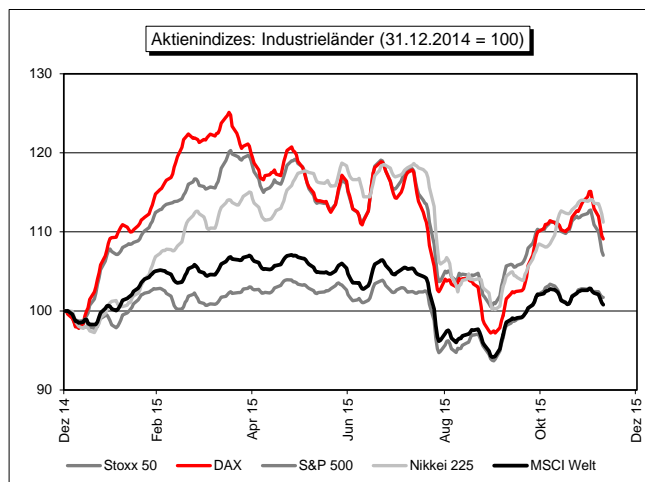


## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

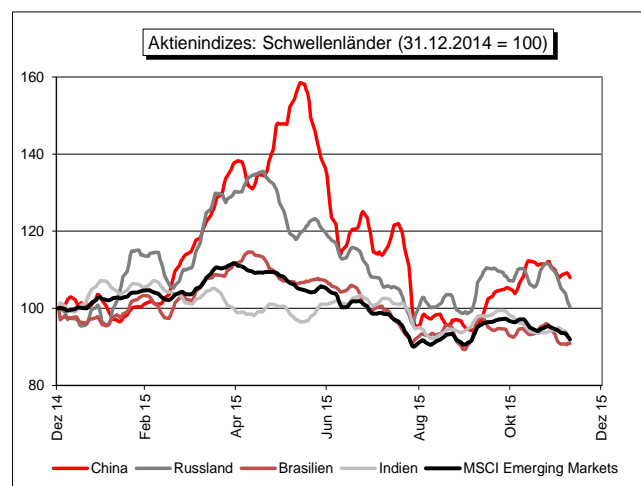
### Kapitalmarktausblick 2016: Das verflixte 7. Jahr

2015 war ein Jahr des ständigen Auf und Ab. Obwohl sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen weitgehend wie von uns erwartet entwickelten, zeichneten sich die Kapitalmärkte durch zum Teil erhebliche Schwankungen aus. Diese wurden in erster Linie durch wirtschaftliche oder politische Entwicklungen verursacht, die das konjunkturelle Basisszenario immer wieder in Frage stellten. Doch obwohl sich die meisten der zuvor getroffenen Annahmen als belastbar und realistisch erwiesen, ließen sich die Anleger durch den Strom der täglichen Nachrichten immer wieder aufs Neue ins Bockshorn jagen. Wurde zu Jahresbeginn die Ankündigung der Europäischen Zentralbank, ein eigenes geldpolitisches QE-Programm zu starten, also den Ankauf von Staatsanleihen und anderen festverzinslichen Wertpapieren, an den (europäischen) Aktien- und Rentenmärkten mit hohen Kursgewinnen gefeiert, so gab es seit Mitte April zunehmenden Gegenwind. Zunächst kam dieser aus einer Richtung, von der man ihn am wenigsten erwartet hätte, dem europäischen Staatsanleihenmarkt. Eigentlich herrschte die Vermutung vor, dass das im März begonnene Ankaufprogramm der EZB einen möglichen Renditeanstieg schnell deckeln würde. Doch weit gefehlt. Im Mai und Juni kam es zu einem in dieser Heftigkeit nicht erwarteten Anstieg der Kapitalmarktrenditen. Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit verloren in dieser Zeit 8 Prozent an Wert, 30-jährige Bundesanleihen fast 25 Prozent: ein veritabler, von manchen kaum wahrgenommener Crash am Rentenmarkt. Die Situation wurde für viele Anleger dadurch erschwert, dass auch die Aktienmärkte in dieser Phase unter Druck gerieten. Im Ergebnis boten auch gut diversifizierte Portfolios keinen Schutz vor einer negativen Wertentwicklung. Anleger, deren Risikokapital in dieser Zeit aufgebraucht war, wurden gezwungen, prozyklisch Wertpapiere zu verkaufen, sodass die Abwärtsbewegung verstärkt wurde.

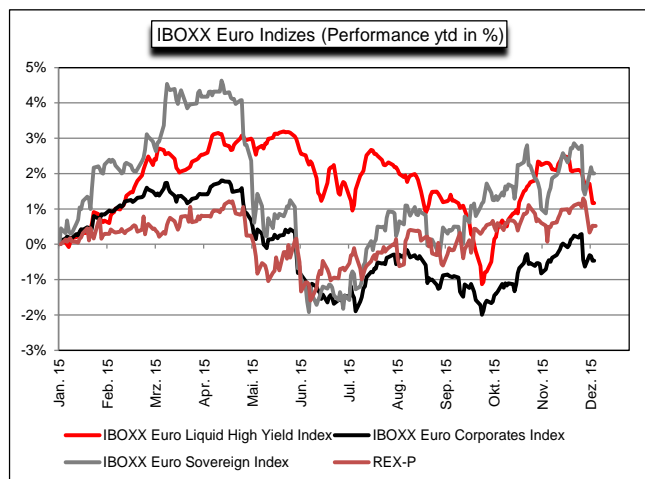


Die Kursverluste an den Börsen resultierten zu dieser Zeit in erster Linie aus der wochenlangen Diskussion um die Zugehörigkeit Griechenlands zur Eurozone. Anfang Juli stimmte die griechische Bevölkerung mehrheitlich gegen die Bedingungen, die die europäischen Nachbarländer an

neue Hilfskredite für Griechenland geknüpft hatten. Eine Woche später einigte man sich dann zwar doch, in der Zwischenzeit summierten sich die Kursverluste für den DAX aus der Spitze heraus jedoch auf beachtliche 15 Prozent. In den folgenden Wochen nahmen die Schwankungen an den Kapitalmärkten dann noch weiter zu. Vor allem die überraschende Abwertung der chinesischen Währung sorgte im August bei den Anlegern für Kopfzerbrechen und für die Vermutung, dass die konjunkturelle Lage im Reich der Mitte schlechter sein könnte, als es die offiziellen Wirtschaftsdaten glauben machen wollten. Ein wahrer Ausverkauf sorgte Ende August dafür, dass der DAX bis auf 9.300 Punkte abrutschte – sämtliche Kursgewinne seit Jahresbeginn waren aufgezehrt. Zwar nahm die Skepsis im Laufe der folgenden Wochen etwas ab, doch sorgte Mitte September der VW-Abgasskandal für einen erneuten Kursrutsch beim Deutschen Aktienindex unter die 10.000-Punkte-Marke. Im vierten Quartal beruhigte sich die Lage an den Aktienmärkten, und ein Teil der zuvor erlittenen Kursverluste konnte wieder aufgeholt werden. Die im Frühjahr erreichten Höchstkurse liegen an den meisten Börsenplätzen aber immer noch in weiter Ferne.



Alles in allem fielen die Renditen an den Aktien- und Rentenmärkten in diesem Jahr bescheiden aus, wobei es jedoch zu deutlichen regionalen Unterschieden kam. Globale Aktien, gemessen am MSCI World Aktienindex, verzeichneten bis Anfang Dezember eine Wertentwicklung von plus minus null, wobei sich die Kurse in der Eurozone und in Japan besser entwickelten als in den USA und in den meisten Schwellenländern. Berücksichtigt man allerdings die Währungsentwicklung, dann waren US-Dollar-Anlagen auf Gesamtjahressicht keine schlechte Investition. Globale festverzinsliche Wertpapiere (J.P.Morgan Global Bond Index Broad) wiesen mit einem Plus von rund 1,5 Prozent auch nur eine vergleichsweise magere Wertentwicklung auf. Schaut man auf die verschiedenen Segmente des Anleihenmarktes, so fällt auf, dass sich die Wertentwicklung bei Staats- und Unternehmensanleihen und in den verschiedenen Ratingklassen in diesem Jahr kaum nennenswert unterscheidet – wenngleich es unterjährig zu starken Schwankungen kam.



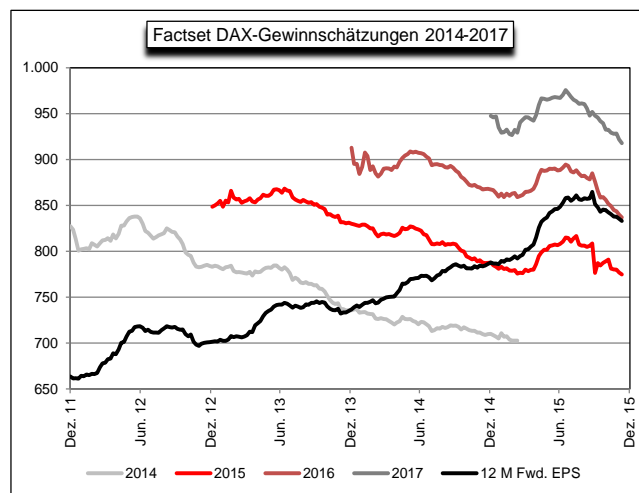
Auf das Phänomen deutlicher Kursschwankungen an den Kapitalmärkten müssen sich Anleger auch im neuen Jahr einstellen. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass das von uns erwartete Konjunkturszenario zwar ein moderates Wirtschaftswachstum unterstellt, der „Sicherheitsabstand“ vor einem möglichen Abgleiten in eine neue Rezession aber weiterhin gering ist. Da es auch 2016 wieder Phasen mit enttäuschenden Wirtschaftsdaten geben wird, dürfte dies ähnlich wie 2015 und in den Jahren zuvor den Blick auf die Frage lenken, ob sich der seit 2009 zu beobachtende Aufschwung vielleicht doch nicht fortsetzt. Nicht zuletzt die verbreite Denkweise, dass nach 7 Jahren ein Zyklus schon häufig zu Ende gegangen ist, könnte diese Sorge verstärken. Schließlich währt keine Börsehausse ewig, sodass gemessen an der Historie die Befürchtung nahe liegt, dass der Kurserholung schon bald die Luft ausgehen könnte.

Aus heutiger Sicht halten wir diese Annahme aber für wenig stichhaltig. Wirtschaftliche Aufschwünge wurden in der Vergangenheit fast immer durch eine restriktive Wirtschaftspolitik und/oder durch exogene Schocks beendet, wie beispielsweise die Ölpreiskrisen der 1970er und 1980er Jahre. Der Aufschwung, den die Weltwirtschaft seit dem Jahr 2009 erlebt hat, ist jedoch so schwach verlaufen, dass die Notenbanken bislang nicht gezwungen waren, darauf mit einer restriktiveren Geldpolitik zu reagieren. Ganz im Gegenteil, die Geldpolitik ist in den vergangenen Jahren immer expansiver geworden. Und auch von der Fiskalpolitik werden 2016 weniger bremsende Effekte ausgehen als in den Vorjahren, sodass wir es für wahrscheinlich halten, dass dieser Konjunkturzyklus eine längere "Lebensdauer" haben wird als die sonst oft üblichen 7 Jahre. Allerdings liegt es in der Natur der Sache, dass sich exogene Schocks nicht prognostizieren lassen. Zumindest der Ölpreis wirkt auf die Weltwirtschaft als Ganzes derzeit aber eher wie ein kleines Konjunkturprogramm, auch wenn viele ölproduzierenden Länder unter dem starken Preisrückgang leiden.

Aufgrund unserer positiven Konjunktüreinschätzung gehen wir davon aus, dass auch im nächsten Jahr Aktien die interessanteste und vielversprechendste Anlagekategorie sein werden. Bleibt die Rezession auch 2016 aus, stehen die Chancen gut, dass die Unternehmensgewinne zumindest moderat wachsen werden. Die zum Teil prozentual zweistelligen Konsensprognosen der Unternehmensanalysten, seien es die Schätzungen von I/B/E/S oder Factset, halten

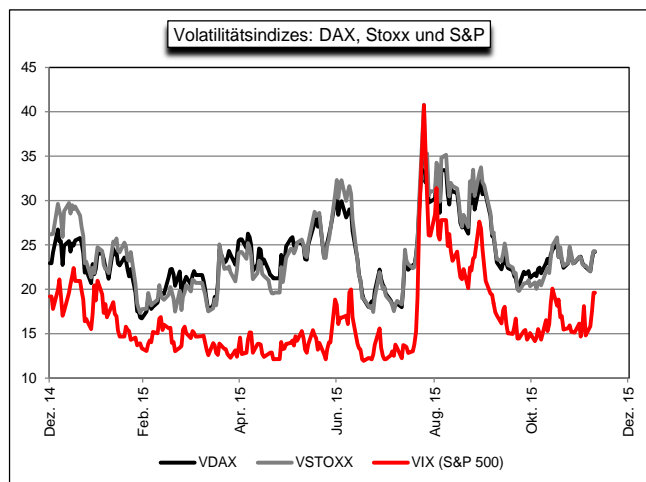
wir zwar wie schon in den Vorjahren für zu optimistisch, eine graduelle Verbesserung ist nichtsdestotrotz realistisch. Dies gilt insbesondere für europäische Unternehmen, die von der stabilen wirtschaftlichen Entwicklung in ihren Heimatmärkten, anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen, niedrigen Rohstoffpreisen und dem schwachen Euro profitieren.

Allerdings wird die Entwicklung nicht geradlinig verlaufen, sondern man wird sich erneut auf ein volatiles Jahr gefasst machen müssen. Zudem wird Geduld gefragt sein, denn angesichts der vielfältigen Risiken ist es gut möglich, dass Anleger wie schon 2015 zeitweise nicht den Wald vor lauter Bäumen sehen. Die zuletzt wieder besseren konjunkturellen Frühindikatoren sprechen unseres Erachtens dafür, dass wir ins Jahr 2016 mit dem typischen Saisonmuster starten werden, d.h. mit Kursgewinnen. Der Dax sollte in der ersten Jahreshälfte mit über 12.000 Punkten seine Höchststände aus dem Jahr 2015 erreichen. Die erwarteten, wenn auch wohl moderat ausfallenden Zinserhöhungen der Federal Reserve, Präsidentschaftswahlen in den USA und vergleichsweise ambitionierte Erwartungen für die Unternehmensgewinne bei gleichzeitig nicht mehr günstigen Bewertungen könnten es aber schwierig machen, diese Marke bis zum Jahresende zu verteidigen. 12.000 Punkte im DAX halten wir dennoch für ein realistisches Jahresendziel. Die für 2016 und 2017 prognostizierten Unternehmensgewinne in Höhe von 837 bzw. 918 Indexpunkten sind allerdings zu optimistisch; unterstellt man ein Gewinnwachstum von jeweils 5 Prozent in den kommenden beiden Jahren, landet man stattdessen bei einem DAX-Gewinn von 854 Punkten. Bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 errechnet sich dann ein Kursziel von rund 12.000 Punkten.



Auch die politischen Risiken innerhalb der Eurozone könnten 2016 erneut das Kapitalmarktgeschehen beeinflussen. Zwar halten wir ein Wiederaufflammen der Griechenland-Krise (noch) für unwahrscheinlich, dagegen dürfte die Diskussion um einen möglichen "Brexit" Großbritanniens im nächsten Jahr an Intensität gewinnen. Und auch die Frage, wie Europa zukünftig mit der Zuwanderung umgehen will, birgt viel Potenzial für politische Unruhe – nicht nur in Deutschland, sondern, wie die jüngsten Wahlergebnisse zeigen, auch in Frankreich, Polen und in anderen europäischen Ländern. Trotz dieser vielfältigen Herausfor-

derungen trauen wir regional gesehen europäischen Aktien auch im nächsten Jahr die beste Wertentwicklung zu. Dabei gilt es aber im Blick zu behalten, dass europäische Aktien in der Vergangenheit auch wesentlich stärker schwankten als beispielsweise ihre US-Pendants. Gute Nerven bleiben deshalb auch im nächsten Jahr gefragt, wenn man als Investor in europäische Dividententitel nicht zum falschen Zeitpunkt Gefahr laufen will, die falsche Entscheidung zu treffen.



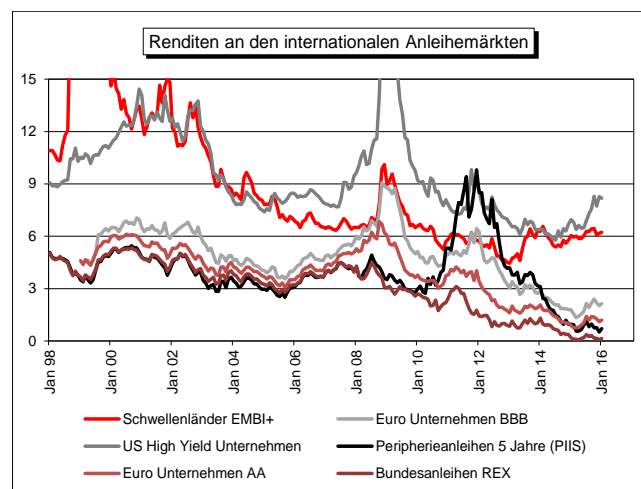
Die Unternehmensgewinne im Euro Stoxx 50 dürften in den nächsten beiden Jahren ebenfalls in einer Größenordnung von 5 Prozent zulegen, sodass die Kurse am Jahresende 2016 bei 3.550 Punkten stehen sollten. Die Gewinne liegen in vielen Ländern noch weit unter den Niveaus des Jahres 2007, und auch die Bewertungsmultiplikatoren lassen durchaus noch Raum für eine weitere Ausdehnung. Von daher stellen europäische Unternehmen den Kern und den Schwerpunkt unserer Aktieninvestments dar. Aber auch in den USA sehen wir weiterhin gute Chancen, dass es bestimmten Unternehmen und Sektoren gelingen wird, mit den schwierigen Rahmenbedingungen (zu hohe Lagerbestände im verarbeitenden Gewerbe, Stärke des US-Dollar) fertig zu werden. Auf Indexebene, wie beispielsweise dem S&P 500 oder dem Dow Jones 30, sehen wir jedoch weniger Potenzial als beim DAX oder dem (Euro) Stoxx 50. Dies liegt vor allem daran, dass US-Aktien generell gesehen schon teuer oder zumindest teurer sind, als dies in der Vergangenheit häufig der Fall war. Geht man von einem "fairen" Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15 als Maßstab der zukünftigen Kursentwicklung aus, könnte der DAX (aktuelles KGV von 13) bezogen auf die gegenwärtigen Konsensgewinnschätzungen sogar bis auf etwa 13.000 Punkte zum Jahresende 2016 hin ansteigen. Der S&P 500 ist dagegen derzeit schon mit einem KGV von mehr als 16 bewertet, sodass sich unter denselben Annahmen wie beim DAX nur ein Kursziel von 2.150 Punkten ableiten lässt.

Aktien, die wir in den USA besonders mögen und für die wir ein größeres Kurspotenzial sehen, kommen vor allem aus den Sektoren Technologie (zumindest sofern sie vernünftige Bewertungen aufweisen) und Konsum (vor allem wenn die Nachfrage hauptsächlich aus dem Inland kommt). Vom beginnenden Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank erwarten wir wenig Störfeuer, da es 2016 unseres Erachtens nur zu drei oder vier Zinserhöhungen kommen wird und

dies von den Marktteilnehmern auch weitgehend so eingepreist ist. Worauf wir besonders achten werden, ist die Frage, ob sich bei den US-Unternehmen 2016 mehr Lohn- und Preisdruck aufbaut. So positiv dies grundsätzlich für den Konsum der US-Amerikaner wäre, so negativ dürften die Konsequenzen für die Margen der Unternehmen sein, die sich immer noch auf oder in der Nähe von Rekordniveaus befinden.

Von Aktien aus Schwellenländern würden wir aus taktischen Beweggründen derzeit noch die Finger lassen, selbst wenn wir es für wahrscheinlich halten, dass sich im Laufe des Jahres 2016 die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für diese Ländergruppe verbessern werden. Doch noch gibt es zu wenig konkrete Belege für diese Annahme, selbst wenn man feststellen kann, dass sich die OECD-Frühindikatoren in einigen Ländern zuletzt verbessert haben. Solange aber noch keine wirkliche Trendwende bei den Rohstoffpreisen zu erkennen ist, halten wir an der Untergewichtung von Schwellenländern genauso fest wie an der von Rohstoffaktien – selbst wenn die mittlerweile erlittenen Kursverluste und reduzierten Bewertungsmultiplikatoren bei uns für Aufmerksamkeit sorgen.

An den Rentenmärkten rechnen wir mit einem ähnlich schwierig verlaufenden Jahr, wie es 2015 der Fall gewesen ist. Unsere Einschätzung aus dem vergangenen Jahr, dass die sehr gute Wertentwicklung des Jahres 2014 bereits als eine Anleihe an die Zukunft zu verstehen sein muss, erwies sich als richtig. Für Anleger, die jedoch ihren Fokus immer nur auf das jeweilige Kalenderjahr richten, war dies dennoch wenig hilfreich. Von der Währungskomponente einmal abgesehen war die Wertentwicklung europäischer Staatsanleihen und US-Treasuries über alle Laufzeitenbänder hinweg ähnlich enttäuschend, weil sich diese 2015 zwischen 0 und 1 Prozent bewegt. Ähnlich unbefriedigend war die Performance bei den Unternehmensanleihen, und auch hier war es fast egal, ob man sich bei der Anlage auf gute oder schlechtere Ratingklassen fokussierte.



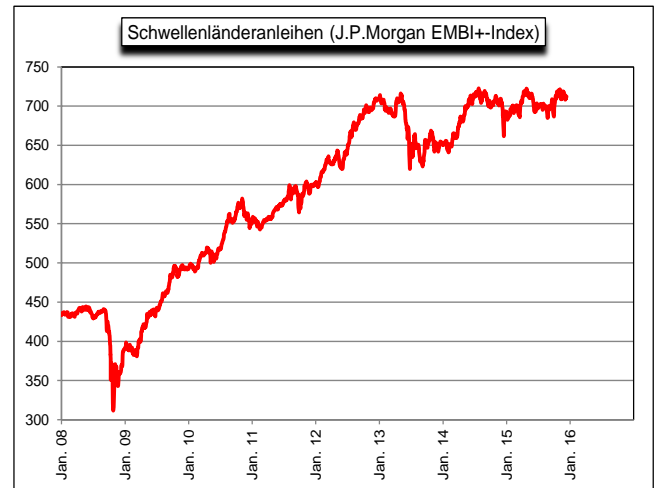
Das Rentenjahr 2016 wird unserer Meinung nach unter einem ganz ähnlichen Stern stehen. Da die EZB an ihrer lockeren Geldpolitik festhalten wird, gehen wir von anhaltend niedrigen Zinsen in der Eurozone aus; dennoch können die Renditen im Jahresverlauf zumindest temporär ansteigen. Aufgrund der geringen Kupons gibt es weiterhin

so gut wie keinen Puffer, um Kursverluste abzufedern, sodass die Schwankungen und Verlustrisiken an den Rentenmärkten überdurchschnittlich hoch bleiben. Die Beschreibung der Rente als zinsloses Risiko bringt es auf den Punkt. Bei Staatsanleihen setzen wir in Europa weiterhin eher auf die Peripherie und auf längere Laufzeiten. Bundesanleihen weisen in der Zwischenzeit bis zu einer Restlaufzeit von 5 Jahren eine negative Rendite auf Endfälligkeit auf, hier verbietet sich für uns jedes Engagement. Die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen sollte Ende 2016 nicht auf einem wesentlich anderen Niveau sein, als es derzeit der Fall ist. Da sich die Wirtschaftsdaten etwas verbessern werden und die Inflationsrate in der Eurozone im Jahresverlauf mit gut 1 Prozent etwas höher sein wird als heute, rechnen wir mit einem leichten Renditeanstieg auf 0,75 Prozent. Der 3-Monats-Euribor wird dagegen durch die Geldpolitik der EZB mehr oder weniger zementiert, sodass er in einem Jahr immer noch bei null oder sogar leicht darunter liegen wird.

Vor dem Hintergrund unserer grundsätzlich positiven Konjunkturschätzung für die Eurozone sind auch Unternehmensanleihen weiterhin ein wichtiger Bestandteil unserer Portfolios. Allerdings bereitet uns die zunehmende Illiquidität in diesem Segment großes Kopfzerbrechen, sodass wir die Quoten trotz einer fundamental positiven Einschätzung eher reduzieren werden. Anleihen aus dem europäischen High-Yield-Segment halten wir auch weiterhin für eine sinnvolle Abrundung eines gut diversifizierten Rentenportfolios, setzen hier aber eher auf ETFs oder Fondslösungen und nicht auf die Auswahl einzelner Emittenten. Auf US-Treasuries oder US-amerikanische Unternehmensanleihen haben wir in unseren Depots bislang weitgehend verzichtet. Das wird zunächst auch so bleiben. Da der Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank sehr moderat verlaufen sollte, droht für das lange Ende der US-Zinsstrukturkurve wenig Ungemach. Bei 10-jährigen US-Staatsanleihen rechnen wir in 12 Monaten mit einem leichten Renditeanstieg auf 2,6 Prozent. Kurze Restlaufzeiten haben schon deutlich auf die bevorstehende Zinserhöhung reagiert, doch könnte sich dieser Trend zunächst fortsetzen. Die Rendite für eine 2-jährige US-Staatsanleihe erwarten wir Ende 2016 bei 1,6 Prozent. Bei US-amerikanischen High-Yield-Unternehmensanleihen gilt zu beachten, dass ein großer Anteil der emittierten Wertpapiere aus dem Sektor Öl & Gas stammt, sodass man angesichts des gesunkenen Ölpreises mit deutlich steigenden Ausfallraten rechnen muss. Kann man diesen Sektor durch ein aktives Fondsmanagement außen vor lassen, finden wir US-High-Yields aber durchaus attraktiv, weil die hohen Kupons einen guten Schutz vor Kursverlusten bieten, jedenfalls bis zu einem gewissen Grad.

Dieses Argument trifft im Übrigen auch auf Anleihen aus den Emerging Markets zu. In diesen sind wir derzeit nicht investiert, sie haben sich allerdings im Jahr 2015 deutlich besser gehalten als erwartet – zumindest, wenn man auf einen gängigen Anleihenindex, wie den EMBI+ von J.P. Morgan, schaut. Dieser weist für das Jahr 2015 ein Plus von 3 Prozent auf und ist damit Spitzenreiter in den von uns verfolgten Anleihssegmenten. Allerdings gibt es zwischen den einzelnen Ländern, die im Index enthalten sind, zum

Teil gravierende Unterschiede. Die Gewinner waren in diesem Jahr Länder wie die Ukraine, Argentinien, Russland und Venezuela, Verlierer waren vor allem Brasilien sowie (weniger stark ausgeprägt) Kolumbien und Peru. Wie bei den Aktien aus Schwellenländern bleiben wir auch bei den Anleihen vorsichtig, solange die fundamentalen Rahmenbedingungen noch keine Trendwende zum Besseren vollzogen haben.



Der US-Dollar dürfte mittlerweile den größten Teil seiner Aufwertung hinter sich haben. Gegenüber dem Euro halten wir in den kommenden 12 Monaten eher eine Seitwärtsbewegung für wahrscheinlich. Zwar dürfte die erste Zinserhöhung der Federal Reserve den US-Dollar nochmal etwas beflügeln, die Parität zum Euro oder sogar eine darüber hinaus gehende Bewegung erwarten wir aber nicht. Dies gilt aber natürlich nur unter der Voraussetzung, dass die US-Notenbank die Zinsen im nächsten Jahr nur moderat erhöht. Da andererseits von der EZB in den kommenden 12 Monaten wenig Überraschungen zu erwarten sind, sollte sich der EUR/USD-Wechselkurs in einer eher engen Bandbreite zwischen 1,02 und 1,12 bewegen. Trifft diese Prognose zu, werden europäische Anleger im Unterschied zu den letzten beiden Jahren keine oder zumindest nur geringe Wechselkursgewinne bei Anlagen in US-Dollar erzielen, sodass diese Assets damit etwas unattraktiver als bislang werden.

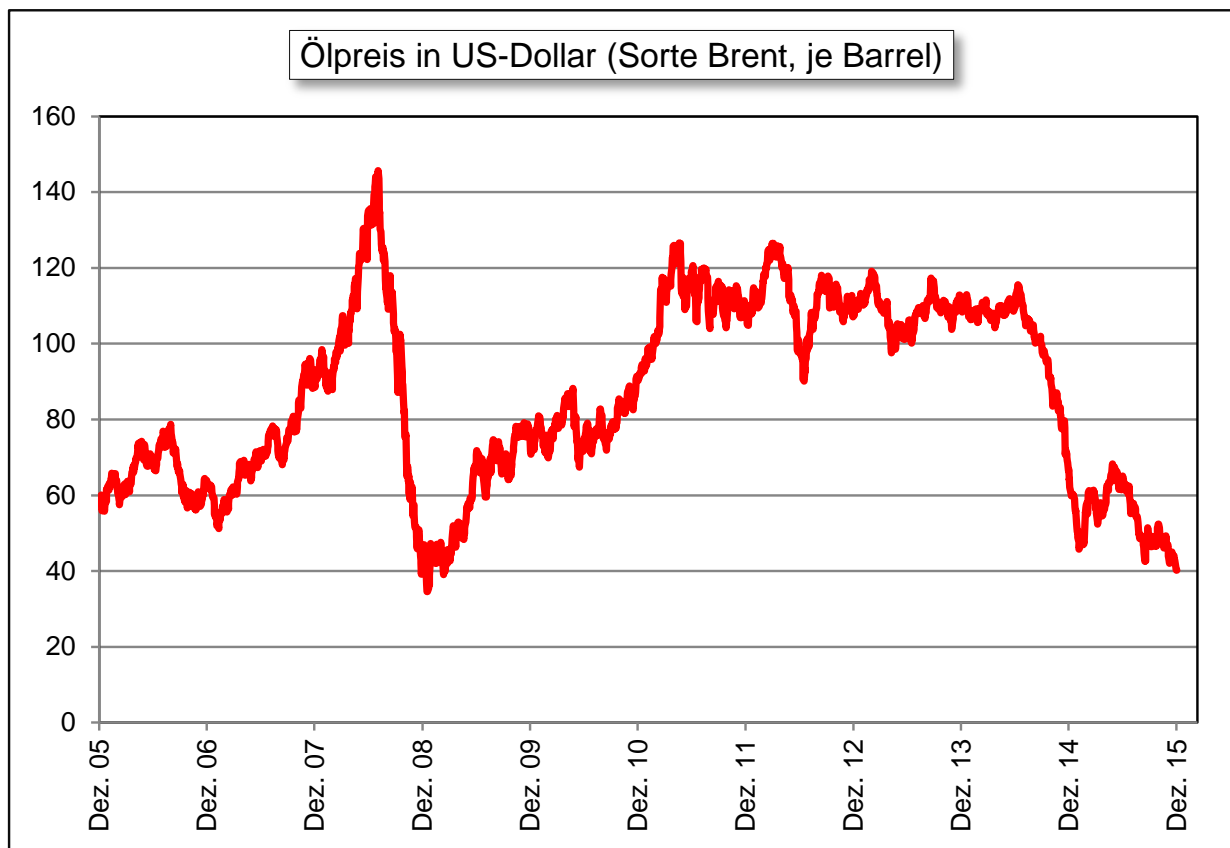
Bleibt wie jedes Jahr zum Schluss die Frage nach den Risiken. Selbst wenn die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte von uns richtig eingeschätzt werden, ist dies nicht automatisch der Schlüssel zum Erfolg, zumindest nicht auf kurze Sicht. Hierzu trägt auch bei, dass die Kapitalmärkte zunehmend durch sogenannte Algo-Trader und Robo-Advisor beeinflusst werden, die zu einem stärker automatisierten Handel führen. Zumindest kurzfristig hat dies mehr auf technischen Faktoren beruhende Handelsentscheidungen zur Folge, die die Volatilität an den Kapitalmärkten erhöhen. Auch die geopolitischen Krisenherde gehören wie jedes Jahr zu den potenziellen Risiken. Uns wird deshalb auch 2016 nichts anderes übrig bleiben, als nach den Überraschungen Ausschau zu halten, die heute niemand prognostiziert und die genau aus diesem Grund die Kurse bewegen werden.

Wochenausblick für die Zeit vom 14. bis 18. Dezember 2015

	Jul	Aug	Sept	Okt	Nov	Dez	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	29,7	25	12,1	1,9	10,4	12,5	15. Dezember
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	51,8	53,3	52,3	52,1	52,9	52,6	16. Dezember
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,8	54,9	54,1	54,5	55,6	55,3	16. Dezember
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	108	108,4	108,5	108,2	109,0	108,7	17. Dezember
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,8%	-0,2%	-0,3%	0,3%			14. Dezember
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,4%	2,6%	1,7%	1,3%			14. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,4	52,3	52,0	52,3	52,8	52,6	16. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,0	54,4	53,7	54,0	54,2	54,1	16. Dezember
E-19: Konsumentenpreise, m/m	-0,6%	0,0%	0,2%	0,1%	-0,2%		16. Dezember
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,2%	0,1%	-0,1%	0,1%	0,1%		16. Dezember
E-19: Kerninflation, y/y	1,0%	0,9%	0,9%	1,1%	1,1%		16. Dezember

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ölpreis auf dem Niveau von 2008



Nach dem OPEC-Treffen in Wien, bei dem ein Bekenntnis der Kartellmitglieder zu einer Förderkürzung ausblieb, sackten die Notierungen für Rohöl weiter ab und fielen unter die Marke von 40 US-Dollar je Barrel. Noch niedriger lag der Preis zuletzt während der Finanzkrise Ende 2008, als der Barrel rund 34,50 US-Dollar kostete. Der wesentliche Unterschied zu damals ist jedoch, dass in der Finanzkrise die Nachfrage massiv unter Druck geraten ist, während der jüngste Preisrutsch vor allem auf eine Änderung der Angebotsbedin-

gungen zurückzuführen ist. So hat die OPEC anders als in der Vergangenheit nicht mehr mit einer Kürzung der Förderung reagiert, als die Preise gefallen sind; das Kartell leidet unter unterschiedlichen Vorstellungen der einzelnen Staaten sowie politischen Differenzen. Zudem haben Länder wie die USA ihre Ölförderung durch das Fracking deutlich ausgeweitet. Auch wenn einige Förderstätten zum aktuellen Preis nicht länger profitabel sind, bleibt die Möglichkeit, die Förderung dort bei steigenden Preisen erneut auszuweiten.

	Stand	Veränderung zum			
	10.12.2015 14:02	03.12.2015 -1 Woche	09.11.2015 -1 Monat	09.09.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17492	0,1%	-1,3%	7,6%	-1,9%
S&P 500	2048	-0,1%	-1,5%	5,4%	-0,5%
Nasdaq	5023	-0,3%	-1,4%	5,6%	6,1%
DAX	10595	-1,8%	-2,0%	2,8%	8,1%
MDAX	20630	-1,1%	-1,7%	4,1%	21,8%
TecDAX	1801	-2,0%	-0,7%	3,8%	31,3%
EuroStoxx 50	3264	-2,4%	-4,5%	-0,2%	3,7%
Stoxx 50	3080	-2,6%	-4,3%	-0,9%	2,5%
SMI (Swiss Market Index)	8616	-2,7%	-2,9%	-2,9%	-4,1%
Nikkei 225	19047	-4,5%	-3,0%	1,5%	9,1%
Brasilien BOVESPA	46017	-0,8%	-0,4%	-1,4%	-8,0%
Russland RTS	799	-3,4%	-6,6%	0,3%	1,0%
Indien BSE 30	25252	-2,5%	-3,3%	-1,8%	-8,2%
China Shanghai Composite	3456	-3,6%	-5,2%	6,6%	6,9%
MSCI Welt (in €)	1664	-3,3%	-3,1%	4,0%	8,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	795	-5,4%	-7,2%	0,0%	-7,7%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	158,72	261	330	423	285
Bobl-Future	130,99	179	176	235	71
Schatz-Future	111,53	11	5	25	44
3 Monats Euribor	-0,12	0	-5	-8	-20
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,13	-2	0	-8	0
3 Monats \$ Libor	0,49	3	13	15	23
Fed Funds Future, Dez 2015	0,23	1	2	-5	0
10-jährige US Treasuries	2,22	-11	-12	4	5
10-jährige Bunds	0,57	-9	-9	-13	3
10-jährige JGB	0,31	1	-3	-4	-2
US Treas 10Y Performance	565,47	1,1%	1,2%	0,1%	1,3%
Bund 10Y Performance	580,18	0,6%	0,6%	1,1%	0,5%
REX Performance Index	474,59	-0,6%	0,5%	0,8%	0,6%
Hypothekenzinsen USA	3,93	0	6	4	10
IBOXX AA, €	1,24	-2	-6	-9	35
IBOXX BBB, €	2,19	3	1	8	40
ML US High Yield	8,58	28	64	114	164
JPM EMBI+, Index	712	0,6%	0,5%	1,7%	3,0%
Wandelanleihen Exane 25	6900	0,0%	-1,3%	3,0%	6,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	380,80	-0,9%	-1,6%	-3,5%	-14,9%
MG Base Metal Index	227,55	1,9%	-5,0%	-11,5%	-25,1%
Rohöl Brent	39,19	-9,0%	-17,4%	-19,5%	-31,6%
Gold	1072,10	1,5%	-1,6%	-3,4%	-9,6%
Silber	14,16	0,9%	-2,4%	-3,2%	-10,1%
Aluminium	1487,50	1,4%	-0,8%	-7,5%	-18,5%
Kupfer	4582,50	0,5%	-7,8%	-14,9%	-28,0%
Eisenerz	40,00	-3,6%	-16,7%	-31,0%	-44,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	546	-4,9%	-13,1%	-36,1%	-30,2%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,0944	2,6%	1,6%	-1,8%	-9,9%
EUR/ GBP	0,7230	0,2%	1,7%	-0,5%	-6,8%
EUR/ JPY	132,94	1,0%	-0,1%	-1,3%	-8,5%
EUR/ CHF	1,0796	-0,4%	-0,2%	-0,9%	-10,2%
USD/ JPY	121,44	-1,0%	-1,4%	0,8%	1,5%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspemeite	+49 40 3282-2439	cjaspemeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.