

INVESTMENT STRATEGIE

Januar 2017



2017 FÜR DIE MÄRKTE HAT DAS JAHR SCHON DEUTLICH VOR DEM JANUAR BEGONNEN

- » Portfolio-Aufteilung: Präferenz für Aktien, Fokussierung auf Flexibilität und Konvexität
- » Aktien: Präferenz für Kontinentaleuropa und die USA bei selektivem Vorgehen; Bevorzugung von zyklischen und Substanzaktien, Fokussierung auf US-Banken und den Gesundheitssektor
- » Renten: Fokussierung auf nachrangige Anleihen aus dem Finanzsektor und aus Schwellenländern

2017 wird kein einfaches Jahr werden. Statt dessen wird es viele Phasen mit hoher Volatilität geben, vor allem wegen kurzfristiger Konjunktur- und Inflationstrends in wichtigen Wirtschaftsräumen und wegen des dicht gedrängten Wahlkalenders. Anleger müssen flexibel sein, Konvexität nutzen und sehr selektiv vorgehen. Mit einem raschen Anstieg der Börsenindizes in den letzten Wochen von 2016 hatte der Aktienmarkt bereits Anlauf für das neue Jahr genommen. Diese Beschleunigungsphase stellt keinesfalls eine unüberwindliche Hürde dar und ist sicher noch nicht vorbei.

Im Sommer 2016 verabschiedete sich die USA von der Disinflation

» USA: DEUTLICH HÖHERES NOMINALES WIRTSCHAFTSWACHSTUM

Seit 2009 beträgt die reale Wachstumsrate in den USA 2,1 Prozent jährlich und liegt damit unter dem Niveau früherer Konjunkturzyklen. Donald Trump hat seine Absicht bekundet, die Konjunktur richtig anzukurbeln, und zwar hauptsächlich mit finanzpolitischen Reformen, Infrastrukturprojekten und höheren Staatsausgaben. Dass die Republikaner im Kongress das Sagen haben, heißt aber nicht unbedingt, dass die von Trump geplanten Maßnahmen tatsächlich umgesetzt werden. Denn die Republikanische Partei ist immer noch ein Hort konservativer Finanzpolitik.

Zunächst ist es lediglich eine Annahme, dass das reale Wachstum kräftig zunehmen wird. Dass die nominalen Wachstumsraten steigen werden, ist aber fast sicher, weil sich der Preisauftrieb der Zielmarke der US-Notenbank Fed von zwei Prozent nähert. Die USA haben sich im Sommer 2016 von rückläufigen Inflationsraten verabschiedet. Deshalb hat die Fed ihre Leitzinsen letzten Dezember um einen viertel Prozentpunkt angehoben, zum zweiten Mal seit Dezember 2015. Zur Begründung verwies sie ausdrücklich auf die Inflationserwartungen und die gute Arbeitsmarktlage.

Das Umfeld hat sich verändert, zuallererst wegen der Trends bei den Rohstoffpreisen. Seit Sommer 2014 waren diese jährlich zurückgegangen, ziehen jetzt aber wieder an. Und die Trendwende von einem Basisniveau aus wird Preiserhöhungen zumindest in den ersten Monaten von 2017 vorantreiben. Die Arbeitslosenquote in den USA liegt bei 4,7 Prozent, wobei sicher noch keine Vollbeschäftigung erreicht worden ist. In vielen Sektoren sind Spannungen bei den Einstiegsgehältern zu beobachten. Die Lohnkosten machen 70 Prozent der Aufwendungen von Unternehmen aus. Sofern es keinen Produktivitätsfortschritt gibt, werden die Unternehmen versuchen, ihre Margen aufrechtzuerhalten, indem sie höhere Löhne und Gehälter über die Preise weitergeben.

Für die Fed ist es unverzichtbar, Kurs auf eine Normalisierung der Geldpolitik zu nehmen. Dies sollte ein allmählicher Übergang sein. Doch die Pläne der neuen US-Administration, die Wirtschaft durch die Finanzpolitik zu stimulieren, könnte die Fed ermutigen, rascher zu reagieren. Bisher geht die Notenbank allerdings

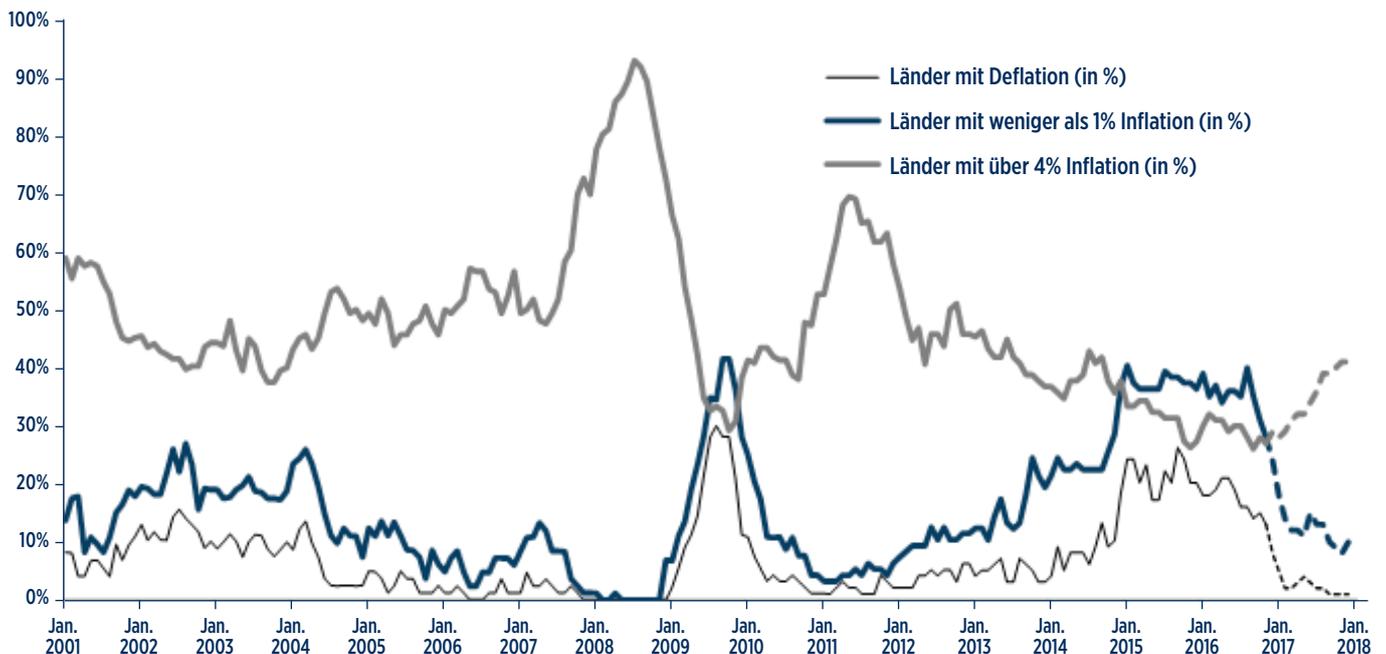
sehr behutsam vor, und es ist bislang nicht wahrscheinlich, dass höhere Zinssätze ein ernsthaftes Risiko für den Konjunkturzyklus darstellen werden. 2017 sollte ein weiteres Wachstumjahr werden.

► EUROPA GEHT ES BESSER, IST ABER IMMER NOCH AUF UNTERSTÜTZUNG ANGEWIESEN

Sechs Monate nach dem Brexit-Schock ist das Wachstum auf dem europäischen Kontinent und in Großbritannien bemerkenswert stark. In Frankreich und Italien lässt ein richtiger Aufschwung zwar noch auf sich warten, aber in anderen Ländern entwickelt sich die Wirtschaft sehr erfreulich. 2015 gab es Zweifel in Bezug auf Deutschland. Die Wirtschaft des Landes expandierte 2016 aber kräftig, und in Spanien, Irland und den Niederlanden zeigte sich ein ähnliches Bild. In allen genannten Ländern sind die Löhne und Gehälter gestiegen und die Arbeitslosenzahlen zurückgegangen. Die Privathaushalte sind zuversichtlicher, und die Binnennachfrage ist robust.

Wirtschaftlich erscheint
2017 vorhersehbarer,
auch wenn die
bevorstehenden Wahlen
eine gewisse **Unsicherheit**
bergen

LÄNDER MIT NEGATIVER INFLATION IN PROZENT / WENIGER ALS 1% / MEHR ALS 4%



Daten basieren auf einer ungewichteten Auswahl von 95 Ländern. Die aufgeführten Daten beziehen sich auf die Vergangenheit und stellen keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.

Quelle: Haver, Edmond de Rothschild Asset Management (France). Daten per: 15.12.2016.

Auch in Europa sollte es ein höheres nominales Wirtschaftswachstum geben, hauptsächlich dank steigender Erzeugerpreise. Die Diskussion über eine mögliche Deflation ist vorbei, und niemand plädiert für weitere Sparmaßnahmen – auch nicht die EZB. Ganz im Gegenteil: Selbst Deutschland wird so wie die Niederlande seine Wirtschaft mit begrenzten, aber konkreten finanzpolitischen Maßnahmen stützen. Für eine Normalisierung ist es allerdings noch zu früh, und die EZB hat ihr Anleihekaufprogramm bis Ende 2017 verlängert, auch wenn sie das monatliche Volumen von 80 Mrd. Euro auf 60 Mrd. Euro verringert hat. Sie hat zudem ihre Bereitschaft unterstrichen, erforderlichenfalls mehr zu tun.

Die wirtschaftlichen Aussichten sind jetzt klarer zu erkennen. 2017 ist aber ein Jahr, in dem etliche wichtige Wahlen stattfinden. In Frankreich wird im April/Mai ein neuer Präsident gewählt. In den Niederlanden finden im März Parlamentswahlen statt, und Deutschland folgt im Herbst. Auch in Italien dürften die Bürger wieder zu den Wahlen gerufen werden. Unternehmen und internationale Anleger könnten sich vom unsicheren Ausgang dieser Wahlen abschrecken lassen – ganz zu schweigen von den Schwierigkeiten, den Brexit in die Tat umzusetzen.

» ZWISCHEN DEN SCHWELLENLÄNDERN GIBT ES GRÖßERE UNTERSCHIEDE DENN JE

Die Schwellenländer werden zu den nominalen Wachstumsraten beitragen. Nach dem drastischen Ölpreisrückgang in 2015/16 wird man ein paar Monate abwarten müssen, wie sich die im November von der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) erreichte Vereinbarung auswirken wird. Die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern ist ziemlich schwach, und China, die wichtigste Wachstumslokomotive, ist in den Hintergrund getreten. In den USA könnte sich die Schieferölförderung von ihrem massiven Rückgang erholen. Die Kosten sind gesunken, und die Öl fördernden Unternehmen können inzwischen schon bei einem Preis von 50 US-Dollar pro Barrel Gewinne erzielen.

Auch wenn jedes Rohstoff erzeugende Land ein Sonderfall ist, kämpfen alle mit denselben Schwierigkeiten. Und einige haben ihre Situation durch Misswirtschaft verschlechtert. Obwohl das Schlimmste vorbei zu sein scheint, sind die Aussichten unsicher, und Chinas Übergang zu einem anderen Wirtschaftsmodell wird seine Lieferanten zu radikalen Veränderungen zwingen.

Mexiko, Indien, Vietnam und die Philippinen verzeichneten 2016 allesamt kräftiges Wachstum, wenn auch aus unterschiedlichen Gründen. Ein moderater Anstieg der Rohstoffpreise wird

ihnen nicht schaden. Alle Schwellenländer werden aber unter den Auswirkungen eines aufwertenden US-Dollars auf ihre Schuldendienstzahlungen zu leiden haben.

» CHINA: WEGEN HOHER VERSCHULDUNG ANGREIFBAR

Angesichts des Börsencrashes von 2015 war Chinas Erfolg bei der Stabilisierung seiner Wirtschaft die vermutlich bemerkenswerteste Entwicklung in 2016. Die Verlagerung in Richtung Dienstleistungen und Binnenkonsum setzt sich zu Lasten der Investitions- und Exporttätigkeit fort. Der Dienstleistungssektor steuert mittlerweile mehr als die Hälfte von Chinas Bruttoinlandprodukt (BIP) bei und wächst jährlich um mehr als 8 Prozent. Der wirtschaftliche Wandel des Landes wirkt sich auf die Rohstoff- und Energieimporte aus. Und der Wechsel zu erneuerbaren Energien – das Land ist einer der größten Global Player im Bereich Solar- und Windenergie – hat Auswirkungen auf die globalen Energiemärkte.

China lässt die Phase des Inflationsrückgangs allmählich hinter sich, und die Preise für Industrieerzeugnisse, die lange Zeit gefallen waren, haben sich inzwischen stabilisiert. Überkapazitäten bei Kohle und Stahl werden abgebaut, und die häufig in Staatsbesitz befindlichen Unternehmen steigern ihr Betriebsergebnis. Die Verschuldung, die auf über 250 Prozent vom BIP geschätzt wird und weiter ansteigt, könnte jedoch zu finanzieller

Instabilität führen. Am meisten gefährdet sind staatseigene Industriekonzerne und Kommunen mit übermäßigen finanziellen Verpflichtungen und

schwindenden Ressourcen. Dennoch sollte der Staatssektor in der Lage sein, 2017 seine Schulden zu bedienen. In einem politisch schwierigen Jahr wird Chinas Regierung alles tun, um Stabilität zu gewährleisten.

Das bedeutet insgesamt, dass die globale finanzielle Stabilität das ganze Jahr über einer Belastungsprobe unterzogen werden wird. Bei den Wahlen, die in der letzten Zeit stattgefunden haben, wurde deutlich, wie unzufrieden die Wähler mit den Politikern sind, weil diese nicht die erhofften Lösungen liefern. Der Widerstand gegen die Globalisierung geht mit dieser Unzufriedenheit Hand in Hand. Und sogar die Notenbanken sind wegen ihrer Maßnahmen massiver Kritik ausgesetzt. Auch 2017 gehört zum erfolgreichen aktivem Investieren, dass man Risiken einbezieht, um aus einigen davon Anlagechancen zu machen.

Eine sich wandelnde Inflationserwartung dürfte zum Katalysator für eine neue Marktdynamik werden.

» MARKTAUSBLICK FÜR 2017

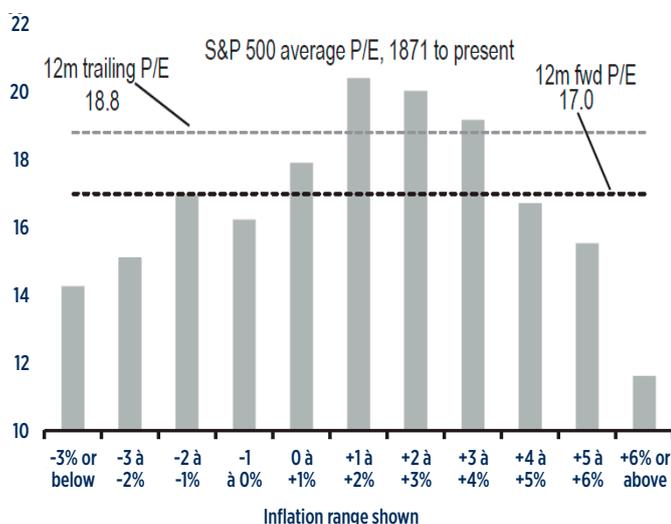
AKTIENMÄRKTE: ES GEHT WEITER AUFWÄRTS

In den letzten Monaten sind die Finanzmärkte kräftig gestiegen, wobei es eine ausgeprägte Rotation hin zu zyklischen Aktien, Finanztiteln und Substanzaktien gab. Bei einigen wichtigen Themen ist allerdings nur wenig verlorener Boden gut gemacht worden. Eine sich ändernde Wahrnehmung in Bezug auf die Inflation ist ein starker Katalysator für eine neue Marktdynamik am **US-Markt**, während die erwartete Verschiebung der Zinsstrukturkurve eine Rotation in puncto Anlagestil ausgelöst hat.

Angesichts der inzwischen geschwundenen Unsicherheit können sich die Märkte jetzt wieder auf Bewertungskennzahlen und Fundamentaldaten konzentrieren. Dies sollte bestimmten Segmenten helfen, vom Deregulierungsdrang der neuen US-Administration zu profitieren. Dass Regulierungsprojekte jetzt auf Eis gelegt werden, ist beispielsweise gut für Aktien von Banken und Lebensversicherern. Die Anleger setzen gewissermaßen darauf, dass Trump sein Wahlversprechen hält und das nach der Finanzkrise von 2008 verabschiedete Dodd-Frank-Gesetz aufweichen wird. Finanztitel sollten zudem von steigenden Zinssätzen profitieren; denn die Wirtschaftspolitik des neuen US-Präsidenten zielt klar auf Wachstum ab und wird die Inflation anheizen.

Zudem können wir erwarten, dass auf die Binnenwirtschaft ausgerichtete Unternehmen in den Genuss von Steuersenkungen kommen werden. Und im Infrastrukturbereich tätige Unternehmen sollten sich ebenfalls gut entwickeln. Das neue Umfeld wird auch für Unternehmen, die Anlagen für die Industrie wie zum

PE VS. INFLATION



Die aufgeführten Daten beziehen sich auf die Vergangenheit und stellen keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.

Quelle: Thomson Reuters / Crédit Suisse Research – Daten per: 30.12.2016.

Die Performance der Aktienmärkte und die Mittelzuflüsse im «Alten Europa» hinken der Entwicklung des US-Marktes hinterher

Beispiel Ölpipelines herstellen, und für Baumaschinenhersteller wie Caterpillar vorteilhaft sein. Davon abgesehen bietet der weitgehend konjunkturunabhängige Gesundheitssektor eine gute Vorhersagbarkeit – vor allem in Bezug auf das Gewinnwachstum. Das Bewertungsniveau des Sektors ist recht moderat, und er besitzt ein attraktives Risiko-Rendite-Profil. Nach Hillary Clintons Wahlniederlage ist das Risiko von wachsendem Preisdruck bei Medikamenten geschwunden, und es sollte jetzt weniger Hürden für Fusionen und Übernahmen (M&A) geben.

Europa besitzt gute Fundamentaldaten und erhebliches Aufholpotenzial. Mit dem Amtsantritt neuer Regierungen sollten die Aktienmärkte von wieder zunehmender Investitionstätigkeit und der Einleitung – möglicherweise auch Forcierung – von Strukturreformen profitieren. Zu erwarten ist auch, dass es weniger Sparmaßnahmen geben wird. Eine auf Steuersenkungen ausgerichtete Politik wird den Unternehmen, von denen die

Globale GewinnrevisiOnen



meisten in guter Verfassung sind, kräftigen Rückenwind geben. Das Gewinnwachstum, die eigentliche Antriebskraft der Aktienmärkte, könnte in Europa sogar höher ausfallen als bei US-Unternehmen. Zudem könnte die Reflation Preiserhöhungen auslösen und damit zu Umsatzsteigerungen führen. Und die besser werdende Situation am Arbeitsmarkt sollte ebenfalls zu höheren Konsumausgaben beitragen.

Das Thema M&A wird einer der wichtigsten Katalysatoren sein, wenn die Rally an den Aktienmärkten weitergehen soll. Nach ein paar Monaten des Abwartens im Gefolge des Brexit-Votums sollten das M&A-Geschäft wieder anziehen. Der billige Euro macht US-Unternehmen Appetit, europäische Unternehmen zu kaufen.

Das „Alte Europa“ hinkt deutlich hinterher, was die Performance der Aktienmärkte und die Mittelzuflüsse angeht. Trotz attraktiver Bewertungskennzahlen sind ausländische Anleger bemerkenswerterweise in Bezug auf die Eurozone immer noch zurückhaltend, was vermutlich mit dem dicht gedrängten Wahlkalender für 2017 zusammenhängt. Sobald aber einige dieser Wahlen vorbei sind, könnten internationale Anleger ihren Blick wieder mehr auf die Vorteile richten, die Europa zu bieten hat.

Was die Finanzmärkte der **Schwellenländer** betrifft, sollten wir wegen des anziehenden Dollarkurses und der steigenden Zinssätze eher vorsichtig sein. Nachdem Donald Trump das Rennen um den Einzug ins Weiße Haus gewonnen hatte, setzten die Mittelabflüsse wieder ein. Die derzeitige Verbesserung der Konjunktur im weltweiten verarbeitenden Gewerbe ist für die meisten Schwellenländer positiv. Dennoch sollten wir vorsichtig sein bei Unternehmen, die hohe, auf US-Dollar lautende Schulden haben. Der Abwärtsdruck auf einige Schwellenländerwährungen dürfte anhalten.

RENTENMÄRKTE: RÜCKGANG DER ZINSEMPFINDLICHKEIT

Vor dem Hintergrund deutlich gestiegener US-Anleiherenditen fragen sich Anleger, wie sie ihre Investments in Anleihen managen sollen. Passives Investieren reicht nicht mehr aus; denn es ist sehr schwierig geworden, die Renditen und die Balance in einem Portfolio aufrechtzuerhalten. Einige Anlageklassen bieten aber attraktive Eigenschaften.

Unser bevorzugtes Thema sind **nachrangige Anleihen aus dem Finanzsektor**. Die Regulierungsbestimmungen werden bis mindestens 2020 für Unterstützung sorgen. Und Banken sowie Versicherungsunternehmen sollten davon

profitieren, dass die Renditen langlaufender Anleihen nicht weiter fallen. Anleihen aus dem Finanzsektor sind zudem sehr liquide, und die in letzter Zeit für die Probleme der Deutschen Bank und italienischer Kreditinstitute gefundenen Lösungen haben die systemischen Risiken in diesem Sektor verringert.

Auch Europäische **High-Yield-Anleihen** halten wir für sehr interessant. Die Finanzkennzahlen der emittierenden Unternehmen sind nach wie vor solide, und wir gehen davon aus, dass die Adressenausfallquote 2017 mit unter zwei Prozent niedrig bleiben wird. Dieses Segment kommt darüber hinaus in den Genuss von besser werdenden wirtschaftlichen Fundamentaldaten und indirekter Unterstützung durch die EZB.

Abgesehen vom Finanzsektor bieten **Schwellenländeranleihen** gute Möglichkeiten, um Rentenmarktanlagen zu diversifizieren. In diesem Bereich sind ein **flexibler, opportunistischer Ansatz** und die Auswahl von gegen herrschende Markttrends gerichteten Positionen erforderlich. Anleger müssen selektiv vorgehen und spezifische Risiken eingehen, wenn sie Anlagechancen bei Schwellenländeranleihen nutzen wollen.

Zu guter Letzt kann man **Wandelanleihen** einsetzen, um ein Aktienportfolio zu diversifizieren und dessen Risikogehalt zu verringern. Aufgrund ihrer Konvexität können diese Papiere an Aktienkursgewinnen teilhaben und in Phasen mit Marktschocks die Volatilität reduzieren. Wandelanleihen werden von einer Verbesserung der Kreditkonditionen und der Gewinnmargen von Unternehmen sowie von ihrer geringen Abhängigkeit von Zinsänderungen profitieren. Diese Eigenschaften können dazu beitragen, Verlustrisiken infolge der 2017 in Europa anstehenden politischen Ereignisse zu verringern.

ABSCHLUSS

2016 war ein Jahr der politischen Umwälzungen, aus denen sich 2017, das wir als ein Jahr der Veränderungen ansehen, echte Chancen ergeben sollten. Voraussetzung dafür ist, dass sich Europa der derzeitigen populistischen Welle widersetzt und China bei seinen Widersprüchen bleibt (das heißt, Beibehaltung hoher und stabiler Wachstumsraten, aber um den Preis von Ungleichgewichten bei den Schulden):

- Eine allmähliche Normalisierung der Inflation wird eine gute Nachricht sein für die große Rotation zurück zu Aktien und weg von Renten sowie für Substanzaktien, zyklische und Finanztitel.
- Europäische Aktien, die als erste mit der derzeitigen „politischen Prämie“ belegt wurden, könnten sich überdurchschnittlich entwickeln, wenn die Wahlen vorüber sind.
- Mit der Abnahme der politischen Prämie können wir auch dank einer Deregulierungswelle in den USA mit einer Zunahme von M&A-Transaktionen rechnen.

Letztlich könnte 2017 etwas ein großes Comeback feiern, das nach der Lehman-Pleite verschwunden war: der Zyklus!

Januar 2017. Dieses Dokument wurde ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und dient als Marketingmitteilung.

Disclaimer: Die Daten, Kommentare und Analysen in diesem Dokument geben die Meinung von Edmond de Rothschild Asset Management (France) zu Märkten, ihren Trends, Regulierungsbestimmungen und steuertechnischen Aspekten wieder. Dabei stützen sie sich auf ihre eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und Informationen, die zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung standen. Die in diesem Dokument gemachten Angaben stellen in keiner Weise ein Versprechen oder eine Garantie von Edmond de Rothschild Asset Management (France) dar. Potenzielle Anleger sollten sich an ihren Finanzdienstleister oder Berater ihrer Wahl wenden, um sich unabhängig von Rothschild Asset Management (France) eine eigene Meinung über die mit jeder Anlage verbundenen Risiken sowie über die Eignung der jeweiligen Anlage hinsichtlich ihrer Vermögenslage und persönlichen Situation zu bilden.

**EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT (FRANCE)**
47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme governed by an executive board
and a supervisory board with capital of 11.033.769 euros
AMF Registration number GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

**EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT S.A.
(FRANCE)NIEDERLASSUNG DEUTSCHLAND**
mainBuilding - Taunusanlage 16 - 60325 Frankfurt am Main
T + 49 69 244 330 200 - kundenservice@edr.com
www.edram.de
