



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2016

WIRTSCHAFTLICHE CHANCEN,
POLITISCHE RISIKEN

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2016

WIRTSCHAFTLICHE CHANCEN, POLITISCHE RISIKEN

Autoren:

Wolf-Fabian Hungerland, Telefon +49 40 350 60-8165, wolf-fabian.hungerland@berenberg.de

Cornelia Koller, Telefon +49 40 350 60-198, cornelia.koller@berenberg.de

Wolfgang Pflüger, Telefon +49 40 350 60-416, wolfgang.pflueger@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau, Telefon +49 40 350 60-113, joern.quitzau@berenberg.de

Peter Reichel, Telefon +49 69 9130 90-213, peter.reichel@berenberg.de

Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 20 3207-7889, holger.schmieding@berenberg.de

Abgeschlossen am 4. Dezember 2015

Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. Für den Eintritt der in der Präsentation enthaltenen Prognosen oder sonstigen Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks, der – auch teilweisen – Vervielfältigung sowie der Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: Dezember 2015.



INHALT

Teil 1 Ausblick in Kürze	1
Teil 2 Aufschwung ohne Überschwang	2
I. Auf Wachstumskurs	2
II. Wirtschaftsprognosen im Überblick	5
III. Ein Blick auf die Risiken	9
IV. Märkte: Etwas Spielraum nach oben	11
Teil 3 Im Fokus: Demografie und Migration	12
Teil 4 Ausgewählte Regionen	14
I. USA: Stabiler Aufwärtstrend	14
II. Westeuropa: Langsam aufwärts	16
1. Eurozone: Der Rückenwind hält an	16
2. Großbritannien: Binnenwirtschaft sorgt weiter für Schwung	21
3. Schweiz: Der Franken-Schock lässt nach	23
III. Japan: Abe hat seine Ziele nicht erreicht	24
IV. Große Schwellenländer: Licht und Schatten	26
1. China: Der Reformprozess geht weiter	26
2. Indien: Ehrgeizige Wachstumsziele benötigen mehr Reformschwung	28
3. Brasilien: Schwieriger Weg aus dem Rezessionstal	30
V. Osteuropa: Weiter große politische Risiken	31
1. Russland: L-förmig aus der Rezession	31
2. Türkei: Die vermeintliche Stabilität nach den Wahlen ist nicht nachhaltig	32
3. Polen: Stabil trotz Politikwechsel	33
Teil 5 Kapital-, Devisen- und Rohstoffmärkte	34
I. Aktien: Im Bann von Divergenzen	34
II. Anleihen: Divergierende Geldpolitik	39
1. Inflation	39
2. Geldpolitik	40
3. Zinsen: Moderater Renditeanstieg	43

III. Währungen: Schwächephase des Euro hält an	44
1. US-Dollar: Straffere Geldpolitik treibt den Wechselkurs nach oben	44
2. Schweizer Franken: Sicherer Hafen außer Dienst?	46
3. Britisches Pfund: Im Höhenflug	46
4. Japanischer Yen: Talfahrt vorerst beendet	47
5. Chinesischer Renminbi: Künftig flexibler	47
IV. Rohstoffe: Das Jahr 2016 bleibt schwierig	48
1. Öl: Annäherndes Marktgleichgewicht Ende 2016 möglich	49
2. Gold: Seitwärts nach vier Abwärtsjahren	50
3. Industriemetalle: Der China-Faktor	51
Teil 6 Kapitalmarktstrategie	53
I. Aktien: Der Bullenmarkt ist noch nicht tot	53
II. Anleihen: Der Zinswende ins Auge sehen	55
III. Alternative Investments: Die Anlagealternative zu Anleihen	58
IV. Liquidität: Cash bleibt King	59
V. Kapitalmarktprognosen	60



TEIL 1 AUSBLICK IN KÜRZE

Sieben Jahre nach der großen Finanzkrise regiert weiterhin die Vorsicht das Verhalten vieler Menschen. Haushalte nehmen weniger Kredit auf, Unternehmen investieren weniger und Arbeitnehmer halten sich bei Löhnen mehr zurück als früher.

Im Zeichen der Vorsicht

Das Ergebnis ist ein Aufschwung ohne Überschwang. Weder zu heiß noch zu kalt. In den USA und Großbritannien wächst die Konjunktur seit Jahren im Einklang mit dem langfristigen Durchschnitt. Dank der Reformen in Randeuropa und der angemessenen Geldpolitik der EZB konnte auch die Eurozone 2015 ein solches Tempo erreichen.

Weder zu heiß noch zu kalt

Insgesamt blicken wir mit verhaltener Zuversicht ins neue Jahr. Die Weltkonjunktur kann etwas an Schwung gewinnen bei stabilem Wachstum in der westlichen Welt und langsam auslaufenden Krisen in einigen Schwellenländern. Während der Rückenwind aus dem Verfall der Ölpreise langsam abflaut, kann der anhaltende Zuwachs der Beschäftigung den Konsum in der westlichen Welt weiter stützen.

Verhaltene Zuversicht

Die geringere Dynamik Chinas und die Krise einiger Schwellenländer haben der Konjunktur im ausfuhrorientierten Kerneuropa einen herbstlichen Dämpfer verpasst. Aber dank eines robusten Konsums und mit etwas Nachhilfe durch das Anleihekaufprogramm der EZB wird die Eurozone im Laufe des Jahres 2016 zu dem angemessenen Wachstumstempo zurückkehren können, das sie auch Anfang 2015 erreicht hatte.

Zurück zum Trend

In den USA und Großbritannien kann das Wachstum mit Raten um 2,5 % stabil bleiben. Da der Aufschwung dort bereits deutlich fortgeschrittener ist als in der Eurozone, werden vermutlich sowohl die US-Fed als auch die Bank of England 2016 ihre Leitzinsen vorsichtig erhöhen. Da die EZB erst spät die Euro-Konjunktur wirksam gestützt hat, wird die Zinswende in der Eurozone aber noch zwei Jahre auf sich warten lassen.

Zinswende in den USA

China modernisiert sich weiter. Bei langsam abnehmendem Wachstumstrend verlagern sich die konjunkturellen Impulse immer mehr von den teils staatlich gelenkten Investitionen in Industrie und Infrastruktur hin zu modernen Dienstleistungen. Auch wenn der Übergang zu einem nachhaltigeren Wachstum nicht ohne Reibungsverluste vonstattengeht, halten wir eine harte Landung weiterhin für sehr unwahrscheinlich.

China: Keine harte Landung

Im Aufschwung ohne Überschwang bleibt der Preisauftrieb verhalten. Bei stabilen statt sinkenden Ölpreisen wird die Inflationsrate etwas anziehen, in Europa auf knapp 1 %.

Inflation bleibt niedrig

Bei weiterhin schwachem Inflationsdruck ist das Zusammenspiel aus niedrigen Zinsen und einer weitgehend stabilen Konjunktur für Finanzmärkte tendenziell positiv.

Konjunktur stützt Märkte

Wirtschaftliche Risiken sind weniger ausgeprägt als in den Vorjahren. Dafür müssen wir intensiv politische Risiken beobachten einschließlich der Gefahr, dass rechtspopulistische Parteien den Zusammenhalt Europas und damit die Grundlage unseres Wohlstandes gefährden könnten. Zu diesen Risiken gehört das britische EU-Referendum.

Politische Risiken

TEIL 2

AUFSCHWUNG OHNE ÜBERSCHWANG

(Dr. Holger Schmieding)

I. Auf Wachstumskurs

Eurozone erholt sich

Geschafft! In den USA und Großbritannien erholt sich die Wirtschaft bereits seit fünf Jahren immer mehr von der großen Rezession 2008/2009. Im Jahr 2015 hat die Konjunktur auch in der Eurozone endlich Tritt gefasst. Neben verbraucherfreundlichen Ölpreisen verdanken wir dies vor allem der Geldpolitik. Denn seit auch die Europäische Zentralbank (EZB) dem angelsächsischen Vorbild gefolgt ist und den Ankauf von Staatsanleihen Mitte 2014 zunächst in Aussicht gestellt und Anfang 2015 schließlich begonnen hat, zeigt die Wachstumsampel auch bei uns auf Grün.

Der private Verbrauch stützt die Konjunktur

Auf beiden Seiten des Atlantiks, in den USA ebenso wie in Europa, trägt vor allem der private Verbrauch die Konjunktur. Allerdings bleibt die Dynamik verhalten. Denn das Verhalten der Menschen wird weiterhin vom Schock der großen Wirtschafts- und Finanzkrise geprägt. Unternehmen halten sich bei Investitionen zurück, Haushalte nehmen trotz niedrigster Zinsen kaum Kredite auf, Arbeitnehmer geben sich mit maßvollen Lohnabschlüssen zufrieden. Die Streiks kleinerer Berufsgruppen mit Monopolmacht bei Lufthansa und der Deutschen Bahn können hier als die Ausnahme gelten, die die Regel bestätigt. Das Ergebnis ist ein Aufschwung ohne Überschwang.

Aufschwung ohne Überschwang

Gerade weil die Konjunktur weniger Fahrt aufnimmt als in früheren Zyklen, bauen sich bisher keine neuen Spannungen auf, die sich dereinst in einer neuen Bereinigungskrise entladen könnten. Aus sich heraus kann dieser Aufschwung in den USA und Europa noch lange weiterlaufen, zwar gemächlich, aber doch mit zufriedenstellendem Tempo. Unser Ausblick für die Konjunktur ist deshalb recht einfach gestrickt: Wir erwarten für die USA und Europa, dass sich der Aufschwung auch 2016 ähnlich fortsetzt wie 2015. Weder zu heiß noch zu kalt, aber natürlich mit dem üblichen Auf und Ab in einigen Wirtschaftszweigen.

Es regiert die Vorsicht

Allerdings hat die große Vorsicht auch eine Schattenseite: Da die Angst vor Rückschlägen ausgeprägt ist, können schon kleine Anlässe neue Turbulenzen auslösen. Dieser Aufschwung ist weiterhin störanfälliger als früher. Zum Glück drohen unserer Konjunktur seit dem späten Schwenk der europäischen Geldpolitik zu einem angemessenen Stimulus kaum noch binnenwirtschaftliche Risiken. Stattdessen ernten wir in der Eurozone die Früchte der Reformen in Randeuropa. Spanien und Irland sind die neuen Wachstumstars des Kontinents. Selbst Italien konnte nach der beherzten Arbeitsmarktreform von Premierminister Renzi Anfang 2015 seine mehr als sechsjährige Rezession beenden.

Zinswende in den USA

Auch in den USA zeichnen sich vorerst keine binnenwirtschaftlichen Turbulenzen ab. Die Konjunktur ist dort sogar derart gefestigt, dass die US-Notenbank ihre Leitzinsen jetzt vorsichtig anheben kann. Stattdessen müssen wir auf beiden Seiten des Atlantiks auf andere Gefahren achten, die sich aus der labilen Lage mancher Schwellenländer



sowie aus dem Zulauf für rechtspopulistische Parteien oder Präsidentschaftskandidaten ergeben können. Aber bevor wir unseren Ausblick näher erläutern und auf die Risiken eingehen, lohnt sich ein Blick zurück.

Tab. 1: Wachstumsprognosen im Check - Was hat sich geändert?

	Prognose für 2015		Prognose für 2016	
	Dez. 2014	Aktuell	Dez. 2014	Aktuell
Welt	2,6	2,4	2,8	2,5
USA	3,0	2,5	2,8	2,6
Japan	0,7	0,7	1,3	0,8
China	7,1	6,9	6,8	6,5
Indien	5,8	7,5	6,0	7,5
Lateinamerika	1,8	0,0	2,2	0,5
Europa	1,2	1,0	1,8	1,4
Eurozone	0,9	1,5	1,7	1,6
Deutschland	1,2	1,5	2,1	1,7
Frankreich	0,6	1,2	1,3	1,3
Italien	0,2	0,7	1,0	1,0
Spanien	1,4	3,2	2,0	2,9
Anderes Westeuropa				
Großbritannien	2,9	2,4	2,9	2,4
Schweiz	2,0	0,8	2,2	1,2
Schweden	1,7	2,5	2,2	2,6
Osteuropa				
Russland	-1,0	-3,6	-0,5	-1,4
Türkei	3,3	2,7	3,5	2,1

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: alte Prognosen aus „Wirtschaft und Finanzmärkte: Ein verhaltender Aufschwung; Jahresausblick 2015“, Berenberg, 5. Dezember 2014.

Vor einem Jahr hatten wir für 2015 ebenfalls einen verhaltenen Aufschwung vorhergesagt. Das ist in etwa so eingetreten. Allerdings zeichnet sich nach den bisher vorliegenden Daten ab, dass die Wachstumsrate für die Weltwirtschaft mit 2,4 % leicht unter den von uns erwarteten 2,6 % liegen dürfte. Dabei ist das Gesamtbild, das Tabelle 1 zeichnet, recht gemischt, mit zumeist guten Nachrichten aus Europa und einigen weniger guten Nachrichten aus anderen Teilen der Welt.

Die USA und Großbritannien erfreuen sich zwar weiterhin eines soliden Wachstums. Es ist ihnen jedoch nicht gelungen, ihre Zuwachsraten noch einmal zu steigern. Das liegt zum einen daran, dass der Anstieg des Wechselkurses von US-Dollar und Britischem Pfund gegenüber dem Euro und vielen anderen Währungen die Industrie in den USA und Großbritannien belastet hat. Zudem hat die Krise in einigen Schwellenländern der ausfuhrorientierten Industrie in der westlichen Welt einen Dämpfer verpasst und somit ein noch besseres Ergebnis für die USA und Großbritannien verhindert.

Verhaltener Aufschwung

Solides Wachstum in den USA und Großbritannien

*Eurozone übertrifft unsere
Erwartungen*

Nach vielen Jahren, in denen die Eurozone zumeist etwas hinter den Erwartungen zurückgeblieben ist, hat unser Währungsraum diesmal unsere Prognosen mit einem Zuwachs von 1,5 % statt nur 0,9 % für 2015 deutlich übertroffen. Angesichts einer Inflationsrate nahe null hat die EZB sich endlich getraut, dem Vorbild der USA und Großbritanniens aus dem Jahr 2009 zu folgen und ihrer Geldpolitik durch den Ankauf von Staatsanleihen zusätzliche Schlagkraft zu verleihen. Das hat unsere Konjunktur spürbar belebt. Zum besseren Ergebnis tragen auch die Reformfolge in Randeuropa bei. Gerade in Spanien, dem mit Abstand größten der einstigen Krisenländer, fiel das Wachstum 2015 mit etwas über 3 % sogar mehr als doppelt so rasch aus, als wir das vorab erwartet hatten. Selbst Italien hat dank seiner Arbeitsmarktreform positiv überraschen können.

Schweizer Kapriolen

Dagegen hat die Schweiz einen hohen Preis zahlen müssen für ihre Entscheidung vom Januar 2015, den Wechselkurs freizugeben und sich somit von der Geldpolitik der EZB zu lösen. Der Aufwertungsschock hat die Wirtschaft der Eidgenossen in eine Stagnation gestürzt. Obwohl das anpassungsfähige Land mittlerweile das Schlimmste überstanden hat, dürfte der Schock noch einige Zeit nachwirken.

*Indien wartet
weiterhin auf Reformen*

Der Vergleich unserer Prognosen zu den sich abzeichnenden Ergebnissen (Tabelle 1) könnte nahelegen, dass Indien sich besonders erfreulich entwickelt habe. Das ist nicht ganz falsch. Unter dem neuen Premierminister Modi hat das Land, das bald das bevölkerungsreichste der Welt sein dürfte, tatsächlich einige Reformen eingeleitet. Die Wirtschaft wächst durchaus dynamisch. Aber bisher ist Modi bei seinen Reformen hinter den Erwartungen zurückgeblieben, die er selbst geweckt hatte. Dass sich in Indien für 2015 jetzt ein Wachstum von 7,5 % statt der prognostizierten 5,8 % abzeichnet, liegt vor allem daran, dass Indien die Methode geändert hat, mit der es den Zuwachs der Wirtschaftsleistung berechnet.

Hört nicht auf Cassandra

Seit Jahren warnen immer neue Kassandras davor, die lockere Geldpolitik im Nachgang der Lehman- und Eurokrise werde sich bald in einem großen Inflationsschub entladen. Seit Jahren betonen wir immer wieder, dass das Gegenteil richtig ist: Nach dem Schock großer Finanzkrisen regiert die Vorsicht. Eine entsprechend verhaltene Dynamik bei Löhnen, Krediten und privatem Verbrauch sorgt dafür, dass die Inflationsraten eher niedrig bleiben. Das zusätzliche Liquiditätsangebot der Notenbanken wird von Banken, Unternehmen und Haushalten als Vorsichtskasse gehalten. Auch 2015 ist die Inflationsrate in weiten Teilen der Welt gegenüber dem Vorjahr noch einmal zurückgegangen. Vor allen dank niedrigerer Ölpreise, die Anfang 2015 neue Tiefstände erreicht hatten, lag der Preisauftrieb 2015 in den USA mit nur 0,1 % statt der erwarteten 1,4 % und mit 0,2 % in Deutschland statt 0,6 % erneut unter unseren Vorhersagen.



II. Wirtschaftsprognosen im Überblick

Nachdem die USA im September 2008 die Pleitebank Lehman Brothers über Nacht geschlossen hatten, statt sie ordnungsgemäß abzuwickeln, hat eine Serie von Finanzkrisen die Welt erschüttert. Zunächst hat die Lehman-Krise die westliche Welt in die tiefste Rezession seit 80 Jahren gestürzt. Dann hat im Sommer 2011 die zeitweilige Weigerung der EZB, den vom kleinen Griechenland ausgehenden Ansteckungsgefahren angemessen zu begegnen, die gesamte Eurozone in eine neue Krise katapultiert. Von beiden Krisen hat die westliche Welt sich mittlerweile halbwegs erholt. Die Zeit heilt viele Wunden. In den USA und Großbritannien wächst die Wirtschaft seit 2009 wieder nahezu ununterbrochen, selbst in der Eurozone und Deutschland geht es seit dem Herbst 2014 spürbar aufwärts.

Lehman ist Geschichte

Wir erwarten, dass der Konsum auch 2016 und 2017 robust bleibt mit Wachstumsraten, die etwa dem langfristigen Trend entsprechen. Einerseits lässt zwar der Rückenwind nach, den uns der Einbruch der Ölpreise im Jahr 2015 beschert hatte. Andererseits strebt die Beschäftigung nahezu überall in der westlichen Welt nach oben. Unternehmen stellen mehr Mitarbeiter ein. Dies stützt die verfügbaren Einkommen und könnte Verbraucher ermutigen, einen etwas größeren Teil ihrer Einkommen auszugeben. Das Resultat dürften weitgehend stabile Zuwachsraten beim privaten Verbrauch sein bei einer nur leicht anziehenden Inflationsrate, die nicht mehr durch immer billigere Energiepreise gedrückt wird.

Robuster Konsum

Auch bei Investitionen rechnen wir nicht damit, dass sich in den großen Ländern der westlichen Welt viel ändert. Insgesamt kann die Investitionsneigung zwar im Laufe des Aufschwungs nach oben streben, sofern nicht ein Schock von außen oder politische Sorgen das Zukunftsvertrauen der Unternehmen und damit ihre Investitionsneigung eintrüben. Aber ein Investitionsboom wie in früheren Konjunkturaufschwüngen zeichnet sich nicht ab. Unternehmen disponieren weiterhin vorsichtig. Dazu kommt, dass sich Investitionen immer schwerer messen lassen, da sich das Schwergewicht von Hardware zu Software, von langlebigen Maschinen und Gebäuden hin zu kurzlebigeren Informationstechnologien verlagert, die sich statistisch schwerer erfassen lassen. Dies könnte einen Teil der gemessenen Investitionsschwäche erklären.

Investitionsneigung kann langsam zunehmen

Während die westliche Welt ihre großen Finanzkatastrophen weitgehend überstanden hat, sind einige Schwellenländer im Jahr 2015 in eine tiefe Krise gerutscht. In den Jahren der Lehman- und Euro-Turbulenzen ist viel Kapital in diese Länder geflossen. Hohe Rohstoffpreise haben dazu beigetragen, viele dieser Länder attraktiv erscheinen zu lassen. Das ging so weit, dass manche Anleger jahrelang glaubten, Brasilien wäre ein sichereres Land als das wesentlich weiter entwickelte Euro-Mitglied Spanien. Dies hat sich im vergangenen Jahr als Irrtum herausgestellt. Viele Schwellenländer müssen ihre Gürtel enger schnallen, da es ihnen jetzt an Kapital mangelt. Das tut weh. Aber es verspricht auf Dauer Erfolg. Wie in Randeuropa sind Einschnitte bei Staatsausgaben und wachstumsfördernde Strukturereformen das Rezept für neues und solideres Wachstum.

*Schwellenländer:
Die fetten Jahre sind vorbei*

Talsole bald erreicht?

Krisen dauern nicht ewig. Wir rechnen damit, dass einige Schwellenländer mit relativ breitem Ausfuhrsortiment, das weit über Rohstoffe hinausgeht, Anfang 2016 die Talsole erreichen und sich im zweiten Halbjahr etwas erholen können. Die niedrig bewerteten Wechselkurse dieser Länder werden dazu beitragen, ihre Ausfuhr zu beleben und die Kapitalflucht zu beenden. Zu diesen Staaten könnte Brasilien gehören. Weiteres Wachstum in China sowie ein Abflauen der Krise in einigen anderen Schwellenländern käme wiederum der ausfuhrorientierten Industrie in den entwickelten Ländern zugute. Wir erwarten deshalb, dass das verarbeitende Gewerbe auf beiden Seiten des Atlantiks nach einem Rückschlag im zweiten Halbjahr 2015 im Verlaufe des Jahres 2016 wieder normal wachsen wird.

Tab. 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick

	Gewicht	BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosigkeit			Staatshaushalt		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Welt	100	2,4	2,5	2,8									
USA	22,5	2,5	2,6	2,6	0,1	1,9	2,3	5,3	4,8	4,5	-2,4	-2,2	-2,1
Japan	6,0	0,7	0,8	1,1	0,6	0,7	1,1	3,4	3,3	3,2	-6,5	-6,3	-5,8
China	13,4	6,9	6,5	6,1	1,5	2,2	2,3	4,1	4,3	4,3	-2,3	-3,0	-3,0
Indien	2,7	7,5	7,5	7,1	4,5	4,0	4,0				-6,5	-6,0	-5,5
Lateinamerika	7,5	0,0	0,5	2,0	6,0	4,8	4,0				-4,0	-3,5	-3,0
Europa	29,8	1,0	1,4	1,9									
Eurozone	17,3	1,5	1,6	1,8	0,1	1,1	1,6	10,9	10,3	9,6	-2,1	-1,9	-1,6
Deutschland	5,0	1,5	1,7	1,8	0,2	1,1	1,6	4,7	4,6	5,0	0,3	0,1	0,0
Frankreich	3,7	1,2	1,3	1,3	0,1	0,8	1,3	10,6	10,7	10,2	-3,8	-3,4	-3,0
Italien	2,8	0,7	1,0	1,2	0,2	1,1	1,5	11,9	11,2	10,8	-2,8	-2,5	-2,2
Spanien	1,8	3,2	2,9	2,6	-0,6	0,8	1,6	22,2	20,0	18,5	-4,2	-2,8	-2,5
Anderes Westeuropa													
Großbritannien	3,8	2,4	2,4	2,5	0,1	1,3	2,0	5,4	5,1	5,0	-4,4	-3,4	-2,5
Schweiz	0,9	0,8	1,2	2,0	-1,1	-0,1	0,3	3,4	3,4	3,2	-0,1	0,1	0,2
Schweden	0,7	2,5	2,6	2,5	0,8	1,8	2,4	7,6	7,2	6,7	-1,3	-0,8	-0,5
Osteuropa													
Russland	2,4	-3,6	-1,4	1,0	15,4	8,6	7,7	6,8	6,5	6,2	-3,6	-2,9	-2,3
Türkei	1,0	2,7	2,1	2,5	7,7	7,7	7,3	10,6	10,1	10,2	-1,8	-2,0	-2,1

Staatshaushalt in % des BIP, Rest: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Die US-Daten zum Staatshaushalt sind nicht direkt mit den europäischen Angaben zu vergleichen. Würde man für die USA die gleiche Maastricht-Methode anwenden, die in Europa üblich ist, ergäbe sich für 2015 ein Defizit von 3,8 % statt 2,4 %. Quelle: Berenberg.

Binnenkonjunktur stabil

USA: Keine Angst vor der Fed

Trotz mancherlei Auf und Ab in den kurzfristigen Daten hat sich die US-Binnenkonjunktur auch 2015 als stabil erwiesen. Nachdem die Haushalte in den Jahren von 2009 bis 2012 Schulden abgebaut haben, ist ihre Finanzlage jetzt wieder hinreichend komfortabel. Den weniger drückenden Schulden stehen steigende Vermögen gegenüber. Während die Verbraucher sich bei Krediten weiterhin zurückhalten, wenn auch weniger als in Europa, sind sie doch bereit, ihre Ausgaben im Einklang mit ihren zunehmenden Einkommen auszuweiten. Entsprechend steigt der private Verbrauch mit einer Jahresrate von knapp 3 %. Wir erwarten, dass dies auch 2016 anhält. Neben dem



privaten Verbrauch dürften auch der Wohnungsbau und ein etwas höherer Staatsverbrauch im Wahljahr 2016 zu einer stabilen Konjunktur beitragen.

Ein Jahr lang hat die US-Notenbank gezögert und gezögert. Jetzt hat sie sich offenbar dazu durchgerungen, das Verwirrspiel zu beenden und ihre Zinsen vorsichtig anzuheben. Wenn nicht alles täuscht, wird die Federal Reserve am 16. Dezember liefern. Da die Währungshüter schon seit einem Jahr immer wieder davon reden, bei nächster Gelegenheit handeln zu wollen, dürften etwas höhere Leitzinsen kaum einen Unternehmer, Anleger oder Häuslebauer noch überraschen. Das Risiko, die Fed könne massive Turbulenzen auslösen, scheint gering zu sein.

*Zinswende steht
unmittelbar bevor*

Auch in den USA sind bisher kaum inflationäre Spannungen erkennbar. Deshalb wird die US-Notenbank es sich leisten können, zwischen einzelnen Trippelschritten von vermutlich 25 Basispunkten jeweils einige Zeit verstreichen zu lassen. Vermutlich wird die Fed ihren Zinsentscheid im Dezember mit dem Hinweis garnieren, der nächste Zinsschritt werde frühestens in drei Monaten kommen. Die historisch außerordentlich niedrige Marke von 2 % dürfte der Leitzins für einige Jahre nicht überschreiten.

*Fed:
weitere Trippelschritte
im neuen Jahr*

Eurozone: Weitere Fortschritte

Dank der nun angemessenen EZB-Politik sowie der Reformen in großen Teilen Randeuropas löst sich die Eurozone immer mehr aus dem Schatten der Vertrauenskrise, die die Region 2011 und 2012 erschüttert hatte. Nach großen Fortschritten in vielen Staatshaushalten hat auch der Spardruck nachgelassen. Seit mehr als zwei Jahren geht die Arbeitslosigkeit nahezu überall zurück. Leider bildet Frankreich hier mangels echter Arbeitsmarktreformen die unrühmliche Ausnahme. Innerhalb der Eurozone hat sich der Gegensatz zwischen Kern und Peripherie weitgehend aufgelöst. Wachstumsvorreiter sind jetzt die Reformstaaten Spanien und Irland, während Deutschland ins obere Mittelfeld zurückgefallen ist.

*Die systemische Eurokrise
ist längst vorbei*

Die wachsende Zahl der Arbeitsplätze in der Eurozone wird den privaten Verbrauch auch 2016 stützen. Wir erwarten zudem, dass der Einbruch der Ausfuhren in Schwellenländer langsam ausläuft. Daheim werden auch der Wohnungsbau in weiten Teilen der Eurozone sowie ein fiskalischer Stimulus zur Nachfrage beitragen. Deshalb dürfte das Wachstumstempo, das unter dem Eindruck der Schwellenlandkrise im Herbst 2015 etwas nachgelassen hat, im Laufe des Jahres 2016 wieder etwas zulegen.

*Mehr Arbeitsplätze, mehr
Einkommen, mehr Konsum*

Deutschland: Arbeitsmarkt strotzt vor Kraft

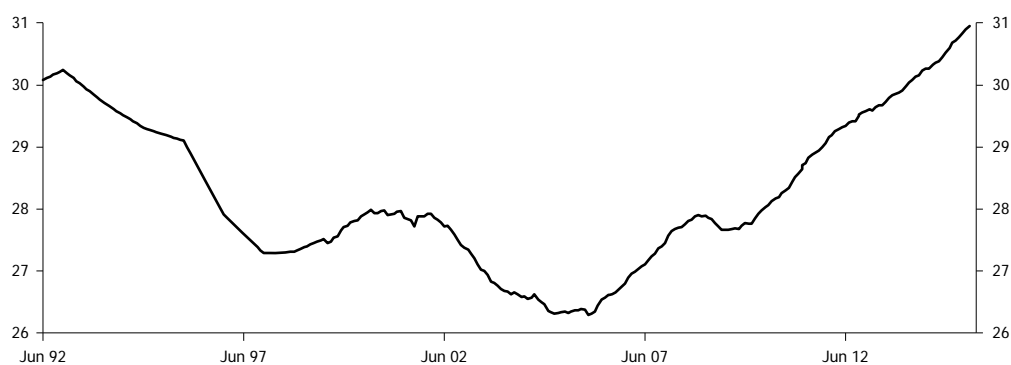
Die Nachfrage aus den USA bleibt robust, China bricht nicht ein, viele unsere Partnerländer im Euro stehen entweder ganz gut oder zumindest weniger schlecht da als vor zwei Jahren. Deshalb wird die Mixtur aus Krise in einigen Schwellenländern und Dieselgate-Skandal unsere Ausfuhrindustrie nur vorübergehend in Schwierigkeiten bringen. Ab Anfang 2016 kann sich der Ausblick auch für die deutsche Ausfuhr eher wieder aufhellen.

*Auch der Ausblick für
Ausfuhren kann sich
wieder aufhellen*

*Deutsche Verbraucher
öffnen ihre Geldbörsen*

Für die deutsche Binnennachfrage stehen die Zeichen auf Grün. Der Arbeitsmarkt strotzt vor Kraft (Abbildung 1). In den vergangenen zwölf Monaten ist bei uns die Zahl der Menschen, die durch ihre Arbeit genügend verdienen, um Sozialbeiträge zahlen zu müssen, um knapp 700 000 gestiegen. Mit 600 000 als offen ausgewiesenen Stellen ist das Potenzial für noch mehr Arbeitsplätze hoch. Der Anstieg der Einzelhandelsumsätze um 0,9 % im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal zeigt, dass die Deutschen ihre zumeist gut gefüllten Geldbörsen auch öffnen.

Abb. 1: Deutschland - Sozialversicherungspflichtige Beschäftigte



In Tausend. Quellen: Bundesbank, Arbeitsagentur.

Magnet Deutschland

Unser robuster Arbeitsmarkt erklärt auch, warum es so viele Flüchtlinge innerhalb Europas nach Deutschland zieht. Anfangs werden uns die Zuwanderer, die wir ins Land lassen, einiges Geld kosten. Für das kommende Jahr könnten diese Mehrausgaben durchaus bis zu 20 Mrd. Euro erreichen. Das entspräche etwa dem Überschuss, den wir ansonsten im Staatshaushalt hätten erzielen können. Aus makroökonomischer Sicht handelt es sich um einen Fiskalstimulus von etwa 0,6 % unserer Wirtschaftsleistung. Wie der Zufall so spielt, kommt er fast genau zu dem Zeitpunkt, an dem die deutsche Industrie mit einer zeitweiligen Nachfrageschwäche aus Schwellenländern und den Folgen des VW-Skandals zu kämpfen hat. Auch das dürfte den Aufschwung stabilisieren.

China: Mehr Raum für den privaten Verbrauch

*Kontrollierter Umstieg
auf eine neue Politik*

Nach einem dramatischen Aufholprozess mit einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 10 % im vergangenen Jahrzehnt hat die chinesische Wirtschaft in den letzten fünf Jahren schrittweise an Dynamik eingebüßt. Dies ist für sich genommen nicht beunruhigend. Mit zunehmenden Erfolgen nimmt das Aufholpotenzial langsam ab. Statt einfach nur die fortgeschrittenen Länder zu kopieren, müssen die Unternehmen des Landes sich selbst mehr einfallen lassen, um im Wettbewerb voranzukommen. Dazu kommt, dass die neue Führung Chinas bewusst vom rein quantitativen Wachstum zu einem nachhaltigeren Wachstumsmodell mit geringeren Umweltschäden und weniger Großinvestitionen übergehen möchte. Dabei verlagern sich die Nachfrageimpulse langsam von den teilweise staatlich gesteuerten Investitionen und der Ausfuhr hin zum privaten Verbrauch, dem Chinas Wirtschaftslenker jetzt etwas mehr Raum geben. Gleichzeitig versucht China, den Marktkräften auch im Finanzsektor etwas mehr Platz einzuräumen und Übertreibungen an einigen regionalen Immobilienmärkten und bei Schattenbanken behutsam zu korrigieren.



Seit Herbst 2013 hat die chinesische Konjunktur weiter an Schwung verloren. Wie erwartet hat China darauf mit kleinen Konjunkturprogrammen und einer etwas lockeren Geldpolitik reagiert. Angesicht hoher Devisenreserven von über 3,5 Bio. US-Dollar und einer privaten Sparquote von über 40 % verfügten die chinesischen Wirtschaftslenker über viele Möglichkeiten, die kurzfristige Konjunktur zu steuern. Bei langsam abnehmendem Wachstumstrend wird es ihnen vermutlich auch 2016 gelingen, eine harte Landung zu vermeiden und den Zuwachs der Wirtschaftsleistung nahe am Trend zu halten. Nach einer Wachstumsrate von 6,9 % im Jahr 2015 rechnen wir mit 6,5 % für 2016 und 6,1 % für das Jahr 2017.

Kleiner Stimulus stabilisiert den Trend der Nachfrage

III. Ein Blick auf die Risiken

Das Leben ist immer voller Risiken. Als gebrannte Kinder sind viele Anleger seit der großen Finanzkrise von 2008/2009 besonders risikoscheu. Das Ergebnis ist, dass Finanzmärkte oftmals auf kleine Störungen überreagieren und Anleger den Kurs renditearmer, aber vermeintlich sicherer Staatsanleihen nach oben treiben.

Gebrannte Kinder scheuen das Risiko

Aus rein wirtschaftlicher Sicht können wir zum Ende des Jahres weniger gefährliche Risiken ausmachen, als dies in früheren Jahren der Fall war. Im Aufschwung ohne Überschwang zeichnen sich keine großen Spannungen ab, die eine Bereinigungskrise erfordern könnten. Angesichts eines reichlichen Angebots an Rohstoffen sehen wir keinen Grund für einen Preisschock an diesen Märkten, der die westliche Welt teuer zu stehen kommen könnte. Robuste Arbeitsmärkte stützen den privaten Verbrauch, die Investitionen der Unternehmen ziehen langsam an, in den USA mehr als in Europa. Die US-Notenbank hat bereits so lange ihre Zinswende in Aussicht gestellt, dass die drei Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten, die wir für 2016 vorhersagen, niemanden überraschen sollten. Auch das Risiko einer gefährlichen Kettenreaktion in den Schwellenländern hat zuletzt eher abgenommen, da selbst in einigen Wackelkandidaten wie Brasilien mittlerweile erste Anpassungsfortschritte sichtbar werden.

Weniger Wirtschaftsrisiken als üblich

Risiko 1: Inflation in den USA?

In der entwickelten Welt müssen wir vor allem ein hypothetisches Wirtschaftsrisiko beachten. Anders als Diamanten sind Wirtschaftstrends niemals „forever“, also für ewig, um James Bond zu zitieren. Auch die Zeit der immer weiter rückläufigen Inflationsraten wird eines Tages zu Ende gehen. Wir erwarten, dass die unspektakuläre, aber doch solide wachsende Binnennachfrage und eine zunehmende Beschäftigung im Jahr 2016 das oftmals beschworene, aber selten gesichtete Deflationsgespenst endgültig vertreiben werden. Dass dies innerhalb einiger Jahre in eine echte Inflation mit Raten von mehr als 3 % umschlagen könnte, bleibt höchst unwahrscheinlich. Aber in den USA und Großbritannien, die uns konjunkturell mindestens zwei Jahre voraus sind, müssen wir das zumindest als theoretisches Risiko im Auge behalten. Denn eine derart anziehende Inflation würde Zentralbanken zwingen, kräftig auf die Bremse zu treten, statt lediglich mit einem leichten Straffen der geldpolitischen Zügel die Konjunktur auf Kurs zu halten. Eine unerwartet harte Geldpolitik könnte Wirtschaft und Finanzmärkte erheblich belasten.

Trendwende beim Preisauftrieb?

*Eine Gefahr für
unseren Wohlstand*

Risiko 2: Aufstieg rechtspopulistischer Parteien

Während die wirtschaftlichen Risiken derzeit weniger virulent erscheinen als üblich, machen wir uns mehr Sorgen um die politische Lage. Der Aufstieg rechtspopulistischer Strömungen kann unseren Wohlstand gefährden, der auf grenzüberschreitender Wirtschaftsfreiheit beruht. Dass ein Zustrom von Flüchtlingen und Einwanderern eine Gegenreaktion in Teilen der einheimischen Bevölkerung auslöst, ist normal und sogar wirtschaftlich verständlich. Schließlich verschärft sich damit die Konkurrenz um bezahlbaren Wohnraum und um Arbeitsplätze vor allem am unteren Ende der Qualifikations- und Einkommensskala. Das beobachten wir in den USA (Donald Trump) ebenso wie in vielen Teilen Europas, und zwar unabhängig davon, ob die Staaten im Euro (Österreich, Finnland) oder nicht im Euro (Großbritannien, Schweden) sind.

*In Europa könnten
Populisten mehr Schaden
anrichten als in den USA*

Allerdings ist der Schaden, den Rechtspopulisten in Europa anrichten könnten, weit größer als in den USA. Selbst wenn Donald Trump Vorwahlen in Iowa gewinnen wird, wird dieser Bundesstaat nicht aus dem Dollar oder den USA austreten. Im völlig unwahrscheinlichen Fall, dass Trump Anfang 2017 ins Weiße Haus einziehen wird, käme damit nicht der freie Binnenhandel innerhalb der USA zum Erliegen. Sollten jedoch in einem größeren europäischen Staat die Rechtspopulisten die Macht übernehmen, könnte dies die Europäische Union mit ihrem gemeinsamen Markt schwer erschüttern. Eine Präsidentin Marine Le Pen in Frankreich, gestützt auf eine Mehrheit aus Rechts- und Linkspopulisten in der Nationalversammlung, könnte theoretisch Frankreich aus der EU austreten lassen und den gemeinsamen Markt ebenso wie unsere gemeinsame Währung sprengen. Das Ergebnis wäre auch eine Wirtschaftskrise, die die Turbulenzen nach Lehman weit in den Schatten stellen könnte.

*Protestwahlen können
Schlagzeilen machen*

Zum Glück ist das Risiko solcher Turbulenzen weiterhin gering. Während bei Regional- und Landtagswahlen Rechtspopulisten Erfolge feiern dürften, sind sie auch in Frankreich und Italien auf nationaler Ebene weit von einer Machtübernahme entfernt. In Deutschland wird der solide proeuropäische Grundkonsens aller etablierten Parteien auch dann nicht ins Wanken geraten, wenn die AfD im März bei den Landtagswahlen in Sachsen-Anhalt auf über 15 % kommen sollte. Auch die insgesamt positive Konjunktur kann dazu beitragen, die Gefahren des Rechts- und Linkspopulismus einzugrenzen.

*Keine nationalen Wahlen in
Frankreich, Italien und
Deutschland 2016*

Risiko 3: „Brexit“

Weder in Deutschland und Frankreich noch in Italien stehen nationale Wahlen für 2016 an. Dagegen wird Großbritannien 2016 über seinen Verbleib in der Europäischen Union (EU) abstimmen. Hier sehen wir ein Risiko von 30 %, dass die Einwanderungsdebatte die rechtspopulistischen Antieuropäer derart stärkt, dass es zum britischen Exit („Brexit“) kommen könnte. Dies könnte die britische Wirtschaft hart treffen und auch neue Unsicherheiten in der EU insgesamt auslösen. Allerdings zeichnet sich ab, dass der britische Premierminister Cameron nach einigen kleinen Zugeständnissen aus Brüssel intensiv für den Verbleib in Europa werben wird. Da die derzeitige Einwanderungswelle zudem Großbritannien kaum erreicht, dürfte auch dieses Thema nicht das Referendum entscheiden. Wir rechnen damit, dass der britische Pragmatismus obsiegen und das Vereinigte Königreich in der EU bleiben wird. Beobachten müssen wir dieses Risiko allerdings schon.



Risiko 4: Terroranschläge

Nach den schrecklichen Terroranschlägen in Paris vom 13. November liegt die Frage nahe, ob dies auch spürbare wirtschaftliche Folgen haben kann. Die Erfahrung mit den früheren Terrorangriffen auf die USA (September 2001), Madrid (März 2004) und London (Juli 2005) zeigt, dass selbst solch schreckliche Ereignisse die grundlegenden Wirtschaftstrends entwickelter Volkswirtschaften trotz kurzzeitiger Irritationen kaum beeinflussen. Einmalige Schocks werfen solide Länder nicht aus ihrer Bahn. Ob dies allerdings auch im Falle einer anhaltenden Serie von Anschlägen gelten würde, können wir nicht sagen. Dazu liegen uns zum Glück keine einschlägigen Erfahrungen vor. Neben dem Risiko des verantwortungslosen Rechtspopulismus gehört die Terrorgefahr zu den Themen, die wir 2016 im Auge behalten müssen.

*Einmalige Schocks werfen
Länder nicht aus der Bahn*

IV. Märkte: Etwas Spielraum nach oben

Wer zu spät kommt, den bestraft das Leben. Dieser Satz des letzten sowjetischen Staatschefs Gorbatschow gilt auch für die Geldpolitik. Weil sich die US-Notenbank und die Bank of England viel früher energisch der Wirtschaftskrise entgegengestellt haben, ist die Konjunktur in den USA und Großbritannien seit mehr als fünf Jahren robuster als in der Eurozone. Deshalb werfen Staatsanleihen dort höhere Renditen ab als bei uns. Während die US-Fed vermutlich bereits am 16. Dezember ihre Leitzinsen anheben wird und die Bank of England im Frühjahr 2016 folgen könnte, werden Anleger in der Eurozone wohl noch mindestens zwei Jahre auf die Euro-Zinswende warten müssen.

*Euro-Anleger werden noch
mindestens zwei Jahre auf
Zinswende warten müssen*

Selbst in den konjunkturell fortgeschrittenen Ländern USA und Großbritannien bleibt der Preisauftrieb verhalten. Dies ermöglicht es den großen Zentralbanken der Welt, sich bei der langsamen Rückkehr zu normaleren Zinsen Zeit zu lassen. Für die Finanzmärkte ist das Zusammenspiel aus weiterhin sehr niedrigen Zinsen und einer sich langsam kräftigenden Konjunktur fundamental positiv. Auch wenn gerade die Aktienmärkte vieles davon bereits vorweggenommen haben, sehen wir mit unserem freundlichen Konjunkturbild auch für die Finanzmärkte insgesamt noch etwas Spielraum nach oben.

*Ein positives Umfeld
für Kapitalmärkte*

Wir erwarten deshalb auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten...

Unsere Erwartungen

- einen maßvollen Anstieg der Aktienkurse, der in Randeuropa aufgrund des hohen Nachholbedarfs etwas stärker ausfallen könnte als in Kerneuropa und den USA,
- etwas höhere Renditen für deutsche Bundesanleihen im Sog eines etwas ausgeprägteren Anstiegs der Renditen in den USA,
- einen Anstieg der Renditen in Italien, Frankreich und Spanien im Einklang mit Bundesanleihen sowie
- einen wieder etwas stärkeren Euro, der auch die etwas anziehende Konjunktur in der Eurozone und den hohen Leistungsbilanzüberschuss dieser Region abbildet.

TEIL 3 IM FOKUS: DEMOGRAFIE UND MIGRATION

(Dr. Jörn Quitzau)

*Mangelhafte Erfassung
der Flüchtlinge erschwert
Prognosen über
wirtschaftliche Folgen*

Das politische Thema des Jahres 2015 ist der Flüchtlingsstrom nach Europa und vor allem Deutschland. Es wird die Schlagzeilen auch weit über den Jahreswechsel hinaus beherrschen, denn die politischen, kulturellen und wirtschaftlichen Folgen können langfristig gravierend sein. Allerdings sind Berechnungen über die wirtschaftlichen Folgen des Flüchtlingsstroms gegenwärtig mit großer Unsicherheit behaftet, da die Erfassung der Flüchtlinge außer Kontrolle geraten ist. Nicht einmal die zuständigen Behörden wissen verlässlich, wie viele Flüchtlinge 2015 nach Deutschland gekommen sind beziehungsweise noch kommen werden. Sicher ist lediglich, dass die Zahl der Flüchtlinge in diesem Jahr deutlich über der Millionengrenze liegt.

*Kurzfristiger
Konjunkturreffekt positiv*

Vergleichsweise einfach lassen sich die kurzfristigen konjunkturellen Auswirkungen einschätzen. Hier ist zumindest die Richtung eindeutig, denn die Mehrausgaben für die Unterbringung und Versorgung der Flüchtlinge wirken wie ein Konjunkturprogramm. Nach aktuellem Kenntnisstand dürften sich die Mehrausgaben in Deutschland auf etwa 0,6 % des BIP belaufen. Dank guter Konjunktur und sprudelnder Steuereinnahmen werden die Ausgaben zum Großteil aus dem Haushaltsüberschuss finanziert werden. Gleichwohl fehlt dieses Geld für den eigentlich beabsichtigten Schuldenabbau, auch wenn ein Teil der Ausgaben in Form von Steuern an den Staat zurückfließt (etwa als Mehrwertsteuer durch die Konsumausgaben der Flüchtlinge).

*Langfristige Folgen
höchst ungewiss*

Viel wichtiger als die kurzfristigen Konjunkturreffekte sind die langfristigen wirtschaftlichen Folgen. Allerdings lassen sich die langfristigen Effekte nicht quantifizieren, weil die dafür benötigten Informationen nicht vorliegen. Dass die genaue Zahl der bisher eingetroffenen Flüchtlinge nicht bekannt ist, ist noch das geringste Problem. Es fehlen Daten und auch nur näherungsweise Schätzungen darüber, wie viele Flüchtlinge noch kommen werden, wie viele von ihnen dauerhaft bleiben und wie viele nach dem Ende der Fluchtursachen in ihre Heimat zurückkehren werden. Letztlich fehlen auch verlässliche Angaben über die Qualifikation der Flüchtlinge, sodass nicht einmal klar ist, ob die langfristigen wirtschaftlichen Effekte positiv oder negativ sein werden.

Forschungsinstitute uneins

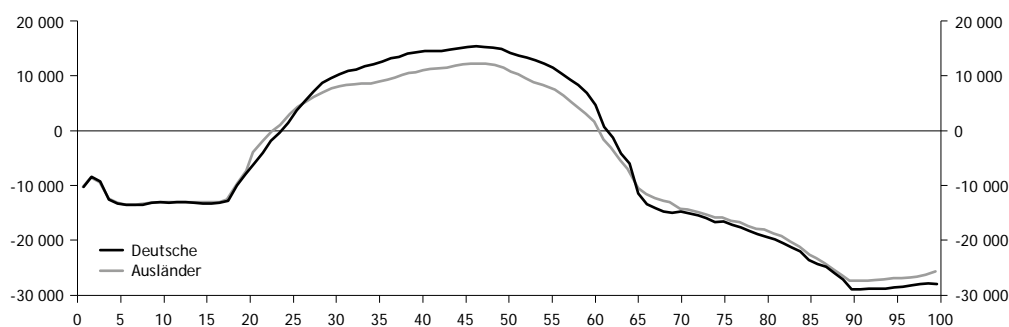
Bei einer derart schlechten Datenlage gehen verständlicherweise die Meinungen auch unter Ökonomen auseinander. Mit dem DIW gibt es ein optimistisches Wirtschaftsforschungsinstitut, das den Flüchtlingsstrom eher als Chance für Deutschland sieht, weil junge Migranten die demografischen Probleme Deutschlands lindern können, auch deshalb, weil jüngere Menschen tendenziell risikofreudiger sind und die Dynamik der Wirtschaft erhöhen. Zudem könne der bestehende Fachkräftemangel durch den Zuzug von Flüchtlingen gemildert werden. Auf der anderen Seite stehen pessimistische Forschungsinstitute wie das ZEW und das ifo Institut, die große Schwierigkeiten bei der Integration der Flüchtlinge in den Arbeitsmarkt erwarten. Das niedrige Durchschnittsalter der Flüchtlinge allein sei kein Gewinn für Deutschland, solange die Flüchtlinge nicht in den Arbeitsmarkt integriert werden, sondern in die sozialen Sicherungssysteme.

Ob die Rechnungen der Optimisten oder die der Pessimisten aufgehen, hängt nicht so sehr von den statistischen Fähigkeiten der Forscher ab, sondern vielmehr davon, ob die richtigen Annahmen hinsichtlich der Integrationsfähigkeit getroffen werden.

Dass Deutschland Zuwanderung gut gebrauchen kann, ist unstrittig. Seit den 1970er Jahren sinken die Geburtenzahlen und die geburtenstarken Jahrgänge (1955 bis 1969) rücken in der Alterspyramide immer weiter nach oben. Die Älteren von ihnen nähern sich allmählich dem Renteneintritt. Das umlagefinanzierte Sozialversicherungssystem kommt in Bedrängnis, wenn die Zahl der Leistungsempfänger im Verhältnis zu den Leistungserbringern deutlich steigt. Eine Zuwanderungspolitik im Interesse der Sozialversicherung muss also ganz egoistisch versuchen, junge, gut qualifizierte, leistungsbereite und leicht integrierbare Arbeitskräfte für Deutschland zu begeistern. Dass dieses Anforderungsprofil von vielen Flüchtlingen nicht erfüllt wird, liegt auf der Hand. Die Krisen dieser Welt lassen ganz überwiegend andere Menschen wandern als die, die von einer auf Wohlstandssicherung ausgerichteten alternden Bundesrepublik benötigt werden. Insofern ist zwar verständlich, dass die Politik versucht, aus der Not eine Tugend zu machen, aber sie sollte sich deshalb nicht der Illusion hingeben, mit dem aktuellen Flüchtlingsstrom das demografische Problem nachhaltig lösen zu können.

Zuwanderung kann die demografischen Probleme lindern, aber dafür ist eine am Eigeninteresse orientierte Auswahl nötig

Abb. 2: Nettosteuerzahlungsprofile von Ausländern und Deutschen 2013



In Euro über das Lebensalter. Quelle: Forschungszentrum Generationenverträge.

Das Nettosteuerzahlungsprofil von Deutschen und Ausländern im Lebenszyklus aus dem Jahr 2013 zeigt deutlich, dass in den ersten 20 Lebensjahren und etwa ab dem 63. Lebensjahr die Summe aller erhaltenen staatlichen Leistungen (zum Beispiel Kindergeld, Bildung, Rente) die geleisteten Zahlungen deutlich übersteigt (Abbildung 2). In den Jahren dazwischen übersteigen die Zahlungen die empfangenen Leistungen. Aus fiskalischer Sicht wäre es somit am besten, junge, aber bereits fertig ausgebildete Zuwanderer aufzunehmen (die also keine Ausbildungskosten mehr verursachen). Klar ist aber, dass auch Zuwanderer während ihres Berufslebens Renten- und sonstige Ansprüche erwerben, sodass sich das demografische Problem durch Zuwanderung eher in die Zukunft verschiebt, als dass es an der Wurzel gelöst wird. Aus fiskalischer Sicht ist die lange Rentenbezugsdauer sehr problematisch. Hier hilft nur ein späterer Renteneintritt.

Zuwanderung verschiebt das demografische Problem bloß in die Zukunft – späterer Renteneintritt unabdingbar!

TEIL 4 AUSGEWÄHLTE REGIONEN

I. USA: Stabiler Aufwärtstrend

(Dr. Holger Schmieding)

Eine kurze Lagerkorrektur

In den USA hatten viele Unternehmen Ende 2014 erwartet, dass die Konjunktur im Jahr 2015 etwas an Fahrt gewinnen und ein Tempo von etwa 3 % statt 2,5 % erreichen würde. Das entsprach auch unseren Prognosen. Im Vorgriff auf mehr Wachstum haben sie im Herbst und Winter 2014/2015 zusätzlich Personal eingestellt und ihre Lagerbestände aufgestockt. Allerdings haben der starke US-Dollar, die Krise in einigen Schwellenländern und ein kalter Winter dann Anfang 2015 ein rascheres Wachstumstempo verhindert. Um den so entstandenen Überhang an Personal und Lagerbeständen abzubauen, haben Unternehmen im Sommer für einige Zeit weniger neue Mitarbeiter eingestellt als vorher und zudem ihre Lager wieder etwas geleert. Das Ergebnis war ein kurzzeitiger Rückschlag für die Konjunktur.

Binnenkonjunktur stabil

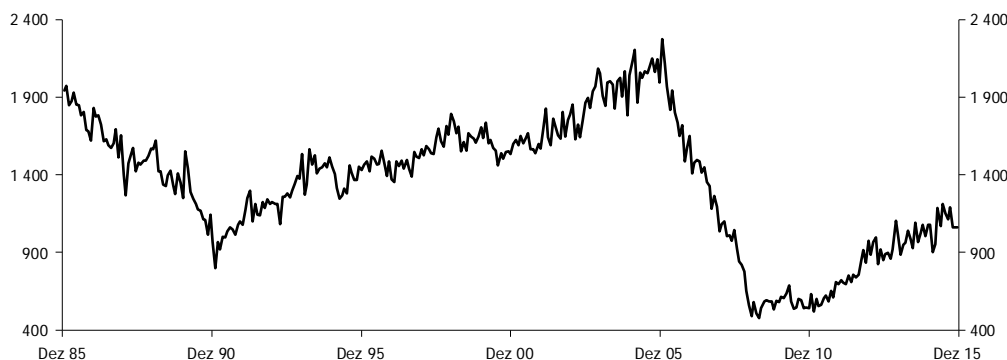
Trotz dieses kurzfristigen Auf und Abs der Daten hat sich die US-Binnenkonjunktur jedoch als stabil erwiesen. Nachdem die Haushalte in den Jahren von 2009 bis 2012 Schulden abgebaut haben, ist ihre Finanzlage jetzt wieder komfortabel. Auch dank niedrigerer Zinsen müssen die Haushalte jetzt nur noch 10 % ihrer verfügbaren Einkommen für den regelmäßigen Schuldendienst einsetzen statt 13 % im Jahr 2008. Den weniger drückenden Schulden stehen steigende Vermögen gegenüber. Während sie sich bei Krediten weiterhin zurückhalten, wenn auch weniger als in Europa, sind die Haushalte doch bereit, ihre Ausgaben im Einklang mit ihren zunehmenden Einkommen auszuweiten. Entsprechend steigt der private Verbrauch mit einer Jahresrate von rund 3 %.

Vermögenseffekt für Verbraucher

Wir erwarten, dass dies auch 2016 anhält. Einerseits wird die Inflationsrate wieder etwas anziehen, da der Rückgang der Ölpreise vom Jahreswechsel 2014/2015 aus dem Vorjahresvergleich herausfällt. Dies dämpft den gemessenen Anstieg der real verfügbaren Einkommen. Andererseits sprechen die gute Lage am Arbeitsmarkt sowie der Vermögenseffekt der wieder steigenden Immobilienpreise dafür, dass die Haushalte ihre Sparquote leicht vermindern werden. Mit einer Zuwachsrate von 2,7 % im Jahr 2016 und 2,5 % im Jahr 2017 kann der private Verbrauch auf diese Art robust bleiben.

Wohnungsbau erholt sich weiter

Zudem wird die Konjunktur im kommenden Jahr weiterhin vom Wohnungsbau gestützt. Nach dem großen Absturz 2008 bis 2009 hat sich der Wohnungsmarkt seitdem schrittweise erholt (Abbildung 3). Allerdings werden immer noch wesentlich weniger Wohnungen gebaut als im Boom 2007. Der Markt ist noch weit davon entfernt, sich zu überhitzen. Stattdessen gibt es in vielen Regionen noch Nachholbedarf. Deshalb kann der Aufwärtstrend vorläufig anhalten, ohne dass sich daraus bereits jetzt Gefahren für die Zukunft ergeben. Mit einer etwas strafferen Zinspolitik wird auch die Notenbank dazu beitragen, solche Gefahren im Zaum zu halten.

Abb. 3: USA - Baubeginne privater Häuser

In Tausend. Quelle: U.S. Census Bureau.

Im Jahr 2015 haben die Einfuhren in die USA mit einem Zuwachs von real 5 % etwa dreimal schneller zugelegt als die Ausfuhren. Zum einen spiegelt sich darin der Anstieg des Dollar-Wechselkurses, der ausländische Produkte gegenüber den Waren heimischer Konkurrenten verbilligt hat. Zum anderen zeigt sich darin, dass die Binnennachfrage in den USA schneller gewachsen ist als bei den meisten Handelspartnern. Für 2016 erwarten wir keinen weiteren Höhenflug des US-Dollar. Zudem könnte der Einbruch der Binnennachfrage in einigen Schwellenländern zu Ende gehen. Entsprechend dürfte die US-Ausfuhr 2016 sich etwas dynamischer entwickeln als im Vorjahr. Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene könnte dies eine etwas geringere Wachstumsrate des privaten Verbrauchs ausgleichen.

Ende der Ausfuhrschwäche

Nach einer kleinen Delle im Frühjahr 2015 werden die US-Unternehmen ihre Ausrustungsinvestitionen angesichts der alles in allem robusten Konjunktur 2016 vermutlich leicht hochfahren. Dabei wird die Dynamik aber weiterhin spürbar hinter den Raten früherer Aufschwünge zurückbleiben. Neben der seit dem Lehman-Kollaps gewachsenen Scheu, Kapital langfristig zu binden, zeichnet sich hier auch ein langfristiger Trend ab. Investitionen in klassisches Sachkapital wie Maschinen und Gebäude verlieren etwas an Bedeutung. Statt langlebiger Hardware zählt heute kurzlebige Software; das Wissen der Menschen ist wichtiger als die Größe des Maschinenparks. Manche Maschinen müssen eher neu programmiert statt ausgewechselt werden. Damit sinkt der Anteil der Ausgaben von Unternehmen, die wir in der Statistik als langlebige Investitionen erfassen, statt sie als unmittelbaren Verbrauch zu verbuchen. In diesem Sinne sind etwas geringere Investitionsquoten als früher nicht unbedingt als Warnzeichen zu werten.

Investitionsneigung bleibt verbatten

Am 8. November 2016 wählen die USA einen neuen Präsidenten, die Vorwahlen beginnen im Februar in Iowa. Ob sich dies wirtschaftlich auswirkt, lässt sich schwer abschätzen. Einerseits könnte die Aussicht, dass ein neuer Präsident Unternehmenssteuern senken könnte, die Investitionen leicht beflügeln. Andererseits kann der aktuelle Höhenflug des Rechtspopulisten Trump auch einige Sorgen wecken. In unseren Wirtschaftsprognosen für die USA gehen wir davon aus, dass der Wahlkampf keinen entscheidenden Einfluss auf das Ausgabeverhalten der Haushalte und Unternehmen haben wird. Natürlich werden wir gerade die politischen Risiken auch in den USA genau beobachten müssen.

Was kommt nach Obama?

II. Westeuropa: Langsam aufwärts

(Cornelia Koller)

1. Eurozone: Der Rückenwind hält an

*Konjunktur erhält weiter
kräftigen Rückenwind...*

Wie erwartet wirkte sich die Wachstumsabkühlung in China und einigen anderen Schwellenländern im Herbst leicht bremsend aus, sodass die Wirtschaftsleistung im dritten Quartal 2015 mit 0,3 % gegenüber dem Vorquartal etwas weniger stark expandierte als im zweiten Quartal (0,4 %). Wir rechnen damit, dass sich der Aufwärtstrend im Jahresverlauf 2016 wieder beschleunigen wird. Unser Optimismus stützt sich vor allem auf den starken Rückenwind, den die Konjunktur der Eurozone durch die Geldpolitik und in zunehmendem Maß auch durch die Fiskalpolitik erhält. Vor allem die angemessen lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank hat inzwischen die Realwirtschaft erreicht und wird Banken, Unternehmen und Verbraucher mit reichlich Liquidität zu historisch niedrigen Zinsen stützen.

*...durch ultraexpansive
Geldpolitik und das Ende
der Austerität...*

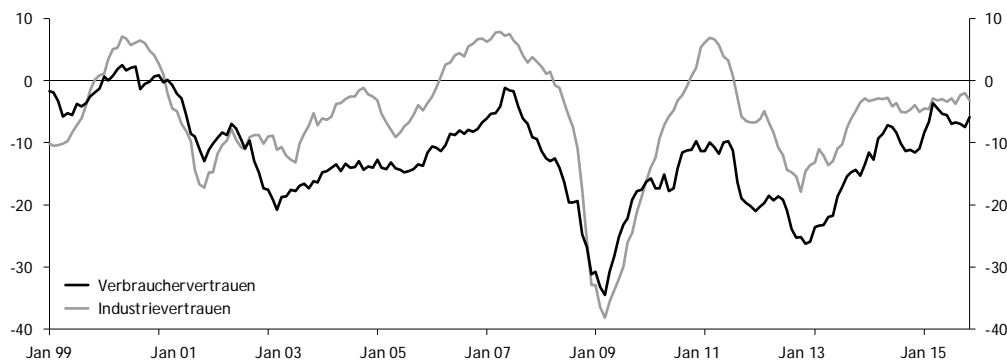
Da Geldpolitik mit einer Verzögerung von bis zu einem Jahr wirkt, wird sich der Stimulus des im März 2015 begonnenen umfangreichen Wertpapierankaufprogramms der EZB erst 2016 vollständig entfalten. Darüber hinaus ist die konjunkturbremsende Austeritätspolitik in nahezu allen Euroländern (ausgenommen Griechenland) ausgelaufen. Inzwischen ernten Spanien und Italien sowie einige kleinere Länder wie Irland und Portugal die Früchte ihrer in den letzten Jahren angestoßenen Reformen. Zusätzliche fiskalische Wachstumsimpulse erwarten wir zudem durch die Ausgaben für die Unterbringung und Integration der Flüchtlinge, die wir mit rund 0,2 % des BIP in der Eurozone beziehungsweise 0,6 % für Deutschland veranschlagen.

*...sowie den schwachen Euro
und die niedrigen Ölpreise*

Des Weiteren werden auch die niedrigen Ölpreise, die mit aktuell 43 US-Dollar pro Barrel Nordseeöl Brent um gut 60 % unter ihrem Stand von Mitte 2014 liegen, die Konjunktur weiter stimulieren, auch wenn dieser Effekt langsam nachlassen wird, sofern die Energiekosten nicht erneut sinken. Darüber hinaus ist der Euro nach der zwischenzeitlichen Erholung wieder gefallen und liegt gegenüber dem US-Dollar gegenwärtig 11 % unter dem Durchschnitt der Jahre 2014/15. Dieser günstige Währungseffekt sollte sich zeitverzögert positiv in den Außenhandelsströmen 2016 niederschlagen.

*Wirtschaftsstimmung
hält sich daher weiter
auf hohem Niveau*

Abzuwarten bleibt aber, inwieweit das schwächere Wachstum der Schwellenländer das Wirtschaftsvertrauen sowie Exporte und Investitionen in den nächsten Monaten bremsen könnte. Vor allem in den exportorientierten Wirtschaftszweigen und bei den Erwartungskomponenten ist eine trübere Stimmung nicht auszuschließen. Aus diesem Grund haben wir für den Winter eine etwas geringere konjunkturelle Dynamik unterstellt. Die jüngsten Daten geben derzeit allerdings eher Entwarnung: Die Wirtschaftsstimmung erreichte im November den höchsten Stand seit Mitte 2011. Während das Industrievertrauen leicht nachgab, zog das Verbrauchervertrauen spürbar an (Abbildung 4).

Abb. 4: Eurozone - Stimmungsindikatoren

In Punkten. Quelle: Europäische Kommission.

Die Binnennachfrage, vor allem der private Konsum, wird wesentliche Konjunkturstütze bleiben. So wird die Arbeitslosigkeit im Zuge der konjunkturellen Belebung weiter zurückgehen und die Reallöhne werden bei anhaltend geringer Preissteigerung steigen. Aktuell liegt die Arbeitslosenquote bei 10,7 %, verglichen mit 11,5 % vor einem Jahr. Für 2016 erwarten wir im Jahresdurchschnitt 10,3 % nach 10,9 % im Jahr 2015. Neben den gesunkenen Energieausgaben dürften darüber hinaus die niedrigen Finanzierungskosten dazu beitragen, die Investitionstätigkeit der Unternehmen etwas anzuregen. Zudem wird der Spielraum für die Staatsausgaben mit der konjunkturellen Erholung und Auslaufen der Austeritätsmaßnahmen allmählich wieder größer.

Da die Exportwirtschaft von der Euroschwäche sowie der robusten Nachfrage aus den USA und Großbritannien gestützt wird, sollten die externen Schocks begrenzt bleiben, zumal die Eurozone nur etwa 5 % ihres BIPs durch den Export in Schwellenländer erwirtschaftet. Wir erwarten daher, dass die Wirtschaft der Eurozone angesichts einer vermutlich anhaltend robusten Konjunktur in den USA und in Großbritannien sowie einer Beruhigung der Schwellenländer-Krise 2016 um 1,6 % wachsen wird.

1.1. Deutschland: Sicher durch alle Turbulenzen

Deutschland wird ein wichtiger Konjunkturmotor für den gesamten Euroraum bleiben. Trotz ihrer starken Exportorientierung hält sich die größte Volkswirtschaft der Eurozone auf ihrem Wachstumspfad. Gleichwohl hinterließen die Wachstumsabkühlung in China und die Rezession in einigen anderen Schwellenländern zuletzt auch leichte Bremsspuren: Das Bruttoinlandsprodukt stieg im dritten Quartal 2015 mit 0,3 % gegenüber dem Vorquartal etwas weniger stark als im zweiten Quartal (0,4 %).

Die Rahmenbedingungen für einen fortgesetzten Wachstumskurs sind unverändert vorteilhaft: Deutschland profitiert von der lockeren Geldpolitik der EZB und dem historisch niedrigen Zinsniveau. Auch der schwache Euro und die niedrigen Ölpreise wirken weiter stimulierend. Bisher hat die deutsche Konjunktur vor diesem Hintergrund die externen Schocks gut verkraftet. Vor allem das ifo-Geschäftsklima zeigt sich trotz allen Widrigkeiten sehr robust und ist im November auf den höchsten Stand seit Mitte 2014 gestiegen. Der Optimismus für die Zukunft nahm sogar das dritte Mal in

*Binnennachfrage bleibt
wesentliche Konjunkturstütze*

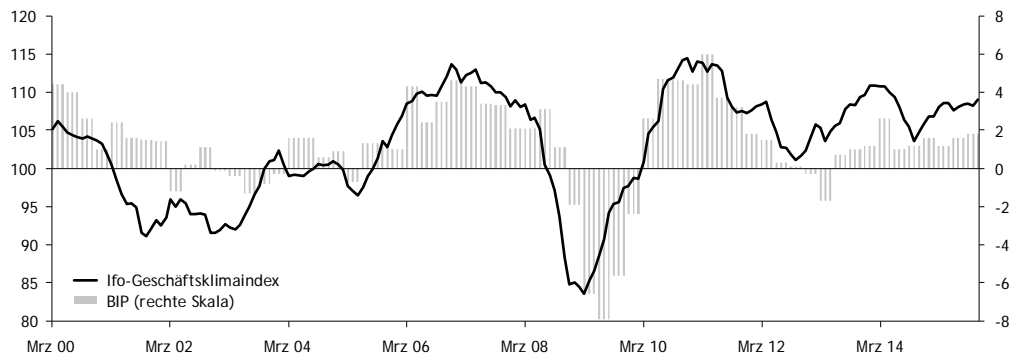
*Wir erwarten, dass die
Eurozone 2016 um 1,6 %
wachsen wird*

*Deutschland trotz globaler
Wachstumsabkühlung...*

*...denn die
Wachstumsbedingungen
bleiben besonders vorteilhaft*

Folge zu. Sogar das Geschäftsklima im Automobilsektor stieg ungeachtet des VW-Skandals in den letzten beiden Monaten weiter an (Abbildung 5).

Abb. 5: Deutschland - BIP und ifo-Geschäftsklima



BIP: Veränderung gegenüber Vorjahr in %; Ifo-Index in Punkten. Quellen: Deutsches Bundesamt für Statistik, Ifo Institut.

*Wachstumsabkühlung
in China dämpft
Exportausblick,...*

Dennoch treffen das weniger dynamische Wachstum in China und die Turbulenzen einiger Schwellenländern wie Brasilien das stark exportorientierte Deutschland mehr als andere westliche Industrienationen, wie der deutliche Rückgang der Auftragseingänge von Juli bis September gezeigt hat. Andererseits dürften die Exporte von der fortschreitenden Konjunkturbelebung des Euroraums sowie der robusten Nachfrage aus den USA und Großbritannien – gestützt durch den schwachen Euro – Rückenwind erhalten. Dies kann den Rückgang der Nachfrage aus China und den Emerging Markets zu einem großen Teil auffangen.

*...aber robuster privater
Verbrauch federt chinesische
Wachstumsdelle ab...*

Abgedeckt wird der etwas gedämpfte Exportausblick durch die anhaltend robuste Binnennachfrage. Solider Wachstumspfeiler wird dabei auch 2016 der Konsum bleiben, der durch die weiter zunehmende Beschäftigung (drittes Quartal 2015: +343 000 Erwerbstätige beziehungsweise 0,8 % mehr als vor einem Jahr), steigende Löhne und die geringe Inflation (November: 0,4 %) sowie das niedrige Zinsniveau gestützt wird. Mit Blick auf den Flüchtlingszustrom werden im nächsten Jahr allerdings deutlich mehr arbeitsuchende Menschen registriert werden, sodass die Zahl der Arbeitslosen im Jahresverlauf 2016 erstmals seit langer Zeit wieder zunehmen dürfte. Vor diesem Hintergrund ist auch das zuletzt nachgebende Konsumklima der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) zu sehen, da sich laut der GfK die Konjunkturaussichten durch die Sorge vor höherer Arbeitslosigkeit aufgrund der Flüchtlingswelle eingetrübt haben. Trotz des Rückgangs liegt die Anschaffungsneigung aber weiter auf hohem Niveau. Dies zeigt laut GfK, dass die Konsumfreude immer noch sehr ausgeprägt ist. Das belegt auch die Entwicklung des Einzelhandels, der in den ersten zehn Monaten 2015 real um 2,7 % über dem entsprechenden Vorjahreszeitraum lag. Der deutsche Einzelhandelsverband rechnet für 2015 mit dem stärksten Wachstum seit zwei Jahrzehnten (+2,7 %) und erwartet, dass sich der Aufwärtstrend 2016 fortsetzen wird. Wir erwarten zudem, dass die Flüchtlingswelle zu zusätzlichen Staats- und Konsumausgaben führen wird. So ist damit zu rechnen, dass die Flüchtlinge das Geld, das sie erhalten, ähnlich wie Hartz-IV-Empfänger vollständig konsumieren.



Sobald sich die Unsicherheit über die Entwicklung in den Schwellenländern legen wird, sollten auch die Unternehmen wieder etwas mehr in neue Anlagen und Maschinen investieren, sodass sich der Investitionsstau allmählich auflösen wird. Darüber hinaus wird die Baukonjunktur, insbesondere der Wohnungsbau (Baugenehmigungen Januar bis September: +4,8 %), unverändert vom niedrigen Zinsniveau profitieren. Zudem hat die Bundesregierung für den Zeitraum 2016 bis 2018 ein Investitionsprogramm in Höhe von 10 Mrd. Euro aufgelegt, von dem die Verkehrsinfrastruktur und der Städtebau profitieren werden. Dies wird den öffentlichen Bau stimulieren. Für 2016 rechnet die Bundesvereinigung Bauwirtschaft mit einem Umsatzzuwachs von 2,5 % (2015: 2 %).

*...und die
Investitionskonjunktur
springt wieder an*

Nach einer leichten Wachstumsdelle im Winter erwarten wir, dass die Konjunktur in Deutschland im Laufe des Jahres 2016 wieder stärker zulegen wird und die Wirtschaft im Jahresdurchschnitt um etwa 1,7 % wachsen kann. Aufgrund des fiskalischen Impulses für die Unterbringung und Integration von Flüchtlingen von wenigstens 0,6 % des BIP könnte das Wirtschaftswachstum 2016 auch höher ausfallen.

*Deutsche Wirtschaft wird
2016 um 1,7 % wachsen*

1.2. Italien: Ende des Reformstaus

War Spanien bisher die große Erfolgs- und Wachstumsstory der Eurozone, avanciert nun Italien, die drittgrößte Volkswirtschaft der Eurozone, ebenfalls zu einem Turnaround-Kandidaten. Nachdem Ministerpräsident Renzi die lange überfällige Arbeitsmarktreform Anfang 2015 durchs Parlament gebracht hat, ist das Land nach beinahe sechsjähriger Rezession wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt. So trägt die Reform des Arbeitsmarkts erste Früchte: Die Arbeitslosenquote lag zuletzt mit 11,5 % um 1,5 Prozentpunkte niedriger als vor einem Jahr. Insgesamt hat Renzi ein Paket mit zwölf Reformen für den Zeitraum 2015/16 auf den Weg gebracht. Hierzu zählen neben der Arbeitsmarktreform unter anderem ein Straffen der öffentlichen Verwaltung und des Steuersystems sowie die Reform von Justiz und Schulwesen.

*Italien avanciert
zum erfolgreichen
Turnaround-Kandidaten*

Die angepackten Reformen sowie das Ende der Austeritätsmaßnahmen schlagen sich in einem beachtlichen Sprung des Wirtschaftsvertrauens nieder. Zuletzt stiegen das Geschäftsklima in der Industrie und das Verbrauchervertrauen auf den höchsten Stand seit fünf Jahren und lagen damit wieder auf Vorkrisenniveau. Beflügelt wurde die Stimmung nicht zuletzt durch die vorgesehenen Steuererleichterungen für Unternehmen und Verbraucher, die sich bis 2018 auf insgesamt 50 Mrd. Euro belaufen sollen. Gleichwohl will Italien den Konsolidierungskurs fortsetzen und die Neuverschuldung weiter zurückführen. Zusätzliche Staatseinnahmen sollen durch die Privatisierung der Staatsbahn und der nationalen Flugaufsicht erzielt werden. Wir erwarten, dass die italienische Wirtschaft 2016 um gut 1 % wachsen kann. Der Aufschwung wird vorrangig vom privaten Verbrauch getragen, aber auch die Aussichten für eine allmähliche Belebung der Investitionen haben sich verbessert.

*Arbeitsmarktreform
trägt Früchte*

*Wachstumsstar
bleibt Spanien – der
Wachstumshöhepunkt
dürfte aber überschritten sein*

1.3. Spanien: Reform-Aushängeschild

Wachstumsstar 2016 unter den großen Euroländern wird aber Spanien bleiben. Das rigide Sparprogramm der Regierung in den Jahren zuvor, die Reformen am Arbeitsmarkt sowie die Lohnzurückhaltung zahlen sich immer mehr aus. Die Wettbewerbsfähigkeit des Landes hat sich deutlich verbessert. Arbeitsmarkt und Exportsektor konnten sich erholen. Im Herbst 2015 hat sich der BIP-Zuwachs allerdings auf 0,8 % gegenüber Vorquartal nach 1 % im zweiten Quartal abgeschwächt. Damit zeichnet sich ab, dass der Wachstumshöhepunkt nunmehr überschritten sein und das überdurchschnittliche hohe Wachstum nun etwas moderater ausfallen dürfte. So beginnt zum einen der fiskalische Impuls durch die Konjunkturspritzen des (Wahl-)Jahres 2015 auszulaufen. Zum anderen lässt der konjunkturelle Schub durch die Erholung des Immobiliensektors nach.

*Arbeitsmarkt bleibt trotz
allmählicher Erholung
die Achillesferse*

Für Spanien bleibt die größte Herausforderung, weitere Arbeitsplätze zu schaffen. Zwar hat sich die Arbeitslosenquote seit 2013 um nahezu 5 Prozentpunkte verringert (aktuell: 21,6 %). Gleichwohl ist die Erwerbslosigkeit, vor allem unter den jungen Menschen, immer noch erschreckend hoch (47,7 %). Wir erwarten, dass Spanien 2016 um 2,9 % nach 3,2 % im Jahr 2015 wachsen wird. Neben Export und Tourismus (Rekordsaison 2015) kann sich auch der Konsum weiter erholen. Hierfür spricht, dass die Austeritätspolitik nachlässt und die Arbeitslosigkeit weiter sinken wird. Zudem sind Zinsen und Inflation weiter niedrig und der Immobilienmarkt hat seinen Tiefpunkt hinter sich gelassen.

1.4. Frankreich: Reformnachzügler

*Reformen kommen nur im
Schneckentempo voran*

Das zweitgrößte Land der Eurozone bleibt dagegen Nachzügler bei Reformen und Wachstum. Allerdings ist die Wirtschaft zuletzt wieder vorangekommen. Nach Stagnation im zweiten Quartal wuchs das BIP im dritten Quartal 2015 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Belastet wird das Land unverändert durch seinen aufgeblähten Staatssektor und den überregulierten Arbeitsmarkt. Die bisherigen Schritte zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit sowie die Ansätze einer Arbeitsmarktreform sind bei weitem nicht ausreichend. Zwar hat Premierminister Valls einige Reformen am verkrusteten Arbeitsmarkt eingeleitet, jedoch werden diese nur sehr zögerlich umgesetzt beziehungsweise sind zum Teil immer noch nicht verabschiedet worden.

*Frankreich bleibt dabei
Wachstumsnachzügler*

Wir erwarten, dass Frankreich im nächsten Jahr mit einem Wachstum von 1,3 % (2015: 1,2 %) weiter Nachzügler in der Eurozone sein wird. So wird der Mangel an durchgreifenden Reformen die Wettbewerbsfähigkeit vorerst weiter belasten und Exporte sowie Investitionen dämpfen. Außerdem werden die notwendige fiskalische Anpassung (Haushaltsdefizit 2015: 3,8 %) und die hohe Arbeitslosigkeit von 10,6 % (Jugend-arbeitslosigkeit: 24,7 %) die Staatsausgaben und den privaten Konsum auch in den kommenden Jahren dämpfen. Gleichwohl wird der private Verbrauch unverändert Haupttreiber des französischen Wachstums bleiben. Des Weiteren sollte die Investitionstätigkeit im Jahresverlauf 2016 nach und nach etwas anziehen.

2. Großbritannien: Binnenwirtschaft sorgt weiter für Schwung

Der bereits zwei Jahre anhaltende Aufschwung in Großbritannien setzt sich fort, zuletzt allerdings mit etwas verringerter Dynamik. Im dritten Quartal 2015 legte das Bruttoinlandsprodukt nur noch um 0,5 % zu, nachdem es im Sommer noch um 0,7 % gestiegen war. Auf Jahresbasis wuchs die britische Wirtschaft um 2,3 % (zweites Quartal: 2,4 %), was weitgehend ihrem Wachstumspotenzial entspricht. Vor allem der Dienstleistungssektor, der 80 % des BIP ausmacht, sorgte mit einem Plus von 0,7 % erneut für kräftigen Auftrieb.

Robuster Aufschwung setzt sich dank lebhafter Binnennachfrage fort

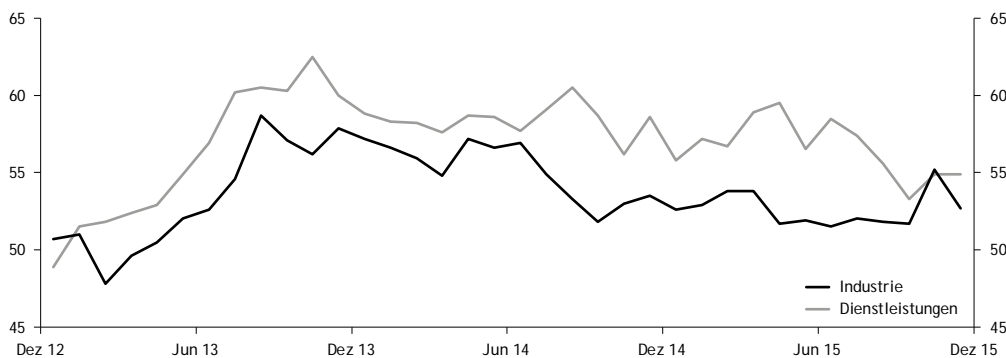
Zu der Wachstumsabschwächung trug dagegen die Flaute am Bau bei, der unter anderem witterungsbedingt mit -2,2 % den stärksten Einbruch seit drei Jahren verzeichnete. Auch die Industrie hinkte im Herbst hinterher. Der Zuwachs lag mit 0,3 % zwar deutlich unter dem des vorherigen Quartals (0,7 %), ist aber vergleichbar mit den Zuwachsraten im Jahre 2014 und vor dem Hintergrund des schwachen Welthandels noch als recht robust einzustufen.

Flaute am Bau, während das verarbeitende Gewerbe den globalen Risiken trotzt

Ungeachtet des langsameren Wachstums in China und anderen Schwellenländern sowie der Volatilität an den Finanzmärkten hat sich die Wirtschaftsstimmung – ähnlich wie in der Eurozone – auf hohem Niveau gehalten. So liegt der Markt-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe seit März 2013 über der Marke von 50 Punkten (zuletzt: 52,7 Punkte) und deutet damit unverändert auf Wachstum hin (Abbildung 6).

Stimmung in der Industrie hält sich auf hohem Niveau

Abb. 6: Großbritannien - Einkaufsmanagerindizes

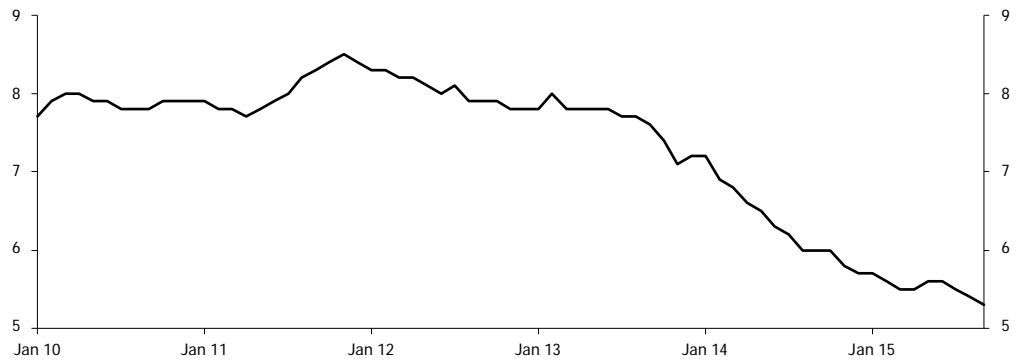


In Punkten. Quelle: Markit.

Bei einer weiterhin stabilen Inlandsnachfrage rechnen wir für 2016 mit einem Wachstum von 2,4 % nach voraussichtlich ebenfalls 2,4 % im Jahr 2015. Getragen wird der Aufschwung weiterhin maßgeblich vom privaten Konsum, der auch im nächsten Jahr durch Reallohnzuwächse bei anhaltend geringer Inflation stimuliert wird. Zuletzt wuchsen die Realeinkommen so stark wie vor der Finanzkrise. Auf der Habenseite steht zudem der Rückgang der Arbeitslosigkeit auf zuletzt 5,3 % (Abbildung 7). Für 2016 erwarten wir im Jahresdurchschnitt eine Arbeitslosenquote von 5,1 % nach 5,4 % im Jahr 2015. Auch die Investitionsneigung ist relativ robust, wenngleich die Investitionen nur mäßig wachsen dürften. Weiter bremsen dürfte dagegen die Finanzpolitik, die sich eine Verbesserung des Budgetsaldos (2015: -4,4 %) auf ihre Fahnen geschrieben hat.

Wir erwarten für 2016 erneut ein BIP-Wachstum von 2,4 %

Abb. 7: Großbritannien - Arbeitslosenquote



In %. Quelle: Office for National Statistics.

Dominanz des Dienstleistungssektors

Die britische Wirtschaft ist stark auf den Dienstleistungssektor fokussiert: Der Service-sektor hat nicht nur nahezu das gesamte Wachstum innerhalb des dritten Quartals bestritten, sondern ist der einzige Sektor, der seinen Höchststand vor der Rezession übertrifft. Sowohl das verarbeitende Gewerbe als auch die Bauindustrie liegen dagegen aufgrund mangelnder struktureller Reformen unterhalb ihrer Vorkrisenniveaus. Ein Rückgang des bisher so dynamischen Dienstleistungssektors würde die englische Wirtschaft verwundbar machen. Bisher besteht aber noch kein Grund zur Sorge. So ist der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich in den letzten beiden Monaten weiter gestiegen und hat damit den dauerhaften Wachstumstrend noch einmal bestätigt.

Längerfristiges Risiko: „Brexit“ (Wahrscheinlichkeit 30 %)

Längerfristig liegt das sehr viel größere Risiko für die konjunkturelle Zukunft Großbritanniens in einem möglichen Austritt des Landes aus der EU. Spätestens 2017, wahrscheinlich aber schon im Herbst 2016, soll per Referendum darüber entschieden werden. Das Flüchtlingsdrama kann die Diskussion über den Fortbestand der EU in ihrer jetzigen Form und die Zugehörigkeit Großbritanniens zur EU erneut anheizen, nachdem die abflauende Eurokrise die Stimmung zwischenzeitlich schon wieder etwas beruhigt hatte. Aus unserer Sicht würde der „Brexit“ für Großbritannien viele und schwerwiegende Nachteile bringen. Der freie Zugang zum gemeinsamen Markt wäre gefährdet. Deshalb würden viele internationale Unternehmen, die von der Insel aus ganz Europa beliefern, ihre Investitionen in Großbritannien einschränken. Die Unsicherheit könnte auch die Wirtschaftsstimmung in Kontinentaleuropa in Mitleidenschaft ziehen. Auch die Bank of England kam kürzlich zu dem Schluss, dass die Mitgliedschaft in der EU das Wirtschaftswachstum in Großbritannien gestützt und den Lebensstandard erhöht hat. Wir sehen eine „Brexit“-Wahrscheinlichkeit von etwa 30 %. Ein möglicher Austritt aus der EU stellt neben der Terrorgefahr eines der großen politischen Risiken für Europa dar.

3. Schweiz: Der Franken-Schock lässt nach

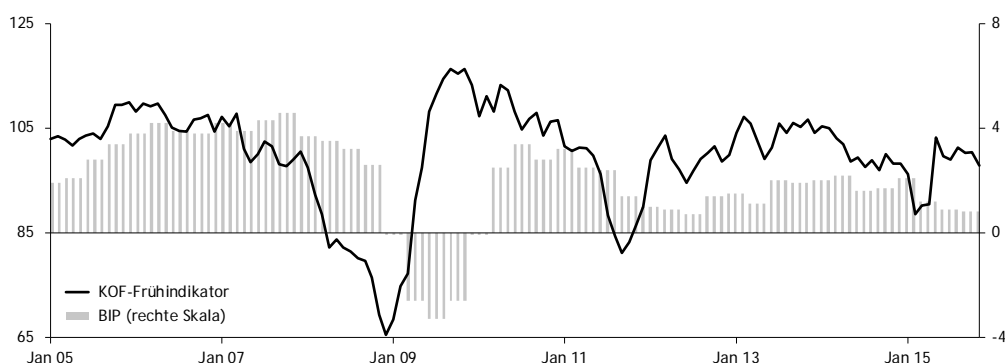
Die Aufwertung des Franken hat die Wirtschaftsleistung deutlich ausgebremst. Das BIP wuchs im zweiten Quartal 2015 real lediglich um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal nach negativem Wachstum von -0,2 % im ersten Quartal. Nach Stagnation im dritten Quartal bedeutete dies de facto Wachstums-Stillstand innerhalb der ersten neun Monate.

*Starker Franken bremst
Wirtschaftsentwicklung*

Immerhin zeigten sich die Konjunkturindikatoren zuletzt stabilisiert. Der ZEW-Indikator, der die Wirtschaftsaussichten im nächsten halben Jahr abbildet, stieg von -73 Punkten im Februar auf 18,3 Punkte im Oktober. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe zeigte sich nach schwächeren Werten zu Jahresbeginn erholt und notierte im Oktober mit 50,7 Punkten über der 50-Punkte-Marke, die als Wachstumsschwelle gilt. Im November fiel der Wert aber wieder leicht unter die Marke von 50 Punkten (49,7). Das KOF-Konjunkturbarometer lag im November nahe am langjährigen Durchschnitt (Abbildung 8).

*Volatile, aber aufgehellte
Konjunkturindikatoren*

Abb. 8: Schweiz - BIP-Wachstum und KOF-Frühindikator



BIP: Veränderung gegenüber Vorjahr in %; KOF-Konjunkturbarometer in Punkten. Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft, KOF.

Die Inflation ist aufgrund des niedrigen Ölpreises und der Wechselkursgewinne weiter gefallen und lag zuletzt bei -1,4 %. Dies macht sich in steigenden Reallöhnen bemerkbar, welche die Binnennachfrage stärken.

*Fallende Preise
im Jahr 2015*

Der Außenhandel leidet dagegen unverändert unter dem hohen Wechselkurs. Der starke Franken dämpft die Nachfrage nach Schweizer Gütern. Insbesondere hochwertige Exportgüter wie Uhren und die Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie sind davon betroffen. Die Ausfuhren in die EU nahmen im Oktober insgesamt um 6 % (Deutschland -2,2 %) ab. Da die Importe trotz der Franken-Stärke noch stärker fallen, ergibt sich allerdings eine positive Handelsbilanz. Für den Oktober allein bedeutete dies einen Rekordüberschuss von 4,2 Mrd. Franken.

Die Krux des Außenhandels

Wir erwarten, dass die SNB ihr Zielband für den Dreimonats-Libor bei -1,25 % bis -0,25 % belässt, den Zins auf Sichteinlagen (aktuell -0,75 %) als Reaktion auf den abgesenkten Einlagenzinssatz der EZB aber gegebenenfalls weiter verringert. Gleichzeitig wird die SNB wenn nötig am Devisenmarkt aktiv bleiben, um dem Einfluss des Wechselkurses auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung zu tragen. Nach einem Zuwachs von 1,2 % im Jahr 2016 kann die Schweiz 2017 wieder 2 % erreichen.

*Für 2016 erwarten wir ein
Wachstum von 1,2 %*

III. Japan: Abe hat seine Ziele nicht erreicht

(Wolfgang Pflüger)

Der Drei-Säulen-Ansatz...

Im Herbst 2012 trat Ministerpräsident Abe mit dem Vorsatz an, sein Land innerhalb eines überschaubaren Zeitrahmens aus der seit mehr als einem Jahrzehnt anhaltenden Wachstums- und Deflationslethargie zu führen. Zunächst sollten staatliche Konjunkturprogramme und eine massive Notenbank-Geldschwemme der Wirtschaft auf die Beine helfen. Unternehmen sollten angeregt werden, mehr in Japan zu investieren und höhere Lohnabschlüsse zuzulassen. Dies sollte die Konsumnachfrage beleben und eine Aufwärtsspirale mit schließlich auch wieder steigenden Preisen in Gang setzen. Damit wollte Abe Zeit für grundlegende Strukturreformen, etwa des Arbeitsmarktes, des Steuerrechts, der Binnenmarktöffnung, gewinnen.

...bislang ein Fehlversuch

Gut drei Jahre nach Abes Regierungsübernahme darf von einem Fehlversuch gesprochen werden. Der große Reformwurf lässt bislang trotz einer gefestigten Machtposition auf sich warten. Aus vorgezogenen Neuwahlen ging er Ende 2014 als eindeutiger Sieger hervor. Im September 2015 ließ er sich als Parteichef bestätigen und kann damit bis 2018 als Staatschef agieren.

Abb. 9: Japan - BIP-Wachstum



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Wirtschafts- und Sozialforschungsinstitut Japan.

*Mindestlohnerrhöhung
als Allheilmittel gegen
Konsummüdigkeit?*

Statt der angestrebten 2 % Wachstum pro Jahr stieg das BIP seit Herbst 2012 insgesamt nur um 2 % (Abbildung 9). Das anvisierte Lohnwachstum blieb aus. Seit dem Beginn des Geldvermehrungsprogramms der Notenbank Anfang 2013 verfügen Vollzeit-arbeitskräfte trotz rekordniedriger Arbeitslosenquoten lediglich über 1,2 % mehr Geld in ihren Lohntüten. Nun soll eine Anhebung der Mindestlöhne um 3 % oder etwa 24 Yen ab 2016 die Wende bringen. Das wären dann 804 Yen, also etwa 6,15 Euro pro Stunde (zum Vergleich: In Deutschland liegen sie bei 8,50 Euro). Die Anhebung entspricht ungefähr dem Gegenwert einer Schale Nudelsuppe, des traditionellen Armengerichts der Japaner. Kann das gelingen? Bislang zeigen sich die Verbraucher anhaltend zögerlich. Lediglich vor der Anhebung der Mehrwertsteuer zum 1. April 2014 kam es bei dauerhaften Konsumgütern zu einem Zwischenspurts. Danach fiel die Konjunktur wie befürchtet in ein Loch.

Statt des erhofften stetigen Aufwärtstrends hat sich das Muster einer Wellblech-Konjunktur ausgeprägt. In den vergangenen fünf Jahren kam es zu drei Wachstumseinbrüchen. Erst die Weltfinanz- und Wirtschaftskrise, danach aufwärts. Dann die Tsunami-Katastrophe, danach aufwärts. Es folgten höhere Verbrauchssteuern, danach abwärts. Wieder Zwischenerholung, dann Chinaschwäche und Lagerabbau im Inland. Während dieses Zeitraums schwankte der auf Jahresrate hochgerechnete BIP-Zuwachs zwischen +4,5 % und -7,6 %. Stetigkeit auch als Grundlage für in die Zukunft weisende Investitionsvorhaben der Unternehmen sieht anders aus.

*Wellblech-Konjunktur statt
verstetigtem Aufschwung*

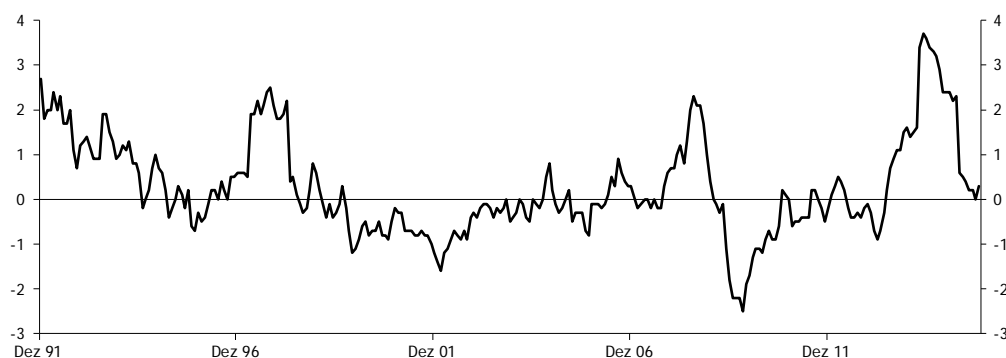
Dabei könnten Unternehmen sich durchaus mehr Investitionen und höhere Löhne leisten. Seit Jahren steigen die Gewinne zweistellig. Die Yen-Abwertung brachte zusätzliche Schwungkraft. Aber warum im eigenen Land investieren, wenn dort das Wachstum fehlt? Schließlich läuft auch der einstige Konjunkturmotor Exporte nicht mehr rund. Die Abwertungseffekte scheinen zu verpuffen. Stattdessen wirkt die chinesische Nachfrageschwäche schwer. Wenn überhaupt ist hier 2016 nur ein geringer Wachstumsbeitrag zu erwarten.

*Unternehmen
investieren zu wenig*

Vor diesem Hintergrund ist auch das Deflationsgespenst noch nicht endgültig vertrieben. Sinkende Energiepreise und Konjunkturschwäche haben die Teuerungsrate wieder genull streben lassen (Abbildung 10). Die Notenbank hat folgerichtig das Erreichen ihrer 2 %-Zielmarke um ein Jahr auf Mitte 2017 nach hinten verschoben.

*Inflationsziel nicht
vor 2017 erreichbar*

Abb. 10: Japan - Inflation



Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Ministerium f. allgemeine Angelegenheiten und Kommunikation.

Kurzfristig ist eine neue Runde ausgeweiteter Ausgaben- und Wertpapierankaufprogramme nicht ausgeschlossen. Mittelfristig sollte sich Abe weniger auf die Wiederinbetriebnahme stillgelegter Atomkraftwerke, sondern mehr auf die Umsetzung von Strukturreformen konzentrieren. Die Wachstumsperspektiven bleiben mit bestenfalls 1 % medioker.

*Dürftige
Wachstumsperspektiven*

IV. Große Schwellenländer: Licht und Schatten

(Wolfgang Pflüger)

1. China: Der Reformprozess geht weiter

Ambitionierte Planvorgaben

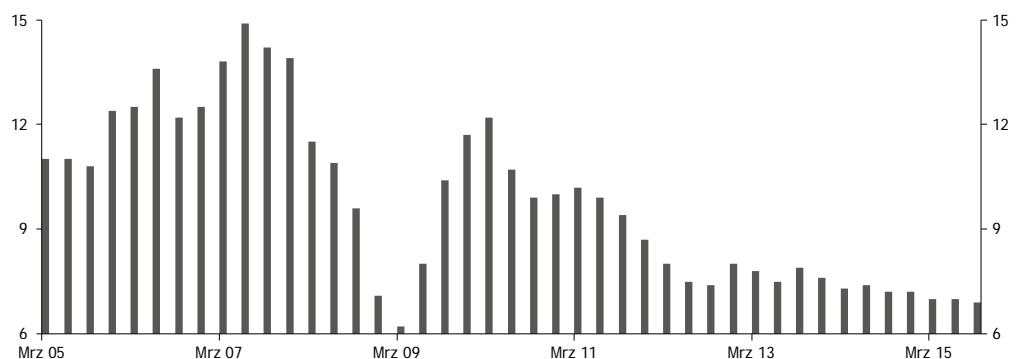
Chinas seit 2012 amtierende politische Führung hat sich weitreichende Ziele der langfristigen Wohlstandsmehrung und des marktwirtschaftlichen Umbaus der Wirtschaft gesetzt. Von 2010 bis 2020 soll das Bruttoinlandsprodukt verdoppelt, die durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen auf etwa 17 000 US-Dollar angehoben werden. Dazu müsste das BIP von 2016 bis 2020 um jährlich 6,5 % zunehmen. Das aktuelle Durchschnittseinkommen liegt bei etwa 10 000 US-Dollar. Eine anspruchsvolle Aufgabe, die noch ambitionierter wirkt, wenn man bedenkt, dass der Reformprozess mit Wachstumseinbußen einhergeht. Aktuell überlappen sich zudem zwei Problemfelder:

- 1) Die Neuausrichtung der Wirtschaft weg von der starken Industrie- und Exportlastigkeit und hin zu einem höheren Gewicht von Dienstleistungen.
- 2) Konsum ist per se mit niedrigeren Expansionsraten verbunden. Die Multiplikatoreffekte von Konsumausgaben sind im Hinblick auf die Entwicklung des Volkseinkommens nun einmal geringer als die von Sachanlageinvestitionen. Das bekommt China seit drei Jahren zu spüren, es war aber absehbar und außerdem erwünscht.

*Ursachen der aktuellen
Konjunkturschwäche*

Was die Aufgabenstellung allerdings nicht unerheblich erschwert: Regierung und Notenbank haben es gleichzeitig mit einer zyklischen Konjunkturabkühlung zu tun. Sie rührt her von gefallenem Immobilienpreisen, nachlassenden Bauaktivitäten, einem langsamen Abbau von Überkapazitäten in den Staatsunternehmen der Schwerindustrie und einem Zurückdrängen der Schattenbankenfinanzierung. Aber auch der Exportschwung hat deutlich nachgelassen. Zudem drückte der Börsen-Crash in der ersten Jahreshälfte zumindest vorübergehend auf die Stimmung von Konsumenten und Unternehmen.

Abb. 11: China - BIP-Wachstum



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Staatliches Amt für Statistik der Volksrepublik China.

*Offizielle
Wachstumsangaben
sind überzeichnet*

Nach offiziellen Angaben wuchs die Wirtschaft während des ersten Halbjahres dennoch zielkonform um 7 % (Abbildung 11). Einige externe Beobachter halten hingegen gut 4 % für realistischer. Für eine geringere Wachstumsdynamik spricht unter anderem die Entwicklung von Stromerzeugung, inländischem Frachtaufkommen, Seehafenumschlag, Rohstoffnachfrage, Neubauvolumen und Wohnungsleerständen. Das Oktoberplus der

Industrieproduktion von 5,6 % war der bis dahin niedrigste Jahreswert. Die Exporte lagen um 6,9 % unter dem Vorjahr. Die Importe fielen gar um 18,8 % – ein Zeichen der chinesischen Nachfrageschwäche. Allerdings lag dies weitgehend an den niedrigeren Preisen für eingeführte Rohstoffe.

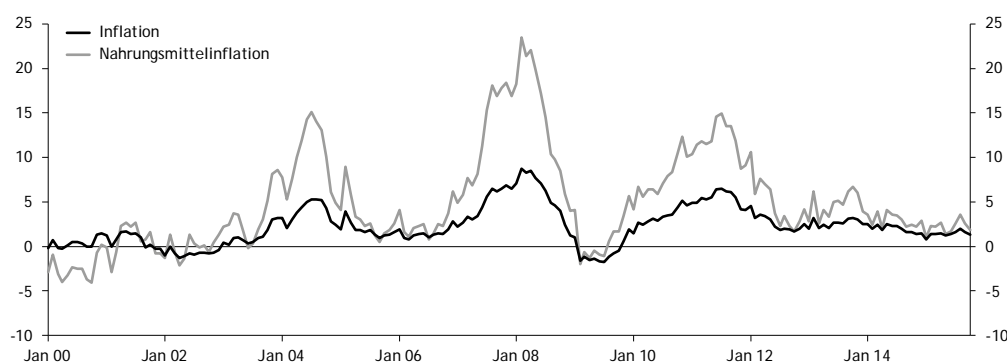
Die politisch Verantwortlichen sind sich dieser Problematik durchaus bewusst und haben seit dem Frühjahr 2015 zahlreiche feindosierte Stützungsmaßnahmen ergriffen. Die Regierung hat beispielsweise mit vorgezogenen Infrastrukturprogrammen begonnen. Die Staatsausgaben stiegen zum Jahreswechsel 2015/2016 so schnell wie seit drei Jahren nicht mehr. Die Notenbank hat mehrfach ihre Leitzinsen gesenkt und begleitende Lockerungsschritte unternommen. Zudem hat sie mit einer ersten Abwertung des Renminbis im Sommer gezeigt, dass sie, falls erforderlich, auch bereit ist, die Exporte wettbewerbsfähiger zu gestalten. Schuldendiensterleichterungen für in Schwierigkeiten geratene Provinzregierungen runden das Bild ab. In Summe wurde die Wirtschaft zuletzt also stärker mit Liquidität versorgt. Damit wurde das Fundament für eine Stabilisierung der Wirtschaft gelegt.

Erste Erfolge sind erkennbar. Die Häuserpreise in den großen Metropolregionen fallen nicht mehr. Neubauaktivitäten nehmen wieder zu. Die Geschäftserwartungen in Industrie und Dienstleistungsunternehmen sind wieder etwas zuversichtlicher. Die expansiven fiskalischen Effekte beginnen sich erst zur Jahreswende zu entfalten. Im Zweifel können jederzeit zusätzliche Expansionspakete geschnürt werden. Gerade geldpolitisch besteht angesichts nicht vorhandener Inflationsgefahren – die Verbraucherpreise lagen zuletzt lediglich um 1,3 % über Vorjahr – erheblicher Spielraum (Abbildung 12).

*Vielfältige
Stützungsmaßnahmen...*

...beginnen zu greifen

Abb. 12: China - Inflation



Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %. Quelle: Staatliches Amt für Statistik der Volksrepublik China.

Die vielfach befürchtete harte Landung wird es also nicht geben. Gleichwohl wird sich das Wirtschaftswachstum dauerhaft verlangsamen. Wir rechnen mit einer BIP-Zunahme von 6,5 % für 2016, gefolgt von plus 6,1 % im Jahr 2017. Die mittelfristigen Planvorgaben bleiben halbwegs erreichbar.

Keine harte Landung

*Durchgehende
Modernisierung
wünschenswert*

2. Indien: Ehrgeizige Wachstumsziele benötigen mehr Reformschwung

Das Land ist aufgrund seiner relativ geringen Ausfuhrintensität (17 % BIP-Anteil) in erster Linie auf eine starke Binnenkonjunktur angewiesen. 1 Mio. Menschen streben Monat für Monat an die Arbeitsmärkte und erhoffen eine auskömmliche Beschäftigung (circa 352 Mio. Inder sind jünger als 14 Jahre). Diesen Wunsch zu erfüllen versprach die Modi-Administration nach ihrem Amtsantritt im Mai 2014. Einiges wurde seitdem auf den Weg gebracht. Ausländische Investoren erhielten einen erleichterten Zugang zu Schlüsselindustrien, einige Subventionen wurden gekürzt, regulierte Preise (zum Beispiel für Diesel) freigegeben. Die Unternehmenssteuersätze sollen sinken (bis 2018 von jetzt 30 % auf dann 25 %). Der Ausbau der Verkehrsinfrastruktur erhielt eine hohe Priorität.

*Entscheidende Reformen
bleiben auf der Strecke*

Aber gerade um ehrgeizige Bauvorhaben umsetzen zu können, bedarf es einer grundlegenden Reform der gesetzlichen Regelungen des Landerwerbs. Bislang konnten Grundbesitzer fast jedes öffentliche Bauprojekt entweder verhindern, verteuern oder um Jahre verzögern. Mit den entsprechenden Änderungsvorlagen ist Modi trotz eigener Parlamentsmehrheit jedoch gescheitert.

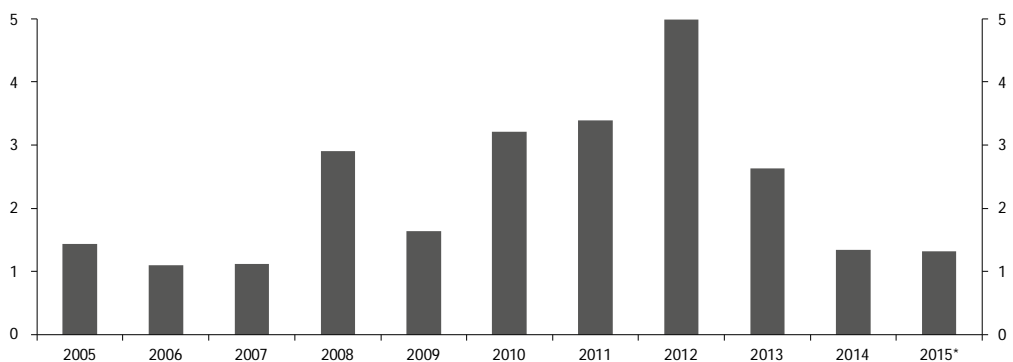
Arbeitsmarktrecht

Das Gleiche gilt für die ambitionierte Neuregelung des Arbeitsmarktrechts. 44 nationalstaatliche Regelungen sollen in nur noch vier Gesetzespakete verschlankt, Einstellungs- und Kündigungsverfahren vereinfacht werden. Dagegen gab es allerdings während der Sommermonate Massenproteste, was in Indien bedeutet, dass nach Gewerkschaftsangaben mehr als 100 Mio. Menschen auf die Straßen gingen.

*National einheitliche
Mehrwertsteuer*

Auch die eigentlich schon beschlossene landeseinheitliche Mehrwertsteuer zum 1. April 2016 wurde blockiert. Das Ziel war die Schaffung eines einheitlichen Wirtschafts- und Steuerraumes für das 1,1-Mrd.-Volk. Das ist auch aus der Sicht ausländischer Investoren unter dem Gesichtspunkt eines reibungslosen Geschäftsverkehrs extrem wichtig. Die Weltbank positioniert Indien in ihrem Ease-of-Doing-Business-Index auf Rang 134 von 189 untersuchten Ländern (Stand: 2014). Experten schätzen den Wachstumseffekt einer national einheitlichen Verbrauchssteuer auf 2 Prozentpunkte des BIP. Nach der Wahlniederlage der Regierungspartei in Bihar, dem mit 104 Mio. Einwohnern drittgrößten Bundesstaat, ist nun nicht vor 2017 mit der angestrebten Reform zu rechnen.

Abb. 13: Indien - Leistungsbilanzdefizit



In % des BIP. 2015: Prognose. Quellen: Reserve Bank of India, IMF, Bloomberg.



Die aktuelle Konjunkturlage reflektiert diese übergreifenden Aspekte ebenso wie weltwirtschaftliche Entwicklungen. Von dem Verfall der Rohstoffpreise profitiert das Land doppelt. Als viertgrößter Ölkonsument der Welt ohne nennenswerte Eigenvorkommen fielen die Importrechnungen erheblich niedriger aus. Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vergangenheit konnte fast vollständig abgebaut werden (Abbildung 13).

*Positiv:
Leistungsbilanzdefizit
verringert*

Gleichzeitig nahm der Druck auf die Verbraucherpreise ab. Sie haben sich auch aufgrund guter Erntemengen innerhalb von 15 Monaten auf knapp 5 % halbiert. So war die Notenbank in der Lage, ihre Leitzinsen kräftig zu senken (von 8 % auf 6,75 %). Also sprang die Konsumnachfrage an. Die Dienstleistungssektoren expandierten ebenfalls überdurchschnittlich.

Halbierte Verbraucherpreise

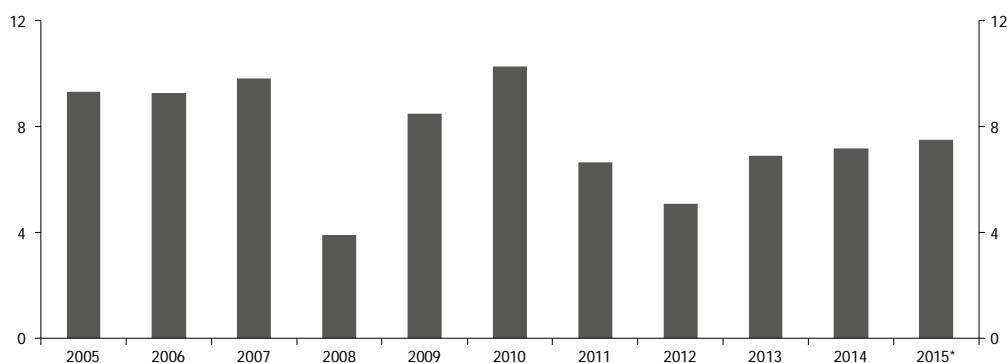
Das Sorgenkind bleiben die Unternehmensinvestitionen. In zehn von zwölf wichtigen Industriesektoren sind die Kapazitäten so niedrig ausgelastet wie zuletzt vor fünf Jahren. Außerdem verhindert der Reformstau eine Zunahme der Ausgaben für Sachanlagen. Der Staat versucht die Lücke zu schließen. Er weitet seine Infrastrukturinvestitionen erheblich aus. Dafür wird ein langsames Erreichen der Neuverschuldungsgrenze von 3 % des BIP im Staatshaushalt hingenommen.

*Sorgenkind:
Sachanlage-Investitionen*

Aber ohne eine Umsetzung entscheidender Strukturreformen wird das regierungsamtliche Wachstumsziel von +8 % kaum realisierbar sein. Dann könnten in- und ausländische Investoren ungeduldig werden, Kapital in größerem Umfang abziehen und so die Indische Rupie unter Druck setzen. Nicht unterschätzt werden sollten dabei die circa 480 Mrd. US-Dollar an Auslandsverbindlichkeiten, von denen etwa 40 % kurzfristiger Natur und überwiegend währungsungesichert sind. So dürfte die Wirtschaft 2015 um gut 7,5 % zugelegt haben (Abbildung 14). 2016 könnten es entweder 6 % (ohne Reformen) oder 8 % (mit Reformen und belebtem Welthandel) werden.

*Ohne mutige Reformen
keine 8 % Wachstum*

Abb. 14: Indien - BIP-Wachstum



Veränderung gegenüber Vorjahr in %; 2015: Prognose. Quellen: IMF, Berenberg.

*Schwerste Rezession
seit 25 Jahren*

*Steueranhebungen,
drückende Inflation und
steigende Zinsen*

*Selbstheilungskräfte
greifen 2016*

*Von Quartal zu
Quartal besser*

3. Brasilien: Schwieriger Weg aus dem Rezessionstal

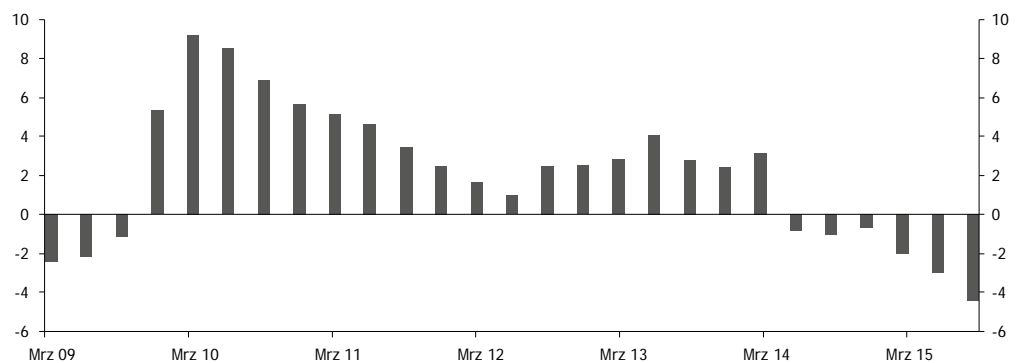
Brasiliens wirtschaftlicher Niedergang begann mit dem Verfall der Rohstoffpreise, also den Mindereinnahmen der wichtigsten Exportgüter des Landes. Der Abschwung hat sich seit Mitte 2014 beschleunigt und führte 2015 zu der schwersten Rezession seit 25 Jahren. Das BIP wird wohl um 3 % gesunken sein.

In die einstmals recht stabilen Staatsfinanzen wurden große Löcher gerissen. Die Ratingagentur Standard & Poor's hat den brasilianischen Staatsanleihen in der Folge die Bonitätseinstufung Investment Grade entzogen. Um die Haushaltslücken zu schließen, wurden umfangreiche Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen beschlossen. Staatlich regulierte Benzin- und Strompreise stiegen zweistellig, beschnitten die Kaufkraft der Konsumenten und ließen die Verbraucherpreise mit einer Jahresrate von 10 % nach oben schnellen. Die Notenbank erhöhte ihre Leitzinsen mehrfach bis auf zuletzt 14,25 %. Die Unternehmen reagierten auf begrenzte Absatzchancen mit zunehmenden Entlassungen und verkürzten Investitionen – der Beginn einer Abwärtsspirale.

Dennoch darf man auf die Selbstheilungskräfte der Wirtschaft setzen. 2016 wird es keine zusätzlichen fiskalischen Austeritätsmaßnahmen geben. Der Preisanstieg wird sich beruhigen. Die Notenbank kann ab dem zweiten Halbjahr ihre Leitzinsen vorsichtig senken. Die Abwertung der Landeswährung Real um gut 40 % seit Mitte 2014 macht die Exportindustrie wettbewerbsfähiger. Die Olympischen Sommerspiele könnten die allgemeine Stimmungslage positiv beeinflussen.

Selbst wenn für das Gesamtjahr 2016 ein nochmaliges Nachgeben der wirtschaftlichen Leistung um rund 2 % derzeit nicht auszuschließen ist, so wird sich doch das Quartalsprofil günstiger gestalten. Ab den Sommermonaten ist dann im direkten Vierteljahresvergleich mit positiven Vorzeichen zu rechnen. Investoren dürften das in ihren Anlageentscheidungen trotz der relativ hohen Währungsverbindlichkeiten des Landes antizipieren. Ein Trend, der sich 2017 fortsetzen sollte – hoffentlich bis dahin auch endlich begleitet von durchgreifenden Wirtschaftsreformen.

Abb. 15: Brasilien - BIP-Wachstum



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

V. Osteuropa: Weiter große politische Risiken

(Wolf-Fabian Hungerland)

1. Russland: L-förmig aus der Rezession

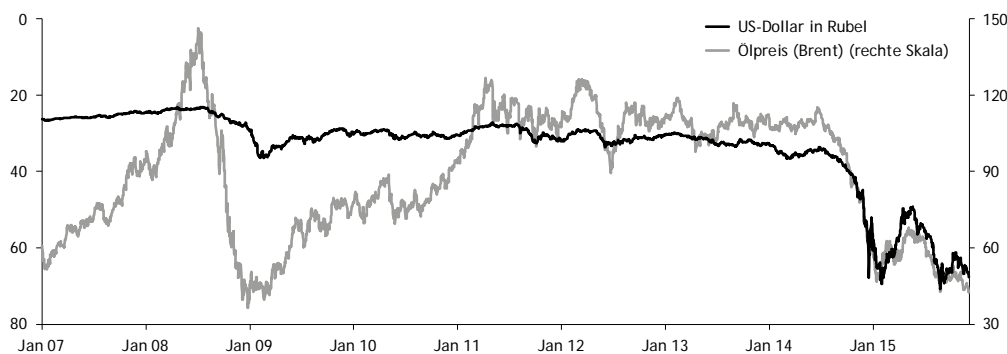
Russland hat stark gelitten: Seit der Krim-Annexion im März 2014 und dem Ölpreisverfall verlor der Rubel etwa 48 %; die Wirtschaft schrumpfte im Durchschnitt pro Quartal um etwa -1,2 %. Dabei kommt die große geldpolitische Wende in den USA erst diesen Dezember. Kredite für Schwellenländer werden also teurer und Investitionen dort weniger attraktiv. Das außenwirtschaftliche Umfeld wird also ungemütlicher.

Russland hat stark gelitten

Aber die russische Wirtschaft hat trotzdem vorerst das Schlimmste hinter sich. Die Wirtschaft schrumpft von Quartal zu Quartal weniger. Der Rubel stabilisierte sich zuletzt etwas (Abbildung 16), wobei dieser jedoch erst nach Ende der Sanktionen ein neues Gleichgewicht finden wird. Wir sehen eine 40 %-Wahrscheinlichkeit, dass der Westen zur Mitte des nächsten Jahres seine Sanktionen gegenüber Russland lockert. Infolgedessen könnte auch Moskau seine Sanktionen aufheben. Putins Syrien-Engagement, die gemeinsame Terrorbedrohung und der relativ in den Hintergrund gerückte Ukraine-Krieg sprechen dafür, dass sich der Westen und Russland aufeinander zubewegen. Doch der von der Türkei am 24. November abgeschossene russische Kampffjet zeigt, wie fragil die Lage – und wie groß das geopolitische Risiko – weiter ist.

Doch die russische Wirtschaft hat das Schlimmste hinter sich

Abb. 16: Russland - Ölpreis und Wechselkurs



Ölpreis in US-Dollar. Quelle: Bloomberg.

Doch hat Russland nicht nur Wunden, sondern auch Narben davongetragen. Von den 225 Mrd. US-Dollar (Dezember 2008) in den staatlichen Wohlfahrtsfonds sind aktuell nur noch 139 Mrd. US-Dollar übrig. Billiges Öl hat das Budget des Kremls ruiniert; rund die Hälfte davon wird mit Petrodollars bestritten. Und es sieht nicht danach aus, als ob sich der Ölpreis bald wieder erholt. Nun geht es an die „Notgroschen“. Auch die Industrie, die nur das Inland bedient, sowie die Nicht-Öl-Exporteure kommen nur langsam wieder in Fahrt. Der schwache Rubel ändert daran wegen seiner weiter relativ hohen Volatilität wenig. Hinzu kommt, dass die westlichen Sanktionen den Technologietransfer vermindert haben. Ganz zu schweigen vom Rückzug ausländischen Kapitals aus dem sowieso schon investitionsschwachen Land. So schnell wird das Wachstum also nicht wieder zurückkehren. Wir erwarten eine L-förmige, langsame Erholung und rechnen nach -3,6 % Wachstum in diesem Jahr mit -1,4 % im Jahr 2016.

Großartiges Wachstum erwarten wir aber nicht

*Alte Regierung,
neues Glück?*

2. Türkei: Die vermeintliche Stabilität nach den Wahlen ist nicht nachhaltig

Die Türkei startet mit der neuen alten Regierung ins neue Jahr: Seit 2001 regiert die AKP das Land. Doch eigentlich sollte die AKP-Alleinregierung im Sommer enden. Im Juni wählten die Türken so, dass nur in einer Koalition regiert werden konnte. Das gefiel vor allem Präsident Erdogan nicht, denn er will die Macht seines eigentlich repräsentativen Amtes ausweiten. Er verhinderte eine Koalition, setzte stattdessen Neuwahlen für November an und entfachte ein politisches Tohuwabohu, in dem viel politisches Porzellan zerschlagen wurde – insbesondere der Friedensprozess mit den Kurden. Zensur, Ausgangssperren, Razzien und PKK-Terror folgten. Zwar haben die November-Wahlen Klarheit geschaffen: Die AKP regiert nun doch alleine weiter. Die Frage ist aber: Kann die AKP langfristig weitere vier Jahre Stabilität liefern? Wir sind skeptisch.

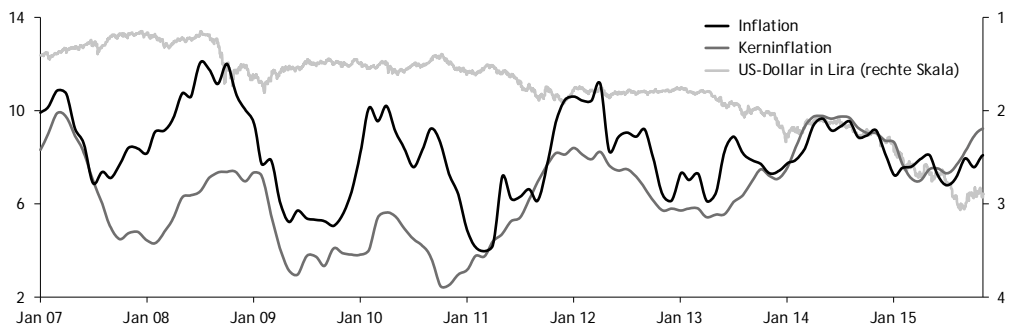
*Langfristig wird
das Land instabiler*

Die AKP verkaufte sich als Garant für zukünftige Stabilität und der Markt gehorchte – die Lira erstarkte kurz. Doch in unseren Augen ist der vermeintliche Befreiungsschlag kurzfristiger Natur: Seit mehr als fünf Jahren ist die Lira auf Talfahrt (Abbildung 17) und der Trend dürfte sich nicht ändern. Mit kurzfristigen Auslandsschulden von etwa 16 % des BIP (Stand: Oktober 2015), einem Leistungsbilanzdefizit von 5,3 % des BIP und einer Inflation von 7,7 % (Prognosen für 2015) ist die finanzielle Widerstandsfähigkeit der Türkei nicht gerade hoch. Außerdem kühlt sich auch die Konjunktur ab.

*Die Kontrolle ist zu
konzentriert in
Erdogans Händen*

Die türkische Volkswirtschaft ist die eines typischen Schwellenlands, das im Takt der globalen Kapitalströme schlägt: mal auf, mal ab – gerne auch etwas stärker. Vertrauen zählt hier also viel. Der Grund für unsere pessimistische langfristige Prognose ist deshalb sehr Türkei-spezifisch: Der Regierung fehlen wichtige Kontrollen – Kontrollen, die früher eine starke Opposition, das Militär sowie die EU (über das Annäherungsverfahren) und der IWF (über die Strukturanpassungsprogramme) übernommen haben. Zumal zeigen der Abschuss des russischen Kampfjets und die nun von Moskau verhängten Einfuhrhindernisse und Sanktionen gegen türkische Agrarprodukte, dass die Türkei auch geopolitisch überdurchschnittlich stark exponiert ist.

Abb. 17: Türkei - Inflation und Wechselkurs



Inflation und Kerninflation: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quellen: TurkStat, Bloomberg.

*Keine echten Reformen
erwartet, nur mehr Druck
auf die Notenbank*

Trotz allem wird die AKP vermutlich aber nicht auf Reformen des Rentensystems oder des Arbeitsmarktes, sondern auf geldpolitische Strohfeuer setzen. Der politische Einfluss auf die Notenbank wird steigen, mittelfristig die Leitzinsen also fallen. All das dürfte in bloß magerem Wachstum für 2016 münden: Wir erwarten etwa 2,1 %.

3. Polen: Stabil trotz Politikwechsel

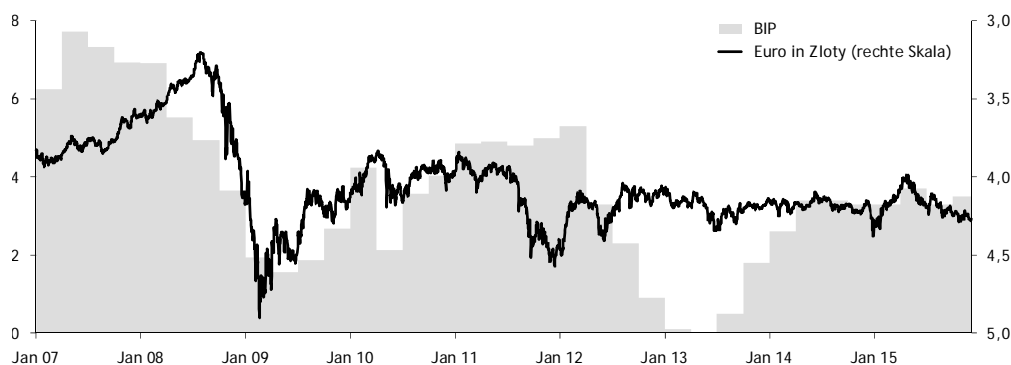
Auch Polen hat seit Oktober eine neue Regierung. Anders als in der Türkei gab es hier aber einen wirklichen Politikwechsel. Regierung und Präsidialamt werden nun von der nationalkonservativen Partei Recht und Gerechtigkeit (PiS) besetzt; die liberalkonservative Volksplattform wurde auf die Oppositionsbank geschickt. Politisch, aber auch volkswirtschaftlich dürften jetzt nach und nach einige Dinge umgekrempelt werden. Das Wirtschaftswachstum wird aber wahrscheinlich nur geringfügig auf den Politikwechsel reagieren. Polens Wirtschaft ist eng mit der deutschen verzahnt und wird entsprechend auch 2016 durch das deutsche Wachstum mitgezogen. Zudem hat das Land in den letzten Jahren einen robusten Binnenmarkt entwickelt. Wir erwarten ein BIP-Wachstum von etwa 3,4 % für 2015 und 3,3 % 2016.

In Polen gab es einen wirklichen Politikwechsel

Polen ist die einzige europäische Volkswirtschaft, die Lehman-Kollaps und Schuldenkrise durchgestanden hat, ohne in die Rezession zu gleiten (Abbildung 18). Diese Stabilität kommt daher, dass Polens Volkswirtschaft zwischen Außen- und Binnenwirtschaft (jedenfalls in den Städten) relativ ausgeglichen ist. Das spiegelt sich auch in dem Wechselkurs wider, der trotz der sich ändernden globalen Liquiditätslage relativ stabil blieb – Polens Fremdwährungsschulden sind überwiegend in Euro und Schweizer Franken. Klar ist aber, dass der liberale Kurs der Vorgängerregierung beendet ist. Insofern wird der Zloty in der nächsten Zeit etwas volatil werden, da die wirtschaftspolitischen Weichenstellungen erst über die kommenden Monate konkret werden.

Wachstumspfad dürfte beibehalten werden

Abb. 18: Polen - BIP-Wachstum und Wechselkurs



BIP-Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Bloomberg.

Vor allem machen wir uns Sorgen um die künftige Unabhängigkeit der polnischen Zentralbank. Nahezu das gesamte geldpolitische Komitee inklusive des Notenbankpräsidenten wird im nächsten Jahr ausgetauscht. Die PiS könnte der Notenbank ein Wachstumsziel und damit niedrigere Zinsen vorgeben. Dazu passt das angekündigte Investitionsprogramm, das über billigen Kredit der Notenbank laufen soll. Unklar hingegen bleibt, was aus dem langjährigen Problem der Franken-Kredite wird. Bereits beschlossen wurden dafür einige der eher populistischen Wahlversprechen (unter anderem höheres Kindergeld, niedrigeres Renteneintrittsalter). All das erinnert an die „nationale“ Wirtschaftspolitik von Premierminister Orbán in Ungarn. Wir erwarten aber, dass Schuldenbremse und Maastricht-Regeln das Haushaltsdefizit nicht größer als 3 % des BIP wachsen lassen.

Die Zentralbank und der Haushalt werden zu Sorgenkindern

TEIL 5 KAPITAL-, DEVISEN- UND ROHSTOFFMÄRKTE

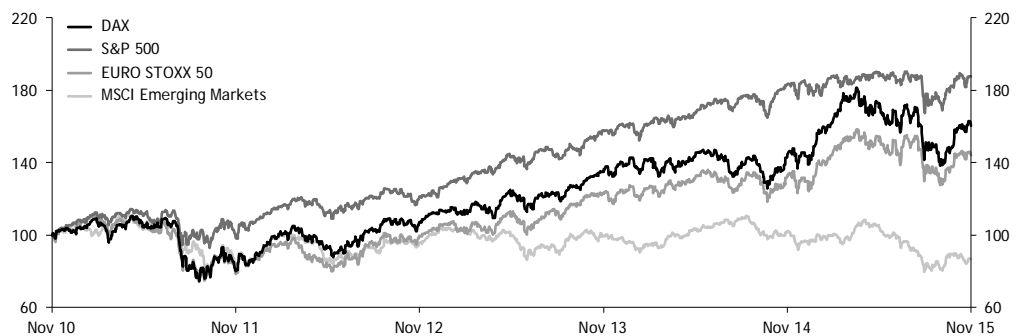
I. Aktien: Im Bann von Divergenzen

(Peter Reichel)

Das Börsenjahr 2015 war insgesamt zufriedenstellend

Das Jahr 2015 kann für den europäischen Anleger am Ende als ein insgesamt zufriedenstellendes Aktienjahr betrachtet werden trotz zeitweilig heftiger Schwankungen in den Sommermonaten und Anfang Dezember. Aus Sicht eines US-Anlegers bleibt das ablaufende Börsenjahr hingegen bestenfalls durchwachsen. Viele bedeutende Aktienmärkte weisen in US-Dollar sogar deutliche Verluste aus. Außerdem konnte sich kein bedeutender Aktienindex der Volatilität im letzten Sommer entziehen (Abbildung 19).

Abb. 19: Aktienmarktentwicklung



Normiert auf 100 zum Startdatum. Quelle: Bloomberg.

Divergenzen auf unterschiedlichen Ebenen werden 2016 bestimmen

Das Börsenjahr 2016 wird dem vorhergehenden an Spannung mit Sicherheit nicht nachstehen. Dies dürfte weniger durch sich ändernde makroökonomische Rahmenbedingungen begründet sein als vielmehr durch die sich öffnende Zinsschere zwischen dem europäischen und dem US-Zinsmarkt. So wird 2016 aller Voraussicht nach ein Jahr der Divergenz werden. Dies wird sich sehr wahrscheinlich auch an den Kapitalmärkten zeigen.

Europa und USA nahe am Potenzialwachstum

Nach einer zaghaften Beschleunigung der Konjunktorentwicklung in den USA zum Jahresende 2015 hin dürfte die globale Konjunktur 2016 das moderate Tempo halten und sich nahe dem Potenzialwachstum bewegen. Während Europa im Vergleich zum Vorjahr voraussichtlich etwas an Dynamik gewinnen wird, sollten die USA marginal an Momentum verlieren. Nichtsdestotrotz werden die USA insgesamt weiterhin schneller wachsen als Europa.

Emerging Markets wachsen unter ihrem Potenzial

Die Emerging Markets werden einmal mehr eine sehr heterogene Entwicklung erleben. Während einzelne Schwellenländer 2016 nahe oder in der Rezession bleiben werden (Russland und Brasilien), wird China weiter langsam an Wachstumstempo verlieren. Die überwiegende Anzahl der Schwellenländer wird die bestehende Konjunkturdynamik halten und vereinzelt sogar etwas ausbauen können. Insgesamt werden die Schwellenländer 2016 aber unter ihrem Potenzialwachstum bleiben.



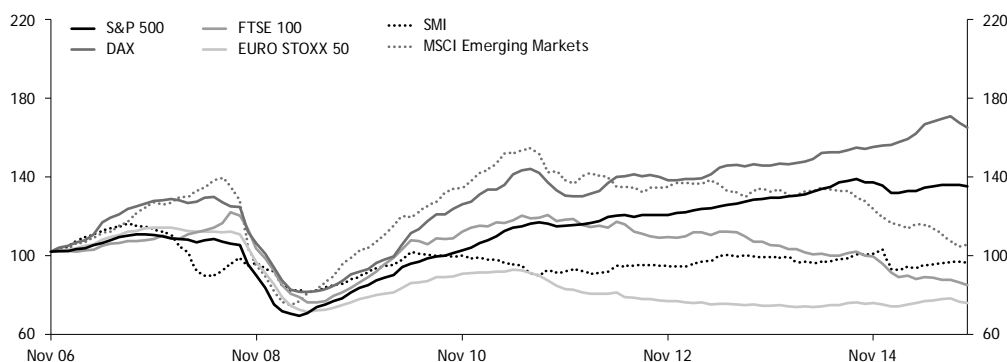
Den Schwellenländern kommt eine wachsende Bedeutung für die globale Konjunktur zu – derzeit mehr aufgrund ihrer im Trend höheren Wachstumsraten als ihres Gewichts an der globalen Börsenkapitalisierung. Zwischen 2005 und 2013 betrug der Wachstumsvorsprung der Schwellenländer gegenüber den weit entwickelten Ländern zusammengekommen noch 4 bis 6 Prozentpunkte. Zuletzt ist der Wachstumsvorsprung auf nunmehr knapp über 2 Prozentpunkte abgeschmolzen. Ein noch verhalteneres Wachstum in den Schwellenländern würde sich negativ auf das Anleger sentiment auswirken und Sorgen vor einer weltweiten Konjunkturschwäche nähren. Allen voran wird dabei China im Anlegerfokus stehen. Zwar erwarten wir bei einer stärkeren Abkühlung der chinesischen Konjunktur, dass die chinesische Regierung und/oder die chinesische Zentralbank entsprechend intervenieren. Doch die Sorgen über ein unerwartet langsames Wachstum sowie eine sich daran anschließende (wenn auch begrenzte) Abwertung des Renminbis und die Frage, ob der chinesische Regulierer den chinesischen Kapitalmarkt glaubwürdig kontrollieren kann, werden auch zukünftig mit Volatilität an den Kapitalmärkten Hand in Hand gehen.

Die Sorge vor einer unerwartet starken Konjunkturabkühlung wird die Börsen weiter beeinflussen

Von Seiten der Notenbanken dürfte mit Blick nach vorn insgesamt Unterstützung für Aktien zu erwarten sein. Während die EZB, die Bank of Japan sowie einzelne Schwellenland-Notenbanken (zum Beispiel Malaysia, Thailand, Brasilien oder Russland) weiter expansiv bleiben beziehungsweise ihre Leitzinsen weiter senken werden, dürfte die Fed in diesem Umfeld ihre Leitzinsen nur langsam nach oben schleusen. Die Gefahr von Kurzschlussreaktionen wäre groß, die Risiken für die Finanzmarktstabilität enorm. Wir rechnen daher mit „wohlwollenden“ und moderaten US-Leitzinserhöhungen im Umfeld eines moderaten und relativ stabilen US-Wachstums. Sollten jedoch unvorhergesehene negative Einflussfaktoren auf die volkswirtschaftlichen Parameter einwirken, sind wir überzeugt, dass die Notenbanken angemessen reagieren würden. Wenngleich der Umstand der unkonventionellen Notenbankinterventionen kontrovers diskutiert werden kann, lehrt die jüngste Geschichte, dass diese Maßnahmen insgesamt zu einer kurz- bis mittelfristigen Stabilisierung der Kapitalmärkte geführt haben. Enttäuschte Erwartungen über erhoffte weiterreichende Maßnahmen, wie zuletzt mit der EZB-Sitzung vom Dezember 2015, dürften zügig verdaut werden.

Die Notenbanken werden ihre kommenden Entscheidungen wohlüberlegt treffen

Abb. 20: Prozentuale Gewinnveränderung je Aktie

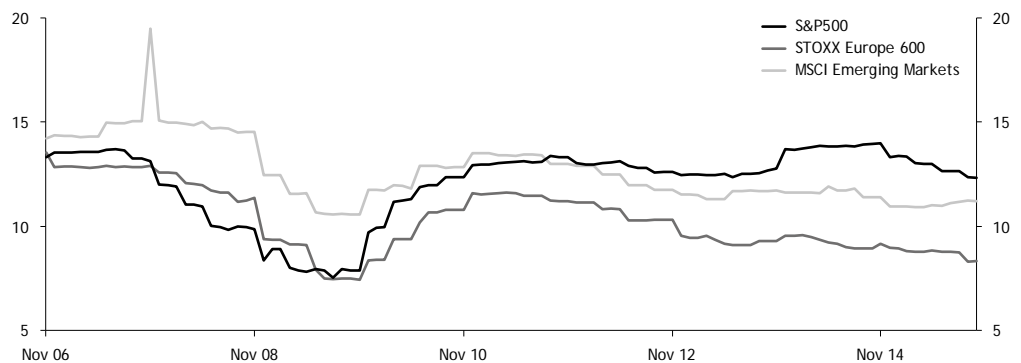


Veränderung Gewinn je Aktie in %, normiert auf 100 zum Startdatum. Quelle: Bloomberg.

Stagnierende oder gar rückläufige Unternehmensgewinne

Angesichts der bisher soliden globalen makroökonomischen Entwicklung verblüfft es, dass die Unternehmensgewinne in vielen bedeutenden Märkten entweder seit mehreren Monaten rückläufig sind oder stagnieren (Abbildung 20). Die Rohstoffpreisentwicklung, insbesondere der niedrigere Ölpreis, aber auch die Wechselkursentwicklungen zeigen ihre Spuren.

Abb. 21: Operative Margen



In %. Quelle: Bloomberg.

Unternehmensgewinne in Europa sollten im hohen einstelligen Prozentbereich wachsen

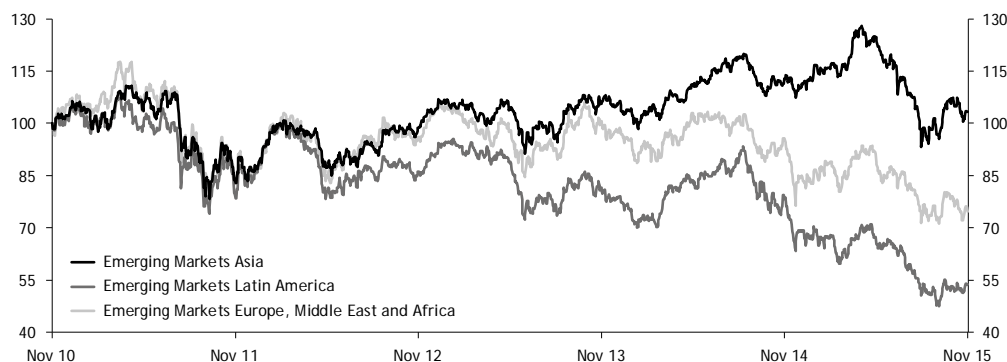
Die operativen Margen für europäische Unternehmen befinden sich seit Ende 2010 unter Druck (Abbildung 21). Allerdings wird diese Entwicklung verzerrt durch den Energiesektor, dessen Gewinne sich im zweiten und dritten Quartal 2015 zum Vorjahr annähernd halbierten. Wir erwarten, dass sich die europäischen Gewinnmargen insgesamt stabilisieren, wenn nicht sogar steigen sollten. Stabil niedrige Energiepreise, anhaltend niedrige Zinsen und eine insgesamt positive Konjunkturalentwicklung bei nur moderaten Lohnzuwächsen dürften die Unternehmensgewinne im Jahr 2016 im hohen einstelligen Bereich wachsen lassen. Ein Unsicherheitsfaktor dürfte freilich die Wechselkursentwicklung darstellen, die bis zuletzt für europäische Unternehmen unterstützend war. Angesichts der teilweise bereits vorangeschrittenen Entwicklungen der vorgenannten Faktoren sowie ihrer stärkeren Berücksichtigung in den Wertschöpfungsprozessen der Unternehmen werden weitere positive Effekte voraussichtlich nur begrenzt ausfallen.

Unternehmensgewinne in den USA sollten im mittleren einstelligen Prozentbereich zulegen können

Auch für viele US-Unternehmen dürfte der Gegenwind aus einem rückläufigen Ölpreis, der vielen Indexschergewichten viele Monate zu schaffen machte, sukzessive nachlassen. Vom aufwertenden Euro dürften exportorientierte US-Unternehmen mit der Zeit profitieren. Die sich moderat entwickelnde US-Konjunktur sowie das solide Wachstum in Europa sollten die US-Unternehmensgewinne abstützen. Für 2016 rechnen wir mit einer Gewinnsteigerung bei US-Unternehmen im mittleren einstelligen Prozentbereich.

Unternehmensgewinne in den Schwellenländern divergieren – aggregiert sollten sie im hohen einstelligen Prozentbereich zulegen

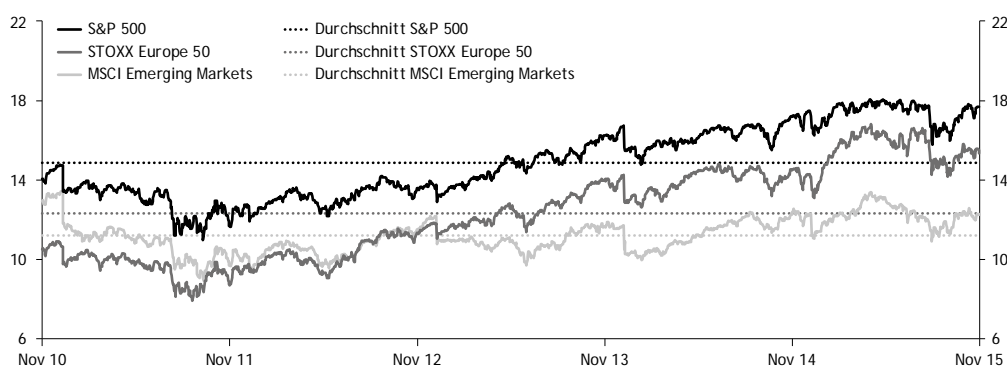
Hingegen werden die Unternehmensgewinne in den Schwellenländern stark auseinanderlaufen, wie auch an der Indexentwicklung regionaler Schwellenmärkte abzulesen ist (Abbildung 22). Teils unterschiedlich starke Wechselkurseffekte, regionale Nachfragedifferenzen sowie Basiseffekte werden eine wesentliche Rolle spielen. Zwar erwartet der Konsens der Analysten für die Unternehmen aus den Emerging Markets eine Gewinnsteigerung im hohen einstelligen Prozentbereich. Allerdings wurden in den vergangenen Jahren die oftmals hohen Erwartungen teils deutlich zurückgenommen.

Abb. 22: Emerging Markets - MSCI-Aktienindizes


MSCI Daily TR in US-Dollar, normiert auf 100 zum Startdatum. Quelle: Bloomberg.

Die Unternehmensgewinnrevisionen der Analysten haben auch global eine gewichtige Bedeutung. Oft konnte man in den letzten Jahren beobachten, dass die anfänglich positiven Erwartungen an das herannahende Geschäftsjahr im Verlauf desselben nach unten korrigiert werden mussten. Dies hat auf die Bewertungen von Aktien einen nicht unerheblichen Einfluss. Denn wenn Aktien in Erwartung auf steigende Unternehmensgewinne anziehen und Letztere dann doch zurückbleiben, steigen die Bewertungsmultiplikatoren. Die weit beachteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse von US-Aktien und europäischen Titeln sind über die Jahre gestiegen (Abbildung 23). Die Bewertungen von Aktien aus den Schwellenländern haben sich hingegen in einer Bandbreite auf nahezu unveränderten Niveaus bewegt. Zwar befinden sich die Bewertungen über den langfristigen Durchschnitts und sind damit nicht mehr als günstig einzuschätzen. Jedoch erscheinen sie angesichts deutlich höherer Bewertungen auf der Anleihe Seite sowie im Kontext historischer Höchstbewertungen noch nicht gänzlich überteuert.

Das KGV deutet moderate bis teure Niveaus an

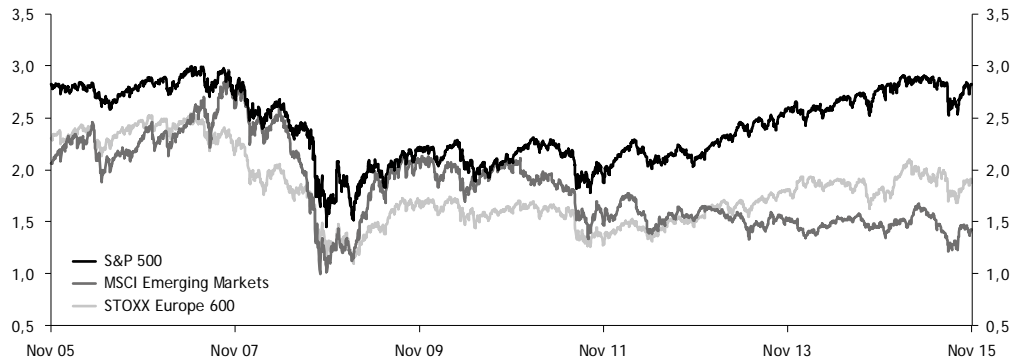
Abb. 23: Aktien - Kurs-Gewinn-Verhältnisse


KGV, basierend auf den geschätzten Unternehmensgewinnen des laufenden Geschäftsjahres. Quelle: Bloomberg.

*Aktien auch nach KBV
nicht mehr billig*

Auch die Entwicklung der Kurs-Buch-Verhältnisse bestätigt unter Hinzuziehung der jeweiligen relativen Eigenkapitalrenditeentwicklung, dass Aktien als moderat bis teuer bewertet werden können (Abbildung 24).

Abb. 24: Aktien - Kurs-Buch-Verhältnis



Quelle: Bloomberg.

*Die Aufwärtspotenziale
für Aktien sind begrenzt*

Wir erwarten, dass höhere Bewertungen (oder eine weitere „multiple Expansion“) hauptsächlich durch zwei positive Überraschungen ausgelöst werden können:

- 1) Wenn sich das konjunkturelle Umfeld weiter und unerwartet spürbar verbessert.
- 2) Wenn neue, derzeit unerwartete, weiterreichende expansive Notenbankmaßnahmen wahrscheinlich werden.

Beide positiven Überraschungspotenziale erwarten wir derzeit eher nicht.

*Die Abwärtsrisiken
für Aktien erscheinen
ebenfalls begrenzt*

Auf der negativen Seite können geopolitische Themen immer ein zeitweiliges Risiko darstellen. Jedoch sehen wir die größeren Risiken für die Kapitalmärkte in einer globalen Wachstumsverlangsamung, ausgehend von den Emerging Markets, den Wechselkursen und in der Geldmarktpolitik der Fed, die zu früh, zu spät, zu wenig oder zu sehr an der Zinsschraube drehen könnte. Auch eine intensive Diskussion um einen möglichen Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union sowie eine erneute „Grexit“-Debatte hätten durchaus Potenzial für vorübergehende Unsicherheit an den Aktienmärkten.

*Aktien haben noch Luft
nach oben – das Potenzial ist
jedoch begrenzt*

Angesichts der eher ausgewogenen positiven und negativen fundamentalen Risiken erscheint es eher unwahrscheinlich, dass sich die Bewertungsmultiplikatoren spürbar ausweiten können. Zum Jahresende 2016 dürften diese Bewertungsmultiplikatoren daher Niveaus behaupten, wie sie sich derzeit präsentieren. Das Kurspotenzial für Aktien ergäbe sich somit aus dem erwarteten Anstieg der Unternehmensgewinne. Wir bleiben für Aktien daher positiv gestimmt und rechnen mit weiteren Kurssteigerungen, die jedoch begrenzt – im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich – bleiben sollten. Regional würden wir Europa den USA vorziehen. In den Schwellenländern empfehlen wir selektiv vorzugehen und regionale Schwerpunkte zu setzen.

II. Anleihen: Divergierende Geldpolitik

(Cornelia Koller)

Die Geldpolitik der großen westlichen Notenbanken läuft immer stärker auseinander. Während der erste Zinsschritt der amerikanischen Notenbank Fed unmittelbar bevorsteht und die Bank of England im Frühjahr 2016 folgen dürfte, hat die Europäische Zentralbank mit Blick auf die anhaltenden Deflationsgefahren ihr geldpolitisches Sicherheitsnetz noch weiter aufgespannt.

Geldpolitik driftet auseinander: Fed und BoE werden Leitzinsen lange vor der EZB anheben

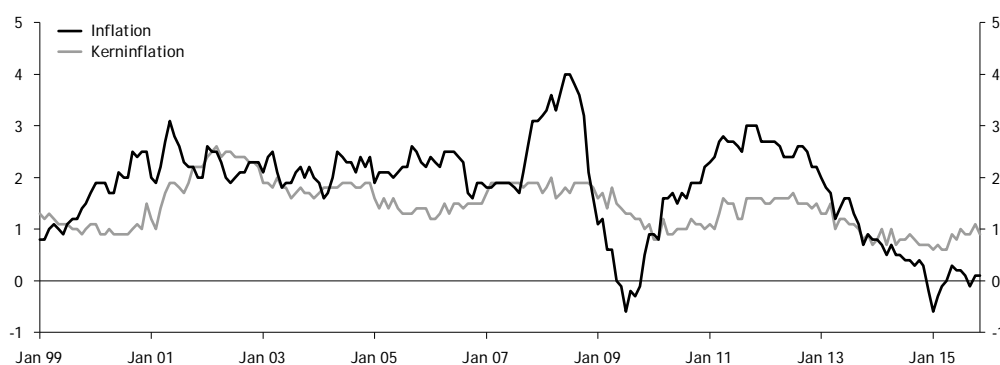
1. Inflation

1.1. Eurozone: Deflationsängste halten an

Durch das konjunkturbedingt ruhige Preisklima, die hohe Arbeitslosigkeit sowie vor allem durch den Einbruch der Energiepreise war die Inflationsrate in der Eurozone zu Jahresbeginn 2015 in deutlich negatives Terrain gefallen (Januar: $-0,6\%$) und hatte Deflationsängste an den Rentenmärkten geschürt. Um einem anhaltenden Preisrückgang auf breiter Front (Deflation) vorzubeugen, begann die EZB daher Anfang März mit dem Ankauf von Vermögenswerten, darunter auch Staatsanleihen, in großem Stil.¹ Erste Erfolge stellten sich daraufhin ein: Die Inflation kehrte im Mai wieder in den positiven Bereich ($+0,3\%$) zurück. Durch den erneuten Fall der Rohölpreise hat sich das Bild seit dem Sommer aber wieder geändert mit einem Rückfall in die Deflation im September ($-0,1\%$). Seit Oktober bewegt sich die Inflation wieder in positivem Terrain (November: $+0,1\%$). Anders als die allgemeine Inflationsrate zeigte sich die Kerninflation ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise in den letzten Monaten dagegen sehr viel stabiler und lag zuletzt bei $0,9\%$ (Abbildung 25).

Abwärtsrisiken für die Preisentwicklung 2015 durch den erneuten Fall der Ölpreise gestiegen

Abb. 25: Euroland - Inflation und Kerninflation



Veränderung gegenüber Vorjahr in %; Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel. Quelle: Eurostat.

¹Mindestens bis März 2017 sollen monatlich 60 Mrd. Euro für den Kauf von Kreditverbriefungen (Asset-Backed Securities, ABS) und gedeckten Schulverschreibungen (Covered Bonds) sowie Staatsanleihen ausgegeben werden. Seit Anfang März 2015 hat die EZB im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten öffentliche Anleihen in Höhe von 445,5 Mrd. Euro erworben. Im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen wurden 137,8 Mrd. Euro angekauft, ABS wurden in Höhe von 15,2 Mrd. Euro erworben (Stand: 27. November 2015).

*Inflation in der Eurozone
wird 2016 leicht anziehen;
wir erwarten 1,1 %*

2016 dürfte die Teuerung wieder anziehen, da von den Ölpreisen keine zusätzliche preisdämpfende Wirkung mehr ausgehen wird und der binnenwirtschaftliche Kostenanstieg daher wieder stärker zum Tragen kommen sollte. Zudem dürfte angesichts der Euroschwäche von den Importpreisen etwas mehr Druck auf die Verbraucherpreise ausgehen. Die nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit deckelt gleichwohl eine stärkere Teuerung. Per saldo erwarten wir für 2016 eine Inflationsrate in der Eurozone von 1,1 %, verglichen mit 0,1 % im Jahr 2015. In Deutschland wird der Verbraucherpreisanstieg aufgrund des höheren Lohndrucks mit 1,1 % (2015: 0,2 %) erneut etwas darüber liegen.

*Robuste Konjunktur
spricht für stärkeren
Inflationsanstieg in den
USA und Großbritannien*

1.2. USA und Großbritannien: Inflationsausblick verhalten positiv

Auch in den USA und in Großbritannien hat sich die Inflation im Jahresverlauf 2015 lediglich um die 0 %-Marke bewegt. Im Oktober lag die US-Inflation bei 0,2 %. In Großbritannien gingen die Verbraucherpreise schon das zweite Mal in Folge um 0,1 % zurück. Allerdings liegt die Kerninflation in beiden Ländern mit 1,9 % beziehungsweise 1,1 % deutlich höher. Mit Blick auf die fortschreitende Konjunkturerholung sollten die Teuerungsraten in den USA und in Großbritannien 2016 stärker anziehen als im Euroraum und die geldpolitischen Ziele der beiden angelsächsischen Notenbanken dürften daher sehr viel eher erreicht werden. Vor diesem Hintergrund können Fed und BoE ihren Fuß im nächsten Jahr ganz langsam vom geldpolitischen Gaspedal nehmen, während die EZB ihre Geldpolitik noch weiter lockern und ihre Leitzinsen voraussichtlich nicht vor Ende 2017 anheben wird.

*Geldpolitik bleibt
extrem locker*

2. Geldpolitik

2.1. EZB gibt noch mehr Gas

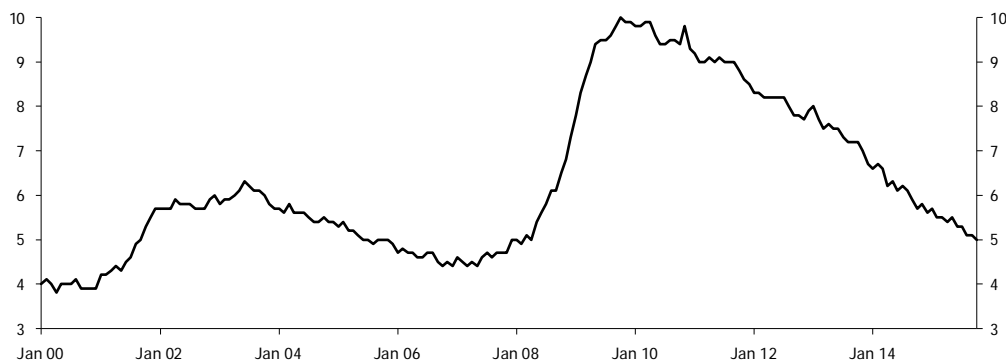
Die EZB hat wiederholt klargestellt, dass sie alles tun wird, was nötig ist, um die Gefahr einer möglichen Deflation zu bekämpfen und ihr stabilitätspolitisches Ziel einer Inflation von „unter, aber nahe 2 %“ mittelfristig zu erreichen. Angesichts des erneuten Rückgangs der Inflationsrate und der Wachstumsabschwächung in China und anderen Emerging Markets hat die EZB Anfang Dezember ihre Geldpolitik weiter gelockert. So hat sie ihr Wertpapierankaufprogramm im Volumen von monatlich 60 Mrd. Euro von September 2016 um ein halbes Jahr auf März 2017 verlängert. Zudem hat EZB-Präsident Draghi erneut versichert, dass sich die EZB wenn nötig auch weiterhin den gestiegenen Risiken für die Preisstabilität mit allen ihr innerhalb ihres Mandats zur Verfügung stehenden Instrumenten entgegenstellen wird. Darüber hinaus hat die EZB den Einlagesatz von -0,2 % auf -0,3 % gesenkt. Das bedeutet, dass die Geschäftsbanken ihre Liquidität bei der EZB künftig zu einem höheren „Strafzins“ parken müssen als bisher. Die EZB will hierdurch – ebenso wie durch die zeitliche Ausweitung des Wertpapierankaufprogramms – die Kreditvergabe an die Wirtschaft anregen. Die Zinswende in der Eurozone liegt damit in weiter Ferne: Die EZB wird ihre Zinsen mindestens bis Herbst 2017 bei 0,05 % belassen.

2.2. Fed steht unmittelbar vor der Zinswende

Die US-Notenbank hatte ihr drittes Anleihekaufprogramm (QE3) dagegen bereits im Oktober 2014 abgeschlossen und der erste Zinsschritt seit 2008 rückt immer näher. So ist es der Fed gelungen, erkennbare und nachhaltige Fortschritte in Richtung Vollbeschäftigung zu erreichen: Die Arbeitslosenquote ist zuletzt auf 5 % gefallen (Abbildung 26) und die Stellenzuwächse außerhalb der Landwirtschaft lagen im November bei gut 210 000. Darüber hinaus zeichnet sich nun (endlich) ein beschleunigter Anstieg der Löhne ab: Die Stundenlöhne sind mit 2,5 % gegenüber dem Vorjahr so stark wie seit über sechs Jahren nicht mehr gestiegen.

Nachhaltige Fortschritte am US-Arbeitsmarkt...

Abb. 26: USA - Arbeitslosenquote

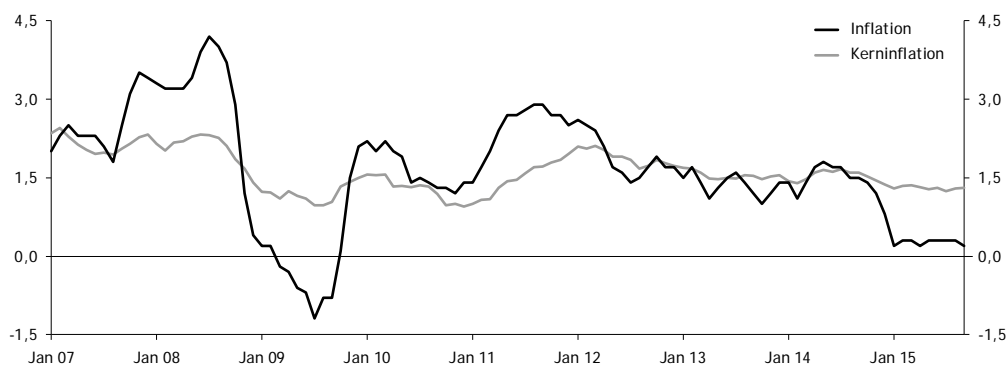


In %. Quelle: Bureau of Labor Statistics.

Das Inflationsziel ist dagegen noch nicht erreicht. Der Preisanstieg, gemessen am Deflator der persönlichen Verbrauchsausgaben, der von der Fed als Inflationsmaßstab herangezogen wird, liegt unverändert unterhalb ihrer Zielgröße von 2 % (Oktober: 0,2 %, Kernrate 1,3 %; Abbildung 27). Fed-Präsidentin Yellen ist aber zuversichtlich, diesem Ziel mit anziehender Konjunktur und stärker ausgelastetem Arbeitsmarkt sukzessive näher zu kommen. Aus unserer Sicht könnte sich der Anstieg der Verbraucherpreise bereits im Sommer 2016 um die 2 %-Marke bewegen.

...und gute Aussichten, dass die Inflation 2016 steigen wird...

Abb. 27: USA - Inflation und Kerninflation



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Bureau of Economic Analysis.

*...machen baldige
Zinserhöhung der Fed
wahrscheinlich*

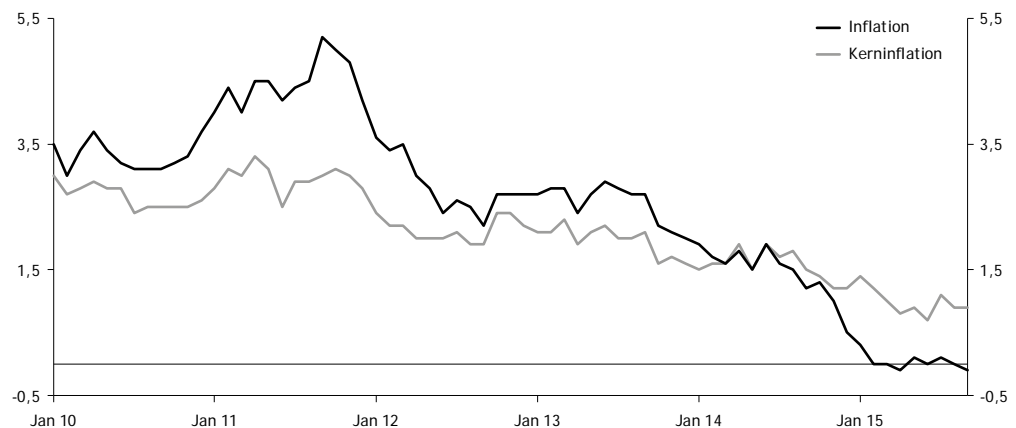
Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Fed die Zinswende vermutlich noch am 16. Dezember 2015, spätestens Anfang 2016, einleiten und ihren Leitzins von 0,25 % auf 0,5 % anheben wird. Dies wird der Auftakt zu einem graduellen Zinserhöhungszyklus in kleinen Schritten sein. Denn selbst wenn Beschäftigung und Inflation wieder nahe den Fed-Zielen liegen, könnte das ökonomische Umfeld Geldhüterin Yellen zufolge noch für einige Zeit dafür sprechen, die Leitzinsen auf einem niedrigeren Niveau als in „normalen“ Zeiten zu belassen. Ende 2016 könnte der Leitzins aus unserer Sicht bei 1,25 % und Ende 2017 bei 2 % liegen. Damit wird das Zinsniveau auch mittelfristig noch relativ niedrig sein und konjunkturelle Stütze bleiben.

*Auch in Großbritannien
wird die Inflation 2016
wieder steigen*

2.3. Bank of England: Erste Zinserhöhung im Frühjahr 2016

Die Bank of England geht in ihrem aktuellen Inflationsbericht (November 2015) davon aus, dass die Teuerungsrate bis in die zweite Jahreshälfte 2016 unter 1 % liegen und ihr Ziel von 2 % erst 2017 erreichen wird. Gleichzeitig hat sie ihre Wachstumserwartung mit Blick auf die Entwicklung in den Schwellenländern, vor allem in China, etwas nach unten revidiert. Wir sind gleichwohl zuversichtlich, dass die britische Wirtschaft ihre vorübergehende Schwächephase vom dritten Quartal überwinden und 2015 wie auch 2016 um 2,4 % wachsen kann. Deshalb und mit Blick auf den auslaufenden Effekt der gesunkenen Ölpreise könnte die Inflation aus unserer Sicht bereits zu Beginn des nächsten Jahres wieder bei 1 % liegen. Bis Ende 2016 sehen wir einen Anstieg auf 1,8 % voraus.

Abb. 28: Großbritannien - Inflation und Kerninflation



Veränderung gegenüber Vorjahr in %; Kerninflation ohne Energie- und Nahrungsmittel. Quellen: Office for National Statistics, Vereinigtes Königreich, Eurostat.

*Arbeitslosenquote nähert
sich langfristigem Niveau
von 5 %*

Zudem hat sich die Arbeitslosenquote ihrem langfristigen Niveau von 5 % immer weiter genähert. Dies kann den Löhnen Auftrieb verschaffen. Hinzu kommt die für April 2016 geplante Anhebung des Mindestlohns von derzeit 6,50 auf 7,50 Pfund pro Stunde. Bis 2020 soll das sogenannte National-Living-Wage-Niveau weiter auf 9,00 Pfund steigen.

Der Beginn einer langsamen Zinserhöhungsphase Anfang 2016 bleibt somit wahrscheinlich. Wir erwarten den ersten Zinsschritt der BoE von 0,5 % auf 0,75 % unverändert im Frühjahr 2016. Danach dürfte die britische Notenbank ihren Zinsstraffungskurs graduell und langsam fortsetzen. Ähnlich wie die Fed hat auch BoE-Governor Carney darauf hingewiesen, dass das Ende der Zinserhöhungen niedriger als in früheren Phasen sein wird. Ende 2016 könnten die Leitzinsen aus unserer Sicht daher nach zwei weiteren Zinserhöhungsschritten à 25 Basispunkte bei 1,25 % liegen.

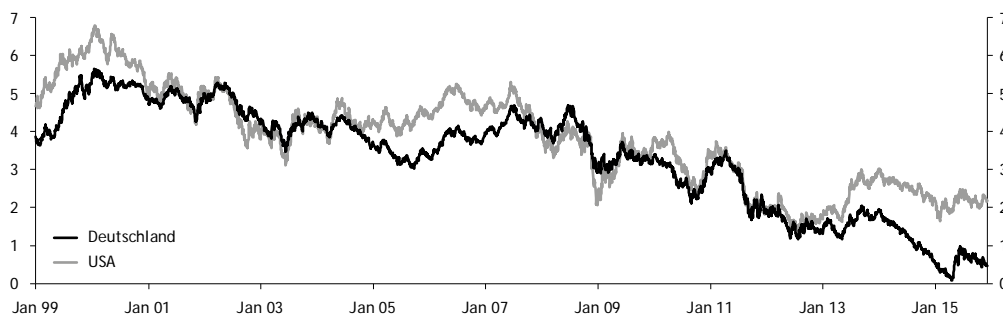
Bank of England dürfte die Zinsschraube im Februar 2016 anziehen

3. Zinsen: Moderater Renditeanstieg

Die Zinsentwicklung am deutschen Rentenmarkt glich im Jahresverlauf 2015 einer Achterbahnfahrt. Der Fall in die Deflation und der Entscheid der EZB, in großem Stil Wertpapiere – darunter auch Staatsanleihen – anzukaufen, ließ die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen im April auf ein historisches Tief von 0,075 % stürzen. Die Renditen fielen für ein- bis siebenjährige Bundesanleihen in den negativen Bereich. Bessere Konjunkturperspektiven und die wieder positive Inflationsrate Anfang Juni führten dann zu einem Anstieg der Rendite für zehnjährige Bundesanleihen nahe 1 %. Danach ließen die Sorgen um die Weltkonjunktur, der Rückfall in die Deflation im September und die Aussicht auf eine weitere geldpolitische Lockerung der EZB die Zinsen am deutschen Rentenmarkt im Zehnjahresbereich wieder kräftig bis auf 0,44 % fallen. Aktuell notieren zehnjährige Bundesanleihen um 0,50 % (Abbildung 29).

2015: Achterbahnfahrt am deutschen Rentenmarkt

Abb. 29: Deutschland und USA - Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



In %. Quelle: Bloomberg.

Das übergeordnete Bild bleibt aufgrund der expansiven Geldpolitik der EZB sowie der geringen Kreditnachfrage durch historisch niedrige Zinsen geprägt. Unsere grundsätzliche Prognose eines sanften Renditeanstiegs hat sich nicht geändert, vor dem Hintergrund der nochmals ausgeweiteten Expansion der Geldpolitik aber weiter in die Zukunft verschoben. Für moderat steigende Zinsen spricht vor allem, dass die Fed kurz vor der Zinswende steht. Dies wird zu einem Anstieg der Kapitalmarktzinsen in den USA führen, wovon sich auch die Entwicklung am deutschen Rentenmarkt nicht vollständig abkoppeln kann. Darüber hinaus sollte sich die konjunkturelle Dynamik in der Eurozone 2016 leicht beschleunigen und die Inflation wieder nachhaltig in den positiven Bereich zurückführen. Wir erwarten daher im Jahresverlauf 2016 einen moderaten Anstieg der Renditen und sehen per Jahresende für zehnjährige Bundesanleihen 1,10 % voraus. Zehnjährige US-Staatsanleihen dürften Ende 2016 bei 2,80 % rentieren.

2016: Zinspolitik der Fed und Konjunkturerholung der Eurozone sprechen für leicht anziehende Zinsen

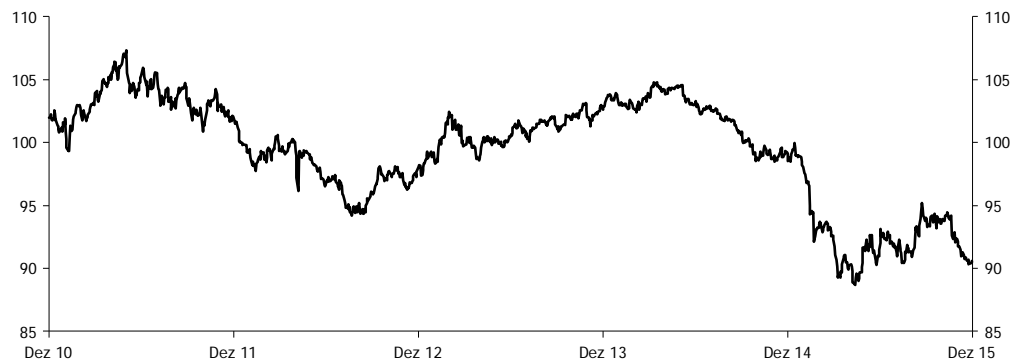
III. Währungen: Schwächephase des Euro hält an

(Dr. Jörn Quitzau)

Eurokrise überwunden, doch der Wechselkurs schwächelt

Seit die systemische Eurokrise überwunden ist, zweifelt kaum noch jemand am Fortbestand der Gemeinschaftswährung. Dennoch steht der Euro-Wechselkurs weiter unter Druck – stärker noch als auf dem Höhepunkt der Eurokrise (Abbildung 30). Verursacht wird die Euroschwäche durch die äußerst lockere Geldpolitik der EZB sowie die bevorstehende Zinswende in den USA. Kurzfristig wird der Eurokurs wohl weiter schwach bleiben, denn die EZB hat ihr Anleihekaufprogramm im Dezember verlängert. Trotz der aktuellen Wechselkursschwäche sind wir für 2016 eher vorsichtig optimistisch. Denn generell ist der Euro gegenwärtig unterbewertet – sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch auf handelsgewichteter Basis. Wir erwarten deshalb im Jahresverlauf 2016 grundsätzlich ein leichtes Wiedererstarren des Euro.

Abb. 30: Handelsgewichteter Eurokurs



In Punkten. Quelle: Bloomberg.

1. US-Dollar: Straffere Geldpolitik treibt den Wechselkurs nach oben

US-Dollar mit markanten Kursgewinnen

Neben dem schwachen Euro ist das Comeback des US-Dollar die zweite große Devisenmarkt-Story. Seit die US-Notenbank Fed ihre Geldpolitik wieder strafft, hat die amerikanische Währung beachtliche Kursgewinne verzeichnet (Abbildung 31). Zunächst trieb die Fed durch das Ende ihrer Anleihekäufe (Quantitative Easing) den Dollar nach oben. Anschließend machte die Erwartung steigender Leitzinsen die US-Währung attraktiver. Das geldpolitische Vorgehen der Fed ist umso bemerkenswerter, weil im Jahr 2015 fast alle wichtigen Notenbanken der Welt ihre Geldpolitik weiter lockerten. Entsprechend stark war der Aufwertungsdruck für den US-Dollar.

Geldpolitische Divergenz ist weitgehend eingepreist

Der Devisenmarkt hat die Zinswende in den USA vorweggenommen. Somit ist die divergierende Geldpolitik zwischen den USA und anderen Währungsräumen in den Kursen weitgehend eingepreist. Künftig wird der Fokus darauf gerichtet sein, wie schnell und wie groß die Schritte der Fed im Zinserhöhungszyklus sein werden.

Abb. 31: Handelsgewichteter US-Dollar

Quelle: Bloomberg.

Die Dollar-Stärke kommt gegenüber dem Euro deutlich zum Ausdruck. Der Euro ist regelrecht in die Knie gegangen (Abbildung 32). Die geldpolitische Lockerung der EZB hat den Kurs zwischen März 2014 und März 2015 von knapp 1,40 auf unter 1,05 US-Dollar je Euro fallen lassen. Trotz zwischenzeitlicher Konsolidierung liegt der Kurs inzwischen wieder bei 1,09 US-Dollar je Euro. Auf diesem Niveau ist der Euro deutlich zu schwach. Nach den Fundamentaldaten liegt der faire Wert bei 1,20 bis 1,25. Mittel- bis langfristig wird der Wechselkurs wieder dorthin zurückkehren. Da Devisenmarkt-trends aber oft sehr lang sind, kann die Euroschwäche vorerst noch fortauern.

*US-Dollar klarer
Gewinner gegen den Euro*

Abb. 32: Euro in US-Dollar

Quelle: Bloomberg.

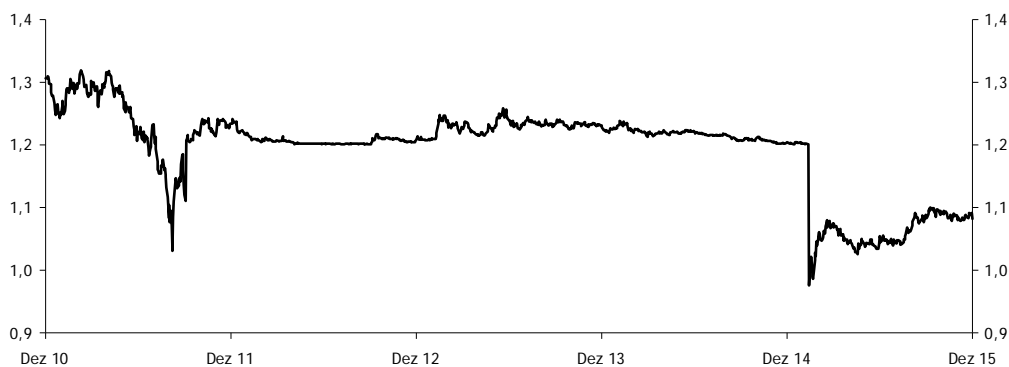
Die Prognose des Eurokurses ist derzeit ungewöhnlich schwierig, weil die anhaltende Nullzinspolitik der EZB den Euro zur Carry-Trade-Währung macht: Für Investoren lohnt es sich, Kredite in Euro aufzunehmen und in höher verzinslichen Währungen zu investieren. Das schwächt den Euro. Carry Trades funktionieren gut in einem ruhigen, positiven Marktumfeld. Wird es an den Märkten allerdings unruhig, dann werden Carry Trades aufgelöst und das Geld fließt in den Euroraum zurück, der Eurokurs steigt. So lösten die Sorgen um das Wachstum in China im August Turbulenzen an den Finanzmärkten aus; der Euro stieg kurzzeitig auf 1,17 US-Dollar. Wenn das Marktumfeld im kommenden Jahr also ruhig ist, kann der Euro noch schwächer werden; wenn es turbulent wird, kann der Euro aber auch relativ sprunghaft zulegen. Abseits der temporären Schwankungen erwarten wir, dass der Euro im Jahresverlauf 2016 gegenüber dem US-Dollar moderat zulegen wird. Zur Jahresmitte erwarten wir Kurse um 1,12 und Ende 2016 um 1,15 US-Dollar je Euro.

Störfaktor Carry Trades

2. Schweizer Franken: Sicherer Hafen außer Dienst?

Die Schweiz sorgte im Jahr 2015 am Devisenmarkt für den Paukenschlag schlechthin. Mit der Aufgabe der Wechselkurs-Obergrenze zum Euro wirbelte die Schweizer Nationalbank die Märkte zu Jahresbeginn gehörig durcheinander. Der Eurokurs fiel wie ein Stein, der Franken stieg in neue Höhen. Nach einigen Wochen pendelte sich der Wechselkurs im Bereich zwischen 1,03 und 1,10 Franken je Euro ein und notiert dort bis heute. Damit ist die Schweizer Währung immer noch sehr stark, sie profitiert weiterhin von ihrem Status als sicherer Anlagehafen. Allerdings ist der Franken nicht mehr ganz so sehr gefragt, nachdem die Griechenland-Krise überwunden wurde (Abbildung 33). In dem Maße, wie sich die Krisen der Welt (Geopolitik, Finanzmärkte) zurückbilden, wird der Franken nachgeben und sich ganz allmählich wieder angemesseneren Bewertungen nähern. Wir erwarten zum Jahresende 2016 Kurse um 1,12 Franken je Euro.

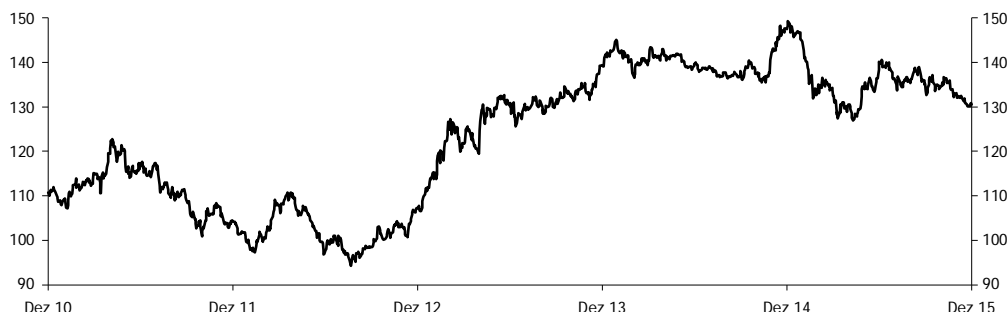
Abb. 33: Euro in Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg.

3. Britisches Pfund: Im Höhenflug

Nach einem fulminanten Aufwärtstrend in den Vorjahren bewegte sich das Britische Pfund 2015 wie von uns erwartet seitwärts in der Bandbreite 0,70 bis 0,75 Pfund je Euro. Dank guter Konjunkturdaten und der erwarteten Leitzinswende ist das Pfund derzeit besonders stark – für einen Euro gibt es aktuell gerade einmal 0,72 Pfund (Abbildung 34). In unserem Basisszenario wird sich der Euro auch gegenüber dem Pfund leicht erholen können und im Jahresverlauf Richtung 0,75 Pfund je Euro steigen. Die Diskussion und das Referendum über einen möglichen Ausstieg Großbritanniens aus der EU birgt allerdings erhebliches Überraschungspotenzial. Ein „Brexit“ ist mit einer Wahrscheinlichkeit von 30 % zwar nur unser Nebenszenario, doch sollte der Ernstfall eintreten, würde das Pfund wohl unter erheblichen Druck geraten. Die Tiefstände aus den Finanzkrisen-Jahren wären dann realistische Marken. Zudem ist bereits vor dem Referendum mit erhöhter Volatilität zu rechnen.

Abb. 34: Euro in Britischem Pfund

Quelle: Bloomberg.

4. Japanischer Yen: Talfahrt vorerst beendet

Unser Japan-Bild bleibt unverändert: Hohe Staatsschulden, niedriges Wachstum, mangelnde Reformen sowie laxe Geld- und Finanzpolitik ergeben einen Cocktail, der dem Devisenmarkt nicht schmeckt. Die Folge war ein Yen-Kursrutsch, der Euro konnte deutlich zulegen (Abbildung 35). Gleichwohl endete 2015 die Talfahrt des Yen und der Euro musste einen kleinen Teil seiner vorausgegangenen Gewinne wieder abgeben. Japan will eine weitere Abwertung inzwischen vermeiden. Für 2016 erwarten wir deshalb nur moderate Gewinne für den Euro. Werte von 140 Yen je Euro sind realistisch.

Japan möchte weitere deutliche Abwertung vermeiden

Abb. 35: Euro in Japanischem Yen

Quelle: Bloomberg.

5. Chinesischer Renminbi: Künftig flexibler

China hatte seinen Exportboom lange mit einer schwachen Währung unterstützt. Auch auf Drängen der USA ließ die Zentralbank in den vergangenen Jahren den Wechselkurs zum US-Dollar moderat steigen. Die Orientierung am Dollar wurde zum Problem, als dieser zum Höhenflug ansetzte. Denn dadurch wurde der Renminbi gegenüber Drittwährungen mit in die Höhe gezogen – trotz abflauer China-Konjunktur. Im August zog China die Konsequenzen und wertete seine Währung zum US-Dollar deutlich ab. Angesichts der auch künftig weiter langsam abnehmenden Konjunkturdynamik dürfte der Renminbi gegenüber dem Dollar weiter moderat nachgeben. Die Aufnahme des Renminbis in den Währungskorb, aus dem die IWF-Sonderziehungsrechte abgeleitet werden, dürfte für den Wechselkurs zunächst keine größeren Auswirkungen haben.

Dollar-Stärke ein Problem für Chinas Währung

IV. Rohstoffe: Das Jahr 2016 bleibt schwierig

(Wolfgang Pflüger)

*Das vierte Abwärtsjahr
in Folge*

Die Notierungen für Energie, Edelmetalle und Industriemetalle haben sich seit Mitte 2011 mehr als halbiert. Dieser Zeitpunkt markiert den Anfang vom Ende des Rohstoff-Superzyklus (Abbildung 36).

Abb. 36: Bloomberg Commodity Index



Ohne Landwirtschaft und Zuchttiere. In US-Dollar. Quelle: Bloomberg.

*Realwirtschaftliche und
monetäre Ursachen*

Eine Hauptursache war, dass Chinas Wirtschaft 2011 erstmals nicht mehr zweistellig wuchs. Seit 2013 bereitet zudem die Fed ihre Zinswende vor. Seit Herbst 2014 haben sich die Ölpreise halbiert. Innerhalb von 18 Monaten hat sich der handelsgewichtete US-Dollar um 25 % aufgewertet. Dies belastet die in Dollar notierten Rohstoffpreise.

*China-Schwäche und
Überangebot*

Im Jahresverlauf 2015 gaben die Rohstoffpreise unter Schwankungen um gut 20 % nach (Tabelle 3). Im Vordergrund standen die Industriemetalle. Die nachlassende Wachstumsdynamik der chinesischen Wirtschaft und fortbestehende Überschusskapazitäten auf der Angebotsseite bestimmten den Trend.

Tab. 3: Entwicklung des Rohstoffsektors

	Preise per 04.12.2015 in US-Dollar	Jahresveränderung in %
Bloomberg Commodity Index	91	-26,0
Kupfer	4 637	-27,1
Aluminium	1 503	-17,9
Blei	1 669	-9,9
Nickel	9 025	-39,6
Zink	1 529	-29,4
Zinn	14 881	-23,4
Gold	1 087	-8,3
Silber	14	-7,3
Palladium	567	-28,9
Platin	881	-27,1
Öl (Brent)	43	-25,0

Quelle: Bloomberg.

Die kommenden Quartale bleiben schwierig. Denn die äußeren Belastungsfaktoren ändern sich kaum. Was schon bislang auf die Rohstoffnotierungen drückte, bleibt unverändert trendbestimmend:

*Die nächsten Quartale
bleiben schwierig*

- 1) Die Erwartung steigender Zinsen nicht nur in den USA.
- 2) Damit einhergehend eine weitere Aufwertung des US-Dollar.
- 3) Rückläufige Wachstumsraten in China und anderen Schwellenländern.

Mit einem erheblichen zeitlichen Nachlauf beginnen die Fördermengen auf den vorausgegangenen Preisverfall zu reagieren. Die US-Schieferölproduktion könnte im Jahresvergleich um bis zu 1 Mio. Fass/Tag zurückgefahren werden. Global agierende Minenkonzerne haben Stilllegungen und Förderkürzungen in erheblichem Umfang bei wichtigen Industriemetallen angekündigt. Dennoch wird es kaum möglich sein, die bisherigen Angebotsüberschüsse bereits 2016 komplett abzubauen. Zwei weitere schwierige Jahre für den Rohstoffsektor sind möglich.

*Verbesserte Marktinterne
könnten stabilisieren*

1. Öl: Annäherndes Marktgleichgewicht Ende 2016 möglich

Seit Herbst 2014 haben die OPEC-Staaten unter der Führung von Saudi-Arabien und dem Irak ihre Fördermengen sprunghaft ausgeweitet. Es kam zu einem dramatischen Preisverfall (Abbildung 37). Produzenten mit hohen Förderkosten sollen aus dem Markt gedrängt werden. Seitdem schwankt die Überschussförderung zwischen 2 und 2,5 Mio. Fass/Tag. Seit dem Sommer dieses Jahres beginnt die US-Produktion aus unkonventionellen Vorkommen zu sinken. Ähnliches gilt für die Förderung aus kanadischen Teersänden oder brasilianischen Tiefseequellen. Die International Energieagentur (IEA) prognostiziert einen Rückgang innerhalb der nächsten zwölf Monate um 1 Mio. Fass/Tag.

*OPEC-Strategie
beginnt zu greifen*

Abb. 37: Ölpreis



In US-Dollar je Fass der Sorte Brent. Quelle: Bloomberg.

*Förderung und Nachfrage
näheren sich an*

Die globale Rohölnachfrage dürfte 2015 um 1,5 Mio. Fass/Tag auf 92,9 Mio. Fass/Tag zugenommen haben. Für 2016 unterstellen die Gemeinschaft ölfördernder Länder, OPEC und die IEA ähnliche Zuwachswerte von etwa 1,2 Mio. Fass/Tag auf dann 94,1 Mio. Fass/Tag. Die OPEC sieht den Bedarf nach ihren Ölsorten von 29,6 Mio. Fass/Tag auf jahresdurchschnittliche 30,8 Mio. Fass/Tag ansteigen. Gegen Ende des zweiten Halbjahres 2016 sollen es dann 31,4 Mio. Fass/Tag sein. Das wären somit +1,8 Mio. Fass/Tag innerhalb von 18 Monaten. Gleichzeitig wird von einem Rückgang des US-Outputs von seinem im Mai 2015 erreichten Spitzenwert bei circa 9,7 Mio. Fass/Tag auf etwa 8,6 Mio. Fass/Tag ausgegangen. Diese gegenläufigen Entwicklungen summieren sich auf weit mehr als 2 Mio. Fass/Tag und könnten somit das Überschussangebot annähernd ausgleichen. Unsicher bleibt, ob der Iran mit seinen veralteten Anlagen in der Lage sein wird, den Exportmärkten tatsächlich bis zu 1 Mio. Fass/Tag mehr zur Verfügung zu stellen, ob Libyen zu innerem Frieden findet und dann ohne weiteres 1 Mio. Fass/Tag mehr produzieren könnte und ob die US-Schieferölindustrie ihre Förderung in dem erwarteten Umfang kürzen wird.

*Begrenzter Preisspielraum
nach beiden Seiten*

Viele Marktbeobachter halten das Abwärtsrisiko mittlerweile allerdings für begrenzt, sehen aber auch kein überschäumendes Aufwärtspotenzial. Oft werden für 2016 Jahresdurchschnittspreise von um die 60 US-Dollar je Fass unterstellt. Die OPEC selbst scheint den Preisspielraum für ihr wichtigstes Ausfuhrgut ebenfalls als relativ begrenzt zu betrachten. Erst 2020 sollen die Preise wieder bei 80 US-Dollar je Fass angekommen sein. Die IEA sieht diesen Zeitpunkt bereits 2018 gekommen.

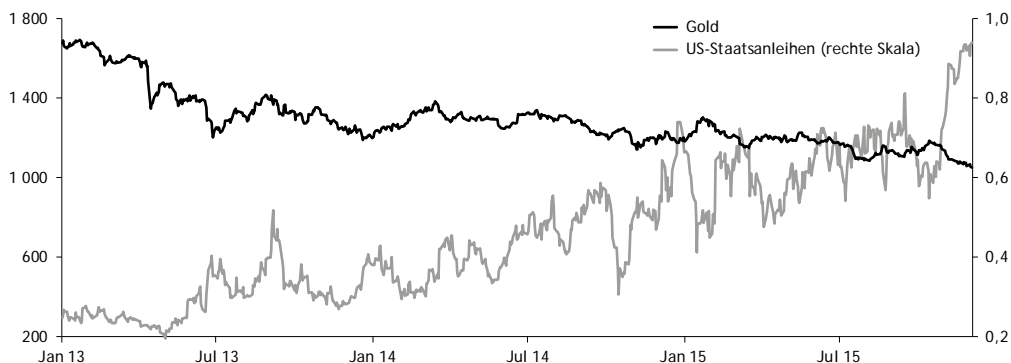
2. Gold: Seitwärts nach vier Abwärtsjahren

*Finanzanleger für
Kursrutsch verantwortlich*

Seit den Spitzennotierungen von 1 920 US-Dollar je Feinunze am 6. September 2011 hat Gold bis auf ein Fünfeinhalbjahrestief (1 067 US-Dollar im November 2015) 44 % an Wert eingebüßt. Ab Anfang 2013 kam es zu umfangreichen Abgaben der großen Gold-ETFs. Die Bestände fielen um etwa 1 000 Tonnen und haben sich damit fast halbiert. Das war der niedrigste Stand seit 2008. Aktuell stabilisiert sich die Lage.

*Belastungsfaktoren
eingepreist*

Das künftige Anlegerverhalten ist allerdings schwer prognostizierbar. Denn: Physische Goldbestände generieren keine Erträge. Die für 2016 erwarteten Zinssteigerungen können daher höheren Goldpreisen entgegenstehen. Das gilt auch für den Fall einer weiteren Dollar-Aufwertung. Andererseits: Seit Ende 2013 bewegt sich Gold in einer relativ engen Preisspanne von 1 060 und 1 300 US-Dollar (Abbildung 38). Diese niedrige Volatilität spricht dafür, dass viele der Belastungsfaktoren in die Preisbildung eingeflossen sind.

Abb. 38: Goldpreis gegenüber zweijährigen US-Staatsanleihen

Goldpreis in US-Dollar je Unze; US-Staatsanleihen in %. Quelle: Bloomberg.

Global übertrifft die physische Goldnachfrage mit circa 4 000 Tonnen die jährliche Minenproduktion von etwa 3 100 Tonnen seit Jahren deutlich. Die Lücke wurde in den vergangenen drei Jahren durch ETF-Abgaben und Goldrecycling geschlossen. Die industrielle Abnahme weist kontinuierlich leichte Steigerungen auf. Unter Schwankungen nimmt der Bedarf der Schmuckindustrie zu. Insbesondere die wachsende einkommensstarke Mittelschicht in Indien und China kauft mehr. Beide Länder vereinen etwa 50 % der globalen Goldnachfrage auf sich. Der Zentralbankensektor ist seit Jahren ein Netto-Goldkäufer. Vor allem Russland und China nutzen das Edelmetall zur Diversifizierung ihrer Devisenreserven. Dies birgt ein hohes Potenzial.

Deutlich stabiler notieren Gold und andere Edelmetalle in Abwertungswährungen wie beispielsweise dem Euro, Japanischen Yen oder der Indischen Rupie. Wir erwarten über weite Strecken des Jahres 2016 ein fortgesetztes, recht enges Preisband für Gold zwischen 1 000 und 1 200 US-Dollar.

3. Industriemetalle: Der China-Faktor

Ende 2015 war Kupfer mit 4 450 US-Dollar je Tonne so billig wie seit Anfang 2008 nicht mehr (Abbildung 39). Hauptursachen für den Preisverfall sind der festere Dollar, das globale Überangebot und vor allem die Schwäche der China-Nachfrage.

Mittlerweile kommt es zu ersten Produktionskürzungen als Reaktion auf den seit mehr als drei Jahren anhaltenden Preisverfall bei allen Industriemetallen. Führende Kupferminengesellschaften haben bislang Reduzierungen um knapp 1 Mio. Tonnen/Jahr angekündigt (Jahresproduktion an Kupfererzen 2015: etwa 19,6 Mio. Tonnen) – immerhin! Es dürfte allerdings Monate dauern, bis die aktuellen Angebotsüberhänge abgebaut sein werden. Bis dahin könnte der Preisdruck anhalten. Während der letzten beiden zyklischen Abwärtsbewegungen in den Jahren 2005 und 2009 fielen die Preise jeweils bis in den Bereich 2 600/2 700 US-Dollar je Tonne zurück. So etwas erwarten wir aktuell nicht. Unser weltwirtschaftlicher Ausblick ist moderat optimistisch. Für China ist eine harte Konjunkturlandung eher unwahrscheinlich. Deswegen dürften sich die Kupfernotierungen langsam stabilisieren und in der zweiten Jahreshälfte 2016 nach oben drehen.

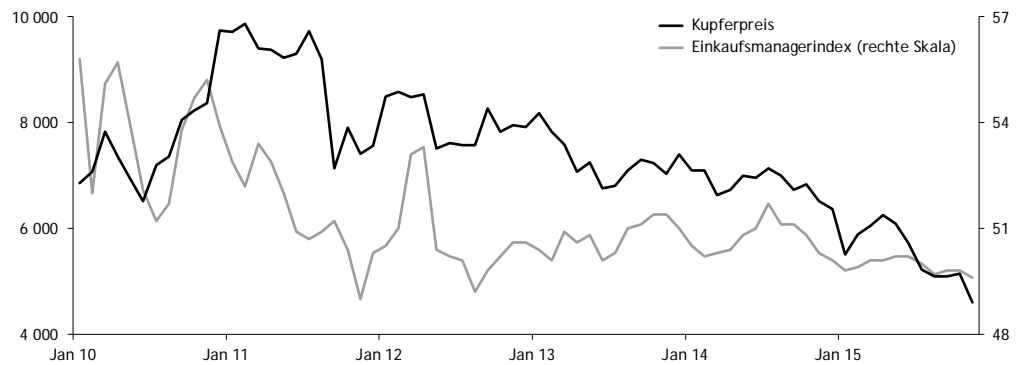
Mittelfristig kann Gold wieder an Strahlkraft gewinnen

Enges Preisband wahrscheinlich

Kupferpreise fallen auf Krisenniveau

Produktionskürzungen anvisiert

Abb. 39: Kupferpreis und chinesischer Einkaufsmanagerindex



Kupferpreis in US-Dollar pro Tonne. Einkaufsmanagerindex in Punkten. Quellen: Bloomberg, China Federation of Logistics and Purchasing.

*Kapazitätsstilllegungen
auch anderswo*

Bei der Zinkförderung sieht es ähnlich aus: –900 000 Tonnen oder fast 9 % der globalen Jahresproduktion. In der Aluminiumverarbeitung haben westliche Konzerne bereits seit zwei Jahren immer mehr Kapazitäten stillgelegt. Aber: Nach anfänglich positiven Preisreaktionen wurde bald der vorherrschende Abwärtstrend wieder aufgenommen. Es folgten sogar neue zyklische Tiefs. Ursache: Neben den generellen Überkapazitäten außerhalb Chinas hat das Reich der Mitte in den letzten Jahren selbst riesige Weiterverarbeitungsstätten aufgebaut. Stimmt die Binnennachfrage nicht, dann wächst der Exportdruck und die Weltmarktpreise fallen.

*Also: ohne Chinas Hilfe
keine Preiswende*

Ohne eine nachhaltige Erholung der chinesischen Industrie wird es also keine generelle Trendwende bei den Industriemetallen geben können. Die Aussichten dafür sind für 2016 eher schlecht.



TEIL 6 KAPITALMARKTSTRATEGIE

(Peter Reichel)

I. Aktien: Der Bullenmarkt ist noch nicht tot

Für die USA und Europa erwarten wir 2016 weder eine merkliche Konjunkturbeschleunigung noch eine spürbare Abkühlung. Die Schwellenländer präsentieren sich hingegen divergent und insgesamt fragiler. Viele wachsen unter ihrem Potenzial. Während das Konjunkturrisiko für die USA und Europa insofern symmetrisch erscheint, sehen wir mehr Abwärts- als Aufwärtsrisiken in den Schwellenländern.

*Makroökonomische
Rahmenbedingungen
für Aktien unterstützend*

Dabei wird China – einmal mehr – auch 2016 im Zentrum der Wachstumssorgen stehen. Zwar ist eine echte Konjunkturkrise unwahrscheinlich. Die chinesische Regierung und/oder die chinesische Zentralbank würden entsprechend intervenieren. Jedoch kann die Sorge um eine stärker als erwartet ausfallende Konjunkturabkühlung in China immer wieder neue Zweifel säen und zu temporärer Volatilität führen. Wir rechnen damit, dass sich im Jahr 2016 immer wieder neue Investmentmöglichkeiten ergeben werden.

*Volkswirtschaftliche
Risiken rühren aus den
Schwellenländern –
insbesondere aus China*

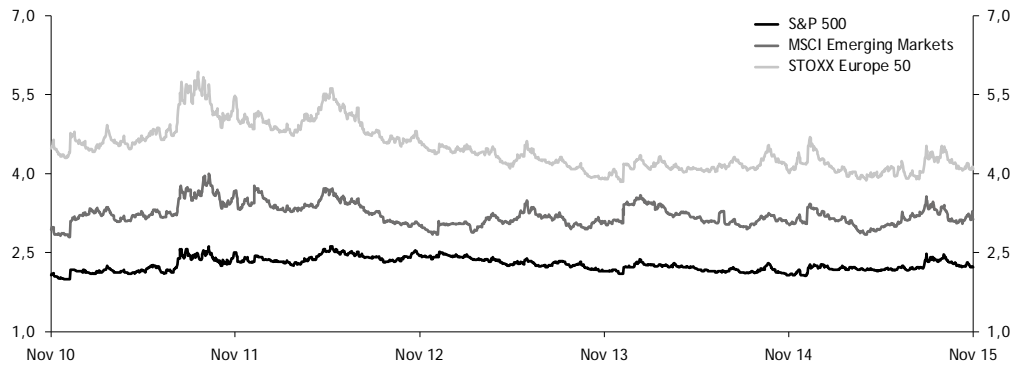
Die Aussichten für steigende Unternehmensgewinne sind angesichts einer erwarteten Wechselkursstabilisierung sowie höherer Energiepreise im Jahresverlauf insgesamt gut. Gleichwohl fallen die Dynamiken regional unterschiedlich aus. Während wir für europäische Unternehmen ein Gewinnwachstum im hohen einstelligen Prozentbereich erwarten, sollten die Gewinne von US-Unternehmen weniger stark wachsen. Europa profitiert dabei stärker von niedrigen Rohstoff- und Energiepreisen sowie von niedrigen Zinsen als die USA. Für Unsicherheit könnten Wechselkurseffekte sorgen. Nachdem europäische Unternehmen mehrheitlich von einem schwachen Euro profitierten, dürfte sich ein eher aufwertender Euro im Jahresverlauf als unterstützender Effekt zugunsten der USA herausstellen.

*Die Unternehmensgewinne
diesseits und jenseits des
Atlantiks dürften moderat
steigen*

Europäische Aktien sind hinsichtlich des KGV attraktiver bewertet als US-Aktien (Abbildung 23, S. 37). Auch in Bezug auf ordentlicher Erträge, wie Dividenden, stehen europäische Titel günstiger dar. Denn während Aktien des S&P 500 eine Dividendenrendite für 2016 von rund 2,3 % ausweisen, versprechen Titel des STOXX Europe 50 eine Dividendenrendite von über 4 % (Abbildung 40). Mithin erachten wir europäische Aktien im Vergleich zu ihren amerikanischen Pendanten als attraktiver bewertet und erwarten ein größeres Kurswachspotenzial.

*Europäische Aktien haben
mehr Kurspotenzial*

Abb. 40: Dividendenrenditen



Basierend auf den geschätzten Dividenden für 2016. In %. Quelle: Bloomberg.

Mittelständler im deutschsprachigen Raum attraktiv

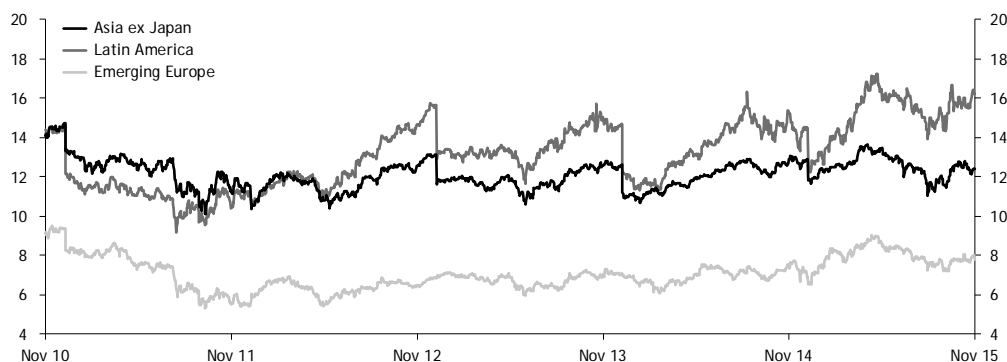
Innerhalb von Europa raten wir Anlegern, sich stärker auf Unternehmen aus dem Mittelstand zu konzentrieren. Dabei sollte der Fokus auf dem deutschsprachigen Raum liegen. Wir erkennen in diesem Segment beträchtliches, langfristiges Wachstumspotenzial.

Die Erwartungen an die Unternehmensgewinne in den Emerging Markets könnten überzogen sein – ein gewisses Enttäuschungspotenzial besteht

Die Unternehmen der Schwellenländer leiden seit mehreren Quartalen unter anhaltendem Margendruck. Nur dank leicht steigender Erlöse konnten sie insgesamt gesehen in den letzten zwei Jahren sinkende Gewinne vermeiden. Der Margendruck beruht zum Teil auf sinkenden Rohstoff- und Energiepreisen. Aber auch Fehlallokationen des Kapitals spielen eine gewichtige Rolle, insbesondere bei Unternehmen mit einem relativ großen Staatseinfluss. So halten viele Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe weiterhin Überkapazitäten vor. Die Produzentenpreise deuten auch auf einen schärferen Wettbewerb hin. Zu allem Übel fällt der Außenhandel enttäuschend aus. Basiseffekte sowie eine erwartete Stabilisierung von Rohstoffpreisen führen dazu, dass die Konsenserwartungen für die Gewinnentwicklung von Unternehmen in den Schwellenländern für 2016 im hohen einstelligen Prozentbereich notieren. Allerdings bietet genau dies Raum für Enttäuschungen und negative Analystenrevisionen – wie in der Vergangenheit oftmals beobachtet. Von der Bewertungsseite kann man kaum Unterstützung erwarten, denn im historischen Kontext scheinen Emerging-Markets-Unternehmen durchschnittlich fair bewertet, wobei regionale Unterschiede wichtig sind (Abbildung 41). Asien erscheint insgesamt noch am attraktivsten.

Emerging Markets untergewichtet – gleichwohl werden sich immer wieder Investmentopportunitäten bieten

Wir bleiben vorsichtig bei Aktien aus den Schwellenländern ob der weiteren Gewinnentwicklung und empfehlen, diese strategisch unterzugewichten. Gleichwohl mögen Reformfortschritte sowie Kapitalflüsse in die Schwellenländer zu zeitweiligen Aufholbewegungen führen. Hierbei würde sich unter taktischen Aspekten anbieten, im Jahresverlauf 2016 „abgestrafte“ Schwellenmärkte günstig und antizyklisch einzusammeln (zum Beispiel einzelne Länder aus Lateinamerika oder Russland) oder in schwachen Börsenphasen Opportunitäten wahrzunehmen von an sich relativ solideren Volkswirtschaften (zum Beispiel Indien oder Südkorea).

Abb. 41: Emerging Markets - Kurs-Gewinn-Verhältnisse der MSCI-Aktienindizes

Basierend auf den geschätzten Unternehmensgewinnen des laufenden Geschäftsjahres. Quelle: Bloomberg.

Zusammenfassend bleiben wir für Aktien im Jahr 2016 zuversichtlich. Unsere strategische Einschätzung ist positiv. Unsere taktische Positionierung hängt jedoch auch davon ab, mit welcher Dynamik das Jahr 2016 startet. Wir erwarten eine gewisse Volatilität, die immer wieder zu Allokationsveränderungen führen wird. Als Risiken betrachten wir die Unternehmensgewinnentwicklung, eine mögliche Verlangsamung der globalen Konjunktur, Irritationen seitens der Notenbanken sowie die Diskussion um den „Brexit“ oder einmal mehr den „Grexit“. All das werden wir genau beobachten müssen. Die starken Aktienjahre mit zweistelligen Zuwachsraten dürften wohl hinter uns liegen. Jedoch sehen wir Zuwächse im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich. Das Chance-Risiko-Verhältnis erachten wir weiterhin als überwiegend attraktiv und empfehlen im gegenwärtigen Anlageumfeld an Aktien festzuhalten.

*Zuversicht für Aktien,
trotz beschränktem
Aufwärtspotenzial*

II. Anleihen: Der Zinswende ins Auge sehen

Nachdem die geringe Inflation in der Eurozone eine weitere Lockerung der europäischen Geldpolitik immer wahrscheinlicher machte, stabilisierten sich Anleihen nach den Kursverlusten im Sommer (Abbildung 42). Obwohl vor der EZB-Entscheidung im Dezember viele Marktteilnehmer auf ein weitreichenderes Maßnahmenbündel spekuliert hatten, sollte das um sechs Monate verlängerte Anleihekaufprogramm der EZB einen starken Renditeanstieg verhindern.

*Europäische Anleihen
profitieren von der
EZB-Geldpolitik*

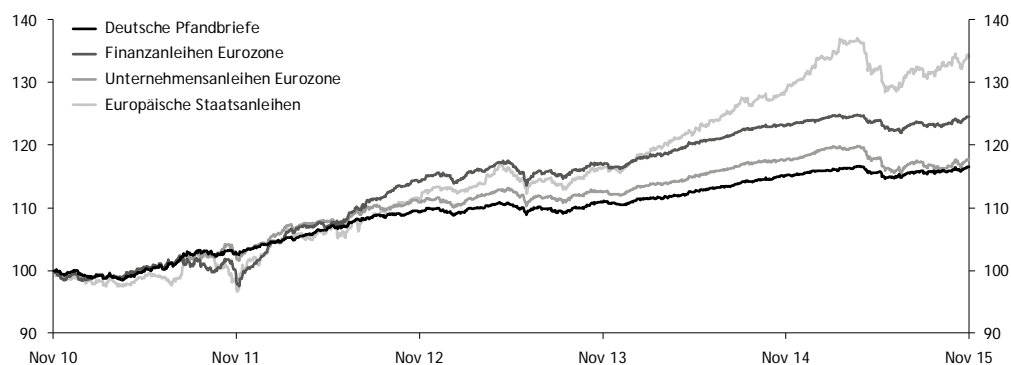
Seit Jahren wurden Anleihen aufgrund der niedrigen Verzinsung hinterfragt, oft sogar totgesagt. Das langanhaltende Niedrigzinsniveau bestätigte einmal mehr, dass es über eine längere Zeit nicht sinnvoll gewesen wäre, Anleihen zu diskriminieren. Stattdessen empfiehlt es sich, diese Anlageklasse als einen wichtigen Bestandteil eines effizient diversifizierten Portfolios einzusetzen. Denn neben meist günstigen Korrelationseigenschaften zu den wichtigen Risikoanlegeklassen bieten Anleihen opportune Anlagen mit Renditepotenzial – gerade im direkten Vergleich zu reiner Liquidität.

*Anleihen sollten im
Portfoliokontext
grundsätzlich nicht
diskriminiert werden*

Anleihen bleiben im Spannungsfeld von Makrodaten und einer stetigen Nachfrage

Unter den Annahmen, dass sich die Eurozone und die USA im Jahr 2016 nahe am Potenzialwachstum bewegen werden und dass die Inflation in den entwickelten Ländern zu steigen beginnt, wäre es folgerichtig, dass sich die Anleiherenditen aufwärts bewegen beziehungsweise Kursverluste entstehen. Ferner dürfte sich bei steigenden Zinsen jenseits des Atlantiks der europäische Rentenmarkt kaum vom amerikanischen abkoppeln können. Auf der anderen Seite steht das Anleihekaufprogramm der EZB, das für regelmäßige Nachfrage nach Anleihen sorgt. Auch der weiterhin vorhandene Anlagenotstand unter vielen Investoren, die in festverzinslichen Wertpapieren investieren müssen und nicht oder kaum auf andere Anlageklassen ausweichen können, dürfte für Nachfrage sorgen.

Abb. 42: Entwicklung verschiedener Rentenindizes



Normiert auf 100 zum Startdatum. Quelle: Bloomberg.

Eine Zinswende erscheint unvermeidlich bevorzuzustehen

Wir erwarten, dass die Renditen 2016 leicht und danach moderat steigen. Zwar dürfte das niedrige Zins- und Renditeniveau über die kommenden Monate weitgehend erhalten bleiben. Über die kommenden Jahre werden sich Zinsen und Renditen aber mit leicht steigender Inflation und einer guten Konjunktur moderat nach oben bewegen.

Anleiheinvestments sollten eine moderate Duration aufweisen

Wir empfehlen bei Anleihen eine durchschnittlich kurze bis moderate Laufzeit (Duration). Die Zinsstrukturkurven sind mit Ausnahme einzelner Euro-Peripherieländer weiterhin relativ flach. Das heißt, dass Anleihen mit einer langen Laufzeit nur eine leicht höhere Rendite bieten, allerdings im Falle eines erneuten Renditeanstiegs überproportionale Verluste erleiden. Weil Investoren für die höheren Risiken nicht ausreichend entschädigt werden, raten wir von langen Laufzeiten ab.

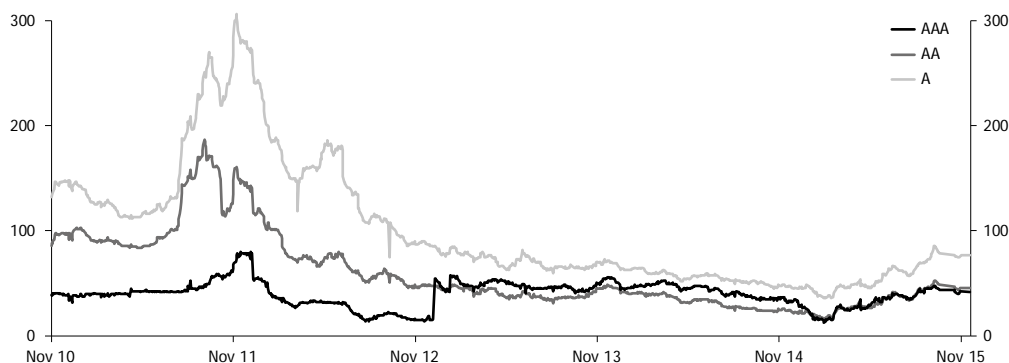
2016 wird im Lichte des Durationsmanagements stehen

Mit der unterschiedlichen Richtung in der Notenbankpolitik wird die Zinsschere zwischen den kurzfristigen amerikanischen und europäischen Zinsen aufgehen. Am langen Ende, also bei Anleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren, dürfte sich hingegen der Zinsunterschied nur begrenzt ausweiten. Einhergehend mit einer unterschiedlichen Richtung der Kommunikation seitens der Fed und der EZB rechnen wir mit steigenden Volatilitäten an den Rentenmärkten. Deshalb bietet es sich an, in den kommenden Quartalen Rentenportfolios aktiv zu managen. Wir empfehlen eine moderate und im Vergleich zur Benchmark eine geringere Zinssensitivität – dies bedeutet eine durchschnittliche Kapitalbindungsdauer, also eine Duration von etwa zweieinhalb bis annähernd vier Jahren, abhängig von der Risikotragfähigkeit und der Wahl der individuellen Strategie.

Statt höhere Renditen über deutlich längere Laufzeiten zu erwirtschaften und dabei höhere Zinssensitivitätsrisiken einzugehen, ziehen wir selektive Kreditrisiken mit attraktiven Risikoprämien und damit auskömmlichen Renditen weiterhin vor.

*Rendite eher über
Kreditrisiken erwirtschaften*

Abb. 43: Unternehmensanleihen - Risikoprämien AAA bis A

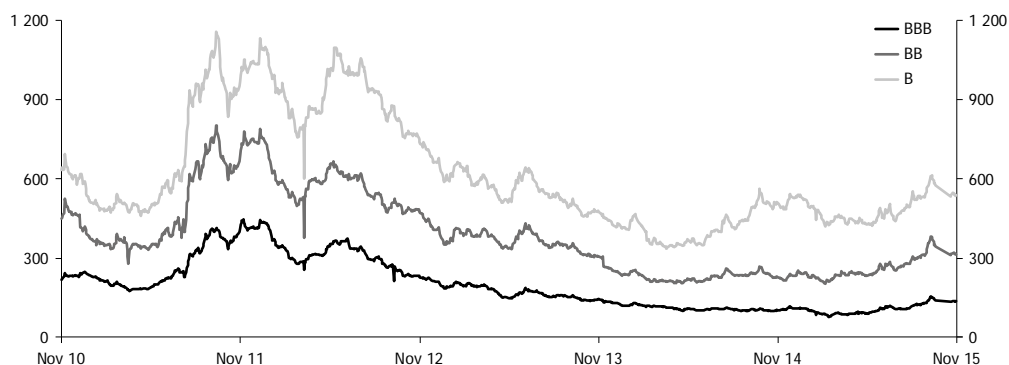


In Basispunkten. Quelle: Bloomberg.

Unternehmensanleihen ziehen wir gegenüber Staatsanleihen vor. Ein positives Makro Umfeld bildet eine gute Stütze für Unternehmen und die gegenwärtige Geldpolitik ermöglicht eine weitere Einengung von Zinsdifferenzen gegenüber Bundesanleihen (Abbildung 43 und 44). Dieses Potenzial bleibt jedoch beschränkt.

*Unternehmensanleihen
sollten das präferierte
Anleibesegment darstellen*

Abb. 44: Unternehmensanleihen - Risikoprämien BBB bis B

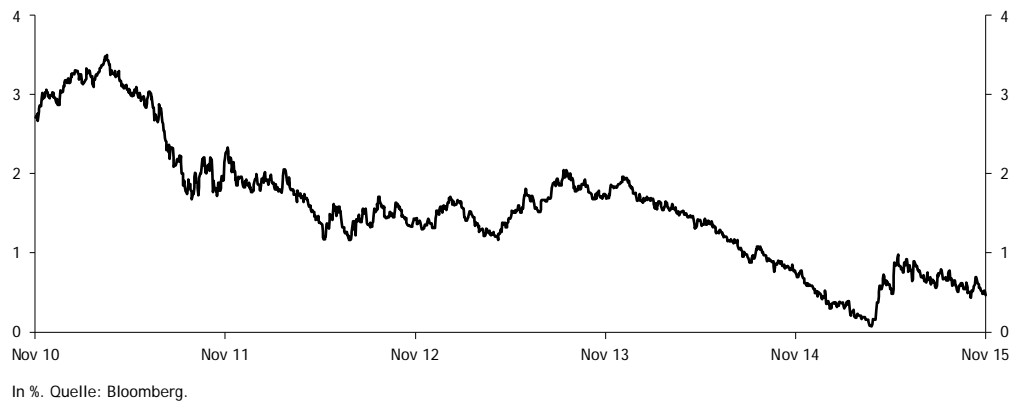


In Basispunkten. Quelle: Bloomberg.

Unter europäischen Staatsanleihen empfehlen wir zur Beimischung italienische, spanische, irische sowie portugiesische Staatsanleihen. Diese haben sich zwar seit Anfang September im Vergleich zu Bundesanleihen bereits besser entwickelt, jedoch besteht Potenzial, dass diese Zinsdifferenzen weiter abnehmen werden (Abbildung 45).

*Europäische Staatsanleihen
eignen sich nach wie vor zur
Beimischung*

Abb. 45: Zehnjährige europäische Staatsanleihen - Renditeentwicklung



Ausgewählte Rentenfonds diversifizieren das Portfolio und optimieren die Rendite

Unter Aspekten der Risikodiversifikation und der Renditeoptimierung empfehlen wir Kreditrisiken aufzunehmen – allerdings in Form von Fonds. So bieten europäische Hochzinsanleihen mit einer relativ kurzen Restlaufzeit attraktive Zinsvorsprünge gegenüber Unternehmensanleihen. Ebenso empfehlen wir Euro-gesicherte US-Dollar-Unternehmensanleihen im Schwellenbereich mit einem Nicht-Investment-Grade-Rating, die auch nach Absicherungskosten leicht höhere Renditen bieten als europäische Anleihen. Hartwährungsanleihen der Emerging Markets sowie Anleihen von hochrentierlichen Frontier Markets bleiben längerfristig nach wie vor vielversprechend. Allerdings sollte eine höhere Schwankungsbreite in Kauf genommen werden. Schließlich runden auch Mortgage-Backed Securities mit flexibler Laufzeitensteuerung, die vom US-Zinszyklus und vom stabilen konjunkturellen Umfeld in den USA profitieren, die Portfoliobeimischung von Kreditrisiken ab.

Alternative Investments eignen sich zur Diversifikation und Renditeoptimierung

III. Alternative Investments: Die Anlagealternative zu Anleihen

Alternative Investments – darunter verstehen wir Investitionen in Rohstoffen und „liquide alternative Investmentstrategien“ – bieten attraktive und teils ungeahnte Möglichkeiten zur renditesteigernden Risikostreuung. Der Fokus liegt auf einer insgesamt geringen Korrelation zu traditionellen Assetklassen wie Aktien oder Anleihen. Dabei kann eine ausgeklügelte Risikodiversifikation das Gesamtrisiko des Portfolios spürbar reduzieren und auch in negativen Marktphasen aufgrund ihrer niedrigen Volatilität wertstabilisierend wirken.

Im Rohstoffbereich erachten wir Gold als eine sinnvolle Beimischung

Im Rohstoffbereich empfehlen wir, Investitionen grundsätzlich indirekt über Zertifikate, ETFs (börsengehandelte Fondsanteilscheine), ETCs (börsengehandelte Schuldverschreibungen auf die Anlageklasse Rohstoffe) oder Fonds zu tätigen. Dabei schließen wir Agrarrohstoffe konsequent aus. Für die Preisentwicklung von Rohstoffen (Industriemetalle und Energierohstoffe) haben wir eine verhaltene Erwartung und empfehlen deshalb dieses Segment unterzugewichten. Unter den Edelmetallen erachten wir Gold unter Diversifikationsaspekten als sinnvoll.



Im Bereich der liquiden alternativen Investmentstrategien zielen wir darauf ab, attraktive Renditen bei gleichzeitig geringen Korrelationen zur Wertentwicklung von Aktien oder Anleihen zu erwirtschaften. Als konkrete Anlageformen bieten sich Fonds oder Zertifikate an. Wir empfehlen, alle zur Verfügung stehenden alternativen Anlagestrategien, wie zum Beispiel Cat-Bonds (hochverzinsliche Anleihen von (Rück-)Versicherern zur Abdeckung gegen Extremrisiken) und auch marktneutrale Aktien-, Renten-, Währungs- und Rohstoffstrategien in Betracht zu ziehen. Dabei werden insbesondere Risikoprämien in den engeren Anlagefokus rücken. Unter Risikoprämien definieren wir Strategien, die für die Übernahme eines Risikos beziehungsweise einer Unsicherheit eine hinreichende Rendite durch regelbasierte Anlagestrategien systematisch erwirtschaften können. Das gezielt aufgebaute und sehr breit diversifizierte Portfolio aus Risikoprämien ist eine vorteilhafte Ergänzung zu traditionellen Anlageklassen durch seine recht stabile neutrale Korrelation. Dabei ist die erwartete risikoadjustierte Rendite durchaus attraktiv. Wir erwarten eine vom Rentenmarkt unabhängige Wertentwicklung. So beabsichtigen wir mit diesem Investment auch im Umfeld steigender Renditen eine positive Wertsteigerung zu erzielen.

Liquide alternative Investmentstrategien können eine attraktive Alternative zu Anleihen darstellen

IV. Liquidität: Cash bleibt King

Unter Korrelations- und Portfoliostabilitätsaspekten bleibt Liquidität als Anlageklasse weiterhin ein wichtiger Baustein. Aus portfolioretischer Sicht stellt Liquidität generell aufgrund der stabilen neutralen Korrelation gegenüber den gängigen Anlageklassen eine gute Möglichkeit dar, das Portfolio über schwierige Kapitalmarktphasen hinweg zu stabilisieren. Liquidität als taktische Manövriermasse ist eine kostengünstige Möglichkeit, bei Marktschwäche opportunistisch und antizyklisch Investments vorzunehmen. Wir erwarten im Verlauf des Jahres 2016 höhere Schwankungsbreiten. Daher rechnen wir damit, dass der Kasse- beziehungsweise Liquiditätsanteil zeitweilig merklich steigen kann.

Liquidität ist mehr als ein Investment-Residuum

Aktuell empfehlen wir, einen Teil der freien Liquidität noch im US-Dollar angelegt zu belassen. Der US-Dollar profitiert von einer wachsenden Zinsdifferenz im (sehr) kurzfristigen Laufzeitbereich zwischen den USA und der Eurozone, von einem absolut höheren Wachstum sowie von einer zu erwartenden stärker steigenden Inflation in den USA. Allerdings empfehlen wir zu gegebener Zeit dieses Investment mit Gewinn zu veräußern, weil die vorgenannten Argumente von der Prämisse des Leistungsbilanzüberschusses der Eurozone sukzessive dominiert werden sollten.

Freie Liquidität kann noch im US-Dollar investiert bleiben

V. Kapitalmarktprognosen

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2016
USA	10 Jahre	2,27	2,80
Europa*	10 Jahre	0,68	1,10
Großbritannien	10 Jahre	1,92	2,60
Währungen		Aktuell	Prognose Ende 2016
USA	EUR/USD	1,09	1,15
Europa	EUR/CHF	1,09	1,12
Großbritannien	EUR/GBP	0,72	0,74
Aktien		Aktuell	Prognose Ende 2016
USA	S&P 500	2 092	2 200
Europa	DAX	10 752	11 800
	EURO STOXX 50	3 331	3 700
	FTSE 100	6 238	6 550
Rohstoffe (in US-Dollar)		Aktuell	Prognose Ende 2016
Öl (Brent)		43	55
Gold		1 087	1 150

* Bundesanleihen. Quellen: Bloomberg, Berenberg.