

FRANKFURT, 12. Januar 2017

Wie entwickelt sich die Weltwirtschaft weiter?

**Ein Marktausblick von David Lafferty, Chefstrategie,
Natixis Global Asset Management**

**Ein Vorwort von Jörg Knaf, Executive Managing Director, DACH Countries,
Natixis Global Asset Management**

*„Es gibt keine Alternative zu Alternatives. Sie gehören dazu...
Zum ersten Mal seit langer Zeit scheinen sich Wirtschaftsexperten mehr denn je
einig zu sein. Die Weltwirtschaft nimmt Fahrt auf. Aber, in 2017 könnten die seit
Jahren befürchteten geopolitischen Gefahren und Inflation Realität werden, siehe
Türkei, Russland, „Trump-flation“ und steigende Rohstoffpreise. Die resultierenden
Rückschläge auf dem Börsenparkett, und sie werden bestimmt kommen, können
nur durch eine raffinierte und aktive Anlagestrategie, mit klarer Bekenntnis zu
Alternatives, bewältigt werden.“*

Unsere zentralen Investmentthemen für 2017

- Trotz gravierender Veränderungen auf geopolitischer Ebene dürften viele der bereits 2016 relevanten Themen auch 2017 aktuell bleiben
- Die Weltwirtschaft wird wieder etwas Fahrt aufnehmen. Angekurbelt wird sie durch ein kräftigeres Wirtschaftswachstum sowie ein gestiegenes Unternehmerv Vertrauen in den USA.
- Aktien dürften dank verbesserter Gewinne weltweit weiter zulegen, bieten aufgrund ihres derzeitigen Bewertungsniveaus aber ein lediglich begrenztes Aufwärtspotenzial. Gleichzeitig sind die Gewinne 2017 durch die Kursrallye, die nach der US-Wahl eingesetzt hat, bereits teilweise vorweggenommen worden.
- Der jüngste Anstieg der Renditen hat hoch qualitativen Anleihen mit Blick auf das Jahr 2017 einen Teil ihres Schreckens genommen. So sind TIPS und Kommunalanleihen mittlerweile vergleichsweise günstig bewertet.
- Das wieder anziehende Wachstum sollte die Bonitätsqualität in den einzelnen Unternehmensanleihen-Sektoren etwa Hochzinsanleihen, Bankenkredite etc. zwar stützen, die Bewertungen werden aber nicht mehr so attraktiv sein wie noch 2016.

- Die größten Risiken innerhalb unseres Basis-Szenarios für 2017 stellen der politische Stil und die Unerfahrenheit von Donald Trump, ein ungeordneter Brexit, eine Überraschung bei der Inflation sowie die chinesische Schuldenblase dar.

Ähnliche Trends, größere Streubreite

Das Jahr 2016 war weltweit von grundlegenden Umwälzungen geprägt – vom Brexit-Referendum über die Zinswende bis hin zur Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten. Auf den ersten Blick würde man vermutlich annehmen, dass sich unsere Zukunftseinschätzungen für die Konjunktur und die Kapitalmärkte dadurch maßgeblich verändert hätten. Ironischerweise setzten sich die meisten Trends, die wir im Vorfeld bereits erwartet hatten, entweder fort oder sind durch die Ereignisse des Jahres 2016 sogar noch verstärkt worden. **Wir rechnen seit einiger Zeit damit, dass die Weltwirtschaft allmählich wieder Fahrt aufnimmt: Dies dürfte zu einem moderaten Anstieg der Unternehmensgewinne sowie der Aktienkurse führen. Gleichzeitig sollte dadurch der Aufwärtsdruck auf die Zinsen ansteigen, was wiederum die Anleiherträge belasten würde.** Die jüngsten Marktentwicklungen haben an diesen allgemeinen Themen zwar nichts geändert, allerdings sind wir bei unserem Konjunkturausblick und für unsere Marktauffassungen inzwischen nicht mehr so zuversichtlich.

Die Weltwirtschaft nimmt Fahrt auf

Die meisten etablierten Volkswirtschaften dümpelten im Jahr 2016 eher vor sich hin und legten ein zwar positives, aber letztlich unterdurchschnittliches Wachstum vor. Für 2017 rechnen wir mit einem etwas kräftigeren Wachstum. In den USA sollte der Mix aus Steuersenkungen, Infrastrukturausgaben und Deregulierungen, die die Trump-Administration in Aussicht gestellt hat, das reale BIP-Wachstum von knapp 2,0% auf fast 3,0% nach oben treiben. Die Kombination von Einkommensteuererleichterungen und einem gestiegenen Vertrauen sollte wiederum auch dem Konsum einen moderaten Schub geben, während ein Infrastruktur-Programm dazu beitragen könnte, den längerfristigen Trend lediglich mäßiger Staatsausgaben zu beenden. Derweil könnten eine niedrigere Unternehmensbesteuerung sowie ein Abbau der aufsichtsrechtlichen Bürokratie den lang erwarteten Anstieg der Investitionsausgaben nach sich ziehen. Beeinträchtigt werden könnte der US-Wachstumstrend aber durch etwas höhere Zinsen sowie den negativen Effekt eines stärkeren US-Dollars auf die Exporte. **Insgesamt sollte das US-Wachstum also anziehen – wenn auch nicht in rasantem Tempo.**

In Europa sollte das Wachstum ebenfalls ansteigen, denn es gibt bereits erste Anzeichen dafür, dass die Deflationsängste auf dem Kontinent allmählich in den Hintergrund rücken. Gleichzeitig lässt der Fokus auf die Sparpolitik insgesamt weiter nach, so dass wir für das nächste Jahr eine etwas größere haushaltspolitische Flexibilität erwarten. Sicherlich gilt es nach wie vor Hürden zu überwinden, aber was die Rezession in Spanien, Portugal und Griechenland betrifft, so scheint das Schlimmste mittlerweile hinter uns zu liegen. **Allerdings befürchten wir, dass das Ausscheiden Großbritanniens aus der EU eher ziemlich ungeordnet verlaufen wird. Dies sollte den allgemeinen, positiveren Aufwärtstrend in Europa aber nicht zum Stillstand bringen.** Obwohl sich die britische

Wirtschaft seit dem Referendum als robust erwiesen hat, dürfte die volle Tragweite dieser Entscheidung jedoch erst in den Brexit-Verhandlungen zutage treten. Deshalb könnte es beim Wirtschaftswachstum in Großbritannien noch Ausreißer nach unten geben. In Asien erwarten wir für Japan keine grundlegenden Veränderungen. Die politischen Entscheidungsträger werden zwar auch weiterhin an den diversen Stellschrauben der „Abenomics“ drehen, doch es wird ihnen vermutlich nicht gelingen, das langfristige Problem dieses Landes in Bezug auf seine demografische Entwicklung zu lösen. Derweil ist und bleibt China weiter die große Unbekannte. Der für die Jahre 2014 und 2015 befürchtete Konjunkturabschwung ist zwar mittlerweile gestoppt worden, doch die Schuldenblase, auf der das aktuelle Wachstum letztlich basiert, ist auf lange Sicht nicht mehr tragbar. Es lässt sich aber unmöglich vorhersagen, ob diese Blase bereits 2017 platzen wird. Wir gehen davon aus, dass die Chinesen die große Zahl Not leidender Kredite innerhalb des Bankensystems auch weiterhin kaschieren können, während die Überschusskapazitäten in der Industrie schrittweise abgebaut werden. Dabei handelt es sich jedoch um nichts anderes als das sprichwörtliche Pfeifen im Walde, und die Lage Chinas stellt deshalb die größte Gefahr für unseren ansonsten moderat positiven globalen Ausblick dar.

Die Stabilisierung des chinesischen Wirtschaftswachstums hat dazu geführt, dass sich auch das Wachstum in vielen Schwellenländern wieder erholt hat. Darüber hinaus haben sich die Rohstoffpreise inzwischen ebenfalls wieder gefangen und steigen allmählich sogar wieder an. Dies sollte bedeutenden Schwellenländern wie Russland, Brasilien oder Mexiko zugute kommen. Die Märkte haben zwar nach wie vor mit Problemen auf der Angebotsseite sowie mit zwischenzeitlichen Schwächephasen in einzelnen Volkswirtschaften zu kämpfen, doch insgesamt sollte das Weltwirtschaftswachstum weiter anziehen.

Aktien: Übertrieben optimistische Hochrechnungen

Unsere Prognosen für ein steigendes Weltwirtschaftswachstum sollte die Möglichkeit bieten, dass die Haussephase an den Aktienmärkten, die 2009 eingesetzt hatte, auch noch 2017 anhält. Nachdem die Phase der Gewinneinbußen im Energiesektor hinter uns liegt, wird das US-Gewinnwachstum ebenfalls wieder ins Plus drehen. Allerdings erscheint uns die grundsätzliche Bottom-Up-Prognose, die für den S&P 500®-Index im nächsten Jahr ein Gewinnwachstum von nahezu 12% vorhersagt, wie üblich viel zu optimistisch. Die wachstumsfördernden Maßnahmen, die Donald Trump wahrscheinlich umsetzen wird, haben uns jedoch dazu veranlasst, auch unsere Top Down-Auffassungen nach oben zu korrigieren und statt eines Gewinnwachstums von 3% bis 5% (das schon im Jahr 2016 bei weitem nicht erreicht worden ist) für das nächste Jahr von 5% bis 7% auszugehen. Das wäre natürlich ebenfalls eine Verbesserung, die jedoch immer noch deutlich unter den Erwartungen des breiten Marktes liegt.

Die für Aktienanleger entscheidende Frage: Kann dieses Wachstum zu den aktuellen KGVs noch hinzugerechnet werden oder gehen die Bewertungen bei steigenden Gewinnen zurück? Das erst genannte Szenario mit hohen Gewinnen und stabilen bis steigenden KGVs könnte dazu führen, dass US-Aktien sehr gute Erträge vorlegen. Leider rechnen wir aber eher mit dem letzt genannten Szenario – nämlich, dass die derzeit hohen KGVs zukünftige Gewinnanstiege bereits größtenteils berücksichtigen. Obwohl der Optimismus im Hinblick auf Aktien durchaus zunehmen könnte, dürfte diese Zuversicht durch eine steigende Inflation sowie eine strengere Geldmarktpolitik der US-Notenbank – zwei Faktoren, die eher nicht für höhere KGVs sprechen – gedämpft werden. Darüber hinaus ist es durchaus möglich, dass die Kursrallye, die nach der US-Wahl eingesetzt hat, einen Teil der Aktienerträge des Jahres 2017 bereits vorweggenommen hat. **In diesem Fall könnten zuversichtliche Anleger von der Zukunft noch Gewinne erwarten, die aber schon erfolgt sind.** Schließlich könnte auch die fast schon unisono vorgegebene Prognose eines stärkeren US-Dollars die Gewinne exportorientierter Unternehmen belasten. Vor diesem Hintergrund bleiben wir zwar letztlich zuversichtlich, dass US-Aktien im nächsten Jahr solide Kursgewinne vorlegen werden, sind dabei aber vielleicht nicht so übertrieben optimistisch gestimmt wie der breite Markt.

Wie bereits oben erläutert, dürfte das Wachstum sowohl in den Nicht-US-Industriestaaten als auch in den Schwellenländern zwar ebenfalls wieder anziehen, vermutlich aber nicht so kräftig wie in den USA. Dank der vergleichsweise schwächeren Währungen sollte aber auch dieser Aufwärtstrend höhere Gewinne zur Folge haben. Der größte Unterschied besteht aber voraussichtlich bei den Bewertungen. So sind Aktien aus der Eurozone sowie aus Großbritannien momentan keineswegs attraktiv bewertet und spiegeln nach wie vor die Brexit-Ängste sowie das insgesamt lediglich mäßige Wachstum wider. Und auch mit Japan können sich die Anleger immer noch nicht anfreunden. Derweil haben Schwellenländeraktien und deren Bewertungen im Jahr 2016 zwar deutlich zugelegt, sind aber auch weiterhin etwas attraktiver. Deshalb ist damit zu rechnen, dass ein etwas höheres Gewinnwachstum international einen Anstieg der Aktienkurse nach sich ziehen wird. Schließlich fehlt dort die Belastung durch ein überhöhtes Bewertungsniveau. So erwarten wir, dass Nicht-US-Aktien ebenso wie ihre Pendanten aus den USA 2017 zwar solide, wenn auch unspektakuläre Erträge vorlegen werden.

Wie entwickeln sich Anleihen?

Die Ängste vor einer sogenannten Trumpflation, einem Wachstum in Kombination mit einer Inflation, haben die Renditen in die Höhe schießen lassen und Anleiheinvestoren in Panik versetzt. Diese Vorhersage einer Wechselwirkung erscheint jedoch durchaus angebracht, beruht der jüngste Anstieg der nominalen Zinsen doch auf beiden Renditekomponenten: höheren realen Zinsen und einem kräftigeren Wachstum sowie gestiegenen Inflationsaufgeldern. Doch ebenso wie bei Aktien gilt auch diese Prognose unter dem Vorbehalt, dass die Trumpflation an den Anleihemärkten bereits im Jahr 2016 größtenteils eingepreist worden ist. Werden steigende Zinsen also die Erträge hoch qualitativer Staatsanleihen auch im Jahr 2017 beeinträchtigen? Möglicherweise, aber die Katastrophe, die einige Investoren befürchten, könnte ausbleiben. Weltweit sind die Zinsen nämlich

bereits deutlich angestiegen, so dass auch die Renditen, die Mitte 2016 noch auf Rekordtiefs gefallen waren, Anfang 2017 wieder etwas höher sein sollten. **Halten wir hoch qualitative Anleihen nach wie vor für vergleichsweise unattraktiv? Ja, aber in Zukunft könnten diese Papiere zumindest nicht mehr so magere Erträge vorlegen wie zuletzt noch.** Bei Anleihen hoher Qualität setzen wir auch weiterhin auf inflationsgeschützte Papiere, die zumindest eine der Risikoquellen, nämlich eine höhere Inflation, abfedern können. Für in den USA steuerpflichtige Anleger haben Kommunalanleihen durch die geplante Senkung des Grenzsteuersatzes entgegen allen Erwartungen sogar an Attraktivität GEWONNEN und eben nicht verloren. Da sich Kommunalobligationen nach der US-Wahl unterdurchschnittlich entwickelten, hat sich die Renditedifferenz gegenüber US-Staatsanleihen zuletzt sogar noch ausgeweitet. Daran würde auch die geplante Senkung des Spitzensteuersatzes (von 39,6% auf 33,0%) nichts ändern.

Auf Unternehmensebene ist unser ausgeprägter Optimismus mittlerweile etwas geschwunden. Im letzten Jahr eröffneten mit BBB eingestufte Anleihen, Hochzinspapiere, Wandelanleihen und Bankenkredite unserer Meinung nach noch viel versprechende Anlagechancen. Viele der dafür seinerzeit maßgeblichen Faktoren sind noch heute relevant. Dazu zählen etwa ein lediglich moderates Laufzeiten- bzw. Rollover-Risiko, eine geringe Wahrscheinlichkeit für eine Rezession sowie der Carry-Vorteil gegenüber Papieren höherer Qualität. Allerdings spiegelt sich dieses rosige Szenario in Form engerer Credit-Spreads und höherer Kurse bereits jetzt in sämtlichen Segmenten des Marktes für Unternehmensanleihen wider. Bei engeren Zinsdifferenzen sind Unternehmensanleihen aber auch mit einer höheren Zinssensitivität behaftet. Auf Gesamtertragsbasis finden wir Unternehmensanleihen deshalb zwar nach wie vor interessanter als Staatspapiere, doch der Abstand zwischen diesen beiden Segmenten des Anleihenmarktes hat sich mittlerweile etwas verkürzt.

Risiken und Unsicherheit

Zusammengefasst haben wir unsere Auffassungen im Vergleich zu unserem Investmentausblick für 2016 zwar etwas modifiziert, jedoch nicht grundlegend verändert. Wird sich mit Blick auf die Portfoliostrukturierung 2017 also lediglich das letzte Jahr in etwa wiederholen? Das glauben wir eher nicht. Schließlich stellen diese Investmentprognosen zwar unsere Basis-Szenarios dar, doch aus diversen Gründen sind die Korridore für Abweichungen nach oben und unten inzwischen deutlich größer geworden:

1) Wegen des klaren Wahlsiegs der Republikaner in allen Kammern des US-Kongresses kann der Markt derzeit eine extreme Zuversicht in eine Präsidentschaft Donald Trumps einpreisen. **Allerdings berücksichtigen die Märkte die sehr konkrete Möglichkeit schwerwiegender politischer oder personeller Fehlentscheidungen** im Zusammenhang mit China, etwa bei der Zoll- und Handelspolitik, Russland oder bisher

größtenteils ebenso wenig wie die negativen Konsequenzen für Unternehmen, die der designierte US-Präsident ins Visier nehmen könnte.

2) Ein ungeordneter und destruktiver Austrittsprozess im Zusammenhang mit dem Brexit könnte sowohl Großbritannien als auch die EU stärker in Mitleidenschaft ziehen als der breite Markt es derzeit noch für möglich hält. So könnte es sich als übertrieben optimistisch erweisen, davon auszugehen, dass die Verhandlungen auf vernünftige Art und Weise geführt werden und es schon irgendwie klappen wird.

3) Die Inflationsrisiken sind weltweit mittlerweile erheblich größer als zu jedem anderen Zeitpunkt nach der globalen Finanzkrise. Dadurch steigt wiederum die Gefahr einer aggressiv ausgerichteten Fed, die befürchten könnte, mit der Inflationskurve und/oder einem unkontrollierten Anstieg des US-Dollars nicht Schritt halten zu können. Beide Tendenzen könnten das Wachstum der weltweit größten Volkswirtschaft beeinträchtigen. In Verbindung mit einem kräftigeren Wachstum sowie dem Umstand, dass sich die Investoren zurzeit aus Anleihen zurückziehen, könnten die Zinsen zu einem Höhenflug ansetzen – und das in einer hoch verschuldeten Welt. Dadurch wiederum würden die Wachstumsimpulse, die von anderen Quellen ausgehen, wieder mehr als zunichte gemacht werden.

4) Mit jedem Jahr, das ins Land geht, steigt auch die Schuldenlast in fast jedem Segment der chinesischen Wirtschaft weiter an, während es den dortigen politischen Entscheidungsträgern nicht gelingt, wirklich grundlegende Reformen auf den Weg zu bringen. Durch die Kontrolle sowohl der größten Kreditgeber (Banken) als auch der größten Kreditnehmer (Staatsunternehmen) können die Chinesen dieses „Spiel auf Zeit“ noch eine Weile weiter fortsetzen. Sie können damit das mathematische Grundgesetz von „Boom-and-Bust“-Kreditzyklen jedoch nicht außer Kraft setzen. Deshalb wächst die Gefahr im Zusammenhang mit China auf Tagesbasis – auch wenn wir letztlich natürlich nicht vorhersagen können, wann die Blase platzen wird.

Deshalb rechnen wir damit, dass die Geduld der Anleger trotz einer wieder anziehenden Weltwirtschaft im kommenden Jahr ziemlich auf die Probe gestellt werden wird.

Über Natixis Global Asset Management, S.A.

Natixis Global Asset Management betreut umsichtig agierende Investmentexperten weltweit, indem wir ihnen Möglichkeiten aufzeigen, mit noch mehr Verständnis für die Märkte zu investieren. Mit unserem Durable Portfolio Construction®-Ansatz fokussieren wir uns auf die Risikokontrolle. Dabei helfen wir unseren Kunden dabei, strategisch ausgerichtete Portfolios aufzubauen, die den aktuell unberechenbaren Marktentwicklungen trotzen. Dabei greifen wir auf eine umfassende Investmenterfahrung sowie eine gründliche Kenntnis der jeweiligen Branchen zurück und arbeiten ausserdem eng mit unseren Kunden zusammen, damit unsere Investmentgedanken stets auf objektiven Daten basieren.

Natixis zählt zu den grössten Vermögensverwaltungsgesellschaften weltweit.¹ Durch die Bündelung von mehr als 20 spezialisierten Investmentmanagern aus aller Welt und einem verwalteten Vermögen von 897 Mrd. USD² können wir für jede strategische Investmentanforderung eine breite Palette von Anlagelösungen anbieten. Von den ersten analytischen Erkenntnissen bis zur letztendlichen Umsetzung der entsprechenden Anlageideen unterstützen wir bei Natixis unsere Kunden bei der Zusammenstellung nachhaltig stabiler Portfolios.

Mit Firmenzentralen in Paris und Boston und AUM von 897 Mrd. USD (Stand 30. September 2016)² gehört Natixis Global Asset Management, S.A. zu Natixis, einer in Paris börsennotierten Tochtergesellschaft von BPCE, der zweitgrössten Bankengruppe Frankreichs. Zu den mit Natixis Global Asset Management, S.A. verbundenen Investmentmanagement-, Vertriebs- und Dienstleistungsgesellschaften zählen Active Investment Advisors;³ AEW Capital Management; AEW Europe; AlphaSimplex Group; Axeltis; Darius Capital Partners; DNCA Investments;⁴ Dorval Asset Management;⁵ Emerise;⁶ Gateway Investment Advisers; H2O Asset Management;⁵ Harris Associates; IDFC Asset Management Company; Loomis, Sayles & Company; Managed Portfolio Advisors;³ McDonnell Investment Management; Mirova;⁵ Natixis Asset Management; Ossiam; Seeyond;⁷ Vaughan Nelson Investment Management; Vega Investment Managers sowie Natixis Global Asset Management Private Equity (einschliesslich Seventure Partners, Naxicap Partners, Alliance Entrepreneurs, Euro Private Equity, Caspian Private Equity und Eagle Asia Partners). Weitere Informationen finden Sie unter <http://ngam.natixis.com>.

Nicht alle Angebote sind in allen Rechtsräumen verfügbar. Durable Portfolio Construction ist keine Garantie für Gewinne oder Schutz vor Verlusten.

Zu Natixis Global Asset Management, S.A. gehören auch Geschäftsentwicklungseinheiten aus der ganzen Welt. Dazu zählt mit NGAM S.A., Zweigniederlassung Deutschland, eine Niederlassung von NGAM S.A., die von der Commission de Surveillance du Secteur Financier autorisiert ist und von dieser Behörde beaufsichtigt wird. Zu Natixis Global Asset Management, S.A. gehören auch Geschäftsentwicklungseinheiten aus der ganzen Welt. Dazu zählt auch NGAM S.A., Switzerland Sàrl.

¹ Im Rahmen des „Cerulli Quantitative Update: Global Markets 2016“ wurde Natixis Global Asset Management, S.A. auf Basis seines per 31. Dezember 2015 verwalteten Vermögens (AUM von 870.3 Mrd. \$) als Nummer 16 der grössten Vermögensverwalter der Welt eingestuft.

² Der Nettoinventarwert versteht sich per 30. September 2016. Das verwaltete Kundenvermögen kann auch Anlagegelder umfassen, für die nicht-regulierte Vermögensverwaltungsdienstleistungen erbracht werden. Zu diesen nicht-regulierten Geldern zählen jene Anlagevermögen, auf welche die Definition der SEC von „regulierten Anlagegeldern“ im Sinne von Teil 1 des ADV-Formulars nicht zutrifft.

³ Eine Abteilung von NGAM Advisors, L.P.

⁴ Eine Marke von DNCA Finance.

5 Eine Tochtergesellschaft von Natixis Asset Management.

6 Eine Marke von Natixis Asset Management und Natixis Asset Management Asia Limited mit Sitz in Singapur und Paris.

7 Eine Marke von Natixis Asset Management.

Pressekontakte:

INSTINCTIF PARTNERS

Alexandra Zahn / Sophie Horrion

Tel.: +49 (0) 69 13 38 96 12 / +49 (0) 221 420 7511

Alexandra.zahn-kolechstein@instinctif.com / Sophie.Horrion@instinctif.com

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Samia Hadj, Global Public Relations

Tel: +44 (0)20 3405 4206

samia.hadj@ngam.natixis.com