

# Houseview

## Globale Strategie

### Der letzte Countdown

Strategieempfehlungen			
	+	=	-
<b>TAA</b>	AK	IFL	
		ROHST.	
		TSY	
		KREDIT	
		IMM	
<b>FIXED</b>	HY/SBL	EM-Zins.	IGC
	EPT		EM FX
	ABS		EMD HC
<b>AKTIEN</b>			
<b>- Sektoren</b>	FIN.	HEALTH	TELCO
	IT	ENERGIE	BASISK.
	GEH. KON.	GRST.	VERS.
	INDUS.		
<b>- Regionen</b>	JPN	ASIEN	
	EURO	GEM	
		USA	
<b>IMM</b>		UK	
		USA	
		China	
		JPN	
		EM Asien	
		EURO	
<b>ROHST.</b>		SIL/GOLD	
		Brent/Gas	
		ALU/KUP.	
		VIEH	
		SOJA	
		Mais	
		Weizen	

#### Gesamtwirtschaftlicher Ausblick 2

- Japanische Risikowerte sollen kurzfristig outperformen

#### Asset-Allokation 4

- Widersprüchliche Signale von den Märkten
- Tapering-Auswirkungen wohl weniger schwerwiegend
- Aktien am stärksten übergewichtet

#### Fixed-Income-Strategie 6

- Schritte hin zur Bankenunion könnten Volatilität an der Euro-Peripherie verstärken

#### Aktien 8

- Tapering nicht mehr im Brennpunkt
- Gewinnwachstum steht im Mittelpunkt
- Zyklische Faktoren und Finanzwerte gut aufgestellt

#### Immobilien 10

- US-Underperformance hauptsächlich durch Zinsdifferenzen
- Längerfristige Marktdynamik normalisiert sich weiter und dürfte Immobilienmärkte begünstigen

#### Rohstoffe 12

- Möglicherweise (kurzfristige) Erholung bei Metallen

#### Devisen 14

- Rückblick 2013 und Ausblick 2014 für Devisen

#### Prognosen 16

# Gesamtwirtschaftlicher Ausblick

- Japanische Risikowerte sollen kurzfristig outperformen

## Japanische Risikowerte sollen kurzfristig outperformen

Wir haben bereits wiederholt darauf hingewiesen: 2014 dürfte das Jahr sein, in dem sich die Nachfrage des Privatsektors an den entwickelten Märkten (DM) endlich langsam, aber sicher erholt und die seit 2008 anhaltende Stagnation allmählich überwunden wird. Regional gesehen wird Europa sich mit einer neutralen Rolle in diesem Prozess begnügen müssen; wegen ihrer zahlreichen Ungleichgewichte kann die Region nicht als Konjunkturmotor für den Rest der Welt fungieren. Diese Rolle sollte den USA und Japan zukommen. Während die USA seit jeher das wichtigste Zugpferd weltweiter Konjunkturerholungen sind, ist dies eine recht ungewohnte Position für das Land des fallenden Yen. Denn seit Anfang der 1990er Jahre, als seine gigantische Konjunkturblase platzte, hat Japan das globale Wachstum eher gebremst. Das lag vor allem an der immensen Ersparnisschwemme, die das Land dann auch noch in die übrige Welt exportieren wollte. Doch jetzt dürfte sich Nippon zu einem Land wandeln, das den Überschuss an ausländischen Ersparnissen absorbiert.

Der Hintergrund zu diesem Wandel von Nettosparer zu Nettoschuldner lässt sich kurz so skizzieren: Ein deflationäres Umfeld fördert die Sparlaune und senkt die Investitionsneigung. Der japanische Staat hat diese Ersparnisse über erhebliche Budgetdefizite finanziert, doch das reichte nicht, um der Stagnation entgegenzuwirken. Definitionsgemäß wird der daraus resultierende volkswirtschaftliche Ersparnisüberschuss über den Leistungsbilanzüberschuss ins Ausland exportiert. Das ist sozusagen der letzte Ausweg für ein Land mit lustloser Binnennachfrage. Doch wie der Fall Japan ganz klar zeigt, absorbiert das Ausland diese Ersparnisse nicht automatisch. Es muss noch ein Auslöser hinzukommen, in diesem Fall eine Kombination aus sinkender Realverzinsung und realer Abwertung des Yen. Auch Deflation fungiert hier als Bremse, denn sie fixiert die Realverzinsung über dem Niveau, das für Vollbeschäftigung erforderlich ist. Gleichzeitig begrenzt dies das Ausmaß, in dem der reale Wechselkurs fallen kann.

Bei der Reflation geht es darum, die Realverzinsung über eine höhere erwartete Inflation zu senken und so eine ausreichende reale Abwertung des Yen zu erreichen. Sofern „Abenomics“ Erfolg beschieden ist, wird die sinkende Realverzinsung zu einem Rückgang der Ersparnisse bei gleichzeitig steigender Investitionstätigkeit führen und so für neuen Schwung bei der Binnennachfrage sorgen. Im Ergebnis dürfte die hohe Sparquote Japans und damit auch sein Leistungsbilanzüberschuss sinken. Langfristig könnte sich sogar

ein dauerhaftes Leistungsbilanzdefizit in Japan herausbilden, wenn die alternde Bevölkerung allmählich die stetig aufgebaute Vermögensbasis aufzehrt. Bereits seit Anfang 2011 bewegt sich die japanische Handelsbilanz unter null, wenn auch die kräftigen Nettozuflüsse aus dem im Ausland gehaltenen Vermögen die Leistungsbilanz insgesamt im positiven Bereich halten.

Die weitere Performance japanischer Risikowerte hängt somit davon ab, ob die Reflation gelingt. Unser Basisszenario geht zwar immer noch davon aus, dass die deflationäre Psychologie sich schließlich geschlagen geben muss, aber das bedeutet nicht, dass es ab jetzt nur noch steil nach oben geht. Im kommenden Jahr könnten wegen der damit verbundenen Ungewissheit sowohl die Mehrwertsteuererhöhung als auch die dritte Säule von Abenomics zu höherer Volatilität führen. Was die Steuererhöhung betrifft, ist Japan die klare Ausnahme im DM-Universum, denn seine Fiskalpolitik wandelt sich von nahezu neutral in 2013 zu einem Nettorückgang von knapp über 2 Prozentpunkten im kommenden Jahr. Das Ausmaß dieses Fiskalschocks entspricht in etwa dem, den wir dieses Jahr in den USA erlebt haben. Die Tatsache, dass die US-Wirtschaft gut damit fertig geworden ist, macht indes Hoffnung.

Allerdings gibt es wichtige Unterschiede. Einerseits wird das Wachstum in Japan wahrscheinlich weit höher über dem Potenzial liegen, als dies in den USA der Fall war. Das spricht für eine stabile Wirtschaft, die Schocks verkraften kann. Andererseits herrscht weiterhin Deflation in Japan; die japanischen Verbraucher könnten daher weniger belastbar sein als die Konsumenten in den USA. Insgesamt dürfte sich die japanische Konjunktur wohl vorübergehend verlangsamten. Letztlich wird der Konsum sich indes erholen, wenn es mit dem nominalen Lohnwachstum wieder aufwärtsgeht. Mit wachsender Zuversicht werden auch die Haushalte eher gewillt sein, unerwartete Einkommensschocks über ihre Ersparnisse zu absorbieren.

Die Umsetzung von Strukturreformen ist dagegen eine wesentlich schwierigere Herausforderung. Klar ist, dass die Besitzstände einzelner Interessengruppen den Plänen Abes erheblichen Widerstand entgegensetzen. Obwohl Abes Partei in beiden Kammern des Parlaments die Mehrheit hat, wäre ein zu offensives Vorgehen gegenüber diesen mächtigen Lobbygruppen für sein politisches Überleben gefährlich. Wir erwarten daher, dass die Regierung Abe einen weniger geradlinigen Weg verfolgen und die Gesetzesänderungen erst nach und nach in Angriff nehmen wird. Dennoch werden bereits Fortschritte erzielt. Erst kürzlich gab man bekannt, dass Japan die Zuschüsse für Reisbauern bis 2019 abbauen will. Das dürfte den Weg in die Transpazifische Partnerschaft, einer Freihandelszone, der auch die USA angehören, ebnen.

Hinzu kommt, dass die öffentlichen Rentenkassen Japans in Zukunft weniger strikt reguliert werden und daher in größerem Umfang risikoreiche Assets in ihre Portfolios aufnehmen können. Das geschähe natürlich auf Kosten ihrer momentan erheblichen JGB-Bestände, doch angesichts der derzeit offensiv vorgehenden BoJ muss man annehmen, dass die Zentralbank gewillt wäre, einem daraus resultierenden übermäßigen Druck auf die Renditen entgegenzuwirken. Im Ergebnis könnte sich daraus sogar ein positiver Effekt auf die Corporate Governance ergeben, denn GPIF wäre der erste große institutionelle Investor in Japan, der eher auf die Maximierung der Renditen als auf das Halten bestimmter Assets zur Pflege guter Geschäftsbeziehungen setzt. Das könnte Großunternehmen zusätzlichen Anreiz bieten, die üppige Liquidität in ihren Bilanzen entweder durch vermehrte Investitionen oder Aktienrückkäufe und höhere Dividenden nutzbringender einzusetzen.

Zwar sind Mehrwertsteueranhebung und Reformen nicht ohne Risiko, doch dies bedeutet – gerade im Hinblick auf Reformen – nicht zwangsläufig ein Abwärtsrisiko. Wichtiger für unsere unmittelbare Positionierung ist vielmehr unsere Erwartung, dass die Märkte erst gegen Ende des ersten Quartals 2014 auf diese Risiken fokussieren werden. Theoretisch sollten Märkte eigentlich äußerst zukunftsorientiert sein, doch in der Praxis sind sie häufig eher „kurzsichtig“. Wir meinen daher, dass die Märkte aufgrund der deutlich kräftigeren Dynamik und der Aussicht auf eine weitere Lockerung durch die BoJ fester tendieren werden.

Der Datenfluss der letzten Wochen hat hier jedenfalls etwas Erleichterung geschaffen. Die Grunddynamik scheint zuzulegen, trotz gelegentlicher Rückschläge wie beispielsweise der Abwärtskorrektur der BIP-Zuwachsrate für Q3 von 1,9 % auf 1,1 %. Hauptgrund für den Rückgang war die Tatsache, dass die Entwicklung der Lagerbestände sich weniger stark auswirkt als zuvor angenommen. Unerwartet war auch, dass das Investitionswachstum nicht nach oben korrigiert werden musste. Ein deutlicher Anstieg der Investitionsausgaben und der Nachfrage nach Arbeitskräften ist indes unerlässlich, um die Liquiditätsberge, auf denen Japans Unternehmen sitzen, abzutragen. Wir haben die Hoffnung auf eine Wende allerdings noch nicht verloren. Obwohl die Lieferaufträge für Maschinen in Japan seit jeher hohen Schwankungen unterworfen sind, war der Trend in den letzten paar Monaten deutlich positiv.

Natürlich hängt eine Zunahme der Investitionsausgaben in erster Linie von weiterhin positiven Geschäftsklimaindizes ab. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes im November um 0,9 Punkte auf 55,1 und damit den höchsten Stand seit 2006 kletterte. Auch das Verhältnis zwischen Auftragseingängen zu Lagerbeständen hat sich gebessert; mit weiteren Zuwächsen ist zu rechnen. Nicht zuletzt stieg der Shoko Chukin Index, der das Stimmungsbild bei KMU abbildet, im November von 50,8 auf 51,1 Punkte, den höchsten

Stand seit Mitte 2006. Seinerzeit wäre es Japan beinahe gelungen, sich aus der Deflation zu befreien: Das Land wies ein über dem Potenzial liegendes Wachstum auf, das vor allem durch den deutlichen Abbau der Liquiditätsberge angetrieben wurde.

Dieser Index deutet insbesondere darauf hin, dass der Arbeitskräftemangel akuter wird. Die amtlichen Daten bestätigen diese für den Arbeitsmarkt erfreuliche Nachricht, wonach das Verhältnis zwischen Arbeitsplatzangebot und Arbeitsplatzsuchenden sich im Oktober von 0,95 auf 0,98 verbesserte, den höchsten Stand seit Anfang 2008. Es stimmt zwar, dass die Arbeitslosenquote mit 4,0 % stabil geblieben ist. Das lag allerdings nicht am mangelnden Zuwachs der Beschäftigung, sondern vielmehr am sich ausweitenden Angebot an Arbeitskräften. Es hat nämlich den Anschein, dass immer mehr Arbeitssuchende, die sich zunächst entmutigt vom japanischen Arbeitsmarkt zurückgezogen hatten, jetzt wieder an den Markt zurückkehren, sicherlich ein positives Zeichen. Im Übrigen deutet auch das günstigere Verhältnis zwischen Arbeitsplatzangebot und Arbeitsplatzsuchenden darauf hin, dass die Arbeitslosenquote in den kommenden Monaten weiter in Richtung der geschätzten Gleichgewichtsrate von ca. 3,5 % sinken könnte.

Inwieweit das reicht, um das Lohnwachstum noch vor April wieder in den positiven Bereich zu pushen, bleibt abzuwarten. Hier zeichnet sich zwar ein leichter Aufwärtstrend ab, doch andererseits wird eine anhaltende Überhitzung des Marktes nötig sein, damit das Lohnwachstum wieder auf ein Niveau klettert, das mit einer Teuerungsrate von 2 % vereinbar ist. Nach 15 Jahren sitzt die deflationäre Psychologie tief und ist nur schwer zu überwinden. Dennoch deuten die jüngsten VPI-Daten auf einen zaghaften Anstieg der Inflationsrate hin: Die Kerninflation (also ohne Energie und frische Nahrungsmittel) ist gegenüber dem Vorjahr bereits von 0 % auf 0,3 % gestiegen und damit auf ihr höchstes Niveau seit 2008. Auch die überwiegende Mehrheit der Indizes spricht für steigende Inflationserwartungen in einer zuletzt Anfang 2008 beobachteten Größenordnung. Damit dürfte der Wachstumshemmer Deflation wohl bald überwunden sein.

---

**Willem Verhagen**  
*Senior Economist*

# Asset-Allokation

- Widersprüchliche Signale von den Märkten
- Tapering-Auswirkungen wohl weniger schwerwiegend
- Aktien am stärksten übergewichtet

## Der letzte Countdown

Im Vorfeld zur letzten Fed-Sitzung des Jahres gingen von den Märkten widersprüchliche Signale im Hinblick auf ihre Inflationserwartungen aus. Der jüngste Kurseinbruch bei Aktien und Immobilien deutet darauf hin, dass ein früher Start des Tapering den Märkten Sorge bereitet. Andererseits sprechen die Outperformance von EMD, die Seitwärtsbewegung bei Staats- und Unternehmensanleihen, sowie Rohstoffen für eine recht entspannte Haltung im Hinblick auf den möglichen geldpolitischen Kurswechsel der Fed. Selbst an den Aktienmärkten zeichneten sich gegenläufige Signale ab, als sowohl zyklische Sektoren mit hohem Beta als auch US-Werte, die grundsätzlich ein niedriges Beta aufweisen, den Markt übertrafen.

Das heißt: Der Einstieg in den Ausstieg aus der QE wird sich weitaus weniger eindeutig auf die Märkte auswirken als zunächst erwartet. Kurzfristig wird die Trendwende zwar eine gewisse Volatilität auslösen, die langfristigen Folgen für die Kurse dürften indes sehr viel geringer sein, als dies im Mai/Juni dieses Jahres der Fall war.

Das liegt nicht nur am eher durchwachsenen Marktverlauf der jüngeren Zeit, sondern auch daran, dass die Assetklassen, die am sensitivsten auf Fed-Maßnahmen reagieren, die zunehmenden geldpolitischen Unwägbarkeiten bereits eingepreist haben. Die Risikoprämie, die im Renditeabstand zwischen dem Zwei- und dem Zehnjahresbereich auf der US-Treasury-Zinskurve und im Spread von auf Hartwährung lautenden Emerging Markets Debt gegenüber Staatsanleihen ihren Ausdruck findet, ist derzeit deutlich höher als noch Mitte Mai (siehe Grafik unten).



Es sei auch darauf hingewiesen, dass das Makroumfeld weltweit für den Risikoappetit globaler Investoren weiterhin

günstig ist. Die Konjunkturdaten deuten zunehmend auf eine zwar langsame, aber eigendynamischere Erholung hin. Die mit dem Schuldenabbau des Privatsektors in den Industrieländern einhergehenden Risiken haben sich verringert, das Risiko (wirtschafts-)politischer Erschütterungen war in den vergangenen fünf Jahren nie so gering wie heute und die Erholung der Nachfrage erfasst immer mehr Regionen und Sektoren weltweit.

Natürlich machen einige Bereiche weiterhin Sorge, wie beispielsweise das künftige Wachstumspotenzial, denn die Entwicklung der Angebotsseite erscheint aus Makro-Perspektive sowohl in den DM als auch den EM problematisch. Schwaches Investitionswachstum, verlangsamtes Produktivitätswachstum, alternde Bevölkerungen, schwächere Erwerbsquote und die kreditgetriebene Fehlleitung von Ressourcen sind nur einige der Ursachen.

Bis auf Weiteres dürften diese Faktoren in erster Linie die relative Performance der verschiedenen Regionen beeinflussen, doch die Stimmung unter den Investoren insgesamt nicht dämpfen. Die Produktionslücken sind an den meisten DM immer noch enorm. Hier könnte ein erheblicher Nachfrageanstieg freigesetzt werden, ohne dabei ernste Engpässe in der Wirtschaft zu verursachen. So könnten die politischen Instanzen ihre wachstumsfördernde Politik fortsetzen, anstatt sich bereits wieder präventiv gegen den Trend zu stellen („leaning against the wind“).

In solch einem Umfeld erwarten wir, dass die stetige Normalisierung der Asset-Allokation großer Vermögensverwalter auch weiterhin anhält. Nach nunmehr 30 Jahren Hausse bei Anleihen von den entwickelten Märkten und 15 Jahren Hausse bei Anleihen von den Emerging Markets sowie Renditen, die immer noch nahe dem Rekordtief liegen, werden die meisten Anleger zunehmend realisieren, dass sie mit ihren vergleichsweise hohen Fixed-Income-Gewichtungen kaum die gewünschten Erträge für ihre Klientel erwirtschaften können.

Je länger die Krise zurückliegt, desto schwerer wird es für die meisten Anleger, der Verlockung der höheren Risikoprämien zu widerstehen, die im Gegensatz zu Anleihen bei Aktien zu verdienen sind. Das bedeutet, dass der von Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und anderen Vermögensverwaltern gesteuerte Kapitalfluss zunehmend auf die Aktienmärkte fließen wird. Das sollte diese Anlageform in 2014 begünstigen.

Da das Tapering der Fed sich nun weniger radikal auswirken dürfte, eine nachhaltige Erholung in Sicht ist und wohl zunehmend in Aktien umgeschichtet wird, gehen wir mit einer ausgeprägten Präferenz für Aktien ins neue Jahr.

---

## Festverzinsliche

Bei festverzinslichen Spreadprodukten kombinieren wir jetzt höherrentierliche Segmente, die sowohl von der Jagd nach Rendite als auch dem wachstumsorientierten Marktumfeld profitieren, mit denjenigen Titeln, die im Vergleich zu den Rahmendaten die attraktivsten Bewertungen aufweisen und von der anhaltenden Normalisierung der Risikoaufschläge profitieren. High Yield und Senior Bank Loans fallen in die erste Kategorie, während Anleihen von der Euro-Peripherie und ABS zur zweiten zählen. Investment-Grade-Anleihen, EMD und EM FX (alle leicht untergewichtet) erfüllen diese Kriterien eher nicht.

## Aktien

Wir bleiben bei unserer zyklischen Sektorallokation. Unsere Präferenz gilt konjunkturabhängigen Sektoren wie IT, gehobenem Konsumgüterbereich und Industriewerte. Unserer Einschätzung nach sind diese Sektoren gut aufgestellt, um von einer Erholung bei den Geschäfts- und Konsumausgaben zu profitieren. Auch bei Sektoren mit stabilen Zuwachsraten halten wir an einer Untergewichtung fest, da sie nach wie vor zu populär und damit zu teuer sind.

Was geografische Regionen betrifft, bevorzugen wir Japan und Europa. Während Japan in puncto Wirtschaftspolitik, Ertragsdynamik und Kapitalströme attraktiv bleibt, sind die geringeren Tail Risks, günstigen Bewertungen und das hohe Gewinnwachstum, für Europa positiv. Wir haben allerdings unsere Positionierung europäischer Titel von einer mittleren auf eine geringe Übergewichtung reduziert, da einige Kurzzeitindikatoren der relativen Dynamik mittlerweile rückläufig sind. Zudem entspricht eine Übergewichtung europäischer Werte inzwischen dem Marktkonsens.

## Immobilien

Unsere Übergewichtung im Immobilienbereich haben wir zurückgefahren, da hier sowohl die Rahmendaten als auch die Marktdynamik schwächer sind. Risiken und Chancen sind bei Immobilien aber recht ausgeglichen. Negativ ist die Gefahr eines weiteren Anstiegs der realen Anleiherenditen ab Beginn des Tapering zu vermerken. Dabei handelt es sich allerdings um ein eher kurzfristiges Risiko. Mittel- bis langfristig bleiben die Rahmendaten positiv. Die Marktdynamik bessert sich und nach der Kurskorrektur sind jetzt auch die Bewertungen für den Immobiliensektor günstig.

## Rohstoffe

Bei Rohstoffen bleiben wir neutral. Auf den ersten Blick ist die weltweite Wachstumsdynamik für Rohstoffe günstig. Doch die Angebotssituation für Rohstoffe ist zunehmend mit Unsicherheiten verbunden, da sowohl die Ernteertragschätzungen als auch das Angebot an Industriemetallen die Prognosen weiter übertreffen. Gleichzeitig wirken die traditionellen Nachfragetreiber wie der globale Konjunkturzyklus und

die chinesische Wirtschaft jetzt weniger preistreibend als zuvor. Die Lageraufstockung in China geht eher schleppend voran. Grund sind Überkapazitäten und strukturelle Probleme.

---

**Valentijn van Nieuwenhuijzen**

*Head of Strategy*

# Fixed-Income-Strategie

- Schritte hin zur Bankenunion könnten Volatilität an der Euro-Peripherie verstärken

## Schritte hin zur Bankenunion könnten Volatilität an der Euro-Peripherie verstärken

Bemerkenswert ist, wie sehr sich das Niveau und die Volatilität der Spreads an der EWU-Peripherie seit Sommer 2012 verringert haben. Das liegt natürlich in erster Linie an der Einführung des OMT-Programms durch die EZB, das als mit bestimmten Auflagen verbundene Liquiditätsreserve für staatliche Kreditnehmer fungiert. Im Ergebnis sind die Risikoaufschläge auf Anleihen von den EWU-Randstaaten strukturell gesunken. Doch aus taktischer Perspektive gibt es immer noch eine Reihe von Faktoren, die bei der Spreadentwicklung für Unruhe sorgen könnten. Hier seien vor allem der Ausblick für das Nominalwachstum, von dem die Solvenz staatlicher Kreditnehmer entscheidend abhängt, sowie der Grad der politischen Ungewissheit zu nennen, der nicht nur die Dynamik von Strukturreformen prägt, sondern auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Auflagen der EZB bei Inanspruchnahme des OMT eingehalten werden.

Man darf auch nicht vergessen, dass das OMT nicht das einzige geldpolitische Instrument der EZB ist, das in jüngerer Zeit einen durchgreifenden Effekt auf die Anleihen der Peripheriestaaten hatte. Zwar hat sich die EZB (noch) nicht zu einer direkten geldpolitischen Lockerung durchgerungen, doch die Anfang 2012 eingeführten LTROs sind durchaus als indirekte Form von Staatsanleihekäufen zu werten. Eine direkte QE ist insofern für staatliche Kreditnehmer von Vorteil, als dass die Zentralbank deren Anleihen aufkaufen muss. Im Fall der LTROs galt das im Prinzip für das gesamte Bankensystem der EWU-Peripherie: Die von diesen Banken aufgenommenen Kredite wurden überwiegend zur Investition in heimische Staatsanleihen verwendet.

Bei der EZB sorgt man sich, dass schwache Peripheriebanken diese Carry-Trades fortsetzen werden und die betreffenden Regierungen dieses Treiben dulden, da diese indirekte Form finanzieller Repression ihnen zugutekommt. Dauert diese Situation zu lange an, könnte die Investition in Staatsanleihen zu einer Verdrängung der Kreditfähigkeit im Privatsektor führen. Das wäre außerordentlich wachstumsschädlich. Zudem hängen die Peripheriebanken weiter am Geldhahn der EZB und je länger diese Situation anhält, desto schwieriger wird es, den Geldhahn zuzudrehen, ohne die Stabilität der Finanzmärkte zu gefährden. Kurzum: Dies ist ein Altraum Szenario, in dem sich die Geldpolitik nur noch nach fiskalischer Dominanz, den Kapriolen der Banken und finanzieller Repression richtet.

Aus diesem Grund unternimmt die EZB größte Anstrengungen, die Solidität des Bankensystems an der Euro-Peripherie wiederherzustellen. Nur so können die Banken sich wieder eigenständig über den Markt finanzieren, um dann auch wieder in die Privatwirtschaft anstatt in den Staat zu investieren. Das wichtigste Instrument dazu ist die umfassende Sanierung und Rekapitalisierung, die im Laufe des kommenden Jahres stattfinden wird. Daneben muss die EZB auch einen Weg finden, um die Peripheriebanken allmählich davon abzubringen, die ihnen von der EZB zur Verfügung gestellte Liquidität in Anleihen der Randstaaten zu investieren. Schließlich und endlich wird die unbegrenzte Liquidität enden müssen, allerdings nicht vor 2015. Das eigentliche Problem besteht darin, dass mangels eines glaubwürdigen fiskalischen Sicherheitsnetzes ein bloßes Herumdoktern am Liquiditätsfluss das Ausmaß der finanziellen Fragmentierung in der Region nur noch verstärkt. Betroffen wäre dann wieder die finanzielle Stabilität. Dahinter steht wieder der altbekannte Zielkonflikt zwischen angemessener geldpolitischer Reaktion und der Notwendigkeit, Schiefagen auszugleichen. Bislang wurde der angemessenen geldpolitischen Reaktion der Vorzug gegeben, um einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern, doch die EZB konzentriert sich mittlerweile zunehmend auf den Abbau von Ungleichgewichten.

Die entscheidende Frage lautet: Wie abhängig sind die Peripheriebanken eigentlich noch von der Unterstützung durch die EZB? Erfreulicherweise hat die Abhängigkeit im Zuge der Rückzahlung der LTROs abgenommen, doch das bedeutet nicht, dass sie nicht wieder steigen könnte, falls AQR und Stresstests erneut zu wachsender Unsicherheit führen. Das dürfte sich dann auch positiv auf den staatlichen Bereich auswirken. Erst kürzlich verringerten spanische und italienische Banken ihre Staatsanleihenbestände etwas, doch diese Abgänge wurden bereits durch andere Anleger auf Renditejagd ausgeglichen. In jedem Fall ist das Engagement der Peripheriebanken bei Staatsanleihen nach wie vor erheblich. Spanische und italienische Banken könnten tatsächlich in der Lage sein, einen beträchtlichen Teil der LTROs zurückzuzahlen und dabei gleichzeitig ihre Exponierung gegenüber Staatsschuldnern beibehalten. Das liegt daran, dass sie ihre Einlagenbasis ausgeweitet haben, während die durch die Kreditnachfrage angetriebene Entschuldung im Privatsektor ihre Kreditbestände entlastet hat.

Die Vorstellung, dass die von Peripheriebanken gehaltenen Staatsanleihebestände sich als problematisch erweisen könnten, lag auch den Kommentaren von EZB-Chefvolkswirt Peter Praet zugrunde, wonach diese Bestände im Rahmen von AQR und Stresstests „entsprechend“ bewertet werden würden. Das legt nahe, dass rigorosere vorgegangen wird, als von den Banken zunächst erwartet. Im Übrigen ist diese Problematik vollkommen losgelöst von der Diskussion, ob Staatsanleihen eine positive kapitalbasierte Risikogewich-

---

tung erhalten sollten. Laut Draghi ist die eine Frage, über die der Basler Ausschusses entscheiden muss.

Zudem will die EZB zweifelsohne verhindern, dass künftige LTRO-Mittel in den Staatsanleihensektor fließen, und setzt alles daran, insofern „wasserdichte“ LTROs zu strukturieren. Etwaige Störungen der Refinanzierungssituation der Banken infolge des AQR bzw. der Stresstests könnten sich daher schwerwiegender auf die Nachfrage nach Peripherieanleihen bei Banken auswirken als ein eher willkürlich gestalteter LTRO.

Fragt sich, was das für die weitere Entwicklung der Spreads bedeutet. Die Antwort fällt schwer, denn die Nachfrage nach Staatsanleihen von der EWU-Peripherie geht nicht nur von den Banken aus. Noch befinden sich weite Teile der Anlegerschaft auf der Jagd nach Rendite; für diese Investoren sind die risikoreicheren Segmente des Anleihemarktes – zu denen auch Peripherieanleihen zählen – sicherlich interessant. Wenn also die Peripheriebanken nicht mehr in heimische Staatsanleihen investieren, sich Welt- und EWU-Konjunktur erholen und es weiterhin reichlich Liquidität im Finanzsystem gibt, dann bräuchten die Spreads sich eigentlich nicht wesentlich auszuweiten. Das gilt umso mehr, falls die EZB das Deflationsrisiko wirksam bekämpft.

Doch selbst wenn Wachstumsrisiken und finanzielle Fragmentierung in der EWU weiter steigen sollten, so ist so erwarten, dass die EZB Maßnahmen ergreift, um diese Risiken zu bekämpfen, sei es durch relativ wahllose LTRO oder – im schlimmsten Fall – sogar QE. Im Ergebnis wären diese Maßnahmen für Staatsanleihen von der Peripherie günstig, doch zuerst würde es zwangsläufig zu einer Spreadausweitung kommen. Wir rechnen zwar nicht damit, dass die Spreads wieder ein Niveau wie vor dem OMT erreichen, doch ihre Volatilität könnte im kommenden Jahr spürbar zunehmen.

---

**Willem Verhagen**

*Senior Economist*

**Valentijn van Nieuwenhuijzen**

*Head of Investment Strategy*

# Aktienstrategie

- Aus mehreren Gründen ist die Tapering-Debatte in den Hintergrund getreten.
- Jetzt geht es um das Gewinnwachstum; hier erwarten wir eine Entwicklung, die 2014 weitgehend der Belebung des volkswirtschaftlichen Umfelds entspricht.
- Zyklische Sektoren und Finanzwerte dürften davon profitieren.

## Gewinne, nicht Tapering, im Mittelpunkt des Interesses

In den vergangenen sechs Monaten beschäftigte vor allem das Thema „Tapering“ die Finanzmärkte. Das Thema ist zwar immer noch auf der Tagesordnung, doch seine Wirkung auf die Aktienmärkte wird doch eher begrenzt sein. Dafür sprechen folgende Argumente:

Erstens ist der Überraschungseffekt inzwischen verpufft. Als Ben Bernanke im Mai den Ausstieg aus der QE für dieses Jahr in Aussicht stellte, kam das für alle – auch uns – völlig überraschend. Aber wie das so ist mit Überraschungen: Der Markt reagierte brutal. Die Aktienkurse purzelten um nahezu 10 % (die einzige nennenswerte Korrektur in 2013), die Renditen globaler Anleihen kletterten um 100 Bp. und das Kapital wurde en gros von den Renten- und Aktienmärkten der Emerging Markets abgezogen. Mittlerweile hat sich die Anlegerschaft an die Aussicht auf ein Ende der QE gewöhnt. Nach der jüngsten ML-Umfrage erwarten 11 % der Anleger den Beginn des Tapering bereits in diesem Monat, 32 % im Januar und 42 % im März.

Zweitens liegen die Anleiherenditen jetzt auf einem sehr viel höheren Niveau als Ende Mai, und zwar innerhalb einer Spanne von 10-15 Bp. gegenüber dem Level vom September, als die meisten Investoren das Signal zum Auftakt des Tapering erwarteten (das allerdings ausblieb).

Hinzu kommt, dass der Markt jetzt sehr viel genauer zwischen „Tapering“ und „Tightening“ (Anhebung des Leitzinses) unterscheidet. Der Kurzfristbereich der Renditekurve sowie die US-Leitzinserwartungen sind stabiler. Der implizite Zinssatz für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Januar 2015 legte nur um knappe 17 Bp. zu. In gewisser Weise hat die Fed ihr Ziel insofern erreicht, als dass die Märkte jetzt diese Unterscheidung treffen.

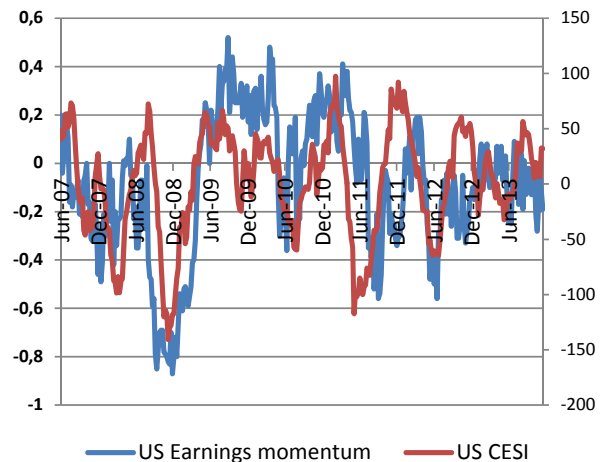
Sicher ist, dass die Zentralbanken allgemein, also nicht nur die Fed, alles daransetzen werden, diese Zinserwartungen stabil zu halten. Wir erwarten eine explizitere Forward Guidance sowie eine weitere Lockerung durch EZB und BoJ. All das ist Teil der Strategieplanung der Notenbanken, wonach die Geldpolitik sogar dann noch locker gehalten wird, wenn die Wirtschaft bereits über ihrem Potenzial wächst. Für die Eurozone ist das von kritischer Bedeutung. Eine überzo-

gene Drosselung der Finanzierungsbedingungen könnte den zaghaften Aufschwung im Keim ersticken.

Drittens ist der ausschlaggebende Faktor für Aktien wohl der freundlichere Ausblick für die US-Konjunktur. Die jüngsten Daten überraschten positiv und deuten auf eine gestärkte und breiter aufgestellte Volkswirtschaft hin. Die weniger drastische Sparpolitik in 2014, zu der auch die Mini-Budgetvereinbarung in den USA beitrug, wird Vertrauen und Wachstum stärken.

Das begünstigt im Ergebnis die Unternehmensgewinne, auch wenn das noch nicht erkennbar ist. Momentan ist die Ertragsdynamik noch negativ und hat sich im vergangenen Monat sogar noch weiter verschlechtert. Die Bottom-up-Prognosen für das kommende Jahr entsprechen (innerhalb einer Spanne von 2 %) weitgehend meinen eigenen Top-down-Schätzungen. Ich gehe deshalb davon aus, dass der Zyklus der Bonitätsherabstufungen sich dem Ende nähert. Letztlich ist das jedoch zweitrangig, da die Downgrades von den Märkten weitgehend ignoriert wurden.

## Gewinnentwicklung hinkt positiven Konjunkturüberraschungen hinterher



Quelle: Datastream, INGIM (Dezember 2013)

Im Endeffekt bedeutet das, dass die Tapering-Debatte für Aktien weniger relevant ist. Zwar könnte das Tapering eine gewisse Nervosität und Volatilität an den Märkten auslösen. Das eigentliche Thema aber ist, inwieweit Wirtschaftswachstum sich in Gewinnwachstum niederschlagen wird. Vor allem die USA, wo die „trailing“ KGVs überdurchschnittlich hoch notieren, sollten nicht enttäuschen.

Zyklische Sektoren und Banken werden am meisten vom Aufschwung und einer steilen Renditestrukturkurve profitieren. Während in den zyklischen Sektoren die Umsatzerlöse



---

steigen werden, werden höhere Nettozinsmargen den Bankensektor begünstigen. Falls die EZB unter der Bedingung, dass Kreditvergabe an den Privatsektor erfolgt, ein neues LTRO auflegen sollte, würde dies das Kreditgeschäft ankurbeln. Die bereits erwähnte ML-Umfrage unter Anlegern ergab auch, dass mangelndes Wachstum in den G7-Ländern der Grund ist, warum die Weltwirtschaft noch keine „Fluchtgeschwindigkeit“ erreicht hat. In Großbritannien war das Funding for Lending Scheme (FLS) so weit erfolgreich. Es mag zwar zu einer Überhitzung des britischen Wohnimmobilienmarktes beigetragen haben, aber das ist ein anderes Thema.

---

**Patrick Moonen**

*Senior Strategist Multi Asset*

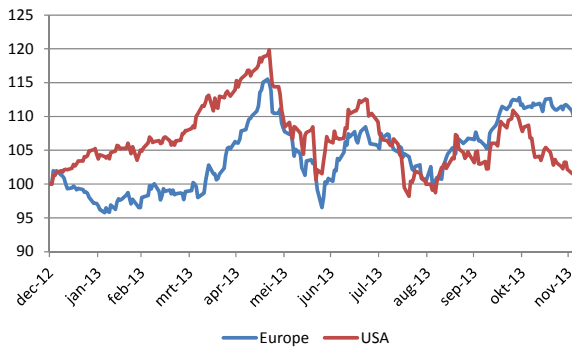
# Immobilien

- US-Underperformance hauptsächlich durch Zinsdifferenzen.
- Längerfristige Marktdynamik normalisiert sich weiter und dürfte Immobilienmärkte begünstigen.

## Uneinheitliche Entwicklung am US-Immobilienmarkt

Der Immobiliensektor schnitt in der zweiten Jahreshälfte deutlich schlechter ab. Gerade in den USA verzeichnete der Markt schwere Verluste.

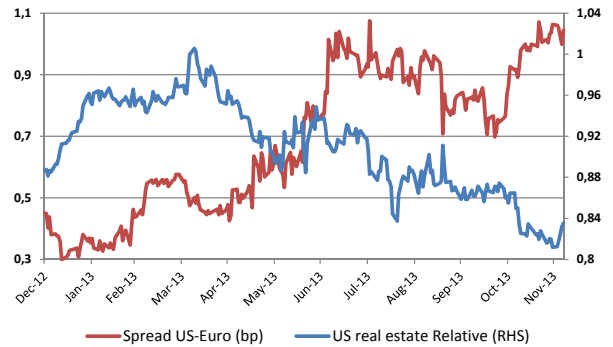
### Gesamtertrag nach EPRA-Immobilienindex



Quelle: Bloomberg, INGIM (Dezember 2013)

Der Hauptgrund für diese enttäuschende Entwicklung war der Anstieg der Renditen auf Staatsanleihen ab Ende Mai, ausgelöst durch die Tapering-Ankündigung. Höhere Zinsen belasten den Immobilienmarkt auf zweierlei Weise. So wirkt sich einerseits die Entwicklung an den Finanzmärkten auf den Immobilienmarkt aus, da Anleger auf der Jagd nach Renditen an die Häusermärkte strömten. Denn schließlich bieten Immobilien hohe Renditen, die zu einem gut Teil inflationsgeschützt sind. Doch der Anstieg der Anleiherenditen hat dieses Argument entkräftet. Wegen der im Vergleich zu Europa stärker gestiegenen US-Anleiherenditen ist der US-Immobilienmarkt hinter seinem europäischen Pendant zurückgeblieben. Die folgende Grafik verdeutlicht dies. In Zeiten der Spread-Ausweitung übertrifft der europäische Immobilienmarkt den amerikanischen Markt.

### Zinsdifferenzen prägen Entwicklung am US-Immobilienmarkt



Quelle: Bloomberg, INGIM (Dezember 2013)

Die voraussichtliche Divergenz bei der Geldpolitik der beiden Regionen – die USA werden in Q1 mit dem Tapering beginnen, während die EZB an ihrem Lockerungskurs festhält – ist kein gutes Omen für die relative Performance von US-Immobilien. Doch wir meinen, dass sich das Tapering, wenn es schließlich einsetzt, weniger stark als im Mai auswirken wird. Seinerzeit waren die Märkte von Bernankes Ankündigung völlig überrumpelt, während der Einstieg in den Ausstieg nun von nahezu jedem Marktteilnehmer erwartet wird. Nur am Zeitpunkt scheiden sich die Geister. Ferner ist die Verzinsung höher und die Renditedifferenz zwischen den USA und Europa ist auf dem höchsten Stand seit 2008.

Der zweite Grund für das schlechte Abschneiden des US-Immobilienmarktes liegt unmittelbar in der Dynamik des Marktes begründet. Durch höhere Häuserpreise und höhere Hypothekenzinsen sind Wohnimmobilien in den USA weniger erschwinglich: Der Erschwinglichkeitsindex ist auf den tiefsten Stand seit Q4 2009 gefallen. Das wird zweifelsohne die Hauspreisentwicklung belasten. Die jüngsten Daten vom Wohnimmobilienmarkt deuten bereits auf eine Schwächung hin. Die Verkäufe neuer und vorhandener Wohnimmobilien sowie die Neubautätigkeit sind unter ihren Stand zur Jahresmitte gefallen. Im Vergleich zum Vorjahr sind sie jedoch insgesamt relativ kräftig; unter Umständen macht sich hier der Shutdown der US-Regierung im Oktober ungünstig bemerkbar.

Wir dürfen zudem die längerfristig positiven Trends am amerikanischen Häusermarkt nicht vergessen. Die US-Konjunktur erholt sich und der Arbeitsmarkt ist gestärkt. Für die Zahl der Haushaltsgründungen, die in der Krise auf 750.000 gesunken war, ist das zweifelsohne positiv. Nach Census-Schätzungen wird sich diese Rate über die nächsten paar Jahre verdoppeln und die Nachfrage nach Wohnimmobilien stützen. Das gilt nicht nur für Eigenheimkäufer, sondern zunehmend auch für Mieter. Vor allem die Altersgruppe unter 35 ist eher gewillt, zu mieten als zu kaufen, was u. a. auch an der geringeren Kreditwürdigkeit dieser Bevölkerungsgruppe liegt. Die Belegung zeigt sich bereits an den

---

sinkenden Leerständen sowohl am Miet- als auch am Käufermarkt.

Der zweite positive Trend ist der rückläufige Überhang am Immobilienmarkt. Der gesamte Bestand, einschließlich der sogenannten Schattenbestände, wird auf rund 5,1 Millionen Häuser geschätzt. Bei einer jährlichen Verkaufsquote von 5,5 Millionen Häuser wäre dieses Überangebot binnen zwölf Monaten abgebaut. Dann wäre der Markt praktisch zur Normalität zurückgekehrt. Im Ergebnis dürfte sich der Anstieg der Häuserpreise dann verlangsamen. Die Wachstumsrate wird sich voraussichtlich im mittleren einstelligen Bereich einpendeln, nachdem sie zuvor bei über 10 % lag.

Im Ergebnis sollte der US-Wohnungsmarkt trotz des anstehenden Tapering von einer positiven Dynamik profitieren und seinen Weg in Richtung Normalisierung fortsetzen.

---

**Patrick Moonen**

*Senior Strategist Multi Asset*

# Rohstoffe

- Möglicherweise (kurzfristige) Erholung bei Metallen

## Möglicherweise (kurzfristige) Erholung bei Metallen

Die Entwicklung an den Rohstoffmärkten war während des gesamten Jahres schwach. Entsprechend blieb diese Anlageform hinter den anderen Assetklassen – vor allem Aktien – zurück.

Die am DJ UBS Commodity Index gemessene Total Return Performance lag Mitte Dezember (auf US-Dollarbasis) bei -9 % gegenüber Jahresbeginn. Nur zwei Segmente schnitten etwas besser ab: Vieh (mit einem leicht negativen Total Return „TR“) und Energie (mit einem leicht positiven TR). Landwirtschaft, Industriemetalle und Edelmetalle waren hingegen Underperformer. Vor allem die letzten beiden Segmente fielen durch ihre deutlich negative Wertentwicklung auf: Industriemetalle mit einem TR von -15 % auf USD-Basis und Edelmetalle mit einem TR von nahezu -30% auf USD-Basis.

Werden sich Metalle im kommenden Jahr erholen?

Wir bleiben hier vorsichtig. Insbesondere bei Edelmetallen und Gold sehen wir mittelfristig kaum Erleichterung – im Gegenteil. Gold befindet sich unserer Ansicht nach seit Ende letzten Jahres in einem strukturellen Trendrückgang. Anleger, die mittelfristige Positionen in Gold halten, stoßen ihre Bestände weiter ab, die realen Renditen steigen und die Nachfrage nach physischem Gold in Indien fiel aufgrund von Einfuhrbeschränkungen und schwacher indischer Rupie enttäuschend aus. Nicht zuletzt zeigen auch die Notenbanken weniger Kauffreude. Die globale Finanzkrise sowie die sich daran anschließenden Stressperioden begünstigten den Goldmarkt. Auch die Politik der üppigen Liquidität und niedriger Zinsen, mit der die Zentralbanken die Krise bekämpften, waren für Gold positiv. Doch mit einer erstarkenden Konjunkturerholung weltweit, steigenden (realen) Renditen, niedriger Inflation, Fed-Tapering und nachlassenden systemischen Risiken schwindet die Unterstützung für Gold. Kurzfristig könnten Edelmetalle indes eine leichte Erholung von ihrer massiven Underperformance erleben. Die physische Nachfrage nach Gold und Silber in China, die für gewöhnlich kurz vor dem chinesischen Neujahr steigt, wirkt sich nur vorübergehend positiv aus. Hinzu kommt, dass die Positionierung nicht-kommerzieller Investoren in Gold wieder deutlich rückläufig ist und so Raum für einen kurzfristigen Stimmungsumschwung schafft. Dann könnten sich Gelegenheiten zu einer Repositionierung im Hinblick auf einen weiteren Rückgang bei Gold ergeben.

Besser aufgestellt sind hier die Platingruppenmetalle (Iridium, Rhodium und Palladium). China und die USA verzeichnen kräftige Kfz-Absätze; damit steigt auch die Nachfrage nach (palladiumintensiven) Katalysatoren in Benzinern. Auch in Europa hat der Kfz-Absatz anscheinend „die Kurve ge-

nommen“: Für das kommende Jahr erwartet man Zuwächse im niedrigen einstelligen Bereich. Das würde insbesondere die platinintensive Nachfrage nach Dieselmotorkatalysatoren stärken. Platin wird vor allem in Südafrika abgebaut; auf das Land am Kap entfallen drei Viertel der weltweiten Fördermenge. Politische Risiken (Mandela) könnten erneut in den Vordergrund treten, da Energieengpässe und Arbeitskämpfe an der Tagesordnung bleiben. Auch die spekulativen Positionen bei Platin sind nicht mehr überzogen, so dass insofern ein Aufwärtspotenzial besteht (siehe Grafik).



Industriemetalle waren wie gesagt die großen Underperformer von 2013. Die Aufstockung des Metallangebots, Überkapazitäten sowie mangelnde Erzeugerdisziplin (chinesische Aluminium-Produzenten) und Zweifel an der Konjunkturstärke des größten Metallverbrauchers China belasten dieses Segment. Gleichwohl könnten wir auf kurze Sicht eine Erholung erleben. Die Metallvorräte in China (vor allem Kupfer) schrumpfen, während Bautätigkeit und Infrastruktur günstig bleiben. Auch die Positionierung nicht-kommerzieller Investoren ist durchaus nicht unverhältnismäßig. Bei Kupfer verharren spekulative Short-Positionen auf Rekordtief, insofern besteht Spielraum für Deckungskäufe. Dass Indonesien bis Mitte Januar 2014 den Export von Erz verbieten will, könnte sich positiv auf bestimmte Metalle auswirken (insbesondere Nickel und Aluminium (Bauxit)).

Was die chinesischen Konjunkturdaten betrifft, so bleiben die Aussichten gemischt. Industrieproduktion und Sachanlageninvestitionen entsprachen in etwa den Erwartungen, während Gesamtfinanzierung und Einzelhandelsumsätze im November positiv überraschten. Der chinesische Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes blieb im November tendenziell eher expansiv, allerdings mit uneinheitlichen Subkomponenten. Der Nachfragestau-Indikator, der sich aus der Differenz ergibt, um die Neuaufträge die Lagerbestände übersteigen, ist weiter positiv, wenn auch in geringerem Maße als im Vormonat. Erfreulicher ist sicherlich die Unterkomponente chinesische Exportaufträge, die einen leicht expansiven Trend aufweist. Hier besteht aus unserer Sicht weite-

---

res Aufwärtspotenzial, da auch der US ISM-Index für das produzierende Gewerbe infolge des Nachfragestaus unermüdlich klettert. Die US ISM Manufacturing Daten haben sich als guter Vorlaufindikator für chinesische Exportaufträge bewährt; in den vergangenen fünf Jahren lag die Korrelation bei ca. 0,86 und der Zeitunterschied („Lag“) bei drei Monaten. Insofern rechnen wir zum Jahreswechsel mit einer kurzfristig günstigen Entwicklung bei Metallen.

---

**Koen Straetmans**

*Senior Multi-Asset Strategist*

# Devisen

- Rückblick 2013 und Ausblick 2014 für Devisen

## 2013 im Rückblick

Nach mehreren Jahren im Krisenmodus setzte in 2013 allmählich wieder Normalität ein. Die weltweite Industrieproduktion, die noch 2011 und 2012 einen überaus wechselhaften Zickzackkurs beschrieb, verlief 2013 mit etwa +3 % deutlich stabiler. Der globale Einkaufsmanagerindex, der in den ersten Monaten des laufenden Jahres leicht nach unten tendiert hatte, legte in der zweiten Jahreshälfte spürbar zu.

Einer der deutlichsten Trends in diesem konstruktiveren Umfeld war das Ende des Wechselspiels von Risikoappetit/Risikoscheu als wichtiger Faktor, der die Währungsentwicklung und auch die Entwicklung an anderen Märkten bestimmt. Die folgende Grafik illustriert den Einbruch des von HSBC betreuten RORO-Index. In diesem Zusammenhang ging auch die Korrelation zwischen dem S&P und diversen Wechselkursen im vergangenen Jahr deutlich zurück.



*Source: ING IM, HSBC (Dec 18, 2013)*

Ein weiterer auffälliger Trend des laufenden Jahres war die Differenz in der wirtschaftlichen Entwicklung von EM und DM. Während der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes an den entwickelten Märkten (DM) stetig von 49 Punkten Anfang 2013 auf 54 zum Jahresende kletterte, verlief das Wachstum an den Emerging Markets (EM) weit aus volatiler und allgemein enttäuschend: Der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes fiel von über 52 zu Jahresbeginn bis Mitte 2013 auf deutlich unter 49. Erst in der zweiten Jahreshälfte erholte sich auch der EM-Index wieder und liegt zum Jahresende auf einem Stand von ca. 51 Punkten.

Zusammen mit Bernankes Tapering-Ankündigung im Mai löste dies bei vielen EM-Währungen einen Kursrutsch aus. Bevor die Sorgen um den QE-Ausstieg aufflackerten, standen die Renditevorteile („Carry“) im Mittelpunkt des Marktinteresses.

Im Mai verlagerte sich das Interesse dann auf die Leistungsbilanzdefizite, da die Carry wenig Schutz bot.

Obwohl dies zu einer recht breit angelegten Dollar-Stärke führte, konnte der Euro zum Jahresende sogar noch weiter an Boden gewinnen. Rätselhaft ist insofern, dass die Euro-Rally erst begann, nachdem die Fed die Märkte mit ihrer Entscheidung überraschte, vorerst doch an der QE festhalten zu wollen. Demgegenüber hatten die Tapering-Ängste im Zeitraum Mai bis August nicht zu einer Schwächung des Euro gegenüber dem Dollar geführt. Vom Thema Tapering abgesehen, waren die Zuflüsse auf den Aktienmarkt (infolge nachlassender Sorgen um die Euro-Peripherie) und solide Leistungsbilanzüberschüsse günstig für den Euro. Die Überschüsse lagen ihrerseits vor allem an der deutlichen Entspannung der Leistungsbilanzen am EWU-Rand.

Und schließlich setzte auch der Yen seinen Abwärtstrend fort, wenn auch vorwiegend in den ersten fünf Monaten des Jahres. Bereits Ende 2012 stand so gut wie fest, dass die BoJ ihre Geldpolitik lockern würde, doch als dies im April dann geschah, fiel die Lockerung aggressiver als erwartet aus.

## Ausblick

Der Marktkonsens erwartet eine Stärkung des US-Dollar. Soweit sich diese Erwartung jedoch auf die Annahme stützt, dass die US-Konjunktur mit am besten abschneiden wird, würden wir dieser Argumentation nicht so ohne Weiteres folgen. Generell führt eine höhere Wirtschaftsleistung nur dann zu einer stärkeren Währung, wenn die Notenbank die Zinsen anhebt oder die Kapitalflüsse auf eine positive Wachstumsentwicklung reagieren. Tatsächlich ist die Fed immer noch (sehr) weit von einer Zinsstraffung entfernt. Was die Kapitalflüsse betrifft, so gab es nur in den späten 1990er Jahren – im Zuge der IT-Blase – einen massiven Zustrom auf die US-Märkte. Derzeit gibt es keine solche Story.

Wahrscheinlicher ist, dass der US-Dollar sozusagen automatisch draufsattelt. Das dürfte jedenfalls gegenüber dem Yen der Fall sein, denn die BoJ wird im nächsten Jahr ihren Lockerungskurs fortsetzen (um die konjunkturschädliche Wirkung der Mehrwertsteueranhebung auszugleichen). Ferner könnte der US-Dollar gegenüber dem Euro an Boden gewinnen, falls die EZB die Zinsschraube weiter lockert. Hier besteht zurzeit allerdings keine ausreichende Prognosesicherheit.

Die Aussichten für EM-Währungen sind noch vielschichtiger. In den nächsten Monaten könnten die anhaltenden Bedenken im Hinblick auf das Fed-Tapering bzw. die erste Zinsanhebung die Assetklasse belasten. Insgesamt ist der Ausblick

---

für 2014 daher nur leicht positiv. Wenn die Märkte sich aber erst einmal mit der geldpolitischen Trendwende abgefunden haben, dürften attraktive Bewertungen und hohe Carry im weiteren Jahresverlauf wieder im Mittelpunkt des Anlegerinteresses stehen. Insofern meinen wir, dass diese tiefgreifende Korrektur den Weg für eine Neupositionierung in dieser Assetklasse ebnen wird.

---

**Jaco Rouw**

*Core FI Investment Manager*

**Thede Rüst**

*Core FI Investment Manager*

# Prognosen

## Volkswirtschaftliche Entwicklung weltweit

In den letzten paar Jahren haben wir zwei umfassende Rahmenkonzepte skizziert, die uns im von niedrigem Wachstum und hoher Volatilität geprägten Umfeld eine wichtige Orientierungshilfe boten.

Das erste Konzept ist eher mittelfristig ausgerichtet; es erklärt, warum die durchschnittlichen Zuwachsraten allenfalls auf Potenzialniveau liegen und was erforderlich ist, um einen eigendynamischen Aufschwung zu schaffen, der die hohe Produktionslücke an den entwickelten Märkten (DM) schließen kann. Im Rahmen dieses Konzepts beruht der Zyklus auf dem Zusammenwirken dreier Kräfte: volkswirtschaftliche Erschütterungen, Ausmaß der Ungleichgewichte und geldpolitische Reaktion. Unsere Erwartung einer anhaltenden und etwas über der Potenzialrate liegenden Wachstumsdynamik in den DM stützt sich auf die Annahme, dass Ungleichgewichte abgebaut wurden und die geldpolitischen Entscheidungen eine positivere Wirkung entfalten.

Das zweite Rahmenkonzept hat einen kürzeren Zeithorizont und eignet sich wahrscheinlich besser, um die Volatilität des Zyklus zu erklären. Die Rückkopplung zwischen Finanzierungsbedingungen/Zuversicht einerseits und Wachstum andererseits bildet den Eckpfeiler dieses Konzepts. Die Geldpolitik kann einen positiven Rückkopplungsprozess in Gang setzen, da niedrigere Zinsen tendenziell günstigere Finanzierungsbedingungen und damit höhere nominale Wachstumserwartungen und gesteigerte Zuversicht bedeuten. Während der „Großen Mäßigung“ konnten derartige Positivspiralen jahrelang andauern. Als ab 2008 zunehmende geldpolitische Unsicherheit ins Spiel kam, wurde die Geschichte etwas komplizierter. Diese Unwägbarkeiten können auf vielerlei Weise zutage treten: politische Polarisierung und Unruhen, fiskalpolitische Straffung/Fiskalklippen/Schuldengrenzen und dergleichen, Debatten über die institutionelle Neugestaltung in der EWU, (fehlende) Strukturreformen usw. All dies ist wachstumsschädlich, da die angeschlagenen Volkswirtschaften nicht die erforderliche Unterstützung erhalten und durch die nachlassende Gesamtnachfrage unter Umständen noch stärker belastet sind. Zusätzlich belastet eine Zunahme der politischen Ungewissheit direkt das Vertrauen der Wirtschaft und die Finanzierungsbedingungen. Das Wachstum schrumpft, die Negativspirale dreht sich weiter. Letztendlich ist es so, dass nur (potenziell) explosive Entwicklungen an den Finanzmärkten die politischen Instanzen zum Handeln veranlassen.

Insofern erklärt das Rahmenkonzept die Volatilität des Zyklus als Wechselspiel aus geldpolitischen Innovationen und dem Auf und Ab der politischen Unwägbarkeiten. Erst positive Veränderungen im geldpolitischen Rahmen und damit eine Verringerung der Unsicherheitsfaktoren können nachhaltig

einen positiven Kreislauf aus Wachstum und Finanzierungsbedingungen einleiten. Insofern setzt dieses Rahmenkonzept eine konstruktivere geldpolitische Reaktion im weitesten Sinne des Wortes voraus. Und natürlich haben auch diese zum Abbau der Ungleichgewichte beigetragen.

## Globale Märkte

### ING IM Global Economic Outlook

	Growth			Inflation			Policy rate (YE)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
<b>World</b>	2.6	3.3	3.1	2.9	3.2	3.0			
<b>Developed</b>	1.0	2.2	2.3	1.4	1.7	1.5	0.19	0.19	0.19
US	1.6	2.9	3.1	1.6	1.8	1.8	0.13	0.13	0.13
Euro	-0.2	1.3	1.5	1.4	1.3	1.1	0.25	0.25	0.25
Japan	1.9	2.1	1.3	0.3	1.9	1.4	0.10	0.10	0.10
UK	1.4	2.3	2.4	2.6	2.2	2	0.50	0.50	0.50
<b>Emerging</b>	4.6	4.8	4.2	4.7	5.1	5			
China	7.3	6.6	5.7	2.7	3.4	3			

	Unemployment rate (YE)			Budget balance			Current account (YE)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
<b>Developed</b>									
US	7.3	6.7	5.8	-4.1	-3.3	-2	-2.5	-2.6	-2.50
Euro	12.3	12.2	12.0	-3	-2.5	-2.2	2.0	2.1	2.30
Japan	4.0	3.6	3.4	-9.4	-7.8	-6	1.2	1.9	2.10
UK	7.7	7.5	7.2	-6.5	-5.6	-4.5	-3.5	-2.8	-2.60
<b>Emerging</b>									
China	4.1	4.4		-1.7	-1.7		2.3	2.0	

Source: Forecasts from ING IM, historical data from IMF (GDP, inflation) and Economist Intelligence Unit (rest data)

### Bond yields (10y)

Countries	quarter end (%)			
	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
US	2,7%	3,0%	3,2%	3,4%
Eurozone (bunds)	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%
Japan	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%
UK	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%

### Corporate bond (IG) yields

Countries	quarter end (%)			
	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
US	3,3%	3,6%	3,8%	4,0%
Eurozone	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%
Japan	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%
UK	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%

### Equity

Countries	quarter end			
	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
S&P 500	1681	1825	1850	1900
Stoxx 600	310	310	325	340
TOPIX	1194	1275	1300	1350
FTSE 100	6462	6700	6850	7000
MSCI EM Free	987	1020	1040	1060

### Foreign exchange rates

Currencies	quarter end			
	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
EUR/USD	1,35	1,30	1,30	1,30
USD/JPY	98	100	102	105
GBP/USD	1,62	1,59	1,59	1,59
EUR/JPY	133	130	133	137
EUR/GBP	0,84	0,82	0,82	0,82

Quelle: ING IM (18.12.2013)



---

Valentijn van Nieuwenhuijzen

Head of Strategy

Willem Verhagen

Senior Economist

## Rechtlicher Hinweis:

Der Inhalt dieses Dokuments wurde mit gebührender Sorgfalt zusammengestellt. Eine Garantie, ob ausdrücklich oder stillschweigend, für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben kann jedoch nicht übernommen werden. Die hierin enthaltenen Informationen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder ING Investment Management (Europe) B.V. noch ein anderes Mitglied der ING-Gruppe bzw. seine Vorstandsmitglieder, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter haften in gleich welcher Weise für die hierin enthaltenen Informationen oder Empfehlungen. Wir übernehmen keinerlei Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die durch Nutzung dieses Dokuments entstehen bzw. dadurch, dass Entscheidungen auf die hierin enthaltenen Informationen gestützt werden. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert Ihrer Anlage kann steigen oder fallen; eine vergangenheitsbezogene Performancebetrachtung ist kein Garant für zukünftige Anlageergebnisse. Dieses Dokument und die hierin enthaltenen Angaben dürfen ohne unsere schriftliche Einwilligung weder vervielfältigt, reproduziert oder an andere Personen weitergegeben werden. Für alle Ansprüche im Zusammenhang mit diesem Haftungsausschluss ist niederländisches Recht maßgeblich.

### Pressekontakt:

ING Investment Management Germany

**Birgit Stocker**

-Head of PR D/A/CH-

T: +49 69 50 95 49 - 15

M: + 49 160 989 63164

E: [birgit.stocker@ingim.com](mailto:birgit.stocker@ingim.com)

[www.ingim.de](http://www.ingim.de)

### Über ING IM International\*

ING IM International\* ist ein globaler Asset Manager und Teil der ING Group, einem globalen Finanzdienstleister niederländischer Herkunft. ING IM International verwaltet ca. Euro **176** Milliarden\*\* (USD **238** Mrd.\*\*\*) Assets under Management. Zu unseren weltweiten Kunden gehören private und institutionelle Investoren. ING IM International beschäftigt mehr als **1.100** Mitarbeiter und ist in **18** Ländern in Europa, im Nahen Osten, Asien und den USA vertreten.

*\*Die Bezeichnung „ING IM International“ beinhaltet Geschäftseinheiten in Europa, im Nahen Osten, in Singapur, Japan und US-Niederlassungen (Atlanta und New York). ING IM International bereitet sich zusammen mit ING's europäischer und japanischer Versicherungssparte darauf vor, zukünftig unabhängig von der ING Group zu agieren.*

*\*\*Stand: Q3 2013, 30. September 2013;*

Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.ingim.de](http://www.ingim.de).

Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.ingim.de](http://www.ingim.de).