 3 für 2017: Bei anhaltend niedrigem Zinsumfeld wird sich die Anlageklasse Direct Lending dank erwarteter Renditen von über 5 Prozent p.a. weiter als Alternative zu Anleihen etablieren. ✓

Das Festhalten der EZB an ihrer Nullzinspolitik sowie die Fortsetzung ihres Anleihekaufprogramms sprechen dafür, dass sich die Lage an den Zinsmärkten nicht kurzfristig normalisieren wird. Daher hat sich die Bereitschaft von Anlegern weiter erhöht, sich auf ihrer Suche nach auskömmlichen Renditen auch mit komplexeren Themen wie Private Debt zu beschäftigen. Dies zeigt sich unter anderem darin, dass 62 Prozent der institutionellen Investoren ihr Engagement in diesem Segment langfristig erhöhen wollen, obwohl hier derzeit erst 37 Prozent investiert sind und damit weit weniger als etwa bei Private Equity (57 Prozent) oder Immobilien (61 Prozent). Kein anderer Bereich der Alternativen Investments findet derzeit höheren Zuspruch.

Es werden 42 Prozent der Private Debt zufließenden Mittel aus Anleihen umgeschichtet. Für die konservativen Teilbereiche dürfte der Anteil noch bedeutend höher sein. Dies unterstreicht, dass Direct Lending insbesondere als ein Ersatz für herkömmliche festverzinsliche Wertpapiere angesehen wird.

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

Das Jahr 2017 war geprägt durch eine weitgehend konstante Zinslandschaft. Entsprechend haben sich die Renditen von Unternehmensanleihen auf dem niedrigen Niveau des Vorjahrs gehalten. Durch das stabile wirtschaftliche Umfeld haben sich auch die Erwartungen bezüglich der durchschnittlichen Verlustraten nicht geändert – weder für Anleihen noch für Kredite. Wenig transparent sind aufgrund ihres nichtöffentlichen Charakters die Konditionen für mittelständische Kredite. Die Entwicklung bei den semiliquiden großen Konsortialkrediten deutet allerdings darauf hin, dass sich die Margen 2017 geringfügig reduziert haben könnten. Auf die hohe risikoadjustierte Mehrrendite von Senior Secured Loans hat dies jedoch kaum Auswirkungen gehabt.

IMPRESSUM

Herausgeber
MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren
Erik Baas, Björn Block, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Dr. Pia Lena Karrenbrock, Nils Kerchner, Dr. Christoph Kind, Thomas Kühl, Karsten Müller, Maik Rissel, Daniel Schneider, Dr. Lukas M. Schwarz

Redaktion und Layout
Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Verena Bartels

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 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