



Kapitalmarktperspektiven

Jahresausblick 2017

Inhaltsverzeichnis

- 3 Editorial
- 4 Rückblick & Einstimmung
- 6 Weltwirtschaft
- 8 Notenbanken
- 10 Investmentthema Politik
- 12 Anleihen
- 14 Unternehmensanleihen
- 15 Währungen
- 16 Immobilien
- 18 Aktien
- 20 Investmentthema Finanzwerte
- 22 Rohstoffe
- 24 Investmentthema Edelmetalle
- 26 Asset Allokation
- 27 Musterallokation & Impressum



Liebe Leserin, lieber Leser!

Ein anstrengendes, aber in Summe passables Börsenjahr 2016 geht dem Ende entgegen. Ängste vor einer massiven Wachstumsabschwächung in China bescherten uns im Januar und Februar den schwächsten Jahresstart seit über 50 Jahren. Mehr als 20 Prozent Kursverlust für Dax, Euro Stoxx & Co. standen bereits nach sieben Wochen zu Buche. Viele Anleger hatten das Börsenjahr daher bereits Ende Februar abgeschrieben.

Doch wer der Wertpapieranlage die Stange hielt, wurde für diesen Mut und das Durchhaltevermögen belohnt. Die Kursverluste wurden bis in den Sommer hinein weitgehend wettgemacht. Per Ende November liegen globale Aktienanlagen sogar spürbar im Plus. Auch Unternehmensanleihen mittlerer Bonität, Gold und Immobilien haben - teils unter Schwankungen - solide zugelegt. Und dass, obwohl auch der weitere Jahresverlauf 2016 mit dem Brexit-Votum und den US-amerikanischen Präsidentschaftswahlen negative Überraschungen mit sich brachte. Die Jahresperformance musste also spürbar mühsamer verdient werden als in den Vorjahren.

Der Blick voraus zeigt: Einfacher wird es wohl auch 2017 nicht. Die Nullzinspolitik der Notenbanken hat immer häufiger negative Nebenwirkungen, die politischen Ereignisri-

siken bleiben mit dem Amtsantritt des designierten US-Präsidenten Donald Trump, dem formellen Beginn der Brexit-Verhandlungen und den diversen Wahlen in europäischen Schlüsselländern hoch.

Und trotzdem wäre es verkehrt, den Kopf in den Sand zu stecken. Denn für 2017 erwarten wir noch einmal eine Beschleunigung des globalen Wirtschaftswachstums. Dies sollte die Unternehmensgewinne stützen und so zu einem in Summe guten Aktienjahr beitragen. Auch Immobilien und ausgewählte Rohstoffe eignen sich noch zum Vermögensaufbau. Turbulenter dürfte es dagegen an den Anleihemärkten zugehen. Hier erwarten wir insbesondere im ersten Halbjahr Kursrücksetzer, die dann im zweiten Halbjahr neue Einstiegschancen eröffnen könnten.

Mein Team und ich wünschen Ihnen für das Jahr 2017 alles Gute, persönliches Glück und eine gute Performance an den Kapitalmärkten!

Ihr

Börsenjahr 2017: Viel Bekanntes, viel Neues!

“Ein nebliger Morgen ist noch lange kein wolkiger Tag.” Dieses alte Indianersprichwort kam mir in den Sinn, als ich in den letzten Novembertagen kritisch auf das Jahr 2016 zurückblickte. Gefühlt hat sich die Ausgangslage für die Börsen in den letzten zwölf Monaten nicht verbessert: Mit dem Brexit hat sich das britische Volk für den Austritt aus der EU entschieden. Und auch die Tatsache, dass mit Donald Trump ein exzentrischer Milliardär US-Präsident wird, lässt wohl die wenigsten von uns ruhiger schlafen. Doch dabei übersehen wir gerne, dass wir an vielen Baustellen auch gut vorankommen: Die Strukturreformen in zahlreichen südeuropäischen Ländern beginnen zu greifen und haben bereits 2016 für schöne Wachstumsraten gesorgt. China schafft es offensichtlich, seine enormen Probleme zu kontrollieren und damit eine “harte Landung” zu vermeiden. Und die Mehrzahl der Unternehmen erwirtschaftet trotz geringer Umsatzzuwächse ein ordentliches Gewinnplus. Von daher ist Pessimismus fehl am Platz.

Blick zurück: Ein Jahresstart zum Vergessen

Selten habe ich als Chefanlagestratege einen emotionalen Jahresstart erlebt als 2016. Bereits nach wenigen Handelstagen war ein ordentlicher Teil unserer Jahresprognosen hinfällig. Kollabierende Aktienmärkte, deutlich niedrigere Renditen für Staatsanleihen und ein implodierender Ölpreis sorgten für lange Gesichter bei den Anlegern und eine enttäuschende Performance in den Depots. Nach vier Wochen war der schwächste Jahresauftakt der Nachkriegszeit dann auch amtlich.

Mut wird letztlich belohnt

Viele Anleger haben auf die Marktturbulenzen reagiert und ihre Wertpapierbestände panikartig verkauft. Dadurch beschleunigte sich die Abwärtsspirale in den ersten Februarmonaten. Unsere fundamentale Analyse zeigte damals, dass es sich um eine Überreaktion des Marktes handelte und dass die Welt grundsätzlich weiterhin in Ordnung war. Die Ängste vor einer Wirtschaftskrise – diesmal mit China als Ursprungsland – konnten wir nicht nachvollziehen. Entsprechend haben wir Mitte Februar zum konsequenten Nachkauf von Aktien und anderen risikobehafteten Anlagen aufgerufen. Dies hat uns über das Jahr hinweg „gerettet“. Denn so haben wir die rasche Kurserholung mit viel Momentum mitnehmen können und die Scharte der ersten beiden Börsenmonate ausgewetzen. Unterm Strich steht so ein passables Anlageergebnis: Die weltweiten Aktienmärkte haben – wie erwartet – in Summe moderat zugelegt (MSCI Welt + 5,1%), während erstklassige Staatsanleihen

nicht mehr an den Erfolg der Vorjahre anknüpfen konnten. Immobilien (+2,5%) und Gold (+12,2%) lieferten solide Performancebeiträge – und das vor Währungseffekten. Zu einem ehrlichen Börsenrückblick gehört aber auch eins: Hätten wir im Februar gewusst, dass sich die Briten im Sommer für einen Brexit entscheiden und die US-Amerikaner im Herbst Donald Trump als Präsidenten wählen, hätte uns wohl der Mut gefehlt, die Aktienübergewichtung konsequent durchzuhalten.

Der Blick voraus: 2017 wird ein Jahr des Wandels

Mit Blick auf das Jahr 2017 rechnen wir damit, dass sich an einigen Schlüsselfaktoren der Geldanlage etwas ändern wird. So werden die Staaten im kommenden Jahr wohl aggressiver investieren und damit das vorläufige Ende der Konsolidierungspolitik einleiten. Zudem wird die EZB vor große Hürden gestellt. Denn sie wird ihren Politikmix aufgrund technischer Faktoren neu erfinden müssen.

These 1: Die Welt wächst 2017 schneller

2017 erwarten wir mit gut 3% globalem Wirtschaftswachstum noch einmal eine positive Überraschung. Dabei sind es insbesondere die von zahlreichen Marktteilnehmern schon totgesagten Schwellenländer, die Impulse liefern. So rechnen wir in China und Indien mit jeweils knapp 7% Wachstum. Die zuletzt rezessionsgeplagten Sorgenkinder Brasilien und Russland sollten dank des stabilisierten Ölpreises wieder positive Zuwächse verbuchen. Und auch in den USA sind Überraschungen nicht ausgeschlossen. Schließlich

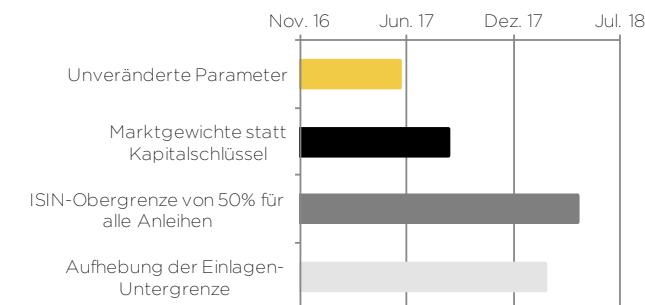
dürfte der designierte US-Präsident Trump versucht sein, einen Teil seiner Wahlkampfversprechen (u.a. großangelegte Infrastrukturinvestitionen, Steuerentlastungen) in die Tat umzusetzen. Eine wieder offensivere staatliche Ausgabenpolitik könnte auch in Europa auf der Agenda stehen, wo immer mehr Regierungen unter dem Eindruck schlechter Umfragewerte ihre Sparpolitik aufkündigen.

These 2: Die EZB muss Fantasie beweisen

Die EZB wird im Jahresverlauf 2017 an die Grenzen ihrer Politik stoßen. Denn im Sommer 2017 wird ihr zunächst das erforderliche Material an Bundesanleihen ausgehen, um Monat für Monat 80 Milliarden Euro in die Märkte zu pumpen. Dies mag sie mit Hilfe von ein paar Taschenspielertricks noch kaschiert bekommen. Aber ab Herbst 2017 werden auch italienische Staatspapiere knapp. Spätestens dann wird sie ihre Politik soweit modifizieren (müssen), dass sie das monatliche Anleihekaufvolumen reduziert. Dies wird an den Märkten bereits ab dem Frühjahr intensiv diskutiert werden. Und dürfte insbesondere an den Währungs- und Anleihemärkten Spuren hinterlassen.

EZB stößt an ihre Grenzen

Technische Grenzen der EZB-Anleihekäufe bei..



Quelle: Commerzbank

These 3: Anleihen vor schwieriger erster Jahreshälfte

Durch die Diskussion um die künftige EZB-Politik erwarten wir vor allem in der ersten Jahreshälfte spürbare Turbulenzen an den Anleihemärkten. Die jahrzehntelange Hause dürfte zu Ende gehen, wieder steigende Renditen sind wahrscheinlich. Damit drohen dem investierten Anleger Kursverluste. Diese dürften in den gut gelaufenen Segmente - bei Unternehmensanleihen mittelprächtiger Bonität, High Yield-Papieren und Zinstiteln aus den Schwellen-

ländern - besonders spürbar ausfallen. Hier lohnt es sich, die aufgelaufenen Gewinne mitzunehmen und erst auf einem höheren Renditeniveau - wahrscheinlich in der zweiten Jahreshälfte 2017 - in den Markt zurückzukehren.

These 4: Aktien überzeugen mit soliden Potenzialen

Für Aktien erwarten wir noch einmal ein passables Jahr in 2017. Das etwas schnellere Wirtschaftswachstum dürfte die zuletzt gefallenen Unternehmensgewinne positiv beeinflussen. So rechnen wir in den kommenden 12 Monaten mit durchschnittlich 5-6% Gewinnwachstum. Zusammen mit 2-3% Dividendenrendite lässt dies bei unveränderten Bewertungsrelationen Performancepotenziale im hohen einstelligen Prozentbereich erwarten. Wie schon 2016 gilt es aber, ein robustes Nervenkostüm mitzubringen. Denn auch im kommenden Jahr dürfte es immer wieder Volatilitätschübe an den Märkten geben. Regional erscheinen uns europäische Aktien aufgrund einer niedrigen Bewertung und US-Titel aufgrund einer positiven Währungsentwicklung (3-5% Dollar aufwertung) für den in Euro denkenden Anleger attraktiv.

These 5: Echte Diversifikation über Immobilien möglich

Durch den zunehmenden Gleichlauf risikobehafteter Anlagen und die ebenfalls gestiegene Korrelation zwischen Staatsanleihen und Aktien braucht es 2017 mehr Fantasie, um eine echte Risikostreuung im Depot hinzubekommen. Eine Schlüsselrolle kommt in diesem Zusammenhang der Immobilienanlage zu. Hier erwarten wir auch in den kommenden Jahren solide Performancepotenziale bei geringen Wertschwankungen. Damit liefern Immobilien - trotz zuletzt etwas höherer Risiken - einen wichtigen Wertbeitrag für das Depot. Insbesondere die von den Risiken einzelner Objekte weitgehend unabhängigen offenen Immobilienfonds werden dabei zum „Must Have“ für den Anleger.

Kurz & Kompakt

Auch wenn 2017 nicht alles rosig wird: An den Märkten ergeben sich noch einmal attraktive Chancen! Nutzen Sie diese, in dem Sie Aktien akzentuieren, Gewinne bei Anleiheinvestments mitnehmen und Immobilien als konservative Basisanlage beimischen.

Solides Wachstum mit einigen Unbekannten

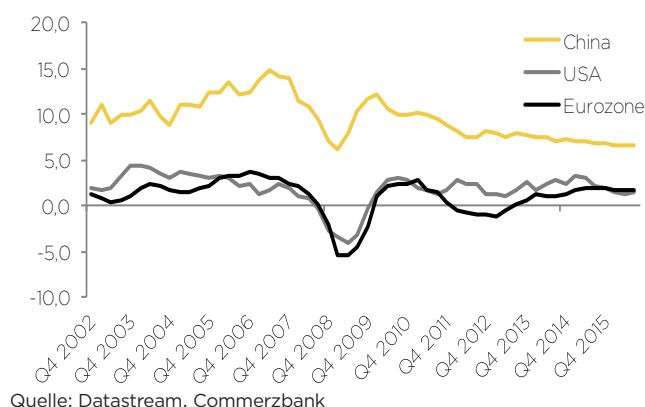
Das Wachstum der Weltwirtschaft zieht in 2017 an. Die große Unbekannte sind freilich die USA. Dort könnte eine schnelle Umsetzung einiger Wahlversprechen eine Aufwärtsrevision beim Wachstums- und Inflationsausblick erforderlich machen. Im Euroraum bleibt der zyklische Inflationsdruck indes verhalten, doch liegt auch dort das Inflationstief hinter uns. Aus Marktsicht verliert das Deflationsthema somit an Prägekraft.

Leichte Wachstumsbeschleunigung

Die Weltwirtschaft hat sich nach einem holprigen Jahresauftakt in 2016 wacker geschlagen und es sieht ganz danach aus, als nehme sie diesen Schwung mit ins neue Jahr. Wir veranschlagen das globale BIP-Wachstum für 2017 auf 3,2% - nach 2,8% im abgelaufenen Jahr: Zum einen, weil in den USA wohl ein besseres erstes Halbjahr als in 2016 bevorsteht, zum anderen weil gewichtige Schwellenländer ihre akute Krise, die mit einer deutlichen Schrumpfung des BIP einherging, überwunden haben und wieder auf einen – wenn auch moderaten – Wachstumspfad eingeschwenkt sind. In China, das vor Jahresfrist noch als Hauptsorgenkind der Weltwirtschaft galt, rechnen wir mit einer Fortsetzung des strukturellen Trends hin zu mäßigeren Wachstumsraten.

Weltwirtschaft: Bald mehr Wachstumsunterschiede?

Reales BIP-Wachstum in %



USA: Moderat besser

In den USA erwarten wir in 2017 ein reales BIP-Wachstum von 2% (nach 1,5%), wobei die noch unausgegorenen wirtschaftspolitischen Pläne des designierten Präsidenten Trump einen veritablen Unsicherheitsfaktor darstellen. Trei-

bende Kraft der anhaltenden US-Konjunkturerholung wird der private Verbrauch bleiben, der von einer soliden Arbeitsmarktentwicklung und allmählich stärker steigenden Löhnen profitiert. Eine Wachstumsbeschleunigung gegenüber 2016 ist auch deshalb wahrscheinlich, weil nach scharfer Talfahrt die Investitionen im „Bergbau“ (u.a. Fracking-Aktivitäten) nach der Ölpreiserholung wieder anziehen.

Eurozone: „Auf ohne Schwung“

Im Euroraum bleibt das Wachstumstempo bei etwa 1,5%, wobei die leicht nachlassende Dynamik Deutschlands durch eine stärkere etwa in Italien und einigen kleineren Ländern (Irland, Finnland, Portugal) kompensiert wird. In Summe lässt der Rückenwind für die Eurostaaten aber nach. Haupttriebkraft ist und bleibt die Binnennachfrage; ihr Rahmenkranz ist aber angesichts gestiegener Ölpreise und hierdurch verlangsamter Reallohnsteigerungen nicht mehr ganz so vorteilhaft wie im Vorjahr. Dies gilt auch für die „Finanzkonditionen“: Zwar wird die EZB wohl ihre Anleihekäufe über März 2017 hinaus für sechs Monate in unverändertem Tempo fortsetzen. Doch taucht unweigerlich die Frage auf, wie es danach weitergeht. Außerdem wird das Renditeniveau langlaufender Anleihen im Jahresmittel mit großer Wahrscheinlichkeit höher sein als in 2016.

Konjunkturrisiko I: Der Trump-Faktor

Konjunkturprognosen steht es gut zu Gesicht, nicht als apodiktische Gewissheiten daherkommen. Dies umso mehr, als der designierte US-Präsident Trump im Wahlkampf neue wirtschaftspolitische Weichenstellungen angekündigt hat. Außer deren Stoßrichtung liegt bislang aber wenig Greifbares vor. Insofern ist nichts davon in unsere aktuelle Prognose eingeflossen, zumal Fragezeichen hinter

der politischen Umsetzbarkeit stehen. Zudem dürften sie ohnehin erst im späteren Jahresverlauf 2017 implementiert und realwirtschaftlich erst 2018 spürbar werden.

Soviel aber lässt sich sagen: Würden die USA schnell zu protektionistischen Maßnahmen greifen, wäre das Gift für die globalen Handelsbeziehungen. Ob für die USA die intendierte Ersetzung von Importen durch heimisches Angebot positive konjunkturelle Effekte hätte, wäre angesichts steigender Importpreise (infolge Zöllen) und entsprechender Kaufkrafteinbußen der Verbraucher fraglich. Dagegen würde eine forcierte Umsetzung umfangreicher schuldenfinanzierter Infrastrukturinvestitionen die US-Wirtschaft zusätzlich stimulieren und damit ein Aufwärtsrisiko für unsere US-Konjunktur- und Inflationsprognose darstellen. Für den Euroraum sollte man sich indes von einem US-Fiskalprogramm nicht viele Impulse versprechen, denn nach dem Motto "USA First" dürfte es so ausgelegt sein, dass die zusätzliche Nachfrage nicht im Ausland versickert.

Konjunkturrisiko II: Europäische Politik

Doch gibt es im Euroraum auch hauseigene Unsicherheiten. Sie sind in der Summe eher dazu angetan, für Abwärtsrisiken denn für konjunkturelle Aufbruchssignale zu sorgen: Man denke nur an die Parlamentswahlen in den Niederlanden (März), die Präsidentschaftswahl in Frankreich (Mai) oder die Wahlen in Deutschland (September).

Risikofaktor III: China

Bei allen Aufgeregtheiten um die politische Neujustierung in den USA sollte man den Risikofaktor China nicht aus dem Blick verlieren – immerhin hatte das Land Anfang 2016 die Märkte noch mächtig durcheinandergewirbelt. Zwar ist es China recht gut gelungen, die Konjunktur durch finanzpolitische Eingriffe und weiteren Schuldenaufbau zu stabilisieren, doch bleiben strukturelle Probleme (Überkapazitäten) ungelöst. Über kurz oder lang wird das Thema "harte Landung" im Sorgenkatalog der Märkte vorrücken.

Deflation ist abgehakt...

Selbst wenn das BIP-Wachstum in den großen Industrieregionen wie den USA und dem Euroraum verglichen mit den Vorkrisenniveaus bescheiden bleibt, so ist es doch größer als das Wachstum des Produktionspotenzials. Das heißt:

Auslastung und Beschäftigung steigen, die Arbeitslosenquote sinkt. Dies spricht für einen in der Tendenz zunehmenden Preisdruck. In den ersten Monaten des neuen Jahres wird die Inflationsoptik zunächst durch einen anderen Faktor dominiert: Durch Ölpreisbedingte Basiseffekte. Der Ölpreis war im 1. Quartal 2016 besonders niedrig und ist seitdem wieder angestiegen, was seine Vorjahresveränderungsrate in die Höhe treibt. Dieser Effekt wird weltweit durchschlagen. In den USA ist absehbar, dass die Inflationsrate bis März auf über 2% ansteigt. Im Euroraum wird sie bis dahin etwa 1,3% erreichen. Diese Raten kontrastieren scharf mit den noch vor Jahresfrist ausgewiesenen, die freilich gleichfalls einem Ölpreisbedingten Basiseffekt – mit umgekehrten Vorzeichen – geschuldet waren. Bemerkenswert ist, dass das nominale BIP-Wachstum auf globaler Ebene erstmals seit sieben Jahren wieder ansteigen sollte.

...Inflation nur regional ein Thema

Hier sind wir bei einem Zentralthema für die Märkte angelangt: Mit der Wende der Verbraucherpreisentwicklung verliert die "Deflationsthematik" an Prägekraft. Klar ist, dass man sich – auch nachdem der Ölpreiseffekt ausgelaufen sein wird – vor allem dort auf etwas höhere Preissteigerungsraten einstellen muss, wo sich die Wirtschaft der Vollauslastung nähert: in den USA. Die Kernrate der Inflation (sie klammert die Nahrungsmittel- und Energiepreise aus) liegt bereits über 2% und die Gesamtrate wird sich rasch an sie annähern. Der Aufwärtsdruck dürfte noch zunehmen, wenn die neue US-Regierung mit einer Kombination aus protektionistischer Handelspolitik (höhere Importpreise) und expansiver Finanzpolitik aufwarten sollte. Anders sieht es dagegen im Euroraum aus, wo die Konjunkturerholung erst viel später als in den USA eingesetzt hat und die Arbeitslosenquote dementsprechend noch deutlich höher ist.

Kurz & Kompakt

2017 wird das Wachstum der Weltwirtschaft wohl moderat zulegen. Gleichzeitig geht die lange leidenschaftlich geführte Deflationsdebatte zu Ende. Zahlreiche Risikofaktoren verdeutlichen allerdings, dass größere Auf- oder Abwärtsrevisionen im Jahresverlauf nicht ausgeschlossen sind.

Geldpolitik auf getrennten Wegen

Die Geldpolitik in den großen Wirtschaftsregionen wird 2017 auseinanderlaufen. Während in den USA eine weitere Straffung der Geldpolitik ansteht, bleibt die Geldpolitik in Japan und dem Euroraum ultraexpansiv. Man sollte nicht darauf setzen, dass die Fed so zögerlich bleibt wie in diesem Jahr. Und was die EZB angeht, so wird im Verlauf von 2017 die Einsicht an den Märkten dämmern, dass über kurz oder lang das Tempo der Anleihekäufe gedrosselt werden muss.

Fed: Ende der Zögerlichkeit

Die geldpolitische Ausrichtung der großen Volkswirtschaften bleibt auch in 2017 uneinheitlich. In den USA, wo der Aufschwung nach der großen Finanzmarktkrise von 2008 am frühesten einsetzte und ohne größere Rückschläge verlief, wird die Normalisierung der Geldpolitik weitergehen. Die Fed wird aller Wahrscheinlichkeit Mitte Dezember – nach einjährigem Zögern und wiederholtem Aufschub (Turbulenzen im China, dann Brexit, dann näherrückende Präsidentschaftswahl) – die zweite Zinserhöhung in diesem Zyklus vollziehen. Die Argumente liegen auf der Hand: Die Erfüllung ihres Doppelmandats ist in Reichweite: Vollbeschäftigung ist de facto erreicht, und auch das von der Fed präferierte Inflationsmaß, der Konsumausgabendeflator (Sept. 1,7% J/J), nähert sich der Zielmarke von 2%.

Und wie geht es in 2017 weiter? In unserem Basisszenario rechnen wir mit zwei weiteren Anhebungen der Fed Funds Rate (im Juni und Dezember) um jeweils 25 Basispunkte. Gemessen an früheren Zyklen bleibt das Straffungstempo damit verhalten. Die Fed führt dafür vor allem zwei Argumente ins Feld: 1. Den gesunkenen Gleichgewichtszins. Dessen Höhe hängt vom Potenzialwachstum ab und dieses musste die Fed in den vergangenen Jahren immer wieder nach unten korrigieren. 2. Die Fed hält es für opportun, angesichts der noch nicht ganz verheilten Narben der Finanzkrise den Leitzins länger als gewöhnlich unter dem Gleichgewichtsniveau zu belassen.

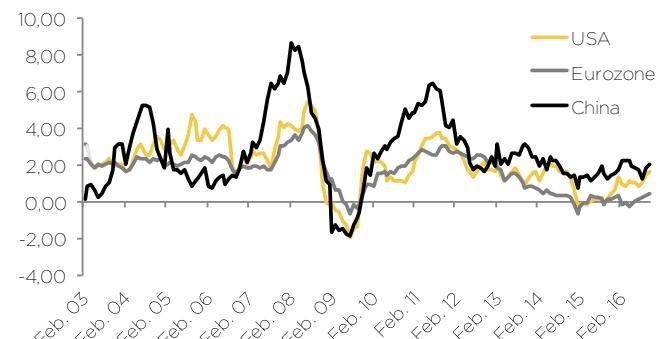
Steigender Lohndruck zwingt zum Handeln

Allerdings steigt der Handlungsdruck. Das alte Credo der Märkte, dass die Fed stets durch Zögerlichkeit überrascht, dürfte künftig mit großen Fragezeichen versehen werden – vor allem, wenn die Regierung Trump ihre Ausgabenpläne

rasch umsetzen sollte. So ist am Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenquote von 4,9% de facto Vollbeschäftigung erreicht. Die Anzeichen werden deutlicher, dass der bisher sehr mäßige Lohndruck zunimmt. So hat sich der Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne zuletzt auf 2,8% beschleunigt. Die Löhne der kontinuierlich Beschäftigten – dieses Lohnmaß wird nicht durch die Neueinstellung unterdurchschnittlich bezahlter Arbeitsloser gedrückt – stiegen zuletzt um nahezu 4%. Und: In 2016 ist die Arbeitslosenquote nur deshalb nicht weiter gesunken, weil sich viele angesichts des üppigen Stellenangebots bei der Arbeitsvermittlung zurückgemeldet haben, die sich in der Krisenzeit wegen schlechter Vermittlungschancen ganz vom Arbeitsmarkt zurückgezogen hatten. Doch dieses Reservoir an qualifizierten Arbeitskräften ist begrenzt.

Deflationsängste ade!

Jahresinflation in %



Quelle: Datastream, Commerzbank

EZB: Im Bann der Deflationsgespenster

Im Gegensatz zu den USA kann im Euroraum von Engpässen am Arbeitsmarkt keine Rede sein. Er hängt im Konjunkturzyklus noch weit zurück und die Auslastung – blickt man auf die Arbeitslosenquote – ist noch vom Vollbe-

schärfungsniveau (im Euroraum wäre es etwa im Bereich von 9% zu verorten) entfernt. Der Lohndruck und damit der unterliegende Inflationsdruck werden gering bleiben. Die Kerninflation dürfte knapp unter 1% J/J verharren und der Anstieg der Gesamtinflationsrate nach dem ölpresbedingten Aufwärtsschub schon knapp über der 1%-Marke zum Stillstand kommen. Die EZB, die eine Inflationsrate von „unter, aber nahe 2%“ anstrebt, wird angesichts dieser Zielabweichung weiter an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik festhalten. Dies muss man nicht gutheißen, aber akzeptieren. Von „Deflationsgefahr“ (einer drohenden Spirale aus sinkender Nachfrage, sinkenden Preisen, sinkenden Löhnen, sinkender Nachfrage..), mit der die EZB ihre Politik ursprünglich begründete, ist freilich nichts zu sehen. Überhaupt: Nach unserer Einschätzung ist der verhaltene Preisauftrieb die natürliche Begleiterscheinung der „Unterauslastung“ der Kapazitäten, welcher mit geldpolitischen Mitteln kaum beizukommen ist. Hier helfen nur Strukturreformen, welche die EZB auch bei jeder Gelegenheit einfordert und anmahnt. Doch wenn diese unterbleiben, übernimmt sie nur allzu willfährig die Rolle des Ausputzers.

Was konkret ist von der EZB zu erwarten?

Die Kritik an der ultraexpansiven EZB-Politik, besonders an der Minuszinspolitik, ist in den vergangenen Monaten schärfter geworden. Sie reicht von einer Unterminierung der Bankenprofitabilität bis hin zu einer „Zombifizierung“ der Wirtschaft, weil viele Unternehmen nur durch niedrige Zinsen am Leben gehalten werden. Nach Ansicht der EZB überwiegen die Positiveffekte bei weitem, aber immerhin konzediert sie mittlerweile auch „Nebenwirkungen“. In diesem Klima scheint eine weitere Absenkung des Einlagenatzes (derzeit -0,4%) vom Tisch zu sein. Aber die Anleihekäufe der EZB werden weitergehen. Eine Weichenstellung dafür wird am 8. Dezember erfolgen. Dann liegen der EZB neue Wachstums- und Preisprojektionen vor, die bis ins Jahr 2019 reichen. Wir gehen davon aus, dass die EZB ihre Anleihekäufe über März 2017 hinaus um 6 Monate bei unverändertem Monatsvolumen (80 Mrd. Euro) verlängert.

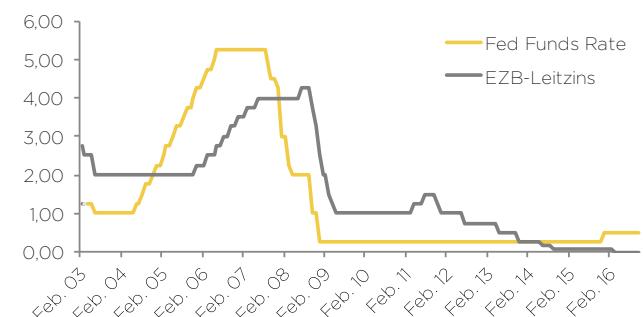
Technische Restriktionen erfordern Kreativität

Bei diesem Kauftempo würde sie Mitte 2017 bereits 1/3 der ausstehenden Bundesanleihen halten und ihre selbst-

gesteckte Obergrenze für den Anleiheerwerb erreichen; bei Italien wäre dies im Herbst 2017 der Fall. Um die 1/3-Grenze nicht zu überschreiten, wären Änderungen an den Programmparametern notwendig. Die „minimalinvasive“ Methode wäre: Anstatt wie bislang den 2-30-jährigen Laufzeitenbereich als „kauffähiges Universum“ zu definieren, könnte sie dieses auf den unter 2-jährigen Bereich ausweiten. Bezogen auf dieses voluminösere Universum sänke c.p. der Anteil der von ihr gehaltenen Anleihen und es würde bis zum 1. Quartal 2018 dauern, bis für deutsche und italienische Staatsanleihen die 1/3-Grenze wieder erreicht ist. Im Laufe des kommenden Jahres wird die Märkte zunehmend die Frage umtreiben, ob und wie stark die EZB ab Herbst 2017 ihre Käufe reduziert, bzw. mit welchen Ersatzinstrumenten sie aufwartet.

Zinsdifferenzen nehmen wieder zu

US-Leitzins vs. Euro-Leitzins



Quelle: Datastream, Commerzbank

Wie auch immer: An der Bank of Japan, die sich mittlerweile einem Renditeziel verschrieben hat (die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe soll bei 0% gehalten werden, bis das Inflationsziel von 2% sicher erreicht ist), wird sie sich wegen rechtlicher Restriktionen kein Beispiel nehmen können. Denn die Strategie der BoJ impliziert, im Bedarfsfall unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, um ihr Rendite- und Inflationsziel zu erreichen.

Kurz & Kompakt

2017 wird die Notenbankpolitik weltweit auseinanderlaufen. Während in den USA das Zinserhöhungstempo moderat beschleunigt wird, bleiben EZB und Bank of Japan bei ihrer ultraexpansiven Politik. Die Zinsdifferenzen nehmen dadurch wieder zu.

Politische Ereignisrisiken absichern

Am 24. Juni 2016 früh morgens um 4.13 Uhr kippten die Hochrechnungen zum britischen Referendum über die EU-Mitgliedschaft. Das Lager der Brexit-Befürworter verbuchte erstmals eine Mehrheit – die bis zur vollständigen Auszählung kontinuierlich weiterwuchs. Die Reaktion an den Märkten erfolgte in Sekundenbruchteilen: Die asiatischen Aktienindizes brachen um über 6% ein, das Pfund verlor deutlich. Auch 2017 stehen mit den Wahlen in europäischen Schlüsselstaaten, der Amtseinführung von Donald Trump und dem Beginn der Brexit-Verhandlungen politische Stolpersteine vor der Tür. Wer sein Vermögen vor allzu großen Turbulenzen schützen möchte, sollte das eigene Depot zumindest teilweise gegen Extremrisiken absichern.

Früher war alles einfach(er)

“Politische Börsen haben kurze Beine.” Mit dieser Börsenweisheit konnten sich Investmentstrategen weltweit lange Zeit vor politischen Fragen drücken. Denn egal, wie eine wichtige Wahl auch ausgehen mochte: lange hat sich die Börse nie mit dem Ausgang auseinandergesetzt. Dies wird deutlich, wenn man in Richtung USA blickt. Hier gelten zwar republikanische Politiker gemeinhin als die börsenfreundlicheren Präsidenten, doch auch unter demokratischen Landesführern haben die US-Börsen eine ansehnliche Performance erzielt.

Politische Einflüsse immer wichtiger

Doch seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die politischen Einflussfaktoren auf die Märkte deutlich gestiegen. Dies hat unterschiedliche Ursachen:

- *Krisenfolgen Teil I:* Die Nachwehen der Krise sind noch immer spürbar. So haben viele Staaten hohe Schuldenberge angehäuft, die in den kommenden Jahren dringend reduziert werden müssen. Denn sonst stellt sich Anlegern und Investoren früher oder später die Frage nach der Finanzierbarkeit von Staatsschulden. Politische Entscheidungen haben massiven Einfluss auf die Frage, wie sich die Verschuldungssituation eines Staates künftig verändern darf – und damit deutlich stärkere Rückkopplungen auf die Märkte als früher.
- *Krisenfolgen Teil II:* Auch die Finanzindustrie leidet noch immer unter der Krise und bleibt daher auch vom Wohl und Wehe der Politik abhängig. Das hohe Niveau fauler Kredite in Italien (rund 360 Mrd Euro) zeigt, dass noch immer erhebliche Risiken in Bankbilanzen schlummern.

Trotz mittlerweile veränderter Gesetzgebung und stärkerer Einbeziehung privater Gläubiger und Aktionäre bleiben die Staaten hier als “Notfallambulanz” gefragt.

- *Krisenfolgen Teil III:* Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat in vielen Ländern strukturelle Probleme aufgedeckt, die die Wettbewerbsfähigkeit negativ tangieren und damit direkt auf die realwirtschaftliche Entwicklung durchschlagen. Die Reformbereitschaft einer Regierung ist so zum wichtigen Einflussfaktor für Wirtschaftswachstum und Kapitalmärkte geworden.
- *Mehr Populismus:* Seit gut vier Jahren ist weltweit ein immer stärkerer Trend hin zu populistischen Bewegungen zu erkennen. Trotz eines hohen Wohlstands niveaus sind viele Wählerinnen und Wähler mit dem etablierten politischen System unzufrieden und fordern einen substantiellen Wandel. Dieser Trend macht die Entscheidungsfindung nicht einfacher. Der Siegeszug von Donald Trump in den USA, das klare Brexit-Votum der britischen Bevölkerung oder die politische Pattsituation in Spanien sind dabei nur einige markante Beispiele.

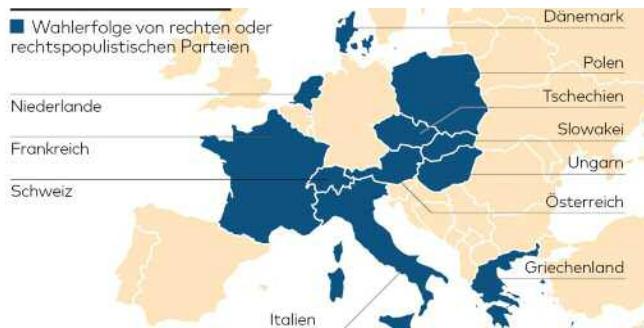
Politischer Kalender prall gefüllt

Mit Blick auf das Jahr 2017 bleibt der politische Kalender prall gefüllt. Neben der Amtseinführung von Donald Trump im Januar werden uns 2017 auch die Brexit-Verhandlungen beschäftigen. Sie werden losgehen, sobald die britische Regierung Artikel 50 des EU-Vertrages aktiviert und damit unumkehrbar den Austrittswunsch dokumentiert. Damit rechnen wir im März. Und auch die zahlreichen Wahlen in europäischen Schlüsselländern werden an den Börsen Beachtung finden. Hier sei nur auf die Parlamentswahlen

in den Benelux-Staaten, die französischen Präsidentenwahlen oder die Bundestagswahlen verwiesen.

Populisten auf dem Vormarsch

Wahlerfolge rechter Parteien in Europa



Quelle: Welt

Wie geht man mit Politikrisiken um?

Politische Risiken sind in der Regel digital, d.h. je nach Ausgang sind komplett entgegengesetzte Marktreaktionen zu erwarten. Hätten sich die Briten gegen einen Brexit ausgesprochen, hätte es an den Börsen wohl eine kleine Erleichterungsrally gegeben. Und wäre Hillary Clinton US-Präsidentin geworden, wäre der anfängliche Kurseinbruch an den asiatischen und europäischen Märkten wohl ausgeblieben. Pharmaaktien dagegen wären kräftig unter Druck geraten. Damit wird eines deutlich: Für den Anleger ist es nicht trivial, sich gegen politische Risiken abzusichern. Denn die eierlegende Wollmilchsau, die bei jedem erdenklichen Wahlausgang profitiert, gibt es üblicherweise nicht.

Partielle Absicherung mindert Verlustrisiken

Schwarzseher mögen dazu tendieren, sich immer gegen extreme Risiken abzusichern. Das kostet aber auf Dauer Performance, da Extremrisiken – glücklicherweise – eher zu den unwahrscheinlicheren Ereignissen gehören und sich daher oftmals nicht materialisieren. Das Portfolio sollte also grundsätzlich auf den wahrscheinlichsten Ausgang ausgerichtet bleiben. Trotzdem macht es zur Vermeidung hoher Verlustrisiken Sinn, sich partiell gegen besonders unangenehme politische Entscheidungen abzusichern. Dabei können drei Grundüberlegungen helfen:

- *Wie wahrscheinlich ist ein extremer Ausgang?* Absicherungsstrategien machen nur Sinn, wenn ein Extremereignis mit hinreichend hoher Wahrscheinlichkeit eintritt.

Dabei mag die als relevant empfundene Schwelle von persönlichen Präferenzen abhängen. Wir empfehlen grundsätzlich ab 20% Eintrittswahrscheinlichkeit über partielle Absicherungen nachzudenken.

- *Welche Folgewirkungen sind an den Märkten zu erwarten?* Bestimmte politische Ereignisse mögen im persönlichen Umfeld als besonders einschneidend empfunden werden, entfalten aber an den Kapitalmärkten (zumindest kurzfristig) kaum Wirkung. Dann kann auf eine Absicherung verzichtet werden. Rechnet man dagegen mit größeren Einflüssen auf die Marktentwicklung, macht es Sinn, jeden einzelnen Depotbaustein auf Konsequenzen abzuklopfen. Die größten Folgewirkungen politischer Entscheidungen ergeben sich erfahrungsgemäß bei Staatsanleihen, Währungen, Aktien und ausgewählten Rohstoffen.
- *Welche Instrumente helfen, Verluste abzufedern?* Hat man die potenziellen Folgen für das eigene Depot analysiert, geht es auf die Suche nach geeigneten Absicherungsinstrumenten. So wird man bei einem erwarteten Anstieg der Staatsanleihezinsen beispielsweise ein Short-Produkt auf die jeweiligen Renten-Indizes auswählen, Währungsverschiebungen über Zertifikate absichern und mögliche Kursverluste an den Aktienmärkten durch ein derivatives Overlay oder den Kauf von Short-ETFs teil-kompensieren.

Wichtig: Absicherung nur partiell

Bei entsprechenden Absicherungsstrategien sollte man nicht das gesamte Portfolio neutralisieren, sondern sich auf die größten Risikofaktoren konzentrieren. Dabei kann das Ausmaß der Absicherung auch in Abhängigkeit von der erwarteten Eintrittswahrscheinlichkeit variieren. Denn eines sollte jedem Anleger klar sein: Absicherungsstrategien vermeiden hohen Verluste, kosten aber bei einem positiven Ausgang auch Performance.

Kurz & Kompakt

Die politische Agenda bleibt auch 2017 prall gefüllt. Dies wird sich partiell immer wieder an den Märkten niederschlagen. Partielle Absicherungen politischer Extremereignisse sind daher ein geeignetes Instrument, um sich vor stärkeren Verlusten zu schützen.

Vorsicht vor steigenden Renditen

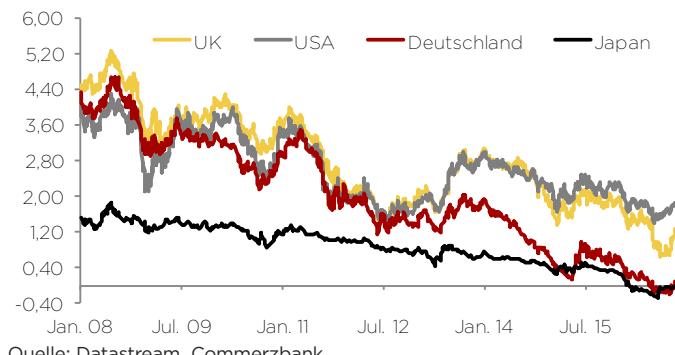
Die Deflationssorgen sind gewichen und die Inflationserwartungen weltweit deutlich angestiegen. Diese sogenannte „Reflationierung“ führte bereits zu einem merklichen Renditeanstieg im längeren Laufzeitenbereich und zu steileren Renditekurven. Wir rechnen damit, dass diese Neubewertung noch nicht abgeschlossen ist und die Anlage in erstklassigen Staatsanleihen daher mit Risiken verbunden bleibt. Die bisher als Ersatzanlage gefragten Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie sind angesichts steigender politischer Verwerfungen ebenfalls nicht mehr lukrativ.

Aufkommender Druck auf die globalen Rentenmärkte

Nachdem die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen der Industriestaaten nach dem EU-Referendum in Großbritannien (Brexit) im Sommer dieses Jahres neue Rekordtiefs erreicht hatten und mehr als die Hälfte aller ausstehenden Euro-Staatsanleihen sogar negative Nominalrenditen aufwiesen, hat sich die Stimmung in den letzten Monaten deutlich eingetrübt. Seit dem Frühsommer sind die Inflationsraten wieder im Ansteigen begriffen, freilich zunächst nur als Folge rückläufiger Ölpreisbedingter Basiseffekte. Die Inflationserwartungen klettern in diesem Umfeld aber kräftig mit. Die Rentenmärkte preisen seit einigen Wochen – ausgehend von den USA – wieder steigende Inflationsraten ein. Zudem verlieren die geldpolitischen Impulse langsam an Kraft. Die global überreichliche Liquiditätszufuhr dürfte im nächsten Jahr ihren Zenit überschritten haben. Die Folge: Die Renditen steigen – vor allem im längeren Laufzeitensegment – kräftig an, die Kursverluste sind teilweise erheblich. Da die kurzfristigen Zinsen durch die Niedrigzinspolitik der Notenbanken meist gut verankert sind, wird dadurch die Renditekurve deutlich steiler.

Das Renditetief liegt hinter uns

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in %



US-Anleihen besonders anfällig...

Wir rechnen damit, dass der Druck auf die Rentenmärkte – abgesehen von kurzzeitigen Erholungsphasen – noch weiter anhalten wird. Durch die Kursrückgänge korrigiert sich allmählich die fundamentale Überbewertung der Staatsanleihen. So könnten die höheren Budgetdefizite in den USA die Fed zu mehr Zinserhöhungen zwingen, als derzeit im Geldmarkt eingepreist sind. Aktuell rechnen die Marktteilnehmer zwar mit einer Zinsanhebung der Fed im Dezember 2016, zwei weitere Zinsstraffungen im nächsten Jahr sind aber nach wie vor noch nicht in den Zinssätzen verarbeitet. Das heißt: Der US-Rentenmarkt bleibt stark anfällig.

...aber auch Bundesanleihen unter Druck

Dies strahlt auf andere wichtige Regionen aus, wie z.B. den Euroraum, wo die Inflationsraten bis Frühjahr 2017 von 0,5% J/J auf 1,1% J/J ansteigen sollten. Die Entwicklung der Bundesanleihen hängt sehr stark von der Fortsetzung der expansiven Geldpolitik der EZB ab, die mit ihren quantitativen Maßnahmen an praktische und rechtliche Grenzen stößt. Die beginnende Diskussion um ein Zurückfahren der Anleihekäufe (Tapering) dürfte bereits im ersten Quartal 2017 belastend wirken und die Bundesanleihen empfänglich für schwache Vorgaben vom US-Rentenmarkt machen. Wir rechnen allerdings mit einem schwächeren Renditeanstieg als in den USA, da die zunächst ungemindert fortgesetzten EZB-Anleihekäufe einen allzu heftigen Renditeanstieg verhindern dürften. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen könnte schon im Frühjahr in den Bereich von 0,5% bis 0,75% steigen. Im Zuge des anhaltenden Renditeaufwärtsdrucks sind erstklassige Staatsanleihen somit weiterhin wenig attraktiv. Der lange Laufzeitenbereich

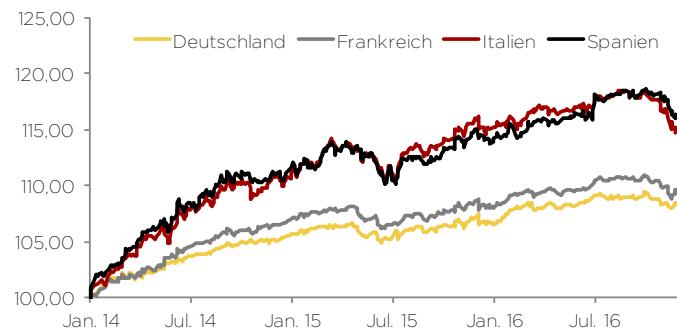
sollte aufgrund des erheblichen Kursrisikos komplett gemieden werden. Relativ am besten dürfte sich der mittlere Laufzeitenbereich schlagen. Er ist das präferierte Laufzeitenband, wenn Anleger aus Diversifikationsgründen Bundesanleihen suchen.

Politische Risiken für Staatsanleihen im Euroraum

Auch die Staatsanleihen der Euro-Peripherie werden bei einem nachlassenden geldpolitischen Stimulus Risiken ausgesetzt sein. Vor diesem Hintergrund sehen die aktuellen Bewertungsrelationen ambitioniert aus. Zudem haben sich die politischen Risiken im Euroraum insgesamt erhöht. Neben dem anhaltenden Risiko eines langsameren Reformprozesses in Griechenland und Portugal steht in Italien im Dezember ein Referendum zur Verfassungsreform an, dass bei Ablehnung Neuwahlen nach sich ziehen könnte. Dabei dürften nach aktuellen Umfragen europaskeptische Parteien die Wahlen gewinnen. Außerdem stehen in den Kernländern Frankreich und den Niederlanden im kommenden Jahr Parlamentswahlen an, bei denen ein deutlicher Rechtsruck zu befürchten ist. Insofern besteht sowohl in den Kernstaaten als auch in der Euro-Peripherie das Risiko eines stärkeren Renditeanstiegs als bei Bundesanleihen. In diesem Umfeld empfehlen wir keinen Neuerwerb von Euro-Peripherieanleihen und raten dazu, die noch vorhandenen Gewinne mitzunehmen.

Gewinne bei Peripherieanleihen mitnehmen

Performance Staatsanleihen mit 5-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Datastream, Commerzbank

Underperformance bei Schwellenländer-Anleihen

Bei den noch nicht ganz eingepreisten Zinserhöhungserwartungen für die Fed sowie einem weiterhin starken US-Dollar sind Schwellenländer-Anleihen in Fremdwährung

(meist US-Dollar) nicht die beste Wahl. Die in Fremdwährung verschuldeten Emerging Markets-Staaten sehen sich bei einer Dollaraufwertung einer steigenden Verschuldung in Heimatwährung und damit höheren Risiken gegenüber. Dies hat zur Folge, dass die Investoren bei einer Anlage einen höheren Renditeaufschlag ggü. erstklassigen Staatsanleihen fordern. Vor allem in Osteuropa hat sich das Wirtschaftswachstum sichtlich abgeschwächt, was zusätzliche Risiken in sich birgt. Entsprechend haben Schwellenländer-Anleihen in den vergangenen Wochen bereits überproportional verloren. Trotz dieses "Ausverkaufs" raten wir weiterhin zu einer Untergewichtung.

Volkswirtschaftliche Prognosen im Überblick

Reales BIP-Wachstum und Inflationsrate in % zum Vorjahr

Reales BIP (%)	2016	2017	2018
USA	1,5	2,0	2,3
Japan	0,7	0,7	0,6
Eurozone	1,6	1,5	1,4
- Deutschland	1,8	1,3	1,2
- Frankreich	1,3	1,3	1,3
- Italien	0,8	1,0	1,1
- Spanien	3,2	2,6	2,2
UK	2,0	1,4	1,7
China	6,7	6,5	6,3
Indien	7,5	7,3	7,4
Brasilien	-3,4	0,8	2,1
Russland	-0,6	1,3	2,0
Welt	2,8	3,2	3,3

Inflation (%)	2016	2017	2018
USA	1,3	2,3	2,6
Japan	-0,2	0,7	1,0
Eurozone	0,2	1,1	1,2
- Deutschland	0,5	1,7	1,7
- Frankreich	0,2	0,9	1,2
- Italien	-0,2	0,7	0,9
- Spanien	-0,5	1,3	1,4
UK	0,6	2,3	2,8
China	1,8	2,0	2,2
Indien	5,2	5,3	5,1
Brasilien	8,8	5,4	5,1
Russland	8,0	6,0	6,0

Quelle: Commerzbank

Kurz & Kompakt

Bei der Anlage in erstklassige Staatsanleihen ist Vorsicht geboten. Wir raten zu einer deutlichen Untergewichtung von Staatsanleihen und präferieren weiterhin den mittleren Laufzeitenbereich. Im Laufe des nächsten Jahres ist es gut möglich, dass unsere Empfehlungen wieder konstruktiver werden. Das dürfte der Fall sein, wenn unsere erwarteten Zinserhöhungen in den USA und die höheren Inflationserwartungen weitgehend eingepreist sind. Emerging Markets-Anleihen in Euro sind nur in Einzelfällen kaufenswert.

Ende der Renditejagd?!

Der scharfe Anstieg der Renditen nach der US-Wahl - auch im Bereich der Unternehmensanleihen - dürfte einen Vorgesmack auf 2017 gegeben haben. Nach einem schwierigen Jahresstart, geprägt von steigenden Inflationserwartungen, könnten sich zur Jahresmitte hin aber vermehrt Einstiegschancen ergeben.

Renditen nicht mehr so schmerhaft niedrig

Mit drei Thesen sind wir in das zurückliegende Jahr gestartet: I) Die Zinsen in den USA werden steigen. II) Die EZB wird dem Zinsanstieg mit Anleihekäufen entgegenwirken. III) Die Risikoaufschläge europäischer Unternehmensanleihen werden dank der fortschreitenden Konjunkturerholung sinken. So ist es auch gekommen. Die gleichen Thesen könnte man auch aufs kommende Jahr übertragen:

- In den USA kommt der konjunkturelle Erholungszyklus 2017 in seine Endphase. Die Auslastung der Unternehmen ist überdurchschnittlich gut. Die Löhne steigen. Die vom künftigen Präsidenten versprochenen Ausgaben und Steuernsenkungen führen zu steigenden Inflationserwartungen und einem markanten Renditeanstieg.
- Die Risikoaufschläge bei den Unternehmensanleihen haben den jüngsten Renditeanstieg nicht abgefedert. Da die Risikoaufschläge regelmäßig zum Ende eines Aufschwungs ihren Tiefpunkt erreicht haben, ist künftig eher mit einem Anstieg der Risikoaufschläge zu rechnen. Die "Jagd nach Rendite" geht wohl ihrem Ende entgegen. Künftig dürften sichere Segmente stärker gefragt sein.

US-Zinsspapiere zunächst besonders unter Druck

Das Umfeld spricht somit zum Jahresbeginn für weitersteigende Renditen bei US-Unternehmensanleihen. Der Zinsanstieg bleibt aber nicht auf die USA beschränkt, er überträgt sich - ungeachtet der gänzlich anderen Ausgangslage - auch auf den Euroraum.

Zunehmend kursstützende Impulse im Jahresverlauf

Schon Mitte 2017 könnte aber erkennbar werden, dass der neue US-Präsident viele Erwartungen - etwa an ein Infrastrukturprogramm - nicht erfüllen kann. Die Inflations- und Konjunkturerwartungen würden dann wieder zurückge-

schraubt, die Renditen wieder sinken. Zudem sind die Gründe, die bislang die Kurse von Unternehmensanleihen gestützt haben, weiterhin aktuell:

- Europa kommt nicht aus der Krise heraus. Die Arbeitslosigkeit ist weiterhin hoch und droht den Zusammenhalt des Euroraums zu sprengen. Um die Investitionen zu stützen, wird die EZB wohl über den März 2017 hinaus Staats- und Unternehmensanleihen kaufen.
- Anders als in den USA bleibt die Auslastung der Unternehmen im Euroraum zu niedrig für Lohnsteigerungen. Damit bleibt die Inflation über 2017 hinaus gering und die Geldpolitik expansiv.
- Den Unternehmen geht es finanziell besser als vor ein paar Jahren. Somit bleibt die Zahl der Insolvenzen weiter sehr niedrig. Auch dies stützt die Anleihekurse.

Ohne Rezession nur geringe Ausfallrisiken

Ausfallraten US IG-Anleihen und Rezessionen



Kurz & Kompakt

Unsere Argumente, die gegen eine positive Kursentwicklung bei den Unternehmensanleihen sprechen, wirken vor allem in der ersten Jahreshälfte. Wenn in der zweiten Jahreshälfte der Druck nachlässt, könnten die Risikoaufschläge wieder zurückgehen und die Anleihekurse steigen. Somit rechnen wir ab der Jahresmitte mit vermehrten Kaufgelegenheiten.

Höhere Zinsdifferenzen sprechen für US-Dollar

Nach anderthalbjähriger Konsolidierung geht die US-Dollarstärke inspiriert vom finanzpolitischen Programm der designierten neuen US-Regierung in die Verlängerung; der US-Dollar bleibt ein Eckpfeiler in unserer Währungsstrategie. Ergänzend dazu sehen wir Chancen beim Kanadischen Dollar wie auch bei der Norwegischen und der Schwedischen Krone.

Neue US-Dollarstärke

Die Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten hat am Devisenmarkt tiefe Spuren hinterlassen. Der US-Dollar hat in der Breite an Wert zugelegt. Was sind die Triebkräfte hinter dieser Bewegung? Die wirtschaftspolitischen Pläne des designierten Präsidenten sind dazu ange- tan, die Konjunktur in einer Vollbeschäftigungssphase weiter anzuheizen. Eine so induzierte Beschleunigung des Wirtschaftswachstums wäre wohl mit steigendem Inflationsdruck verbunden, auf den die Fed dann wohl mit einer stärkeren Straffung der Geldpolitik reagieren müsste. Das heißt aber: Von den heimischen Rahmendaten, insbesondere der Nominal- und Realzinsseite her wird der US-Dollar mehr Unterstützung erhalten, als es noch vor der US-Wahl zu erwarten war – zumindest ist die Wahrscheinlichkeit dafür gestiegen.

US-Dollar reagiert auf Zinsdifferenz

Euro/USD und Zinsdifferenz Deutschland – USA



Quelle: Datastream, Commerzbank

Erinnerungen werden wach

Auf den ersten Blick erinnert dieser Politikmix an die erste Amtsperiode von Ronald Reagan (1981-1985), die von einem Höhenflug des US-Dollar geprägt war. Doch hinkt der Vergleich nicht zuletzt mit Blick auf die Geldpolitik.

Damals war die Geldpolitik schon vor Amtsantritt des neuen US-Präsidenten extrem restriktiv, um die hohe, zweistellige Inflation (Ölpreisschock) zu brechen, was dem Fed-Chef Volcker, der mit dieser Zielsetzung 1979 angetreten war, auch gelang. So massiv wie damals wird daher die geldpolitische Unterstützung des US-Dollar nicht ausfallen. Aber sie fällt ins Gewicht, da die USA „der“ Vorreiter in Sachen Leitzinsanhebung sind und andere große Notenbanken wie etwa die EZB von ihrer expansiven Linie noch nicht abrücken. So sehen wir gute Chancen, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro aus seiner seit April 2015 währenden Seitwärtsbewegung ausbricht und ein neues zyklisches Hoch markiert. Die „Parität“ dürfte aber eine nur schwer zu durchbrechende Marke sein.

Wenig Alternativen zum US-Dollar

In den Rohstoffländern Australien und Neuseeland wird die Geldpolitik expansiv ausgerichtet bleiben; sollte sich die Währung unerwünscht stärken, ist eine nochmalige Leitzinssenkung durchaus möglich, während in Kanada der Zinssenkungszyklus beendet ist. Im Block der Rohstoffwährungen sehen wir daher vor allem im Kanadischen Dollar eine Alternative zum US-Dollar. Zur Beimischung interessant halten wir auch die Norwegische Krone und bei der Schwedischen Krone dürften sich in 2017 gute Einstiegsgelegenheiten auftun. Angesichts des sichtbaren bzw. aufkommenden Inflationsdrucks rückt in beiden Ländern eine geldpolitische Straffung näher; jedenfalls wird sie weit früher erfolgen als im Euroraum.

Kurz & Kompakt

Der US-Dollar bleibt vorerst die Fremdwährung der Wahl. Als Depotbeimischung bieten sich im Rohstoffblock auch der Kanada-Dollar oder die Norwegen-Krone an.

Höhere Risiken, aber (noch) keine Blase!

Deutlich steigende Preise kennzeichneten auch im Jahr 2016 den Immobilienmarkt. Signale einer Überhitzung sind die mancherorts drastisch gesunkenen Mietrenditen im Wohnungsmarkt. Auch im gewerblichen Bereich fallen die Mietrenditen, aber noch immer ist der Abstand zu langlaufenden Anleihen groß. Damit kommen Zinsentwicklung und -prognose eine besondere Bedeutung bei Immobilieninvestments zu. Zwar hat das Risiko für Rückschläge zugenommen, aber wir bleiben auch für 2017 insgesamt zuversichtlich. Das Zinsniveau dürfte - gerade im historischen Kontext - niedrig bleiben, im Markt trifft eine hohe Nachfrage auf ein unverändert knappes Angebot.

Wohnimmobilien - Anhaltende Trends

Die Immobilie zur Eigen- oder Fremdnutzung (als Kapitalanlage) hat nach wie vor einen hohen Stellenwert, was sich in Deutschland seit Jahren in der starken Nachfrage zeigt. Vor allem in Großstädten, Ballungsräumen sowie sogenannten Schwarm- und Universitätsstädten trifft eine hohe Nachfrage auf ein begrenztes Angebot. Der Trend zur Urbanisierung sowie strukturelle Faktoren (höhere Haushaltzahlen, mehr Wohnflächennachfrage pro Person) verschärfen den Preisdruck. Die Baugenehmigungen haben zwar bis Mitte 2016 (+30% ggü. Vorjahr) ein seit dem Jahr 2000 nicht mehr gesehenes Niveau erreicht, aber die Fertigstellungen hinken bei weitem dem geschätzten Bedarf an neuen Wohnungen hinterher. Große Immobilienverwalter weisen daher in gesuchten Regionen eine verschwindet geringe Leerstandsquote aus. Der steigende Wohnungsbedarf kann nur durch Neubau bedient werden, der allerdings weitgehend im gehobenen Preisniveau stattfindet.

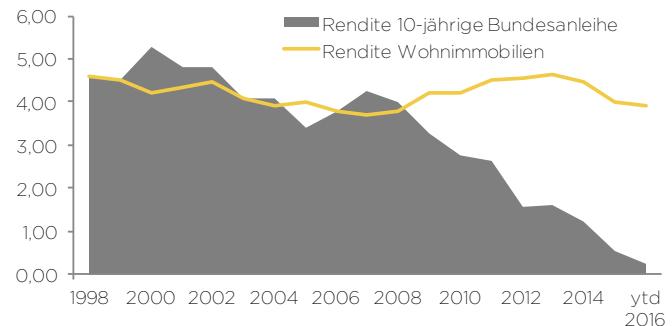
Von Übertreibungen, Blasen und Risiken

Die Diskussion um eine Preisblase ist auch 2016 entspannt sachlich geführt worden. Typische Merkmale einer Blasenbildung (Angebot übersteigt - spekulative - Nachfrage; "undisziplinierte" Kreditvergabe der Banken mit geringem Eigenkapitalanteil der Kreditnehmer etc.) sind weiterhin nicht auszumachen. Diese Sicht wurde erst unlängst durch die Bundesbank im Finanzstabilitätsbericht untermauert. Bislang konnten zudem steigende Hauspreise durch gefallene Bauzinsen und eine positive Einkommensentwicklung kompensiert werden. Trotzdem besteht für den Kapitalanleger ein besonderes Risiko: Die Mietpreisdynamik hat an

Top-Standorten deutlich nachgelassen, was sich auch in 2017 fortsetzen dürfte. Die Häuserpreise dagegen sind zudem meist weiter deutlich gestiegen, was zu gesunkenen Immobilienrenditen geführt hat.

Immobilienrenditen deutlich über Anleherenditen

Immobilienrendite vs. 10-jährige BundesanleihenQuelle:



Quelle: Lang LaSalle

Steigende Zinsen Gift für Immobilien?

Grundsätzlich gilt, dass mit steigenden Zinsen die Attraktivität einer Immobilienanlage sinkt. Allerdings ist der Abstand zwischen Anleihen- auf der einen und Mietrendite auf der anderen Seite noch immer beachtlich. Gleichwohl steigt das Risiko für deutlichere Wertkorrekturen insbesondere bei einem stärkeren Zinsanstieg und dann nachlassender Nachfrage.

Die deutsche Finanzaufsicht sorgt bereits mit einem Gesetzentwurf vor, der bei Anzeichen von Fehlentwicklungen einen Baukasten von Instrumenten vorsieht. Dazu gehören:

- Eine Obergrenze für das Verhältnis von Darlehenshöhe gegenüber Immobilienwert
- Das Vorschreiben einer Tilgungsquote (Mindest- sowie

Gesamttilgung)

- Das Setzen einer Obergrenze für den Kredit mit Blick auf das verfügbare Einkommen
- Eine Höchstgrenze für das Verhältnis von gesamten Schulden zu verfügbarem Einkommen

Unbestritten ist, dass es Übertreibungen gibt und in immer mehr deutschen Regionen die Spanne zwischen Preis- und Mietentwicklung auseinanderläuft. Dazu dürften im Einklang mit steigenden langfristigen Renditen die Hypothekenzinsen ebenfalls steigen. Angesichts dieser Komponenten dürften die Spannungen am Häusermarkt in 2017 zunehmen.

Gewerbeimmobilien: Nur was für institutionelle Kunden?

Der gewerbliche Immobilienmarkt gliedert sich in Nutzungsarten wie z.B. Büroimmobilien, Einzelhandel, Logistik sowie Hotels. Damit hängt die preisliche Entwicklung des Marktes im höheren Maße als bei Wohnimmobilien von den konjunkturellen Rahmenbedingungen ab, woraus sich eine höhere Zyklizität ergibt. Auf der Suche nach Anlagealternativen in Zeiten anhaltend niedriger Zinsen und einem verbesserten Refinanzierungsumfeld - Banken stehen im intensiven Wettbewerb bei gewerblichen Finanzierungen - investieren weltweit vorrangig institutionelle Investoren in diesen Markt.

Rekordjagd schwächt sich ab, Druck auf Mietrenditen setzt sich fort

Global wirken die expansive Geldpolitik der Notenbanken und in der Folge niedrige Zinsen seit einiger Zeit als Treiber für Investmentaktivitäten. Neben der konjunkturellen Erwartung kommen Zinsentwicklung und -prognose eine hohe Bedeutung zu. Dies ist besonders für institutionelle Investoren wichtig, deren Planungshorizont in der Regel weniger als 10 Jahre umfasst und die bei deutlichen Zinsanstiegen Wertverluste hinnehmen müssten.

Vor allem in den USA haben die Neubauvolumina angezogen, in geringerem Maße auch in Europa und dem asiatisch-pazifischen Raum. Im Jahr 2016 dürften die weltweiten Transaktionsvolumina allerdings deutlich niedriger als im Spitzenjahr 2015 liegen (Schätzung Jones Lang Lasalle: -10% bis -15%). Dies dürfte sich über alle Regionen erstrecken. Ein weiterer, bereits sich über Jahre bestätigender

Trend ist der Druck auf die Mietrenditen, der je nach Nutzungsart und Lage bzw. Objektqualität (Core, Non Core etc.) unterschiedlich stark ausfällt. In 24 wichtigen europäischen Büromärkten sind die Spitzenmieten weiter gestiegen, allerdings haben sich die Preise noch stärker verteuert.

Deutschland – mickriges Angebot

Der deutsche gewerbliche Immobilienmarkt verzeichnete im Jahr 2015 mit 55 Mrd. Euro das höchste Volumen der letzten 10 Jahre. Eine anhaltend hohe Nachfrage aus dem In- und Ausland begünstigte die Entwicklung. Auch hier ist im Jahr 2016 mit einem deutlich geringeren Transaktionsvolumen zu rechnen. Nicht etwa wegen eines Nachfrageeinbruchs, sondern weil in einem limitierten Angebotsmarkt sogenannte Leuchtturmprojekte (>100 Mio. Euro) rar geworden sind. Die Bereitschaft von Eigentümern zu verkaufen ist – auch mangels Alternativen gesunken.

Das Jahr 2016 bot viele politische Risiken (Brexit, Türkei-putsch, US-Wahl etc.). Diese Ereignisse haben zum Teil zu deutlichen Schwankungen an den Immobilienmärkten gesorgt. Auch das Jahr 2017 dürfte reich an bekannten (u.a. Wahlen in Deutschland, Frankreich) und noch unbekannten Herausforderungen sein. Gerade im gewerblichen Markt zahlen sich eine breite internationale Diversifikation im Portfolio und tiefgehende Expertise mit Blick auf Investitionen aus. Privatkunden sollten sich das Spektrum gewerblicher Immobilien daher vor allem über offene Immobilienfonds erschließen. Diese investieren in eine Vielzahl von gewerblichen Objekten und bieten somit Zugang zu einem breit gestreuten Portfolio.

Kurz & Kompakt

Eigennutzer von Immobilien finden nach wie vor ein günstiges Zinsumfeld. Anleger mit dem Fokus Wohnimmobilien können zwischen direkten (z.B. Immobilienerwerb) und indirekten Alternativen (z.B. Wohnimmobilienaktien) wählen. Bei der direkten Anlage ist Selektion der Trumpf. Private Anleger können am besten über einen offenen Immobilienfonds wie den hausInvest von der Attraktivität gewerblicher Immobilien profitieren. Bereits mit geringen Investitionsbeiträgen kann man sich so an einem nach Standorten und Nutzungsarten breit diversifizierten Portfolio beteiligen.

Im Zweifel für den Angeklagten

Die Arbeit eines Aktienstrategen ist vergleichbar mit der eines Richters. Um im Strafprozess herauszufinden, wer schuldig oder unschuldig ist, werden Zeugen geladen und Beweise gesichtet. Manchmal sind es auch nur einzelne Indizien, die den Richter zu einem Urteil gelangen lassen. Das Ergebnis muss dabei nicht eindeutig sein. Neben dem klaren Schuld- oder Freispruch gibt es auch den "Freispruch aus Mangel an Beweisen". Er folgt dem Motto: Im Zweifel für den Angeklagten. Das passt 2017 auch ideal auf den Aktienmarktausblick.

Start der Beweisaufnahme

In einem Jahresausblick geht es bekanntlich darum, darüber zu richten, was die Aktienmärkte in den kommenden zwölf Monaten an Performance abliefern. Wobei diese Aufgabe schwieriger ist als im Gerichtssaal, in dem es um die Beurteilung vergangener Handlungen geht. Nun denn: Betrachten wir die aktuelle Indizienlage, um der Urteilsfindung näher zu kommen. Auf echte Beweise müssen wir dabei verzichten. Sie sind in der Finanzanalyse rar gesät.

Pro: Globales Wachstum spricht für Aktien

Das Makrobild zeigt – wie schon im vergangenen Jahr – ein solides, aber unspektakuläres Wachstum. Global zeichnet sich eine leichte Wachstumsbeschleunigung ab, die im Wesentlichen den Emerging Markets (EM) und hier den Verbesserungen in rezessionsgebeutelten Ländern wie z.B. Brasilien geschuldet ist. Chinas Wachstum lässt weiter nach, während das Wachstum im Euroraum auf Vorjahresniveau stagniert. Die wichtigste Botschaft für die Aktienmärkte ist, dass Rezessionsängste kein Thema mehr sein dürfen. Je nachdem was der neue US-Präsident tatsächlich plant, dürfte dies das Wachstum in den USA zunächst gar unterstützen. Gleichwohl ist Donald Trump auch eines der größten globalen Risiken, da protektionistische Maßnahmen den ohnehin schon schwächeren Welthandel belasten würden.

Contra: Bewertung fällt als Kurstreiber aus

Aus dem großen Makrobild lassen sich für die Unternehmensgewinne keine großen Sprünge ableiten. Kostensenkungen bleiben so ein wichtiger Faktor. Hinzu kommt Rückenwind für Exportunternehmen jenseits der USA durch einen stärkeren US-Dollar, während dies im Verlauf

des Jahres die Gewinne der US-Unternehmen belasten dürfte. Derzeit steht der Konsensus für das globale Gewinnwachstum für 2017 bei rd. 12%. Für den Dax werden rd. 10% erwartet. Beides Zahlen, die wir in Summe für zu optimistisch ansehen. Uns erscheinen 4-6% Gewinnplus realistischer. Dennoch spricht die Gewinnseite für den Aktienmarkt. Nachdem es quasi über Jahre immer nur abwärtsging, revidieren die Analysten ihre Schätzungen aktuell nach oben. Dies ist vor allem deshalb wichtig, da ein Großteil der Kursgewinne, die in den vergangenen Jahren zu verzeichnen waren, auf Bewertungssteigerungen beruht hat. Hier dürfte aber langsam das Ende der Fahnenstange erreicht sein. In den USA ist z.B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Marktes vergleichsweise hoch, so dass hier kein Spielraum mehr besteht und in Europa und Deutschland bewegen sich die Bewertungsrelationen im fairen Bereich.

Neutral: Geldpolitik - am Ende der Kraft

Die Geldpolitik als einer der wichtigsten Treiber am Aktienmarkt dürfte 2017 an Kraft verlieren. Die Diskussionen um die Nebenwirkungen der Minuszinspolitik werden lauter und haben auch die EZB erreicht. Von daher rechnen wir in Summe kaum noch mit geldpolitischen Impulsen. Da die Fed als einzige der großen Notenbanken ihren Zinserhöhungspfad nur moderat weitergehen wird, bleibt größerer Gegenwind ebenfalls aus.

Steigende Zinsen - (noch) kein Problem

Steigende Anleihezinsen sind u.E. kein Problem für den Aktienmarkt. Sie reflektieren eher die solide wirtschaftliche Entwicklung und den wieder anziehenden Inflationsdruck. Von daher sind sie vor allem als Indiz dafür zu werten, dass die Rezessionsrisiken gering bleiben. Zudem rechnen wir

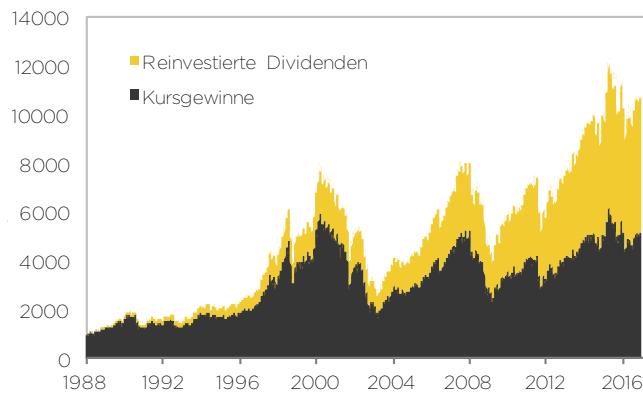
nur mit einem moderaten Renditeanstieg, so dass das absolute Zinsniveau im historischen Vergleich weiterhin als sehr niedrig einzustufen ist.

Moderates Potenzial

Ohne auf die diversen Risiken einzugehen, spricht das Umfeld in Summe für moderates Kurspotenzial von 5-8% (inkl. Dividenden). Durch eine klug gewählte regionale Strategie können größere Risiken vermieden werden. Wir präferieren für den Start in das neue Jahr einen Mix aus europäischen und US-Aktien zu Lasten der Schwellenländer.

Dividenden für Anlageerfolg wichtig

Performancetreiber beim Dax



Quelle: Datastream, Commerzbank

USA als „politischer Hedge“

Die USA und der Euroraum als Tandem auf der Seite der Übergewichtungen sind auf den ersten Blick ein ungewöhnliches Paar. Dies ist allerdings den unterschiedlichen möglichen politischen Weichenstellungen des US-Präsidenten Trump geschuldet, dessen Pläne wir erst in den kommenden Monaten klarer sehen und darauf reagieren können. Bis dahin gilt es, das Aktiendepot ausbalanciert zu gestalten.

Das entscheidende Indiz zugunsten des US-Marktes ist sein defensiver Charakter. Für den Fall protektionistischer Maßnahmen würde er relative Stärke zeigen. Sollte Trump zudem die Steuern senken, die Ausgaben erhöhen und die Regulierung zurückfahren, kommt man am US-Markt kaum vorbei. Selbst wenn derartige Programme erst ab 2018 richtig greifen könnten, würde der Markt dieses Thema bereits früher aufgreifen. Sollten seine Steuersenkungsversprechen für Unternehmen sogar bereits in 2017 zum Tragen kom-

men, würde dies die Gewinnentwicklung positiv beeinflussen. Es gibt Berechnungen, die dann 5-10%-Punkte mehr Gewinnplus erwarten lassen. Für den in Euro rechnenden Anleger kommt hinzu, dass über den Dollar noch ein paar Prozentpunkte zusätzlich kommen dürften.

Euroraum: Schwung mitnehmen

Der Euroraum ist ein Gewinner steigender Inflationserwartungen, deren Fahnenstange noch nicht erreicht sein dürfte. Dazu passt, dass der Euroraum recht stark an den globalen Wachstumserwartungen hängt und damit von den steigenden globalen Frühindikatoren profitiert. Diesen Schwung gilt es mitzunehmen, zumal die Hoffnungen vieler Marktteilnehmer auf fiskalische Unterstützung die Indizes antreibt. Noch sind die europäischen Märkte bei den internationalen Großanlegern unbeliebt. Die politischen Risiken (politische Lage in Italien, diverse Wahlen, Brexit) belasten die Stimmung, so dass sich insbesondere US-Investoren abgewandt haben. Aktuell stabilisiert sich die Lage aber. Ob es demnächst zu Umschichtungen in den europäischen Markt kommt, hängt u.a. von der Entwicklung in Italien ab, die im „Worst-Case-Szenario“ mit Neuwahlen und einem starken Abschneiden des 5-Sterne-Bündnisses ganz Europa unter Druck bringen könnte.

Schwellenländer mit Risiken

In den Emerging Markets bessert sich die konjunkturelle Lage zwar wieder, aber es ist Gegenwind zu erwarten. Die Historie zeigt, dass ein steigender US-Dollar meistens mit einer Underperformance einherging und die Währungen unter Druck standen. Auch unsere tendenziell negative Rohstoffmeinung spricht gegen die Schwellenländer. Allerdings ist an dieser Stelle zu betonen, dass es hier um relative Trends zum MSCI Welt geht. Auf absoluter Basis sehen wir keine Kurseinbrüche. Wir bevorzugen innerhalb der Region Asien vor Osteuropa und Lateinamerika.

Kurz & Kompakt

Für die kommenden Monate gilt es angesichts der anstehenden politischen Entwicklungen „auf Sicht zu fahren“. Die Volatilität bleibt hoch. Gleichwohl sollten Aktien insgesamt eine solide Performance abwerfen und bleiben damit ein unverzichtbarer Bestandteil im Depot.

Finanzwerte vor der Wiederauferstehung?

Das Anspringen der US-Renditen nach den US-Wahlen hat das Umfeld für Banken und Versicherungen verbessert. Nach dem ersten Zinsschritt hatte die Fed lange Zeit sehr verhalten agiert und dadurch Zweifel an ihrer Entschlossenheit geweckt. Doch damit dürfte nun Schluss sein. Die bereits gute Berichtssaison zum dritten Quartal 2016 und die Hoffnung auf weniger Regulatorik in der kommenden Trump-Ägide stärken das Sentiment zusätzlich

Wende im Stimmungsbild

Im Vorfeld der US-Wahlen waren alle Analysten überzeugt davon, dass eine Wahl von Donald Trump deutliche Einschränkungen für die weitere Konjunkturentwicklung bedeuten würde und dementsprechend ein weiterer Zinserhöhungsschritt durch die Fed im Dezember ausgeschlossen sei. Nach dem überraschenden Wahlsieg des republikanischen Kandidaten hat sich das Stimmungsbild komplett gedreht: nun geht man von positiven wirtschaftlichen Effekten aus und folglich stiegen Inflationserwartungen und Renditen bereits deutlich an. Doch Trump ist nur der Katalysator für diese Entwicklung. Nach der acht Jahre andauernden Niedrigzinsphase hatte die Fed bereits Ende 2015 eine erste Erhöhung der Leitzinsen beschlossen. Ein weiterer Schritt war lange Zeit wegen der fragilen Konjunktur und der schwierigen Kapitalmärkte hinausgezögert worden. Nun scheint sich unser Bild eines moderaten, aber kontinuierlichen Zinserhöhungspfads zu bestätigen. Damit dürften sich die noch skeptischeren Markterwartungen in den kommenden Monaten spürbar verändern: eine Zinserhöhung im Dezember ist fast ausgemacht, weitere zwei Schritte in 2017 und drei Anhebungen in 2018 dürften noch folgen. Auch die aktuelle Debatte über die technischen Grenzen der EZB-Anleihekäufe hat das Zeug, das Renditeniveau an den Märkten zu heben.

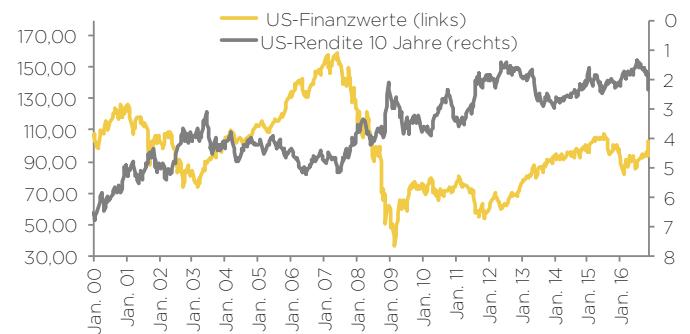
Banken Nutznießer des neuen Umfelds

Steigende Zinsen und steilere Zinsstrukturkurven (wegen der gestiegenen Langfristrenditen) sind ein Segen für die Banken, die im langjährigen Zinsabwärtstrend einem deutlichen Margendruck ausgesetzt waren. Zudem haben vorrangig südländische Banken – wegen schwacher Kredit-

nachfrage und wegen des “billigen” Geldangebotes durch die EZB – Staatsanleihen gekauft. Durch die gesunkenen Risikoauschläge steht der Zinsertrag zunehmend unter Druck, da neue Gelder nur niedriger verzinst angelegt werden konnten. Ertragssteigerungen aus gestiegenem Handelsvolumen hatten nicht ausgereicht, um den Zinsdruck zu kompensieren. Im neuen Zins-Umfeld dürften sowohl die Erträge aus dem Kredit- als auch aus dem Einlagengeschäft profitieren. Das Handelsgeschäft zeigte sich bereits – ablesbar an den Q3-Ergebnissen – deutlich belebt, was sich auch zunächst fortsetzen sollte.

Zinsen wichtiger Einflussfaktor für Finanzwerte

US-Finanzaktien (S&P) vs. Rendite US-Anleihen 10 Jahre



Quelle: Datastream, Commerzbank

Folgt eine Phase der De-Regulierung?

Eine stärkere Regulierungswelle, die bei einer Präsidentschaft Hillary Clintons erwartet worden war, dürfte nun unter Donald Trump unwahrscheinlicher werden. Auch in Europa hat sich der Erwartungswert hinsichtlich einer verschärften Regulierung zurückgebildet. Die erheblichen Widerstände aus Politik und von einigen Notenbanken gegen eine weitere Erhöhung der Eigenkapitalanforderun-

gen für Banken zeigen, dass auch hier ein Punkt erreicht sein könnte, an der die Regulierungsschraube ihr Ende finden dürfte.

Angesichts der bestehenden politischen Unsicherheiten für Europa im kommenden Jahr präferieren wir weiterhin das US-Bankensegment. Zudem dürfte bei vielen europäischen Banken der Druck auf das Zinsergebnis solange anhalten, bis auch die EZB zur Trendwende bei den kurzfristigen Zinsen ansetzt. In Europa gibt es ein klares Qualitätsgefälle von Nord nach Süd, wobei die italienischen Kreditinstitute angesichts der andauernden Bankenkrise auf der Apennin-Halbinsel die größten Probleme aufweisen. Wenn nun auch noch das Referendum abgelehnt wird und Renzi zurücktritt, würde sich die Situation weiter verschärfen.

Auch Versicherungen profitieren von steigenden Zinsen

Versicherer konnten in 2016 nicht überzeugen und nur leicht besser performen als Bankaktien. Dem Sektor machte – neben politischen Risiken und dem global moderaten Wirtschaftswachstum – dabei ebenfalls die Zinsentwicklung zu schaffen.

Die Zweifel von Analysten und Investoren an Wachstums- und besonders Gewinndynamik nahmen zu. Dabei wurde vor allem für das Kapitalanlageergebnis Gegenwind ausgemacht. Deutliche gesunkene Risikoauflschläge und negative Bund-Renditen wirkten als Katalysator für diese Bewusstseinsschärfung. Dabei ist für die Versicherungsbranche noch stärker als für Banken das langfristige Zinsniveau entscheidend.

Kurze Sicht vs. mittelfristige Perspektive

Daher ist nachvollziehbar, dass Aktienkurse von Versicherern auf die jüngsten Zinsänderungen positiv reagiert haben. Dabei kommt diese Entwicklung nicht unmittelbar oder merkbar im Kapitalanlageergebnis an. Da die Wertpapierbestände marktbewertet werden, bedeuten steigende Zinsen sogar Kursverluste bei festverzinslichen Wertpapieren, was Auswirkung auf die Höhe realisierter Gewinne und Substanzwerte der Versicherer hat. Zudem sorgt ein noch immer niedriger Anlagezins, dass auslaufende (Alt-)Gelder bei gleichem Risiko nur schlechter als bisher verzinst angelegt werden können. Der Neu-Anlagezins steht also trotz der jüngsten Zinsbewegung weiter

unter Druck. Sind steigende Zinsen also gar nicht so gut für Versicherer? Hier gilt es zwischen der beschriebenen kurzfristigen und mittel- bis langfristigen Sicht zu unterscheiden. Auf längere Sicht ist ein nachhaltig höheres Zinsniveau aus folgenden Gesichtspunkten zu begrüßen:

- Neugeschäft kann zu einem höheren Zins als zuvor angelegt werden. Das normale Anlageergebnis (ohne realisierte Buchgewinne) dürfte sukzessive ansteigen.
- Lebensversicherer – mit zumeist unterschiedlicher Duration auf Aktiv- und Passivseite – profitieren besonders, weil das Investmentrisiko herabgesetzt und der Abstand zur Garantieverzinsung größer wird.
- Schließlich lohnt noch ein Blick auf das neue Eigenkapitalregime Solvency II. Steigende Zinsen reduzieren den Barwert der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen. Entsprechend zeigen viele Versicherer eine positive Eigenkapitalentwicklung bei steigenden Zinsen.

Favoritenwechsel?

Sollte die Inflation mit den Zinsen ansteigen, so sind Sachversicherer – vor allem mit langfristigem Schadengeschäft – eher benachteiligt, da die gebildeten Reserven möglicherweise nicht ausreichen bzw. nicht mehr wie in gewohnter Höhe gewinntreibend Reserven aufgelöst werden können. Bisher wurde bei Investoren Sachversicherer gegenüber Lebensversicherer bevorzugt. Dieses Bild könnte sich drehen.

Insgesamt sind wir davon überzeugt, dass die Wirkungen der stattgefundenen Zinswende sich vor allem in den Eigenkapitalkosten der Branche zeigen werden. Diese dürften sinken und den Sektor so attraktiver machen. Entsprechend dürfte die Investoren nachfrage wieder steigen, zumal Finanzwerte in vielen Depots noch immer stark untergewichtet sind.

Kurz & Kompakt

Im beschriebenen Umfeld dürfte bei institutionellen Investoren die langjährige Untergewichtung von Finanztiteln und insbesondere von Banken aufgelöst und somit neue Nachfrage generiert werden. Wir raten im Rahmen unserer allgemeinen Branchenstrategie dazu, die zinssensitiven Branchen Banken und Versicherungen überzugewichten.

“Hui” und “Pfui” liegen eng beieinander

Die Rohstoffpreise haben sich von den Tiefs zum Jahresbeginn 2016 erholt. Wenn die Produktionskosten als Maßstab herangezogen werden, kann wohl nicht mehr von einer Unterbewertung gesprochen werden. Nun kommt es deswegen umso mehr auf tatsächliche Nachfrageimpulse durch ein anziehendes globales Wachstum an. Zweifel, dass diese für einen breiten Preisanstieg kräftig genug sein werden, sind aber angebracht. In dieser Gemengelage dürften Edelmetalle profitieren.

2016: Ein Jahr der Preiserholung

2016 erholten sich die Rohstoffpreise gemessen am Goldman Sachs Commodity Spot Index in USD (bis 21.11.) um 19%. Der entsprechende Total Return Index, der realistischerweise die Terminmarktpreise heranzieht, stieg dagegen nur um 3%. Die Differenz in der Performance ist in erster Linie auf die Rohölpreise zurückzuführen, die sich zwar überdurchschnittlich erholten. Wegen der zum Teil relativ steilen Terminmarktkurve blieb davon aber kaum etwas beim Investor übrig. Nimmt man die Jahresveränderungsrate, dann hat sich bei den Rohstoffpreisen in der Summe nicht viel getan. Bei Rohöl ergibt sich unter Einbeziehung des Terminmarktes gemessen am Goldman Sachs Brent Total Return-Index sogar eine negative Performance. Mit Basis- und Edelmetallen, wo die Terminmarktpremien eine geringere Rolle spielen, konnten dagegen seit Jahresbeginn und auch im Vorjahresvergleich zweistellige Renditen erzielt werden. Überraschend war für uns im Gegensatz zu diesen Entwicklungen die deutliche Preiserholung bei Kohle und Eisenerz. Bei Kohle waren Angebotsverknappungen in China der preisbestimmende Faktor, was einmal mehr unterstreicht, dass die Unwägbarkeiten an den Rohstoffmärkten häufig auf der Angebotsseite liegen.

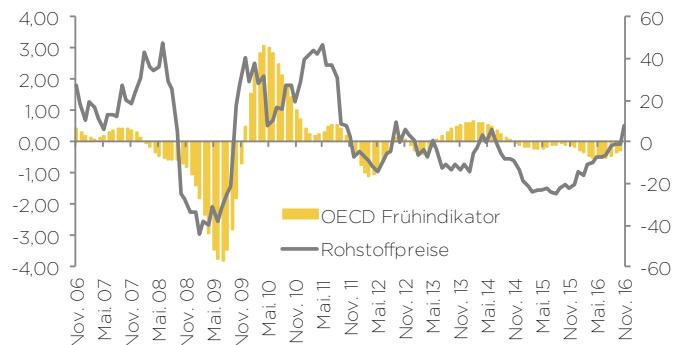
2017 wohl eine uneinheitliche Preisentwicklung

2017 wird es schwer für die Rohstoffpreise, die Erholungstendenz fortzusetzen. Zwar sind die Angebotsanpassungen an das niedrige Preis- und das mäßige Nachfrageriveau weiter fortgeschritten, aber nachhaltige Impulse durch ein stärkeres Wirtschaftswachstum dürften auf sich warten lassen. So könnten Hoffnungen, dass Donald Trump die USA zur Konjunkturlokomotive mobilisiert, u.a. wegen

neuer protektionistischer Maßnahmen leicht enttäuscht werden. Die Schwellenländer, ohnehin durch eine deutlich angestiegene Schuldenlast in ihrem Wachstum limitiert, sind anfällig gegen einen festen US-Dollar bzw. steigende US-Dollarzinsen. Je nach Rohstoff entfallen auf sie 50-80% der Nachfrage, sodass eine alleinige Wachstumsbeschleunigung in den USA nicht genügen würde, um das mäßige Nachfragebild zu verändern. Insgesamt sehen wir 2017 damit als ein Jahr, in dem die erholten Preisniveaus zwar bestätigt werden sollten, aber die Entwicklung dürfte uneinheitlich sein.

Ohne Konjunkturerholung kein weiterer Preisanstieg

OECD-Frühindikator (6-Monatsveränderung) vs. Globale Rohstoffpreise



Quelle: Datastream, Commerzbank

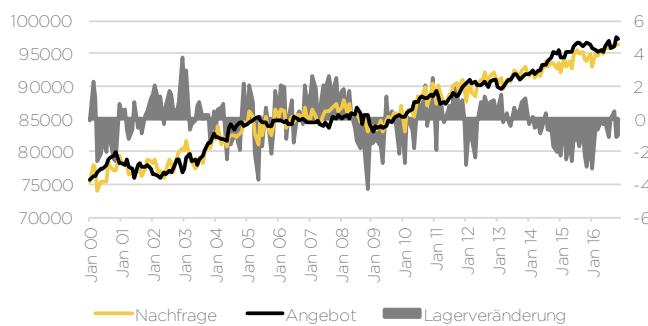
Energie: Neuer Ölpreiskollaps?

Die Ölpreiserholung im ersten Halbjahr 2016 war vor allem begünstigt durch hohe außerordentliche Produktionsausfälle (u.a. Waldbrände in Kanada). In den letzten Monaten haben sich diese erheblich reduziert, vor allem da sich in Kanada und dem Iran die Produktion normalisierte, aber

auch Libyen wieder rund 600 Tsd. Fass/Tag produziert. Der Abbau der Überschussproduktion war daher nur sehr kurzfristiger Natur. Derzeit beträgt der Angebotsüberschuss, trotz der saisonal begünstigten Nachfrage, rund 1 Mio. Fass/Tag laut der US-Behörde EIA. Dennoch behaupten sich die Preise auf dem erhaltenen Niveau, denn die OPEC und Russland diskutieren Förderkürzungen. Das möglicherweise entscheidende Treffen am 30. November kommt für diese Publikation zu spät. Das wahrscheinlichste Szenario ist, dass man zu einer Kürzungsbereinkunft kommt, die allerdings wegen Ausnahmen und einer geringen Disziplin das Überangebot nicht rasch beseitigt. Vor allem dürfte in den USA die Produktion wieder anziehen, sodass sich am überversorgten Markt zunächst nicht viel ändern dürfte. Die Überschusssituation könnte sich bis Ende 2017 fortsetzen. Wir bleiben vor diesem Hintergrund, der rekordhohen Lagerbestände, des strukturellen Nachfragegegenwinds, an dem auch Donald Trump kaum etwas ändern dürfte und wegen der Terminmarktsituation, bei der Strategie, Öl zu verkaufen.

Öl: (noch) kein Ende des Überangebots

Öl-Angebot und -Nachfrage inkl. Lagerveränderung



Quelle: IEA. In Millionen Barrel pro Tag

Basismetalle: Angebot knapp, Nachfrage bleibt unsicher

Bei den Basismetallen sind die Angebotsanpassungen im Gegensatz zum Ölmarkt weit fortgeschritten. Die Lagerbestände bilden insgesamt einen abnehmenden Angebotspuffer. Im Fall einer freilich sehr unsicheren Nachfragebelebung dürften die Preise der Basismetalle deswegen sehr sensitiv reagieren, wie der jüngste Preisanstieg u.a. aufgrund der Infrastrukturpläne Donald Trumps unterstreicht. Wir sehen deswegen in erster Linie überschaubare

Preisrisiken, abgesehen vom Korrekturbedarf des jüngsten übertriebenen Preisanstiegs. Denn selbst wenn die USA etwas mehr Basismetalle für Infrastrukturinvestitionen benötigen, werden sie wohl nicht zur Konjunkturlokomotive.

Es bleibt daher wohl bei der mäßigen Nachfrage der Schwellenländer, die mit ca. 70% Anteil entscheidend ist. Gleichwohl besteht längerfristig ein gutes Chance-/Risiko-Verhältnis. Unser Favorit ist dabei Nickel, das relativ zu den Produktionskosten am günstigsten bewertet ist und das stärkste strukturelle Wachstum aufweist. Die Schließung von Minen auf den Philippinen und das anhaltende Exportverbot Indonesiens sind zunächst angebotsverengende Faktoren, die aber auch drehen können.

Edelmetalle: Phantasie durch steigende Inflation

Die unsichere Wachstumsperspektive, die einerseits für die konjunktursensitiven Rohstoffe die Preiserwartungen dämpft, könnte andererseits die Nachfrage nach Edelmetallen stimulieren (siehe auch Investmentthema). Die Ausgangssituation für 2017 ist, mit der inzwischen wahrscheinlichen Zinserhöhung der US-Notenbank im Dezember, ähnlich wie 2016. Edelmetalle könnten aber auch von anziehenden Inflationserwartungen profitieren, da sich mit Donald Trump als US-Präsident der Trend zu weniger Globalisierung verstärken dürfte. Unabhängig von diesen möglichen Entwicklungen bilden Edelmetalle häufig aber auch eine Gegenposition zu Risiko-Assets. Auch aus dieser Überlegung heraus sollte ein gewisser Anteil an Edelmetallen im Depot liegen.

Kurz & Kompakt

Es dürfte 2017 wohl keinen einheitlichen Trend an den Rohstoffmärkten geben. Bei Öl liegen die besseren Chancen zunächst auf der Verkaufsseite, was sich aber im Jahresverlauf ändern könnte. Basismetalle werden für den Fall sich festigender globaler Wachstumshoffnungen interessant. Das ist derzeit aber unsicher. Bei den Edelmetallen sehen wir das beste Chance-/Risiko-Verhältnis. Nach der Preiskorrektur im zweiten Halbjahr 2016 sollte sich der Aufwärtstrend fortsetzen.

Nicht nur Gold glänzt

Nicht zuletzt durch den bereits vor der US-Präsidentenwahl eingeläuteten Trend zu mehr Protektionismus könnte zum ersten Mal seit langem Inflation wieder eine größere Rolle spielen, aber auch eine Fortsetzung der Niedriginflationsphase und Niedrigzinsphase ist denkbar. Beide Szenarien dürften die Edelmetallpreise weiter steigen lassen, da die global hohe Verschuldung limitierend auf die Realzinsen wirkt. Ein festerer US-Dollar könnte zwar bremsen, aber er wäre wohl gerade für den Euro-Anleger kein Beinbruch.

Investmentnachfrage löst Konsumnachfrage ab

Der Aufschwung der asiatischen Volkswirtschaften und die damit verbundenen Einkommensgewinne sorgten in der zurückliegenden Dekade für ein scheinbar ungebremstes Wachstum des Gold- bzw. Edelmetallkonsums. Damit ist es vorbei, da die Einkommensentwicklung in Asien gedämpft verläuft. Dafür gibt es in Asien immer mehr Investoren, die Edelmetalle als alternative Währung kaufen. Vor allem in China regt die Renminbi-Schwäche zu Gold-ETF-Käufen an. Der Zwangsumtausch von Banknoten in Indien löste zwar zunächst wohl nur einen kurzfristigen Ansturm auf Gold aus, aber er führt die Vorzüge von Gold und den anderen Edelmetallen als nicht austauschbare Währungen der ganzen Welt vor Augen. So ist es nicht die asiatische Konsumnachfrage, die derzeit den Preistrend bestimmt, sondern die globale Investmentnachfrage. In Asien beginnt sie erst von niedrigem Niveau aus anzuziehen, sodass europäische und nordamerikanische Investoren dominieren. Zwar hat sich hier nach dem starken Anstieg im ersten Halbjahr 2016 die Nachfrage merklich abgekühlt, aber dies ist eine gesunde Entwicklung, die Potenzial für neue Käufe schafft.

Gute Chance auf das Déjà-Vu..

Entscheidend für ein Ende der aktuell noch andauernden Korrekturphase der Edelmetallpreise ist, wie lange und wie weit die Realzinsen letztendlich steigen, bis eine zunehmende Risikoaversion an den Märkten dem Anstieg erneut einen Riegel vorschiebt und die Notenbanken zum Gegensteuern zwingt. Die Ausgangssituation für 2017 ist mit der wahrscheinlichen Zinserhöhung der US-Notenbank im Dezember ähnlich wie 2016. Die hohe Sensitivität der Welt-

wirtschaft für steigende Zinsen hat Anfang 2016 zu einem deutlichen Anstieg der Risikoaversion geführt und die für die Edelmetalle entscheidenden realen Renditen wieder deutlich zurückgehen lassen. Dies ist ein Szenario mit einer hohen Wahrscheinlichkeit auch für 2017. Aber möglicherweise kommt ein seit langer Zeit vermisster Aspekt hinzu: Steigende Inflation bzw. steigende Inflationserwartungen.

Niedriger Realzins, hoher Goldpreis

US-Realzinsen und Goldpreis im Vergleich



Quelle: Datastream, Commerzbank

..und etwas Inflation

Man könnte anführen, dass im Unterschied zur Situation im vergangenen Jahr, Donald Trump die Bühne betreten hat. Der derzeit alles andere als klare wirtschaftspolitische Kurs Donald Trumps geht in Richtung Wachstumsbeschleunigung in den USA und Protektionismus - seine stimulierenden Maßnahmen dürften die USA wohl kaum zur Konjunkturlokomotive für die Welt machen. Durch eine protektionistische Politik könnte er den ohnehin bereits bestehenden Deglobalisierungstrend (Brexit, Stahlhandelszölle, Ost-West-Konflikt, Grenzsicherheit...) verstärken.

Die Freihandelsabkommen der USA mit Europa und dem pazifischen Raum haben wohl keine Chance mehr. Eine Konsequenz dieser Entwicklung sind die bereits zu beobachtenden geringen Produktivitätszuwächse. Eine schwache Produktivitätsentwicklung begünstigt aber Inflation. Da die US-Notenbank und vor allem die anderen Notenbanken ein genaues Bild über die Schuldenmisere haben, dürften sie bei steigenden Inflationserwartungen zwar die Zinsen erhöhen, aber nicht so stark, dass die Realzinsen deutlich anziehen und es zu einer neuerlichen Schuldenkrise kommt. Die Inflation bzw. die Inflationserwartungen könnten deswegen durchaus Raum erhalten, schneller zu steigen als die Nominalzinsen. Das heißt, die Realzinsen könnten letztendlich durch die Politik Trumps sogar gedrückt werden.

Gold glänzt in fremder Währung

Goldpreis in USD vs. Goldpreis in Hauptwährungen



Festerer Dollar kein "game changer"

Steigende Inflationserwartungen und der Umstand, dass einem Realzinsanstieg durch hohe globale Schuldenniveaus enge Grenzen gesetzt sind, könnten 2017 die Edelmetallpreise weiter stimulieren. Auch ein festerer US-Dollar muss dazu kein Widerspruch sein, wie die Entwicklung der letzten drei Jahre unterstreicht.

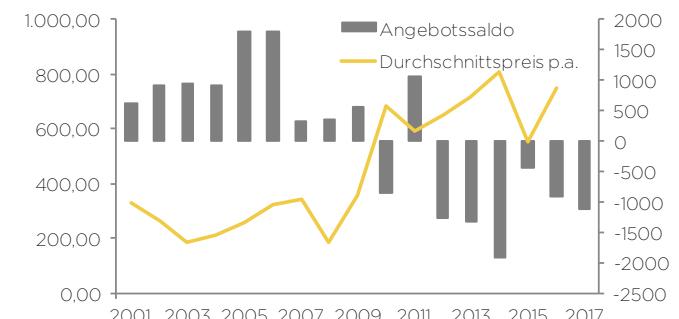
Zwar bremsten US-Dollar-Aufwertungsschübe wie zuletzt immer wieder. In den meisten Währungen ist der Goldpreis aber bis nahe an seine Höchststände oder zum Teil sogar darüber gestiegen. Der Goldpreis in US-Dollar hat sich abgekoppelt.

Sondersituation Palladium

Unter den Edelmetallen möchten wir besonders die Sondersituation Palladium herausstellen. Palladium ist zwar mehr als Industriemetall zu sehen, da das gesamte Angebot von der Industrie absorbiert wird. Alleine die Automobilindustrie benötigt mehr als 85% des Angebots. Der Markt befindet sich auch ohne große Investmentnachfrage seit fünf Jahren in einer Defizitsituation. Dadurch haben sich die vorhandenen Vorräte erheblich reduziert. Während die Produktion stagniert und das Angebot nur aufgrund eines etwas höheren Recyclings leicht steigt, nimmt die Nachfrage robust zu. Vor allem in China wächst der Bedarf wegen strikterer Abgasvorschriften und des Wachstums des Automobilmarktes. Das bereits hohe Angebotsdefizit von geschätzten 10% des Gesamtangebotes dürfte sich 2017 weiter erhöhen. Interessant ist, dass im Gegensatz zu den anderen Edelmetallen die Investmentnachfrage bisher sehr zurückhaltend war. Dies reduziert einerseits das Risiko und andererseits könnte nur etwas mehr spekulative Nachfrage leicht für erheblich steigende Preise sorgen.

Palladium: Das Unterangebot wächst

Durchschnittspreis p.a. vs. Angebotssaldo



Quelle: GFMS, Commerzbank. Für 2017 Schätzung

Kurz & Kompakt

Unter den Edelmetallen ist Gold das Kerninvestment, das auch sehr gut durch die weiterhin aussichtsreichen Goldminenaktien abgedeckt werden kann. Silber bleibt wohl volatiler, lehnt sich aber sehr eng an den Goldpreistrend an. Platin dürfte sich zwar auch am Goldpreistrend orientieren, besitzt aber eine starke industrielle Komponente. Fundamental ist es relativ zu Gold (zu) billig und sollte langfristig den Abschlag von 300 \$/Feinunze aufholen. Eine Sondersituation bietet Palladium, da sich hier das Angebotsdefizit kräftig ausweiten und zu Knappheitspreisen führen könnte.

2017 wird das Jahr der Reformation

Und das nicht nur wegen der Jubiläumsfeierlichkeiten zur Erstveröffentlichung Martin Luthers berühmter Thesen. Auch Kapitalmarktanleger haben möglicherweise Anlass, ihre bisherige Portfoliostrategie zu "reformieren". Wir haben versucht, unsere Gedanken dazu in weniger als 95 Thesen zusammenzufassen.

1. Die Politik bleibt ein kursbeeinflussender Faktor

Die Ergebnisse der Brexit-Abstimmung und der US-Präsidentenwahl sind Symbole für eine Zeitenwende. Sollte sich bei den wichtigen 2017 anstehenden Wahlen der massive Stimmungstrend gegen das politische Establishment fortsetzen, drohen der Weltwirtschaft weitreichende protektionistische Maßnahmen. Mittelfristig wären damit global sinkende Wachstumsraten und gleichzeitig höhere Inflationsraten vorgezeichnet. Dieser Wohlfahrtsverlust würde den Performancechancen engere Grenzen ziehen.

2. Die Notenbanken liefern den Börsen weniger Impulse

Von regionalen Nuancen abgesehen haben die großen Zentralbanken ihr geldpolitisches Pulver weitgehend verschossen. Damit fällt der gemeinsame Kurstreiber der vergangenen Jahre für fast alle Kapitalmarktsegmente weg. Die einzelnen Anlageklassen müssen sich ihre Performance zunehmend wieder aus eigener Kraft "verdienen".

3. Für Rentenanlagen ist der Bullenmarkt vorbei

Das wird für festverzinsliche Anlagen naturgemäß am schwierigsten. Die derzeit noch immer extrem niedrigen Renditen für erstklassige Staatsanleihen machen weitere Kursgewinne höchst unwahrscheinlich. Allerdings halten wir eine Rückkehr zu den Zinsniveaus früherer Jahre ebenso für illusorisch. Somit könnten sich im Jahresverlauf am Rentenmarkt durchaus Chancen für einen Wiedereinstieg bieten. Die höhere Verzinsung spricht dabei für Unternehmensanleihen. Angesichts der recht niedrigen Bewertung des Euro sollten Fremdwährungstitel nur selektiv beigemischt werden.

4. Immobilien haben das stabilere Ertragsprofil

Dies gilt zumindest im Vergleich zu Anleihen. Aber auch

dem Betongold wird der Trend steigender Zinsen etwas von seinem Glanz nehmen. Wir sehen Immobilien im Portfoliokontext nach wie vor als konservativen Wertanker an, dessen Vorteile sich vor allem über eine möglichst breite Streuung der einzelnen Objekte realisieren lassen.

5. Aktien verfügen auch ohne geldpolitischen Rückenwind über (moderates) Potenzial

Zwar dürfte der permanente Bewertungsanstieg, der die Aktienmärkte in den letzten Jahren nach oben trieb, parallel zur Zinswende ein Ende finden. Dafür werden aber die maßvoll steigenden Unternehmensgewinne ihre ursprüngliche kursbestimmende Rolle wieder erfüllen. Fusionen und Übernahmen werden im weiter vorherrschenden Niedrigzinsumfeld auf der Tagesordnung bleiben und die entsprechende Kursphantasie immer wieder anregen. Wir starten in das neue Jahr mit einer leichten Übergewichtung.

6. Bei Rohstoffen eng am konjunkturellen Wind segeln

Unsere derzeitige Präferenz gilt Edelmetallanlagen. Bei Anzeichen für eine dynamischer als erwartet wachsende Konjunktur könnten im Jahresverlauf aber auch industriennähere Rohstoffe an Attraktivität gewinnen.

Kurz & Kompakt

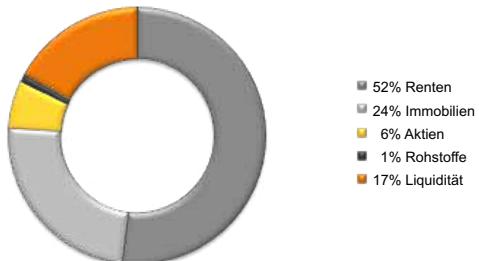
Mit nachlassender Wirkung der „Droge“ Geldpolitik dürfte auch der Performance-Gleichlauf der einzelnen Anlageklassen einer wieder etwas differenzierteren Wertentwicklung weichen. 2017 wird daher das Jahr sein, in dem der Anleger durch geschicktes Trading auch Mini-Zyklen für sich nutzen kann. Dabei gilt es jedoch mehr denn je, die der individuellen Risikoneigung angepasste Grundstruktur eines Depots nicht durch extreme Positionierungen zu verlassen und somit die wohltuenden Effekte einer Streuung auf viele Anlageformen aufzugeben.

Asset Allokation

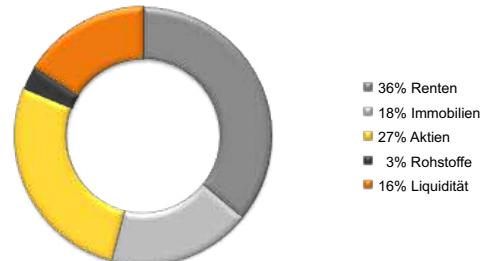
Unsere Musterallokationen

Unsere Musterallokation unterscheidet sich je nach Ihrer Risikoneigung. Diese ermittelt Ihr Berater gerne in einem persönlichen Gespräch mit Ihnen. Am einfachsten lässt sich unsere Allokationsempfehlung über unser aktiv gemanagtes "Vermögensmanagement" bzw. eine individuelle Vermögensverwaltung (beides verfügbar in unterschiedlichen Risikoausprägungen) in Kombination mit einem offenen Immobilienfonds (z.B. hausInvest) und einem passenden Rohstoffprodukt umsetzen.

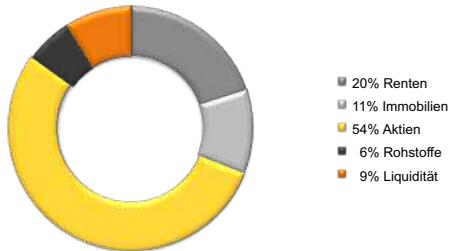
Stabilität



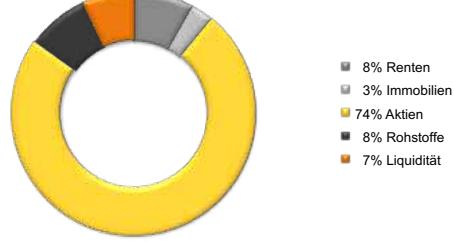
Einkommen



Wachstum



Chance



Die oben dargestellten Musterdepots zeigen die aktuellen Allokationen auf Assetklassenebene an, die wir mit Blick auf die kommenden 3 bis 6 Monate empfehlen. Unsere Asset Allokation liefert einen Anhaltspunkt zur Depotstrukturierung in vier standardisierten Risikoprofilen. Möchte ein Anleger bestimmte Allokationsbestandteile nicht umsetzen, können diese alternativ auf gleich oder weniger risikante Assetklassen verteilt werden. So können zum Beispiel Immobilienwerte auch teilweise einen Rentenanteil ersetzen. Dabei ist allerdings bei jeder Empfehlung die maximale Obergrenze von 25 % für Immobilien am Gesamtdepots einzuhalten.

Wichtige Hinweise

Diese Information ist eine Marketingunterlage im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, d.h. sie genügt nicht allen Anforderungen für Finanzanalysen und für die Commerzbank AG oder ihre Mitarbeiter besteht kein gesetzliches Verbot, vor Veröffentlichung der Information in den darin genannten Wertpapierprodukten zu handeln.

Adressat

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der Commerzbank AG in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere dürfen diese Information nicht nach Großbritannien, den USA oder nach Kanada eingeführt oder dort verbreitet werden.

Kein Angebot; keine Beratung

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagerechte Beratung.

Informationsquellen; Aktualisierungsbedingungen

Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Wesentliche Informationsquellen für diese Ausarbeitung sind Informationen die die Commerzbank AG für zuverlässig erachtet. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernom-

men werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Interessenkonflikte im Vertrieb

Die Commerzbank AG erhält für den Vertrieb von Investmentfonds den Ausgabeaufschlag und/oder Vertriebs-/Vertriebsfolgeprovisionen von der Fondsgesellschaft oder Emittentin bzw. erzielt als Emittentin oder Verkäuferin eigene Erträge.

Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

Aufsichtsbehörde

Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt.

Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der Commerzbank weder reproduziert, noch weitergegeben werden.

Abgeschlossen am 29.11.2016

Jahresausblick 2017: Das Wichtigste in Kürze

1) Die Welt wächst etwas schneller

Dank einer kräftigen Erholung in den Schwellenländern und leicht höheren Zuwächsen der US-Wirtschaft beschleunigt sich das globale Wachstum auf über 3%. Die politischen Risiken bleiben aber hoch und sind nicht zu unterschätzen.

2) EZB benötigt Fantasie

Die EZB wird spätestens im Sommer 2017 an die technischen Grenzen ihres Anleihekaufprogramms stoßen. Modifikationen sind daher zwingend erforderlich und sorgen für Nervosität. Ein Ende der Nullzinspolitik ist aber noch lange nicht in Sicht.

3) Klassisch-konservative Anlagen werden zum Problemfall

Der Renditeverfall erstklassiger Staatsanleihen geht zu Ende. Damit trüben sich die Performanceaussichten spürbar ein. Alternative Investments und Immobilien werden als "Ersatzanlagen" wichtig.

4) Aktien bleiben die aussichtsreichste Anlageklasse

Für 2017 rechnen wir noch einmal mit einer passablen Performance von Aktien. 4-6% Gewinnwachstum plus 2-3% Dividendenrendite machen eine Gesamtperformance im hohen einstelligen Prozentbereich wahrscheinlich.

5) Volatilität der Volatilität bleibt hoch

Die Folgen der Nullzinspolitik, der Siegeszug kostengünstiger Investmentlösungen und der zunehmende politische Einfluss machen die Kapitalmärkte anfällig. Wir erwarten immer wieder Phasen starker Preisschwankungen - nicht nur bei Aktien.

Und ganz besonders wichtig: Bleiben Sie auch im Jahresverlauf 2017 gut informiert!



Via Internet:

www.commerzbank.de/cio-direkt



Via eMail:

www.commerzbank.de/nl



Via Telefonkonferenz:

Fragen Sie ihren Berater nach den aktuellen Terminen



Via Facebook:

www.facebook.com/commerzbankcio



Via YouTube:

www.youtube.de/commerzbankcio

Commerzbank AG

Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

Postanschrift
60261 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 136-20
CIODirekt@commerzbank.com

Private Kunden
Chefanlagestrategen