



April 2016

Megatrends

Den Blick über den Tellerrand wagen

Inhalt

Inhalt.....	2
Megatrends – ein neues Aufgabenfeld für BayernLB Research.....	3
Digitalisierung: Der „game changer“	6
Demografischer Wandel: Zwischen Flüchtlingskrise und Überalterung	8
Energie und Klimawandel: Vor großen Veränderungen	10
Niedrigzins und hohe Verschuldung: Ein dauerhaftes und globales Phänomen.....	12
Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik: Kein neuer Trend	14
Passivierung: Umbruch der Fondsindustrie	16
Die Bedeutung der Megatrends für Wirtschaft und Finanzmärkte.....	18
Aktien: Erhöhte Volatilität durch Megatrends?.....	19
Corporate Bonds: Der Credit-Markt verändert sich bereits jetzt	20
Covered Bonds: Gefahr einer Spekulations-blase?.....	21
Devisen: Niedrigzinsen und Energiepreise besonders relevant	22
Immobilien: Nahezu allen Megatrends unterworfen	23
Rohstoffe: Energiepolitik und politische Rahmenbedingungen als zentrale Treiber	24
Staatsanleihen: Direkter Effekt auf Emittenten und verändertes Investorenverhalten	25
Branchenallokation: Die Digitalisierung und die Sicherung einer nachhaltigen Energieversorgung stellen die Geschäftsmodelle in vielen Branchen auf den Prüfstand ...	26
Länderallokation: Der demografische Wandel birgt das Potenzial erdrutschartiger Verschiebungen der politischen und wirtschaftlichen Kräfteverhältnisse	27
Das Research-Team der BayernLB	28
Disclaimer.....	29
Impressum.....	29

Megatrends – ein neues Aufgabenfeld für BayernLB Research

- ▶ Megatrend-Publikationen als Zusatzangebot, um den Einfluss mittel- und langfristiger Entwicklungen zu analysieren

Der Blick in die Zukunft und die Identifizierung von Megatrends haben derzeit Konjunktur. Megatrends sind Entwicklungen, deren Dynamik unaufhaltsam und zumindest kurzfristig nur beschränkt beeinflussbar erscheinen, die aber Auswirkungen auf Unternehmen, Branchen, Länder und damit die Kapitalmärkte haben. Wir und Sie, liebe Kunden, sind davon auf verschiedenen Ebenen in erheblichem Maße betroffen. Deshalb wollen wir uns künftig verstärkt diesen Themen widmen. Wir denken, dass das Verständnis von Megatrends und ihrer Chancen und Risiken gerade im aktuellen, sehr volatilen Marktumfeld und den mit großer Unsicherheit verbundenen kurz- und mittelfristigen Wirtschaftsaussichten hilfreich bei der Analyse von Entscheidungsoptionen sein kann. Mit dieser Publikation möchten wir Ihnen dies als ein neues Analysegebiet von BayernLB Research vorstellen. Wir werden uns verstärkt Megatrends und ihren Auswirkungen auf Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklungen widmen. Die gewonnenen Erkenntnisse sollen unsere Einschätzungen und Prognosen auf der volkswirtschaftlichen und Kapitalmarktseite, die wir Ihnen selbstverständlich weiter zur Verfügung stellen, ergänzen. Wir hoffen, Ihnen mit diesem Zusatzangebot wertvolle Informationen zu liefern und würden uns auf ein ehrliches Feedback zu diesem neuen Service sehr freuen.

Das BayernLB Megatrend-Research

- ▶ Bewertung der Auswirkungen auf volkswirtschaftliche Entwicklungen und Finanzmärkte

Da wir über keine ausgewiesene Expertise in der Zukunftsforschung an sich verfügen, werden wir dieses Feld auch weiter den Zukunftsforschern überlassen. Als BayernLB Research haben wir jedoch Kompetenzen in der volkswirtschaftlichen Analyse, in der Bewertung von Länderrisiko- und Branchenentwicklungen sowie in der Finanzmarktanalyse. Unser Ziel ist es daher, zunächst die für die mittelfristige Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung relevantesten Megatrends herauszufiltern. Die Entwicklung dieser Megatrends und deren gegenseitige Beeinflussung werden wir dann, größtenteils basierend auf der Einschätzung von Experten in den jeweiligen Gebieten, analysieren. Der Hauptteil unseres Megatrend-Researchs ist jedoch darauf ausgerichtet, die Auswirkungen dieser Trends auf die Entwicklung von Ökonomien, Branchen und Finanzmärkten zu analysieren und zu prognostizieren. Neben speziellen Megatrend-Publikationen, die wir in Zukunft in unregelmäßiger Abfolge veröffentlichen wollen, gehen wir auch in unseren regulären Publikationen verstärkt auf den Einfluss von Megatrends ein.

Die wichtigsten Megatrends

- ▶ Megatrends führen zu tiefgreifenden gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und politischen Veränderungen

Das Konzept der Megatrends basiert vor allem auf dem 1982 erschienen Buch „Megatrends“ des amerikanischen Zukunftsforschers John Naisbitt. Aufbauend auf seiner Arbeit versteht die Zukunftsforschung heute unter Megatrends „langfristige globale Trends“. Die Forscher unterscheiden sich jedoch in den genauen Definitionen der zeitlichen Dimension (wie lang ist langfristig?), der gesellschaftlichen und geografischen Auswirkungen und bei der Entstehung und Entfaltung solcher Trends. Weitgehende Einigkeit besteht zumindest darüber, dass ein Megatrend eine Lebensdauer von mindestens 10 bis 20 Jahren hat, zu tiefgreifenden gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und politischen Veränderungen führt und sich zunächst langsam entfaltet, dann aber an Dynamik gewinnt und auch temporäre Rückschläge gut wegstecken kann. Je nach Forschungsinstitut unterscheiden sich Megatrends zudem sowohl in ihrer Anzahl als auch in ihren Inhalten.

Im ersten Teil der vorliegenden Studie stellen wir die Themen vor, die wir als für die Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung relevanten Megatrends definieren. Wir haben uns

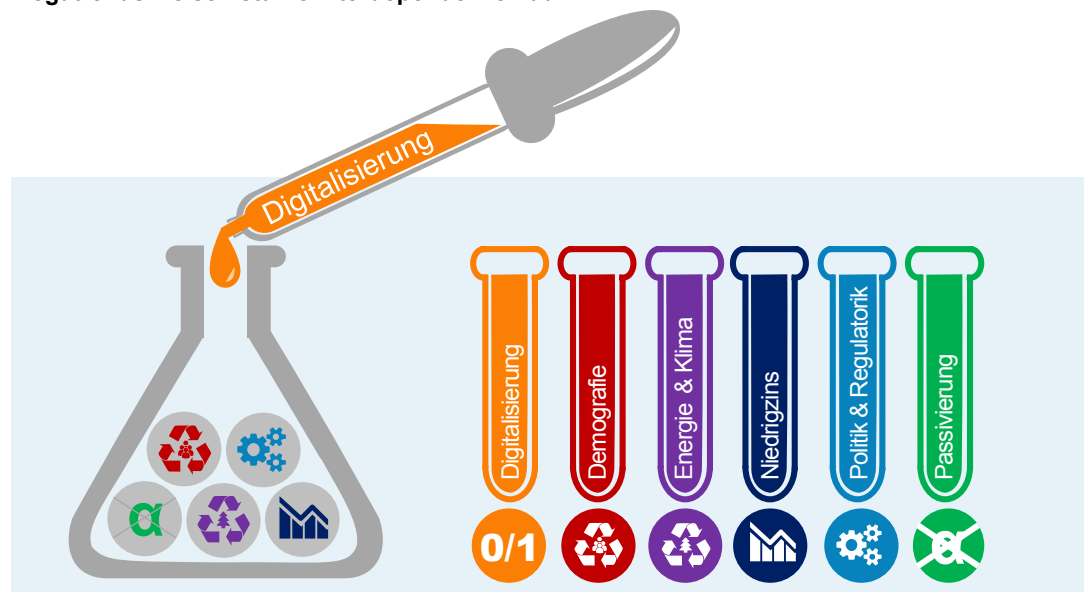
dem Thema zunächst mit Hilfe des Instituts für Trend und Zukunftsforschung (itz) genähert, das 15 Megatrends definiert. Diese haben wir auf ihre Relevanz für die mittelfristige Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung untersucht. Parallel dazu haben wir uns die Frage gestellt, ob es aus der Finanzmarktperspektive noch andere Entwicklungen gibt, die den Kriterien eines Megatrends entsprechen. Um möglichst fokussiert zu bleiben, haben wir uns schließlich auf folgende sechs Megatrends konzentriert, von denen deutsche Unternehmen und Banken betroffen sind:

	Digitalisierung
	Demografischer Wandel
	Energie und Klimawandel
	Niedrigzins und hohe Verschuldung
	Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik
	Passivierung

- Megatrends dürfen nicht separat voneinander betrachtet werden

Während die ersten drei Trends, vielleicht in leicht abgewandelter Form, auf dem Radar jedes Zukunftsforschers zu finden sind, wirken die übrigen in diesem Bereich eher exotisch. Wir sind jedoch der Meinung, dass es sich bei diesen Themen angesichts ihrer potenziellen Auswirkungen auf Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklungen ebenfalls um Megatrends handelt. Wir verstehen unsere sechs Megatrends als Oberkategorien, unter denen sich eine ganze Reihe von (auch von „echten“ Zukunftsforschern genannten) Megatrends subsumieren lassen. So ist zum Beispiel der häufig genannte Megatrend Urbanisierung ebenso wie das Thema Gesundheit im Trend „Demografischer Wandel“ anzusiedeln. Megatrends entwickeln sich nicht unabhängig voneinander, und es gibt eine Reihe von Querverbindungen und gegenseitigen Interdependenzen (siehe Grafik). So gibt es beispielsweise viele Anknüpfungspunkte zwischen den Megatrends „Niedrigzins und hohe Verschuldung“ und „Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik“.

Megatrends weisen starke Interdependenzen auf



Quelle: BayernLB Research

Auswirkungen der Megatrends auf Finanzmarkt- und Wirtschaftsfaktoren

Den Auswirkungen der Megatrends auf Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklungen widmen wir uns im zweiten Teil dieser Studie. Dabei geben wir zunächst einen Überblick, wie sich die Megatrends in der mittleren Frist auf die verschiedenen Assetklassen sowie auf die Länder- und Branchenallokation auswirken. Anschließend skizzieren wir für jeden dieser Finanzmarkt- bzw. Wirtschaftsfaktoren den Einfluss der jeweils bedeutendsten Megatrends.

- ▶ Auswirkungen auf Wirtschaft und Finanzmärkte meist in der mittleren Frist

Aufgrund der langfristigen Wirkung von Megatrends und des gleichzeitigen Auftretens verschiedener Trends sind die Auswirkungen auf kurzfristige Entwicklungen auf aggregierter Ebene empirisch nur schwer nachweisbar. Auf Unternehmensebene werden aber selbst in der kurzen Frist Ausprägungen dieser Trends spürbar, z.B. wenn durch eine digitale Innovation das Geschäftsmodell eines Unternehmens/einer Branche zerstört wird und sich gleichzeitig Start-Ups erfolgreich positionieren. Auch in der mittleren Frist (bis fünf Jahre) bleibt der Nachweis des Einflusses von Megatrends auf aggregierter Ebene schwierig. Dennoch sollten hier schon klare Anzeichen zu erkennen sein, wie sich die Megatrends auf das Wachstumspotenzial einzelner Ökonomien und Branchen auswirken oder die Entwicklung an den Finanzmärkten beeinflussen.

- ▶ Megatrends beeinflussen Investitionsentscheidungen

Je nach Megatrend kann der zeitliche Horizont der Auswirkungen sehr unterschiedlich sein. Während sich einige Veränderungen politischer und regulatorischer Rahmenbedingungen gleichsam über Nacht in der Asset-Allokation bemerkbar machen, ist in anderen Bereichen erst in den kommenden Jahrzehnten mit spürbaren Auswirkungen zu rechnen. Aber selbst dann kann dies bereits Relevanz für heutige Investitionsentscheidungen haben. Sollten sich z.B. Kreditgeber oder Ratingagenturen bei der Mittelvergabe oder der Bonitätsbewertung aufgrund zu erwartender negativer Auswirkungen eines Megatrends auf die längerfristige Entwicklung von Unternehmen oder Ländern zurückhalten, könnte sich das bereits heute in einem Anstieg der Risikoprämien oder einer anderweitigen Straffung der Finanzierungskonditionen (z.B. nur noch kurze Laufzeiten) bemerkbar machen. In diesem Fall würden die künftigen Auswirkungen eines Megatrends Investitionsentscheidungen schon heute deutlich beeinflussen.

0/1 Digitalisierung: Der „game changer“

„Alles, was digitalisiert werden kann, wird digitalisiert“. Mit diesem Satz der ehemaligen HP-Chefin Carly Fiorina ist eigentlich schon alles gesagt. Digitalisierung ist der Megatrend schlechthin, sie erobert alle Lebensbereiche und verändert unsere Wirtschaft in kaum vorstellbarem Ausmaß. Industrie 4.0, Big Data und Cloud Computing sind die Schlagworte für diese Veränderungen. Die Transformation analoger Informationen in Daten und deren systematische Nutzung birgt unverkennbare Risiken, aber auch ungeahnte Möglichkeiten für jeden Einzelnen, Unternehmen, Branchen und ganze Länder.

- Die Digitalisierung stellt herkömmliche Geschäftsmodelle in Frage

Während die Digitalisierung in unserem Privatleben kaum noch wegzudenken ist (man denke nur an die Möglichkeiten der Smartphone-Nutzung), hält sie in den Industrieländern immer stärker in Unternehmen und Verwaltung Einzug. Neue Start-Ups und vor allem die US-Technologieriesen greifen mit ihren servicebasierten Geschäftsmodellen Unternehmen, die noch der „analogen Welt“ verhaftet sind, durch disruptive Innovationen in immer mehr Branchen an. Der Rohstoff der Zukunft sind Daten. Durch ihre geschickte Nutzung mittels Big-Data-Analysen in Echtzeit sowie durch ausgefeilte Algorithmen greifen sie die Geschäftsmodelle ganzer Branchen an. Im Vordergrund der Digitalisierung steht immer der Mehrwert für den Kunden. Was dem Kunden einen zusätzlichen Nutzen verschafft, wird durch Technologie möglich gemacht. So wird zum Beispiel der Finanzsektor zunehmend durch weniger stark regulierte Fintechs angegriffen, die mit nutzerfreundlichen Apps Dienstleistungen anbieten, die einst Banken und Versicherungen vorbehalten waren. Die auf der Blockchain-Technologie beruhende Internetwährung „Bitcoin“ könnte einen Paradigmenwechsel im Finanzsystem auslösen und den Zahlungsverkehr durch ein dezentrales Buchungssystem, über das standardisierte Verträge vollautomatisiert abgewickelt werden, ersetzen. Die App-Technologie hat die Geschwindigkeit der Durchdringung von Innovationen in Wirtschaft und Gesellschaft stark erhöht und die finanzstarken US-Technologiefirmen dehnen ihren Einflussbereich durch Übernahme und Integration von Start-Ups immer weiter aus.

Kern der Digitalisierung ist die Speicherung und Nutzung riesiger Datenmengen

- Industrie 4.0 revolutioniert die Wertschöpfung

Kern der Digitalisierung ist die Übersetzung analoger Informationen in digitale und speicherbare Daten. Da durch die Allverfügbarkeit des Internets die genutzte Datenmenge exponentiell ansteigt, ist Digitalisierung ohne schnelle Breitbandnetze, Cloud Computing und Big-Data-Analysen kaum denkbar. Cloud Computing (die internetbasierte Nutzung und Speicherung von Daten und Software) und die Echtzeit-Analyse riesiger Datenmengen werden weltweit als riesiger Wachstumsmarkt angesehen. Technologie- und Telekommunikationsgesellschaften richten ihre Geschäftsmodelle verstärkt auf diese Trends aus. Wachstumstreiber für Cloud Computing und Big Data ist vor allem auch die Digitalisierung der Wertschöpfungs- und Produktionsketten (Industrie 4.0) und die dafür notwendige Kommunikation von Maschinen untereinander („M2M“). Eine wesentliche Rolle spielen dabei „Cyber Physical Systems“ (CPS). Bei CPS handelt es sich um in Alltagsgegenstände eingebettete Mikrochips, die über das Internet miteinander kommunizieren. So soll die Anzahl der verknüpften „devices“ von 9 Milliarden (2012) bis 2020 auf mehr als 25 Mrd. Einheiten steigen.

- Digitalisierung ermöglicht neue „servicebasierte“ Geschäftsmodelle

Die Digitalisierung der gesamten Produktions-, Liefer- und Vertriebskette eröffnet der Industrie die Möglichkeit, durch Big Data-Analysen das Optimierungspotenzial entlang der gesamten Wertschöpfungskette aufzuzeigen. Vor- und nachgelagerte Wertschöpfungsnehmer müssen dazu mit dem Unternehmen digital verbunden werden. Sofern sich alle Partner der Wertschöpfungskette gegenseitig Zugriffsmöglichkeiten auf die Daten der anderen gewähren, erlaubt die Digitalisierung der Produktion („Industrie 4.0“) den Aufbau

neuer „serviceorientierter Geschäftsmodelle“. So können Firmen ihren Kunden etwa eine vorausschauende Fernwartung für vom Verschleiß bedrohte Teile ihrer Maschinen anbieten, um wartungsbedingte Stillstandszeiten zu minimieren. Der Hersteller stärkt die Kundenbindung, der Teilelieferant kann sein Warenlager reduzieren und seine Kapitalbindung optimieren. Für Endkunden bietet sich die Möglichkeit, Maschinen bedarfsgerecht zu nutzen und bezahlen, was ihren Investitionsbedarf reduziert. Der Finanzierungsbedarf verlagert sich stärker zum Hersteller.

► Handlungsbedarf beim Datenschutz

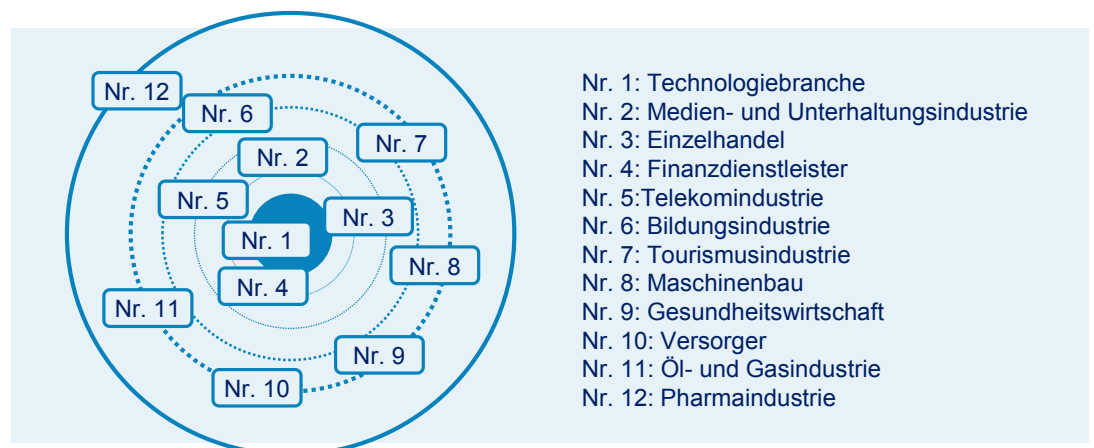
Fundamental für den Erfolg der Digitalisierung in Wirtschaft und Verwaltung ist die Sicherheit vor Cyberattacken und Spionage. Beides hat in den letzten Jahren exponentiell zugenommen. Unternehmensseitig ist der Datensicherheit damit höchste Priorität einzuräumen. Gerade in mittelständischen Unternehmen besteht hier noch großer Handlungsbedarf. Die digitale Transformation der Geschäftsprozesse und –modelle bedarf eines klaren Rechtsrahmens, der regelt, wer wann welche Daten wie nutzen darf. Nur Aus- und Fortbildung verhindern, dass der in zahlreichen Studien vorhergesagte Zerfall der Arbeitswelt in Gewinner (IT-Entwickler und Anwender) und Verlierer (Arbeitnehmer, deren einfache Tätigkeiten durch Digitalisierung automatisiert werden) eintritt.

Disruptive Innovationen greifen Geschäftsmodelle an

War der Schritt von der Langspielplatte zur CD für den Handel mit Musikdatenträgern noch evolutionär, so ist der Wechsel von der CD zum internetbasierten Musikstreaming disruptiv, da er das Geschäftsmodell der physischen Tonträgervermarktung angreift. Mehr denn je müssen Unternehmen prüfen, ob ihr Geschäftsmodell auch künftig trägt. Dies hat auch Implikationen für die Risikobewertung von Finanzierung durch Banken. Eine Untersuchung in 13 Ländern mit 940 Befragten aus 12 Branchen durch das Global Center for Digital Business Transformation kam zum Ergebnis, dass die Technologie-, Medien- und Retailbranchen am stärksten von disruptiven Entwicklungen bis 2020 betroffen sein werden, wobei die Angreifer zumeist aus der Branche selbst stammen. So ist zu erwarten, dass im Schnitt vier der zehn führenden Unternehmen einer Branche ihre starke Markstellung einbüßen.

Im Sog der Digitalisierung: Gefahr disruptiver Entwicklungen bis 2020 nach Branchen von Nr. 1 am meisten gefährdet bis Nr. 12 am wenigsten gefährdet

► Technologie-, Medien- und Retailbranche am meisten bedroht



Quelle: BayernLB Research

Mit der Digitalisierung sind immense Chancen für Unternehmen, Branchen und ganze Länder verbunden. Sie verändert das tägliche Leben und revolutioniert die Wirtschaft, indem sie die gesamte Wertschöpfungskette der Wirtschaft auf den Prüfstand stellt. Und alles, was wir bisher wissen, ist vermutlich erst der Anfang des Megatrends Digitalisierung.



Demografischer Wandel: Zwischen Flüchtlingskrise und Überalterung

Die demografische Entwicklung in den nächsten Dekaden lässt sich heute kaum noch beeinflussen. Die Folgen bisheriger Weichenstellungen sind erst langfristig zu spüren. Deshalb ist es umso wichtiger, die Konsequenzen des demografischen Wandels durch vorausschauendes Handeln zu gestalten. Neben dem weltweiten Bevölkerungswachstum stellen Themen wie „alternde Gesellschaften“, Urbanisierung und Flüchtlingsströme sowohl Wirtschaft als auch Politik in vielen Ländern vor große Herausforderungen.

Politische Krisen als Migrationstreiber im Fokus

- ▶ Weltweit sind knapp 60 Millionen Menschen auf der Flucht

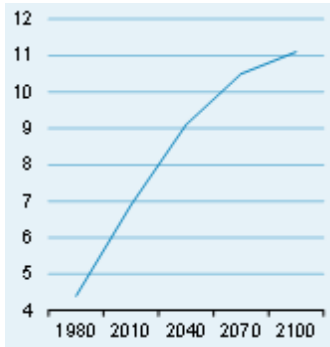
Wanderungsbewegungen gab es zu allen Zeiten. Zu einem Massenphänomen wurde Migration erst während der industriellen Revolution. Eine Voraussetzung war die Entstehung industrieller Arbeitsplätze und die Verbesserung der Transportwege. Neben ökonomischen Asymmetrien (Wohlstand, Bildung) gelten Umwelteinflüsse (Desertifikation, Anstieg des Meeresspiegels, etc.) sowie politische (Kriege), ethnische und religiöse Konflikte bzw. politische Unfreiheit als wichtige Migrationstreiber. Weltweit waren 2014 (neuere Zahlen liegen nicht vor) knapp 60 Millionen Menschen auf der Flucht vor Kriegen, Konflikten und Verfolgung. Dies ist die höchste Zahl, die jemals von UNHCR, dem Flüchtlingshilfswerk der Vereinten Nationen, registriert wurde. Demnach gab es rund 20 Millionen Flüchtlinge, 38 Millionen Binnenvertriebene und knapp 2 Millionen Asylsuchende. Und ein Abreißen der weltweiten Migration ist nicht in Sicht. In den vergangenen sechs Jahren sind weltweit mindestens 14 neue Konflikte ausgebrochen oder wieder aufgeflammt – acht davon in Afrika und drei im Nahen und Mittleren Osten. Unabhängig von akuten Krisensituationen werden die Folgen des Klimawandels mittel- bis langfristig dafür sorgen, dass immer mehr Menschen ihre Heimat verlassen. Derzeit leben drei Prozent der Weltbevölkerung als internationale Migranten (Flüchtlinge, Asylbewerber, Arbeitsmigranten) in anderen Ländern. Davon halten sich etwa 45 Prozent entweder in der EU oder in Nordamerika auf. Zwar gibt es auch Ost-West-Bewegungen oder Wanderungen innerhalb der Kontinente. Es ist aber zu beobachten, dass die Netto-Migrationsströme tendenziell von den ärmeren Kontinenten zu den wohlhabenderen, hochentwickelten und politisch stabilen Ländern führen. Im Fokus ist derzeit vor allem Europa als Zielregion vieler Flüchtlinge aus den Krisengebieten in Nahost und aus Nordafrika. Selbst während der Balkan-Kriege im ehemaligen Jugoslawien Anfang der 1990er Jahre verzeichnete die EU keinen so großen Zustrom wie 2015. Bevorzugtes Zielland ist Deutschland. Hier wurden im vergangenen Jahr etwa 1,1 Millionen registrierte Einreisen gezählt.

- ▶ Urbanisierung: Immer mehr Menschen leben in Städten

Neben der Migration zwischen Ländern und Kontinenten nimmt die Binnenmigration immer größere Ausmaße an. Symptom dafür ist die zunehmende Urbanisierung: Lebten 2013 etwa 53 Prozent der Weltbevölkerung in Städten, werden es 2030 knapp 59 Prozent sein. Dann werden laut UN-Prognosen mehr als zwei Drittel der 15 größten Agglomerationen in Asien – an der Spitze Tokio mit knapp 39 Millionen Einwohnern – zu finden sein. Schon heute gibt es weltweit 30 Mega-Cities mit mehr als 10 Millionen Einwohnern. 2030 sollen es 41 sein. Um dem Zustrom von immer mehr Menschen und deren Anspruch an Lebensqualität gerecht zu werden, stehen diese vor immensen Herausforderungen. Neben Verkehr und Mobilität müssen zum Beispiel das Abfallmanagement und die Energieversorgung sichergestellt werden. Und es wird künftig immer mehr Städte geben, die mehr Einwohner haben als viele Länder, ohne dass ihre Interessen in internationalen Organisationen vertreten sind.

Industriestaaten stehen vor der Vergreisung

Weltbevölkerung: Wachstumsdynamik nimmt ab
In Milliarden



Quelle: UN

Die Ressourcenverteilung wird künftig auch auf internationaler Ebene eine immer wichtigere Rolle spielen. Derzeit leben 7,3 Milliarden Menschen auf der Erde. 2055 wird laut UN-Berechnungen die 10-Milliarden-Marke erreicht sein. Die Bevölkerungszahl wird also weiter ansteigen, wenn auch mit geringerer Dynamik. Die maßgeblichen Einflussfaktoren sind dabei die Geburtenrate und die Lebenserwartung. In den Industrieländern wird die Geburtenrate weiter sinken und die Gesamtbevölkerungszahl abnehmen, während die Bevölkerung in den am wenigsten entwickelten Ländern rasant wächst, da vor allem die Lebenserwartung steigt. Nicht nur bei diesen beiden Faktoren, die durch Rahmenbedingungen (Wohlstandsniveau, Absicherung durch Renten- und Sozialsysteme, Gesundheitssystem, Umweltbedingungen etc.) beeinflusst werden können, treffen die Regionen der Welt auseinander, sondern auch beim Medianalter: Während dieses im Jahr 2030 im Niger voraussichtlich bei 15 Jahren liegen wird, prognostizieren die UN für Deutschland rund 49 Jahre.

„Junge“ Länder sollten ihre Chance nutzen und die große Zahl junger Arbeitskräfte in wirtschaftlichen Nutzen wandeln, bevor sie altert. In vielen armen Nationen erschweren zu hohe Geburtenraten Entwicklungserfolge. Schaffen diese Länder es, ihre Geburtenzahlen schnell zu senken und einen demografischen Übergang einzuleiten, haben sie die Chance auf einen wirtschaftlichen Entwicklungsschub. Der Bonus zeichnet sich durch eine Bevölkerung aus, in der die Zahl der Erwerbsfähigen schneller wächst als die Zahl der zu versorgenden Kinder und Älteren. Die Rede ist dann von der demografischen Dividende. Dazu müssen Rahmenbedingungen wie leistungsfähige und flächendeckende Bildungs- und Gesundheitssysteme sowie eine stabile Rechtsordnung geschaffen werden. Allerdings ist das Zeitfenster dafür begrenzt. Die asiatischen Tigerstaaten (Südkorea, Singapur, Taiwan und Hongkong) haben ihres in den 1970er Jahren genutzt.

- Viele Industriestaaten sollten gezielte Immigration fördern

Alternde Gesellschaften wie zum Beispiel Deutschland oder Japan sehen sich ganz anderen Herausforderungen gegenüber: Der Sozialstaat stößt zunehmend an seine Grenzen, eine zunehmende Anzahl an qualifiziertem Personal im Pflegewesen ist notwendig, aber auch die Produktpaletten der Unternehmen und die Arbeitsplätze müssen an die älter werdende Bevölkerung angepasst werden. All dies ist mit erheblichen Kosten verbunden und hat Auswirkungen auf Wachstum, Staatsfinanzen und Unternehmen. Selbst wenn Maßnahmen ergriffen werden, um die Fertilitätsraten zu fördern, ist in den meisten Industriestaaten der Wandel hin zu einer alternden Gesellschaft unaufhaltsam.

Wirtschaft und Politik stehen vor großen Herausforderungen

Demografie beeinflusst nicht nur die langfristige soziale und wirtschaftliche Entwicklung einer Stadt, eines Landes oder eines gesamten Kontinents (BIP, Verschuldung, Arbeitslosenquote) sondern kann auch zu politischen Machtverschiebungen innerhalb von Gesellschaften (national und international) führen. Am Beispiel einer alternden Gesellschaft werden auch auf Branchenebene die Folgen spürbar: Der Gesundheitssektor gewinnt an Bedeutung, während zum Beispiel die Spielwarenindustrie immer mehr an Gewicht verliert. Auf Umlageverfahren beruhende Sozialversicherungssysteme stoßen an ihre Grenzen, die private (Alters-) Vorsorge wird wichtiger. Zudem stellen Alterung und Schrumpfung der Bevölkerung die Träger kommunaler Infrastrukturen vor große Herausforderungen (Pensionsverpflichtungen, barrierefreie Zugänge, etc.). Soll das Wohlstandsniveau gehalten werden, ist in alternden Gesellschaften Zuwanderung – insbesondere gezielte Einwanderung Qualifizierter – unerlässlich. Damit könnten die Folgen des demografischen Wandels zumindest abgemildert werden.



Energie und Klimawandel: Vor großen Veränderungen

Die Erderwärmung durch Treibhausgase schafft global einen zunehmenden Veränderungsdruck. Der Klimagipfel in Paris im Dezember 2015 wurde vielfach als erfolgreicher Durchbruch betrachtet und setzt ein deutliches internationales Signal zur Bekämpfung der Erderwärmung. Ein neuer Weltklimavertrag wurde verabschiedet. Vorgesehen ist, die Erderwärmung auf weniger als zwei Grad Celsius zu beschränken, möglicherweise sogar auf 1,5 Grad. Die globalen Netto-Treibhausgasemissionen sollen in der zweiten Hälfte dieses Jahrhunderts auf Null reduziert werden. Auf der nächsten Energiekonferenz in Marrakesch im November 2016 sollen Finanzhilfen für die Entwicklungsländer bereitgestellt werden, um die vereinbarten Klimaziele zu erreichen. Die Themen Energiesicherheit, Erderwärmung und Treibhausgasreduktion stehen damit in den kommenden Jahren ganz oben auf der internationalen politischen Agenda.

- Einsatz erneuerbarer Energien und Ressourceneffizienz als nationale Treiber

Die Notwendigkeit globaler Zusammenarbeit beim Umweltschutz ist nicht der einzige Treiber für Veränderungen. Der möglichst schonende Umgang mit Energie schafft betriebswirtschaftliche Vorteile. Energieeffizienz, aber auch „Nachhaltiges Wirtschaften“ werden vor allem in hochentwickelten Staaten thematisiert, nicht zuletzt in Deutschland. So verschafft die verstärkte Nutzung erneuerbarer Energien eine geringere Importabhängigkeit. Gleichzeitig stellen die eingeleiteten Veränderungsprozesse für traditionelle Energieversorger, kommunale Stadtwerke und Großkraftanlagenhersteller eine große Herausforderung dar.

Der Reaktorunfall in Fukushima führte – anders als in Deutschland – in vielen Staaten nicht zu einem grundlegenden Richtungswechsel in der Energiepolitik. Die frühzeitige Abschaltung von Atomanlagen in Deutschland hat dagegen zur Folge, dass eine Versorgungslücke entstehen könnte, die einerseits durch wenig umweltschonende Kohlekraftwerke und andererseits durch erneuerbare Energien (Wind, Solar und Biomasse) ausgeglichen werden muss, deren Ausbau gefördert wird. Die Energiegewinnung durch Wind- und Solaranlagen schwankt in Abhängigkeit vom Wetter. Daher werden zusätzliche Energiespeicher notwendig. Außerhalb Deutschlands setzt man weithin auf die Kernkraft, deren Einsatz – so argumentieren ihre Befürworter – einen wesentlichen Beitrag zur Verringerung der Erderwärmung durch Treibhausgase liefert.

Umschichtungen auf der Angebotsseite bei fossilen Energieträgern

- Fossile Energieträger verlieren in hochentwickelten Staaten an Bedeutung

Das durch fossile Träger bestimmte Energieangebot wurde in den letzten Jahrzehnten als begrenzender Faktor wahrgenommen. Höhepunkte bildeten die Versorgungskrisen 1973 und 1979/80. Die Angebotsseite ist relativ starr, denn die Erschließung neuer Lager ist zeitaufwendig und teuer. Die Ölstaaten sind in der Mehrzahl politisch instabil und werden von Regierungen geführt, die nicht demokratisch legitimiert sind, sie bestimmen derzeit noch rund drei Viertel des Angebots an fossilen Energieträgern. Auch vor diesem Hintergrund ergreifen die entwickelten Staaten Maßnahmen zur Verbesserung der Eigenversorgung, um möglicherweise eines Tages sogar Energie exportieren zu können. Vor allem die USA sind hier stark engagiert. Derzeit ist allerdings unklar, ob und inwieweit der Ausbau der unkonventioneller Förderung (Fracking) bei einem anhaltend niedrigen Ölpreis gelingen kann. Deutlicher erkennbar ist, dass das OPEC-Kartell weiter an Bedeutung verliert. Die politische Instabilität im Nahen und Mittleren Osten fördert die Bereitschaft z.B. Saudi-Arabiens, weiter auf hohem Niveau zu produzieren.

Steigerung der Energieeffizienz

- ▶ Verbrauchsreduktion und zunehmender Innovationsdruck

In den entwickelten Staaten erfolgte eine Anpassung der Rahmenbedingungen und Regulierungen, um Energie effizienter einzusetzen und Umweltbelastungen zu reduzieren, in Deutschland beispielsweise durch das Erneuerbare-Energien-Gesetz. Gleichzeitig ist ein erhöhter Innovationsdruck feststellbar, der einerseits durch Internetdienstleister, die sich für die kommerzielle Verwertung der Energiedaten interessieren, und andererseits durch den staatlich unterstützten Digitalisierungstrend in der Energiebranche erkennbar. Auch Effizienzverbesserungen und Flexibilisierungsmaßnahmen stehen im Fokus.
- ▶ Einfluss der ‚rogue states‘ sinkt

Geopolitische Risiken sinken einerseits durch den abnehmenden Anteil von ‚rogue states‘ für die weltweite Energieversorgung. Andererseits verliert die energieintensive Schwerindustrie in den entwickelten Staaten an Bedeutung. Dezentrale Lösungen (Verbraucher werden zu Produzenten) und nachhaltige erneuerbare Energieformen sowie Maßnahmen, um den steigenden Energieverbrauch in den Griff zu bekommen, rücken in den Fokus. Diesen aus Sicht der entwickelten Staaten erfreulichen Trends stehen wirtschaftliche Probleme der Förderstaaten durch die niedrigen Preise für die traditionellen Energieträger (Öl) gegenüber. Die Erfahrung hat gezeigt, dass solche Rohstoffkrisen deutliche Spuren an den Finanzmärkten hinterlassen können. Mittel- bis langfristig ist durch eine weiter abnehmende Ölabhängigkeit der hochentwickelten Staaten und die bereits beschriebenen Förderungseigenanstrengungen z.B. in den USA mit einer preisdämpfenden Wirkung für Energieträger zu rechnen.
- ▶ Erneuerbare Energien gewinnen nicht nur im Inland,...

Noch vor einigen Jahren waren die Zukunftschancen erneuerbarer Energien in Deutschland umstritten. Dank hoher Subventionen und Investitionen in die Infrastruktur ist ihr Anteil an der Stromerzeugung jedoch bereits auf 30% gestiegen. Um die Energiewende jedoch dauerhaft zu sichern, sind weitere enorme Investitionen notwendig. Zeitgleich muss die Anpassung der Subventionspolitik weiter gehen. Diese hat zwar deutschen Unternehmen eine technische Vorreiterrolle bei alternativen Energien ermöglicht, die sich zunehmend auch auf der Exportseite auswirkt. Die Ausgestaltung der Subventionen ist aber wenig innovationsfördernd und ihre Finanzierung hat eine Reihe von negativen Nebeneffekten.
- ▶ ...sondern auch weltweit an Bedeutung

Auch im Ausland wächst der Beitrag erneuerbarer Energieträger, nicht zuletzt flankiert von schärferen Klimaschutzzielen. Diese werden begleitet von nationalen Entwicklungen. So ist die Belastung durch Smog in den Metropolen Chinas ein zunehmendes Problem, das gelöst werden muss, auch durch den Bau von Filteranlagen und den verstärkten Einsatz von Elektrofahrzeugen. Positiver Nebenaspekt der weltweiten Agenda zu Gunsten der regenerativen Energieanbieter: Energie wird voraussichtlich leichter verfügbar und bei Nutzung von Effizienzreserven auch günstiger zu beschaffen sein. Das veränderte Konsumverhalten der Verbraucher, ein sinkender Ressourcenverbrauch und die kommerzielle Nutzung der Energiedaten der Verbraucher stehen weiter im Fokus. Mit der fortschreitenden Digitalisierung zeichnet sich ein disruptiver Wandel in vielen energiesensitiven Bereichen ab. Zu nennen sind hier Elektromobilität, ‚Smart City‘ und ‚Smart Home‘. Energiedaten der Verbraucher werden zum Schlüssel für neue Geschäftsmodelle von Internetdienstleistern.

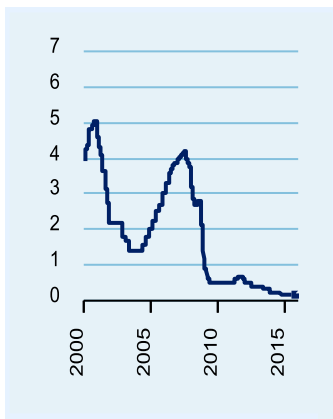


Niedrigzins und hohe Verschuldung: Ein dauerhaftes und globales Phänomen

Niedrige Zinsen und eine hohe Verschuldung sind spätestens seit Ausbruch der Finanzkrise 2008 von einer temporären, regionalen oder sektoralen Erscheinung zu einem dauerhaften und globalen Phänomen geworden. Als zentrale Determinanten der Solvenz von Banken, Unternehmen und Haushalten, wie auch der Rendite von Portfolios sind sie für uns ein Megathema für die kommenden Jahre. Dies gilt auch deshalb, da die Auswirkungen teils erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung zu spüren sind. Zudem hat die von ihnen ausgehende Verteilungswirkung erhebliche politische Sprengkraft.

Niedrigzins: Krisenpolitik und strukturelle Verschiebungen als Ursachen

Niedrigzinspolitik von Dauer
Durchschnittlicher Leitzins (US, ER,
UK, JAP) in %



Quelle: BayernLB Research

Reale Zinsen seit 1990 global
rückläufig
10-jährige Realzinsen, G7, Mittelwert in
%



Quelle: BayernLB Research

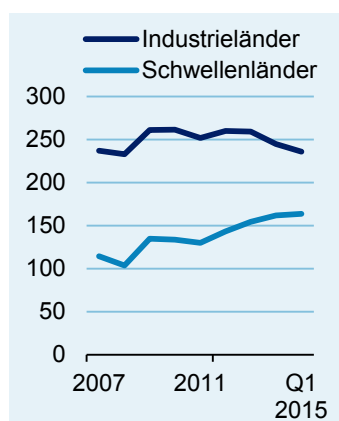
Für das außergewöhnlich niedrige Zinsniveau sind mehrere Faktoren verantwortlich. Im Fokus stehen dabei die Notenbanken, die ihre Leitzinsen seit Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzmarktkrise 2008/09 auf äußerst niedrigen Niveaus halten und zur Überwindung der Nachfrageschwäche die längerfristigen Zinsen durch quantitative Maßnahmen zusätzlich dämpfen. Angesichts der nach wie vor sehr niedrigen Inflationserwartungen ist ein rascher Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik nicht zu erwarten. Dies gilt umso mehr, als die Notenbanken im Bereich der Nullzins- und Nullinflationsschwellen asymmetrische Risiken ihrer geldpolitischen Entscheidungen sehen. Auch die hohe öffentliche und private Verschuldung spricht gegen ein rasches Ende dieser Politik, da die konjunkturellen Folgen steigender Zinsen – durch den resultierenden Nachfrageausfall – deutlich höher als in der Vergangenheit sind. Für einzelne Notenbanken erschwert der global sehr expansive Kurs den Exit, da zwar das Zinsniveau niedrig gehalten wird, es über den Wechselkurskanal aber dennoch zu einer unerwünscht starken Straffung der monetären Konditionen kommen kann. Schließlich kommt das niedrige Notenbankzinsniveau der Politik zumindest in einigen Ländern sehr gelegen, kann sie doch den unpopulären Weg einer offenen Besteuerung zur Reduzierung der öffentlichen Verschuldung damit zunächst vermeiden.

Allerdings sind die Notenbanken nur zum Teil für das niedrige Zinsniveau verantwortlich. Denn dahinter steht auch ein, durch strukturelle Verschiebungen ausgelöster Rückgang der natürlichen Zinsen, also des Teils des Zinsniveaus, der nicht durch die Geldpolitik beeinflusst werden kann. Diese Entwicklung hat bereits Mitte der 1990er Jahre begonnen und zunehmend an Dynamik gewonnen. Ein Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik dürfte diesen Trend nicht ohne Weiteres umkehren. Denn verantwortlich für den Rückgang der natürlichen Zinsen sind vor allem ein Anstieg der Sparneigung (vor allem in den Schwellenländern) und ein Rückgang der Investitionsneigung (vor allem in den Industrieländern). Der Anstieg der globalen Sparneigung wird durch demografische Entwicklungen (v.a. die zunehmende Alterung der Gesellschaften), einen Anstieg der Einkommens- und Vermögensungleichheit, die stärkere Integration Chinas in die Finanzmärkte und den anhaltenden Entschuldungsprozess als Nachwirkung der Finanzkrise getrieben. Der Rückgang der Investitionsneigung wird neben der demografischen Entwicklung vor allem durch den Rückgang der Rate des technischen Fortschritts getrieben. Auch strukturelle Veränderungen der globalen Wachstumstreiber (vom sekundären in den tertiären Sektor) und ein Rückgang des relativen Preises von Kapitalgütern sowie ein geringerer Bedarf nach diesen verringert die Investitionsneigung. Schließlich trägt eine steigende Knappheit risikoloser Assets zum Rückgang des natürlichen Zinsniveaus bei. Der anhaltende Entschuldungsprozess im öffentlichen und privaten Sektor in bonitätsstarken Ländern und Bonitätsverschlechterungen zahlreicher Emittenten in krisengeplagten Ländern begrenzen das Angebot. Die Nachfrage wird durch eine verschärfte Regulierung, eine geringere Risikofreude

von Anlegern und die Wertpapierkaufprogramme der Notenbanken getrieben. All diese Entwicklungen sind kein rein temporäres Phänomen, was die Aussicht auf nachhaltig steigende bzw. höhere längerfristige Zinsen trübt.

Globale Verschuldung: Kein Abbau in Sicht

Verschuldung weiter zu hoch
Schulden von Staat, Haushalten und
Unternehmen in % des BIP



Quelle: BayernLB Research

Die globale Verschuldung ist nach dem starken Anstieg in den Jahren vor und nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 kaum gesunken. Zwar haben einige Industrieländer teils erhebliche Konsolidierungsanstrengungen unternommen. Ein deutlicher Anstieg der Schuldenquoten in den Schwellenländern (vor allem der Unternehmen) hat dies jedoch kompensiert. Die hohe Verschuldung impliziert eine enorme Abhängigkeit von Konjunktur und Schuldentragfähigkeit vom Zinsniveau. Bereits ein moderater Anstieg der globalen Zinsen hat in beiden Bereichen erhebliche negative Folgen. Der Abbau der Verschuldungsquoten ist deshalb Voraussetzung für ein wieder nachhaltig höheres Zinsniveau. Der Weg dorthin ist aber schmerzhaft, da nur Optionen mit erheblichen negativen Nebeneffekten zur Wahl stehen: (1) schrittweiser Schuldenabbau durch Rückzahlung, (2) Abschreibung durch Insolvenz, (3) höhere Inflation, (4) höheres reales Wachstum, (5) Vergemeinschaftung. Während die ersten beiden Optionen den Zähler der Schuldenquoten verringern, sorgen Option 3 und 4 durch einen Anstieg des Nenners für Entlastung. Die letzte Option ist für einzelne Akteure/Länder insbesondere im Euro-Raum möglich, global aber kein gangbarer Weg. Je nach Wahl sind erhebliche Folgen für einzelne Marktsegmente/Sektoren oder aber die gesamte Wirtschaft zu erwarten.

Welche Bereiche sind betroffen?

► Geschäftsmodelle und Anlagestrategien grundlegend in Frage gestellt

Die Entwicklung der Zinsen wie auch die Wege aus der Verschuldung haben unmittelbare Umverteilungswirkungen zwischen Gläubigern und Schuldnern. Finanzintermediäre wie Banken und Versicherungen sind besonders stark davon betroffen. Vor allem die anhaltende Niedrigzinsphase stellt in einigen Bereichen zunehmend die Frage nach dem Geschäftsmodell. Denn der Abwärtsdruck auf die Margen kann nur bedingt durch Kostenreduktionen kompensiert werden. Aber auch für die Struktur künftiger Portfolios und die Asset Allokation stellen sich fundamentale Fragen, insbesondere für stark auf Schuldtitel fokussierte Investoren. Denn es wird künftig kaum mehr möglich sein, mit bonitätsstarken Rentenpapieren eine nachhaltig positive Rendite zu erwirtschaften. Bei der Bewertung risikoreicherer Assets wird die Beurteilung der Tragfähigkeit von Schulden im öffentlichen wie im privaten Sektor noch stärkere Bedeutung erlangen.

► Wucht der Niedrigzinsphase wird erst mit Verzögerung spürbar

Auf makroökonomischer Seite richtet sich der Fokus auf das Wann und Wie eines Exits aus der Niedrigzinspolitik sowie auf das künftige normale Zinsniveau. Auf Verteilungsseite stellt sich die Frage nach der optimalen Ersparnisbildung sowie den Umverteilungseffekten zwischen den Generationen, zwischen Defizit- und Überschussländern oder zwischen der öffentlichen und der privaten Hand. Mit Blick auf mögliche Wege aus der Verschuldung ist ein umfangreicher Schuldenschnitt vor allem im öffentlichen Sektor nicht nur für die Euro-Länder eine ernstzunehmende Option. In der Währungsunion stellt sich dabei die Frage, ob und wie das Finanzsystem für einen solchen Schritt wetterfest gemacht werden kann. Die Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen wie auch ein Insolvenzmechanismus für Staaten sind aus unserer Sicht dafür notwendige Voraussetzungen. Marktseitig stellt sich die Frage, wann diese Entwicklungen in den Fokus rücken. Auch wenn einige Aspekte noch weit entfernt scheinen, sollte man sich doch darauf vorbereiten. Denn die Wucht der Wirkung der Niedrigzinsphase auf das wirtschaftliche Leben wird wohl erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung sichtbar. Vor allem bei Banken und Versicherungen sind grundlegende Veränderungen zu erwarten.



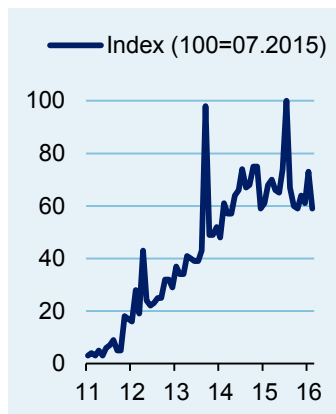
Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik: Kein neuer Trend

Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik sind, wie Fontane sagen würde, „ein weites Feld“. Es sind schwammige Begriffe, wobei sie, im Gegensatz zu den meisten anderen hier vorgestellten Megatrends, keine neue Entwicklung beschreiben. So definieren wir Politische Rahmenbedingungen als die von der Politik vorgegebenen Eckpunkte für gesellschaftliches Handeln. Regulatorik ist dabei als ein Teil der Rahmenbedingungen zu verstehen und definiert spezifische rechtliche Vorgaben und gesetzgeberische Maßnahmen. Nimmt man diese Begriffsdefinitionen als Grundlage, gibt es politische Rahmenbedingungen und Regulatorik schon seit Anbeginn der Zivilisation, da sie immer dann gebraucht werden, wenn das Zusammenleben von Menschen geregelt werden soll.

Warum beschäftigen wir uns damit?

Wenn diese Themen schon so alt sind, warum sind sie dann für uns ein relevanter Megatrend? Politische Rahmenbedingungen haben in einer zunehmend globalisierten und komplexen Wirtschaftswelt stark an Bedeutung gewonnen, auch weil sich das Tempo ihrer Veränderung stetig erhöht. Darunter lassen sich von internationalen Handelsabkommen über geld- und fiskalpolitische Weichenstellungen, wie z.B. das OMT-Programm der EZB, bis hin zur Frage des politischen Zusammenhalts der EU diverse Themen subsumieren. Auch das Thema Regulierung hat vor diesem Hintergrund in den letzten zehn Jahren wesentlich an Bedeutung und Komplexität gewonnen. Während in der Zeit vor der Finanzkrise einzelne Bereiche des Finanzsektors spezielle Regulierungsvorgaben auferlegt bekamen, ist es jetzt eine ganze Branche, die umfassend reguliert wird, mit entsprechenden Konsequenzen für die Geschäftsmodelle von Banken und anderen Finanzmarktintermediären. Politische Rahmenbedingungen und Regulierung stehen dabei auch mit anderen Megatrends in Verbindung. So erschließt der Megatrend Digitalisierung neue Geschäftsmodelle und -möglichkeiten (z.B. Crowdfunding, siehe Grafik), die in direkter Konkurrenz zum traditionellen Bankgeschäft stehen, jedoch wesentlich geringer oder nur sehr lückenhaft reguliert sind, da die Regulierung den neuen Technologieentwicklungen hinterherhinkt.

Crowdfunding als neuer IT-basierter Wettbewerber
Google-Suchanfrage „Crowdfunding“



Quelle: Google Trends, BayernLB Research

- Politische und wirtschaftliche Systeme, Abkommen und die Bereitstellung von öffentlichen Gütern

Es wird konkreter: Politische Rahmenbedingungen im Fokus

Aus Perspektive der Wirtschaftswelt sind politische Rahmenbedingungen Einflussfaktoren, die auf Märkte und Unternehmen gleichermaßen von außen einwirken, von einzelnen Wirtschaftssubjekten aber nicht direkt beeinflusst werden können. Hierzu zählen das politische System, das wirtschaftliche System und zusätzlich Verträge und internationale Abkommen sowie die Bereitstellung von öffentlichen Gütern. Beim politischen System geht es um mehr als die Frage, ob ein Unternehmen etwa in einem demokratischen oder autoritären System agiert. Hierzu zählt ebenfalls die Rechtsordnung eines Landes, die wiederum Bedeutung für das Thema Korruption hat. Auch die Entwicklung von politischen Institutionen, z.B. in ihrem Kräfteverhältnis, verändert das Umfeld für Unternehmen und Haushalte. An Bedeutung hat hierbei der Nationalisierungstrend gewonnen, bei dem die Bevölkerung eigene staatliche Interessen gegenüber übergreifenden Interessen deutlich stärker gewichtet. Dies ist sowohl am Brexit-Referendum zu sehen wie auch an den Wahlerfolgen nationalistischer Parteien in vielen europäischen Ländern. Das wirtschaftliche System ist eng mit dem politischen System verzahnt, da sich daraus auch die Frage nach einem markt- oder planwirtschaftlichen System ableitet. Im Bereich Verträge und Abkommen kommt einem direkt die aktuell verhandelten, internationalen Handelsabkommen TTIP (USA-EU) oder TPP (USA-Pazifikstaaten) in den Sinn. Es kommt aber ebenso die Frage auf, wie stark Verträge ein-

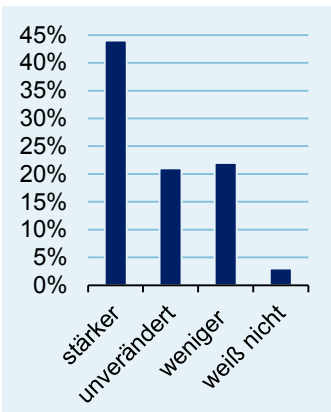
gehalten werden und ob Vertragsstrafen tatsächlich auch verhängt werden. Die Bereitstellung von öffentlichen Gütern ist ebenfalls ein wichtiger Punkt der politischen Rahmenbedingungen, speziell aus wirtschaftlicher Sicht. So können eine gute Infrastruktur oder gute Bildungssysteme ausschlaggebend für Investitionsentscheidungen sein.

Regulierung und die Anwendung in der Praxis

- Die Bankenregulierung bestimmt den Wettbewerb

Im Fokus der Finanzwelt stehen insbesondere die Veränderungen im Bereich Regulierung. Denn diese haben durchaus das Potenzial, ganze Geschäftsfelder grundlegend zu verändern. Regulierungen sind gesetzgeberische Maßnahmen zur Verhaltensbeeinflussung von Wirtschaftssubjekten mit dem Ziel der Korrektur oder Vermeidung von unerwünschten Marktergebnissen. Während man in der klassischen Form zwischen Marktregulierung, Preisregulierung und Verhaltensregulierung unterscheidet, differenzieren wir zwischen der Regulatorik für Banken- und Finanzmarktakteure und der Nicht-Bankenregulatorik. Ersteres beinhaltet neue Regulierungsanforderungen wie z.B. Basel IV oder MiFID II. Im Fokus steht, ob und wie sich die Geschäftsmodelle durch neue Regulierungsanforderungen ändern. Dabei kommt neuen Wettbewerbern eine entscheidende Rolle zu. Hierzu gehören immer größer werdende Wettbewerber aus dem Schattenbankensystem genauso wie neu hinzukommende Wettbewerber wie z.B. FinTechs. Beide Gruppen profitieren von deutlich geringeren Regulierungsanforderungen.

Stärkere Regulierung im Gesundheitssektor erwünscht
Anteil der Befragten in %, Stand 2013



Quelle: statista.com, BayernLB Research

Bei der Nicht-Bankenregulatorik geht es um die Regulierung einzelner Märkte und deren Auswirkung. So ist z.B. der chinesische Aktienmarkt äußerst stark reguliert, nur ein kleiner Teil steht ausländischen Investoren offen. Gleichzeitig ist der chinesische Aktienmarkt einer der Auslöser für die internationalen Finanzmarkturbulenzen der letzten Monate. Regulatorik ist aber auch für die nicht-finanziellen Branchen maßgebend. So gibt es weitreichende Regeln in den Bereichen Arbeits- und Umweltschutz und speziell auch im Gesundheitssektor. Alleine in Deutschland gab es in den letzten 16 Jahren nicht weniger als acht Gesundheitsreformen, deren Vorgaben implementiert werden mussten. Während frühere Reformen insbesondere die Kostensenkung im Blick hatten, ging es bei den jüngsten Maßnahmen um Strukturreformen, die den Wettbewerb fördern sollten, aber auch um die Frage der Finanzierung in einer immer stärker alternden Gesellschaft. Die Meinungen in der Bevölkerung über den Umfang des staatlichen Einflusses auf das Gesundheitswesen gehen weit auseinander, hier wünschten sich im Jahr 2013 zumindest noch 44% der Befragten einer Umfrage eine noch stärkere staatliche Regulierung (siehe Grafik).

Alle Wirtschaftsbereiche und Asset-Klassen betroffen

- Politische Rahmenbedingungen und Regulierung bestimmen den Handlungsspielraum aller Wirtschaftsakteure

Politische Rahmenbedingungen und Regulierung betreffen praktisch alle Wirtschaftsbereiche. Internationale politische Abkommen entscheiden z.B. mit über die Haushaltspolitik eines Landes (siehe Maastricht-Kriterien im Euro-Raum) und sind damit sowohl makroökonomisch als auch für die Märkte relevant. Auch die Bonitätseinschätzung eines Landes hängt maßgeblich von den politischen Rahmenbedingungen ab. Politische Entscheidungen können die Entwicklung einer ganzen Branche bestimmen (z.B. Energiewende, Abwrackprämie, Gesundheitsreformen) und betreffen damit auch die Asset-Allokation. Die Regulierung wiederum stellt auch in Verbindung mit der anhaltenden Niedrigzinsphase Geschäftsmodelle von Banken in Frage und hat vor allem im Bereich der Finanzintermediäre überragend an Bedeutung gewonnen. Da politische Rahmenbedingungen und Regulierung sich damit in immer neuen Formen etablieren, werden sie auch in Zukunft ein bestimmender Trend bleiben.



Passivierung: Umbruch der Fondsindustrie

Das Management von Wertpapierportfolios kann aktiv und passiv erfolgen. Beim aktiven Management wird der Versuch unternommen, durch bewusste Wertpapierauswahl und Markttiming eine Überrendite zu erzielen. Beim passiven Investment-Management wird dagegen nur in einen Index investiert, der den breiten Markt des jeweiligen Segments abbildet (z.B. DAX für deutsche Aktien). Auf eine aktive Auswahl und Übergewichtung einzelner Wertpapiere wird hier bewusst verzichtet. „Passivierung“ bezeichnet den Trend weg vom aktiven und hin zum passiven Wertpapiermanagement.

Hohe Kapitalmarkteffizienz macht passiven Investmentansatz attraktiv

Ein passiver Investmentansatz ist aus Investorensicht sinnvoll, wenn die sogenannte Effizienzmarkthypothese zutrifft. Diese besagt, dass sämtliche öffentlich verfügbaren Informationen in den Kursen in dem Sinne reflektiert sind, dass kein Investor durch die Nutzung dieser Informationen am Kapitalmarkt eine überdurchschnittliche Performance erzielen kann (mittelstrenge Form der Effizienzmarkthypothese). Gilt diese Hypothese, bietet aktives Investment-Management auf Dauer keine Outperformance. Empirische Studien bestätigen überwiegend eine hohe Informationseffizienz an den Finanzmärkten. Daher ist es äußerst schwierig, durch aktive Wertpapierauswahl und Markttiming nachhaltig besser als der jeweilige Benchmarkindex abzuschneiden (insbesondere unter Berücksichtigung von Transaktions- und Managementkosten). Untersuchungen von Standard & Poor's über die Performance von Investmentfonds bestätigen diesen Befund. So blieben beispielsweise 97% aller global investierenden Aktienfonds über einen Fünfjahreszeitraum hinter dem S&P Global 1200 Index als Benchmark zurück (per Ende 2014).

Passiver Investmentansatz auf dem Vormarsch

Ausgehend von den USA nimmt der Anteil passiver Investments am gesamten Fondsmarkt deutlich zu. In den Vereinigten Staaten besteht bereits deutlich über ein Drittel des Aktienfondsmarkts (klassische Investmentfonds und ETF) aus passiven Produkten, im Segment der Fixed Income-Fonds ist der Anteil mit knapp 20% noch geringer. Bei den Nettozuflüssen liegen die passiven Produkte insgesamt jedoch schon deutlich vorne, so dass deren Anteil an den „Assets under Management“ weiter steigen wird. Während im Aktienbereich die passiven Produkte bei den Nettozuflüssen schon seit acht Jahren dominieren, liegen diese im Fixed Income-Segment erst seit zwei Jahren vor den aktiv verwalteten Fonds.

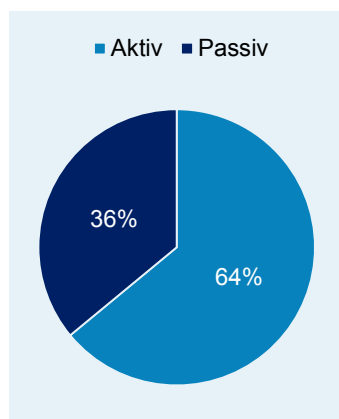
Die Nutzung passiver Investmentprodukte bedeutet dabei nicht zwangsläufig, dass die Investoren auf aktives Management gänzlich verzichten. Vielmehr dürften viele Investoren mit passiven Investmentprodukten eine aktive Asset-Allokation verfolgen, bei der lediglich auf die aktive Wertpapierauswahl verzichtet, aber eine aktive Auswahl und Gewichtung bestimmter Marktsegmente vorgenommen wird.

Finanzmarktrisiken durch passive Investmentprodukte?

Die Umsetzung passiver Investmentansätze erfolgt neben klassischen Investmentfonds in zunehmendem Maße über Exchange Traded Fonds (ETF). ETF zielen in der Regel darauf ab, die Renditeentwicklung eines diversifizierten Referenzportfolios (Index) möglichst genau abzubilden. Dabei verbiefen ETF (wie Investmentfonds) üblicherweise Anteile an einem Sondervermögen, das getrennt vom Vermögen der emittierenden Gesellschaft ist. Gegenüber klassischen Fonds bieten ETF jedoch eine Reihe von Vorteilen wie niedrige Kosten und die intraday-Handelbarkeit über die Börse. Die Nachbildung des Zielindex kann bei einem ETF physisch oder synthetisch erfolgen. Bei der physischen Replikation wird

- Mäßiger Erfolg aktiver Investments begünstigt Passivierung

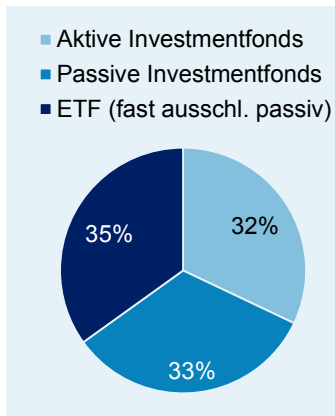
Aktien-Fonds USA: Hoher Anteil passiver Investments
Anteile aktiver und passiver Fonds am Aktien-Fondsmarkt USA (inkl. ETF), per 31.07.2014



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

direkt in die im Index enthaltenen Wertpapiere investiert. Bei der synthetischen Replikation weicht das gehaltene Portfolio vom Zielindex ab, teilweise wird hier in völlig andere Wertpapiere investiert. Um die Wertentwicklung des Index nachzubilden, werden hier zusätzlich Swap-Geschäfte mit Dritten abgeschlossen.

US-Fondsmarkt: Bei Zuflüssen überwiegen passive Produkte
 Anteile an Nettoverkäufen von ETF und Investmentfonds in den USA im Zwölfmonats-Zeitraum 07/2013 bis 06/2014



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

Die starke Verbreitung von passiven ETF-Produkten birgt eine Reihe potenzieller Risiken für die Finanzmärkte. Hierbei dürften zunächst vor allem die Aktienmärkte betroffen sein, da dort die Bedeutung von ETF am größten ist. Aber auch auf den Anleihe- und Rohstoffmärkten nimmt der Anteil passiver Produkte zu, daher können auch dort entsprechende Probleme auftreten. Ein zentrales Risiko liegt in potenziellen Liquiditätsengpässen. Vor allem im Falle eines „Redemption Run“, das heißt bei hohen ETF-Rückgaben seitens der Investoren, könnten die ETF-Anbieter aufgrund zu geringer Nachfrage Probleme haben, die Assets schnell zu veräußern und alle ETF-Rückgaben zu bedienen. Dies gilt insbesondere in wenig liquiden Marktsegmenten. Die scheinbar hohe Liquidität von ETF könnte sich bei Schieflagen von ETF-Anbietern dann als trügerisch erweisen.

Bei synthetischen ETF bestehen zudem Kontrahentenrisiken aus den eingegangenen Swap-Geschäften, die zur Nachbildung der Rendite des Zielindex eingegangen werden. Probleme bei einer im Swap-Geschäft involvierten Bank könnten eine potenzielle Ansteckungsquelle für systemische Finanzmarktrisiken sein. Kontrahentenrisiken können aber auch bei physisch replizierenden ETF auftreten, da bei diesen oft umfangreiche Wertpapierleihgeschäfte eingegangen werden, um daraus Zusatzerträge zu generieren. Möglich erscheint auch, dass es zu potenziell destabilisierenden Interaktionen von ETF-Risiken mit anderen Finanzmarktrends kommt (z.B. Hochfrequenzhandel).

Smart Beta-Ansätze verdrängen aktive Wertpapierauswahl

▶ Smart Beta-Ansätze als Alternative zu aktivem Management

Alternativ zu aktiver Wertpapierauswahl kann auch bei passiven Investmentansätzen eine Outperformance gegenüber herkömmlichen Benchmarks mit Hilfe sogenannter Smart-Beta-Strategien angestrebt werden. Beta stellt den Marktertrag dar, der durch passives Investieren zustande kommt, während der (Zusatz-)Ertrag, der durch aktives Investieren erzielt wird, als Alpha bezeichnet wird. Smart Beta (auch als Strategic Beta, Advanced Beta, Enhanced Beta oder Engineered Beta bezeichnet) umfasst Portfoliokonzepte, die durch alternative Gewichtungsmethoden gezielt Faktorprämien vereinnahmen sollen. Der durch Smart Beta erzielte Ertrag soll also den durch „normales“ Beta erzielten Ertrag übertreffen. Insofern stellen Smart Beta-Konzepte eine direkte Alternative zu klassischem Alpha Investing dar, um Zusatzerträge gegenüber Benchmark-Indizes zu erzielen.

▶ Smart Beta v.a. bei Aktien verbreitet, jedoch auch zunehmend in anderen Segmenten

Typische Smart Beta-Ansätze lassen sich unterteilen in risikoorientierte Strategien (risikominimierende Gewichtungen) und performanceorientierte Strategien (z.B. Gewichtung nach fundamentalen Kennzahlen). Auch Kombinationen von Faktoren werden angewandt. Smart Beta-Produkte spielen bislang vor allem im Aktienbereich eine zunehmend bedeutende Rolle, es werden jedoch auch immer mehr entsprechende Fixed Income-Produkte auf den Markt gebracht. Dies dürfte den Trend zur Passivierung weiter verstärken.

▶ Klassische Fondsanbieter und Vermögensverwalter stehen unter Druck

Der Passivierungstrend wird in der Investmentbranche für große Umbrüche sorgen. Anbieter von klassischen Investmentprodukten dürften zunehmend unter Druck geraten, da aktives Management nicht mehr wie früher vergütet wird. ETF-Produkte eignen sich auch sehr gut für eine auf Algorithmen gestützte, automatisierte Vermögensverwaltung (sog. „Robo Investment Advisor“). Diese stellen eine große Herausforderung für klassische Vermögensverwalter und Banken dar. Für börsennotierte Unternehmen steigt die Bedeutung, in den wichtigen Aktienindizes vertreten zu sein, die Grundlage für ETF-Produkte sind.

Die Bedeutung der Megatrends für Wirtschaft und Finanzmärkte

Der von uns als Research erzielbare Mehrwert liegt in der Analyse des Einflusses der einzelnen Megatrends auf die Asset-Klassen in der mittleren Frist, welcher in der untenstehenden Tabelle dargestellt ist. Es handelt sich nicht um eine direktionale Einschätzung, sondern um das Ausmaß der Bedeutung:

- Kein Megatrend ist unbedeutend...

Nach einem kurzen Blick auf die Tabelle wird ersichtlich, dass aus unserer Perspektive dem Megatrend „Niedrigzins und Verschuldung“ die mit Abstand höchste Relevanz über alle Asset-Klassen hinweg beizumessen ist, während sich die Auswirkungen des Megatrends „Passivierung“ auf einen Teil des Finanzmarkts beschränken. Dieses Ergebnis überrascht nicht, sind doch v.a. die Niedrigzinsen das derzeit und wahrscheinlich auch in den kommenden Jahren marktbestimmende Thema – gefolgt von „Politische Rahmenbedingungen/Regulatorik“ sowie „Energie & Klimawandel“, welche das Verhalten vieler Marktakteure und die Bildung von Marktpreisen in zunehmendem Grad beherrschen. Das bedeutet jedoch nicht, dass die anderen Megatrends vernachlässigt werden sollten, da diese, wenn auch schwächer ausgeprägt, ihre Wirkung entfalten werden.

- ... und keine Asset-Klasse vor dem Einfluss gewappnet

Ein Vergleich des Einflusses auf die Asset-Klassen zeigt ebenso wenig überraschend, dass die High-Beta-Instrumente Aktien und Corporate Bonds über alle Megatrends hinweg am meisten betroffen sind. Andererseits wird durch den starken Effekt der Megatrends auf Staatsanleihen deutlich, dass auch sichere Häfen nicht resistent gegen Veränderungen sind – ergo: niemand am Finanzmarkt sollte Megatrends in den Elfenbeinturm verweisen, sondern sich mit diesen auseinandersetzen.

Übersicht: Bedeutung der Megatrends für die einzelnen Asset-Klassen

	Digitalisierung	Demografie	Energie & Klima	Niedrigzins	Politik & Regulatorik	Passivierung
Aktien	++	++	+	+++	+	++
Corporate Bonds	+	+	++	+++	+++	++
Covered Bonds	-	-	+	+++	+++	+
Devisen	+	+	++	+++	+	-
Immobilien	+	+++	++	+++	++	-
Rohstoffe	++	+	+++	+	+++	-
Staatsanleihen	+	++	+	+++	++	++
Branchenallokation	+++	+	+++	+	+	-
Länderallokation	+	+++	++	+	++	-

Extreme Wirkung: +++; Sehr wichtig: ++; Beachtenswert: +; Nebensächlich: -
Quelle: BayernLB Research

Auf den nächsten Seiten werden für jede Asset-Klasse die jeweils wichtigsten Megatrends und deren spezifische Bedeutung gleichsam als Appetitanreger einführend beschrieben. In den dieser Publikation folgenden Studien zu einzelnen Megatrends wird hierauf detaillierter eingegangen.

Aktien: Erhöhte Volatilität durch Megatrends?

► Niedrigzins und hohe Verschuldung

Die Höhe und die Entwicklung der Zinsen spielt für die Bewertung von Aktien eine wichtige Rolle, da Unternehmenswerte nach gängigen Bewertungsverfahren durch die Diskontierung zukünftiger Cashflows bestimmt werden. Niedrigere Zinsen und damit niedrigere Diskontierungsfaktoren führen ceteris paribus zu höheren Unternehmenswerten. Eine außergewöhnlich expansive Geldpolitik wirkt auch vor diesem Hintergrund unterstützend für die Aktienmärkte, birgt über einen längeren Zeitraum aber zugleich das Risiko einer Blasenbildung. Hier stellt sich die Frage nach den Risiken einer späteren Normalisierung der Geldpolitik für die Aktienmärkte (Crashgefahr) und damit auch für die Gesamtwirtschaft. Allerdings wirken die Gründe für den Rückgang der natürlichen Zinsen wie der Anstieg der Sparneigung und der Rückgang der Investitionsneigung – ausgelöst u.a. durch die demografische Entwicklung (Alterung) und den Rückgang der Rate des technischen Fortschritts – negativ für die Aktienrenditen. Des Weiteren haben niedrige Zinsen bei Unternehmen den bilanziellen Effekt, dass Pensionsverpflichtungen aufgrund der geringeren Diskontierungsfaktoren ansteigen. Daher ist der Nettoeffekt des Niedrigzinsumfelds auf die Aktienmärkte weniger eindeutig als es auf den ersten Blick erscheint. Zudem hat der Niedrigzins hohen Einfluss auf einzelne Sektoren, insbesondere auf das Geschäftsmodell von Banken und Versicherungen.

► Passivierung

Passive Investmentprodukte spielen im Aktienbereich bereits eine große Rolle und deren Anteil nimmt weiter deutlich zu. Indexinvestments und sogenannte Smart-Beta-Ansätze, umgesetzt über Exchange Traded Funds (ETF), verdrängen zunehmend die aktive Aktienauswahl und -gewichtung. An den Aktienmärkten könnte die Verbreitung von ETF in bestimmten Marktphasen zu erhöhter Volatilität führen und potenzielle Systemrisiken hervorrufen.

► Demografie

Ein Zusammenhang zwischen Demografie und Aktienmärkten wird in der Finanzliteratur im Rahmen der sogenannten „Asset-Meltdown-Hypothese“ thematisiert. Nach dieser Hypothese wird ein negatives Verhältnis zwischen der Entwicklung der arbeitsfähigen Bevölkerung und den Aktienmarkt-Risikoprämien angenommen. Dahinter steht der Grundgedanke, dass bevölkerungsstarke Generationen („Baby Boomer“) einen Teil ihres aggregiert hohen Einkommens in Aktien anlegen und die hohe Aktiennachfrage die Risikoprämien senkt. Scheidet diese Generation aus dem Erwerbsleben aus und veräußert die Aktien zur Finanzierung des Ruhestands, ist aufgrund der geringeren Aktiennachfrage folgender, bevölkerungsschwächerer Generationen mit einem Überangebot an Aktien und dementsprechend steigenden Risikoprämien bzw. sinkenden Bewertungen zu rechnen. Dies würde angesichts der demographischen Entwicklung für deutlich niedrigere Aktienrenditen in den entwickelten Ländern in den kommenden Jahren sprechen, während in den Schwellenländern gegenläufige Effekte zu erwarten wären. Eine zunehmende internationale Diversifizierung der Kapitalanlagen könnte dieser Entwicklung jedoch entgegenstehen.

► Digitalisierung

Der Megatrend der Digitalisierung bringt neue Geschäftsmodelle hervor und herkömmliche Geschäftsmodelle in Bedrängnis. Damit spielt die Digitalisierung für die Entwicklung einzelner Aktien bzw. Sektorindizes eine bedeutende Rolle. Profiteure der Digitalisierung werden ihren Anteil in marktkapitalisierungsgewichteten Aktienindizes zunehmend steigern. Im Aktienhandel spielt die Digitalisierung in den Bereichen Hochfrequenzhandel sowie Algorithmen-getriebenen Handelsstrategien eine Rolle. Eine potenzielle Auswirkung könnte ein Anstieg der Volatilität an den Aktienmärkten sein.

Corporate Bonds: Der Credit-Markt verändert sich bereits jetzt

- ▶ Passivierung

Der Trend zur Passivierung bei Corporate Bonds ist unübersehbar, findet allerdings bisher primär in den USA statt. Passivierung setzt eine gewisse Marktgröße, Tiefe und Transparenz voraus. Der US-Markt erfüllt die Bedingungen am besten, dagegen erscheinen andere Märkte durch Liquiditätsbeschränkungen bedingt geeignet, passive Investments durchzusetzen (hoher Tracking Error). Daher erreicht dieser Trend relativ schnell seine Grenzen im Credit-Universum. Zunehmende Passivierung (im US-Markt ersichtlich) erhöht die Partizipation von Retail-Investoren und laut diversen Studien auch die Spread-Volatilität.
- ▶ Niedrigzins und hohe Verschuldung

Das Umfeld niedriger (teils negativer) Renditen sollte die Nachfrage nach Spread-Produkten generell gut stützen. Investoren werden über den Portfolio-Rebalancing-Effekt sukzessive in den Rating-Kategorien nach unten gedrängt. Zugleich erhöht sich auch die Volatilität, da Marktteilnehmer zunehmend identische Positionierungen vornehmen (Herding). Unternehmen dagegen nutzen das niedrige Zinsumfeld, um ihre (Re-) Finanzierungen günstig zu gestalten. Anschlussfinanzierungen werden einfacher durchführbar, und damit könnte evtl. der Anreiz zur Schuldenreduktion verringert werden. Da der Niedrigzins ein globales Phänomen ist, versuchen Emittenten Zinsvorteile auch aufgrund von unterschiedlichen Marktstrukturen über alle Regionen hinweg zu realisieren. Der europäische Credit-Markt gestaltet sich dadurch heterogener (neue Strukturen, neue Emittenten, etc.).
- ▶ Energie und Klimawandel

Mit der Begebung von Green Bonds beschaffen sich Emittenten Mittel für Umwelt- und Sozialprojekte, z.B. in den Bereichen erneuerbarer Energien, Energieeffizienz und Wassereinhaltung. Grüne Anleihen werden vorwiegend von multilateralen Organisationen wie der Weltbank, aber inzwischen auch zunehmend von Unternehmen ausgegeben. Da das Thema (Umwelt)-Nachhaltigkeit von Investorensseite zunehmend in den Fokus rückt, könnte durch den Megatrend Energie und Klimawandel diese Finanzierungsform stärker an Bedeutung gewinnen (insbesondere bei Versorger- und Energieunternehmen).
- ▶ Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik

Seit der Finanzkrise schwingt das Pendel wieder deutlich in Richtung Regulatorik. Das betrifft vor allem, aber nicht nur, die Finanzbranche. Besonders auffällig ist das für die Banken, die sich innerhalb einer Dekade komplett überarbeiteten Regeln hinsichtlich Eigenkapital, Fremdkapital und Liquidität unterwerfen müssen, um nur die wichtigsten drei zu nennen. Die Bedeutung von Solvency II nicht nur für die Versicherungen selbst, sondern auch für den Finanzmarkt über deren Investitionsverhalten steht weniger im Fokus, darf aber nicht unterschätzt werden.

Covered Bonds: Gefahr einer Spekulationsblase?

► Niedrigzins und Regulatorik

Mit der infolge des Niedrigzinsumfeldes extrem hohen Verfügbarkeit an Liquidität ist eine der zentralen Voraussetzungen für eine Spekulationsblase auch am Covered Bond-Markt gegeben. Zwar sind die Ursachen spekulativer Blasen an Märkten keinesfalls abschließend geklärt. Die Kombination aus dem durch die Liquiditätsflut entstehenden Anlagenotstand und den identisch formulierten Anlageregeln für Banken (CRR) und Versicherungen (Solvency II) könnten jedoch einen „Herdentrieb“ bei Investoren auslösen. Dies könnte dazu führen, dass die Mehrzahl der Investoren gezwungenermaßen in identische Anlagen investiert, weswegen das Entstehen einer Blase am Covered Bond-Markt in den nächsten Jahren weiter begünstigt werden könnte. Insofern sollten Anleger bzw. die Entscheidungsträger bei Banken, Versicherungen und Asset Managern den regulatorisch vorgegebenen Regeln keinesfalls blind folgen. Vielmehr ist eine differenzierte Analyse der Gegebenheiten jedes Covered Bond Segments vonnöten. Im Zweifel sollte dabei lieber (deutlich) zu früh aus einem Segment ausgestiegen werden als zu spät.

► Energie und Klimawandel

Im September 2014 bzw. April 2015 emittierten die MünchenerHyp bzw. die Berlin Hyp die ersten sogenannten nachhaltigen Hypothekendarlehenpfandbriefe (international auch ESG Pfandbrief genannt, als Abkürzung für „Environment, Social, Governance“) überhaupt am Kapitalmarkt. Bei nachhaltigen Pfandbriefen wird bei der Deckungsmasse darauf geachtet, dass diese nach ökologischen, sozialen und politisch-gesellschaftlichen Nachhaltigkeitskriterien zusammengesetzt ist. Wir erwarten, dass sich in den nächsten Jahren auch andere Institute diesem Trend anschließen werden. Wichtige Voraussetzung für weiteres Wachstum wäre aber eine Zunahme der Nachfrage seitens nachhaltig orientierter Investoren. Insgesamt ist dem Segment moderates Wachstum zuzutrauen. Schließlich können sich Pfandbrief-Emittenten so neue Investorengruppen erschließen, wie das Beispiel der MünchenerHyp belegt, an dessen nachhaltigem Pfandbrief-Debüt sich zu immerhin rund einem Drittel Investoren beteiligten, die zuvor noch nie in Pfandbriefe investiert hatten.

Devisen: Niedrigzinsen und Energiepreise besonders relevant

► Niedrigzinsen

Die Zinsniveaus in verschiedenen Währungsräumen gehören traditionell zu den wichtigsten Einflussfaktoren der Wechselkurse an den Devisenmärkten. Dies ändert sich durch die verbreiteten Niedrig- bzw. Negativzinsen nicht grundsätzlich, geht aber mit durchaus neuartigen Phänomenen einher. Währungen, die früher eher selten als Finanzierungswährungen von Carry Trades (kreditfinanzierten Anlagen in höherverzinslichen Währungen) fungierten, schlüpfen aufgrund niedriger Zinsen in diese Rolle (vor einiger Zeit der Dollar, aktuell der Euro). Bei umfangreichen laufenden Carry Trades (abzulesen an offenen Shortpositionen) legen diese Währungen dann zeitweise ein Verhalten wie sichere Häfen an den Tag, da es in Risikoaversionsphasen typischerweise zu Carry Trade-Schließungen und Short-Eindeckungskäufen kommt. Zudem sind die Wechselkurse nicht mehr vorwiegend als das Ergebnis von Zinsentwicklungen anzusehen, sondern sie stellen auch zumindest ein untergeordnetes Ziel von Zentralbanken dar, die z.B. durch eine Währungsabwertung die Inflation erhöhen wollen. Besonders gilt dies wohl bei negativen Zinsen. Denn letztere werden oftmals nicht in vollem Ausmaß an inländische Banken und Haushalte weitergegeben, da sie eine übermäßige Belastung wären bzw. Ausweichreaktionen (Bargeldhortung) hervorrufen würden. Schließlich können die anhaltenden Niedrigzinsen in zukünftigen Rezessionen zu anderen Wechselkurs-Verläufen als den bisher gewohnten führen, da Niedrigzinsen wohl die Handlungsspielräume der Zentralbanken beeinflussen. In Währungsräumen mit vergleichsweise höheren Zinsen können Zentralbanken ceteris paribus stärker auf Abschwünge reagieren als in Währungsräumen mit Niedrigzinsen, da Negativzinsen und andere unkonventionelle (quantitative) Maßnahmen komplexere Nebenwirkungen und auch teilweise andere Auswirkungen als konventionelle Zinssenkungen hervorrufen dürften.

► Energie und hohe Verschuldung

Während auf diese Weise die Niedrigzinsen bei den Währungen von Industrieländern eine wichtige Rolle spielen werden, unterliegen die Währungen vieler Schwellenländer in hohem Ausmaß einem anderen wichtigen Einflussfaktor, den Energie- und Rohstoffpreisen. Letztere sind nicht nur generell entscheidend für einen großen Teil der Exporterlöse rohstoffreicher Schwellenländer. Der nun zusammengebrochene Rohstoffboom der vergangenen Jahre ist in etlichen Ländern auch mit stark steigenden Schuldenständen einhergegangen. Wenn das zukünftige Wachstum der Weltwirtschaft weniger energieintensiv ausfällt oder in großem Umfang durch erneuerbare Energiequellen unterstützt wird, könnte eine zu erwartende Erholung der Energiepreise gering ausfallen. Hierunter würden besonders hoch verschuldete, auf Rohstoffexporte angewiesene Schwellenländer und ihre Währungen wohl noch erheblich leiden.

Immobilien: Nahezu allen Megatrends unterworfen

- ▶ **Niedrigzins und hohe Verschuldung**

Der Immobilienboom in Deutschland wird vom äußerst niedrigen Zinsniveau befeuert. Günstige Zinskonditionen erlauben die Finanzierung auch bereits teurer Objekte für Selbstnutzer. Aber auch institutionelle Anleger werden verstärkt am Immobilienmarkt aktiv, da die Mietrendite noch oberhalb der Kapitalmarktrendite liegt. Probleme ergäben sich vor allem bei einem wieder (unerwartet stark) steigenden Zinsniveau. Vor allem bei privaten Immobilienkäufern stellt die Anschlussfinanzierung bei zuvor geringer Tilgung zu teureren Konditionen ein potenzielles Problem dar.
- ▶ **Demografie**

Die mittelfristig sinkende Einwohnerzahl und Alterung der Gesellschaft in Deutschland führt nicht zwangsläufig zu einer sinkenden Wohnraumnachfrage, da gleichzeitig die Wohnfläche pro Kopf steigt. Die steigende Lebenserwartung bei sinkendem gefühlten Alter führt aber dazu, dass immer weniger ältere Menschen ihre eigene Wohnung aufgeben und in eine Pflegeeinrichtung ziehen wollen, womit die Anforderungen an die eigene Immobilie steigen. Der Barrierefreiheit sowie der zentralen Lage für kurze Wege zu Einkaufsmöglichkeiten oder medizinischer Versorgung kommt größere Bedeutung zu. Dies und die fortschreitende Konzentration der Bevölkerung (und auch der Migration) in Ballungszentren setzt die Immobilienpreise vor allem in weniger gut angebundenen Regionen unter Druck.
- ▶ **Digitalisierung**

Bereits die Suche nach Immobilien hat sich durch die Vielzahl an Onlineportalen verändert und an Effizienz gewonnen. Darüber hinaus verändert die Digitalisierung die Immobilien selbst. So nimmt die Güte der Internetanbindung einer Region einen immer höheren Stellenwert bei der Immobilienbewertung ein. Auch gewinnen bei Büroimmobilien Shared Workspaces zunehmend an Bedeutung gegenüber klassischen Einzel- oder Mehrpersonnbüros. Die Digitalisierung sorgt zudem auch für eine Verschiebung der Attraktivität verschiedener Immobilienklassen. So kommt der Logistik immer größere Bedeutung zu, da angesichts der digital vernetzten Just-in-Time-Produktion der Unternehmen sowie des steigenden Onlinehandels die Anforderungen an die Logistikketten zunehmen. Gleichzeitig verlieren Einzelhandelsimmobilien abseits der Top-Lagen an Bedeutung.
- ▶ **Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik**

Sich verändernde politische Rahmenbedingungen können ebenfalls große Effekte auf dem Immobilienmarkt auslösen. Steuerliche Anreize sowie Bauverordnungen wirken recht direkt auf die Bautätigkeit. Der öffentliche Sektor greift zudem unmittelbar in den Immobilienmarkt ein (bspw. durch den Bau von Sozialwohnung und Infrastrukturprojekten). Aber auch nachträgliche Regelungen, die die Rendite der Investoren beeinträchtigen (z.B. Mietpreisbremse, Bestellerprinzip bei Maklern, Energienormen) entfalten teils spürbare Wirkungen.
- ▶ **Energie**

Energieeffizienz ist beim Bau von Immobilien großes Thema. Die Nutzung von erneuerbaren Energieträgern (Solar, Pellets, etc.) ist bereits hoch. Zudem greifen hier viele politische Rahmenbedingungen. Energienormen erhöhen beispielsweise die Baukosten und Förderkredite, die an die (Verbesserung der) Energiebilanz geknüpft sind verstärken den Anreiz zur energetischen Sanierung bzw. zum energieeffizienten Bau.

Rohstoffe: Energiepolitik und politische Rahmenbedingungen als zentrale Treiber

► Energie und Klimawandel

Der wichtigste Megatrend für die Rohstoffmärkte ist ohne Zweifel die rasante Entwicklung der globalen Energie- und Klimapolitik. Ein Beispiel hierfür sind die zunehmenden Anstrengungen der chinesischen Regierung, die Elektromobilität neben Subventionen auch durch direkte Vorgaben zu stützen. Dies könnte die Nachfrage nach klassischen Verbrennungsmotoren weltweit deutlich verringern und hätte damit erhebliche Folgen für die Rohölnachfrage und damit die Preisentwicklung. Die angestrebte Abkehr von fossilen Energieträgern zielt auf eine nachhaltige Verringerung der Förderung und damit des Angebots in der längeren Frist. Gleichzeitig soll die angestrebte Steigerung der Energieeffizienz dämpfend auf die Nachfrage wirken. Kurzfristig dominieren aber in beiden Bereichen gegenläufige Effekte. Denn in Erwartung künftig geringerer Nachfrage und restriktiverer politischer Vorgaben besteht für die Anbieter ein hoher Anreiz in Richtung kurzfristiger Angebotssteigerungen. Der damit verbundene Preisrückgang wiederum regt den Verbrauch an. Die Effekte der Energie- und Klimapolitik auf die Rohstoffpreise sind deshalb zeitlich unterschiedlich und können sich auch kurzfristig deutlich verändern. Der starke Rückgang der Rohstoffpreise seit Mitte 2014 wird zwar mehrheitlich temporären Entwicklungen in beiden Bereichen zugeschrieben. Er kann aber auch als Zeichen gewertet werden, dass die beschriebenen „paradoxen Effekte“ der Energie- und Klimapolitik bereits heute eine Rolle spielen.

► Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik

Die Veränderung der globalen geopolitischen Rahmenbedingungen spielt für die Entwicklung der Rohstoffmärkte und -preise ebenfalls eine zentrale Rolle. Gerade in Konflikten zwischen Staaten werden Rohstoffe und deren Preise zunehmend als politisches Kapital eingesetzt. Jüngere Beispiele sind dabei die wechselseitigen Sanktionen des Westens gegenüber Russland, der Gasstreit zwischen Russland und der Ukraine sowie die mittlerweile deutlich reduzierten Iran-Sanktionen von EU und USA. Im Bereich politischer Entscheidungen sind die Effekte auf die Preisentwicklungen aber häufig weniger eindeutig als auf den ersten Blick zu erwarten. Beispielsweise hat die Eskalation der politischen und religiösen Konflikte im Nahen Osten und insbesondere in wichtigen Erdölförderländern (Irak, Libyen) entgegen den Erwartungen nicht zu einer Angebotsreduktion oder einer Spekulation hierauf und einem deutlichen Ölpreisanstieg geführt. Vielmehr haben die beteiligten Parteien Ölexporte als strategische Einnahmequelle zur Finanzierung ihrer politischen Ziele eingesetzt und teils sogar deutlich ausgeweitet. In jedem Fall dürften die zu erwartenden Verschiebungen der Kräfteverhältnisse im Nahen Osten wie auch auf globaler Ebene und das erhöhte Tempo dieser Entwicklungen deutliche Einflüsse auf die Rohstoffpreisentwicklung haben und die Volatilität in einzelnen Marktsegmenten treiben. Auch die Regulatorik kann über die Beeinflussung der Nachfrage erheblichen Einfluss auf Preise bestimmter Rohstoffe haben. Die Regulierung von Rohstoffterminmärkten steht dabei im Fokus. Speziell wird vielfach gefordert, institutionelle und spekulative Investoren vom Rohstoffgeschäft auszuschließen. Die Frage, ob die spekulative Nachfrage tatsächlich die Volatilität erhöht und die Rohstoffpreise von den Fundamentalwerten entfernt, ist allerdings umstritten. Insofern sind auch die Folgen einer stärkeren Regulierung und Einschränkung dieser Marktsegmente auf die Preisentwicklungen unklar.

► Digitalisierung

Auch die Digitalisierung hat Folgen für die Rohstoffmärkte. Die damit verbundene verstärkte sektorale Verschiebung der Wertschöpfung von der industriellen Produktion in den Dienstleistungsbereich hat Auswirkungen auf viele Rohstoffarten. Der vermehrte Einsatz von mobilen Endgeräten steigert dabei insbesondere die Nachfrage nach Edelmetallen wie Kupfer und Zink sowie nach Seltenen Erden zu Lasten von klassischen Metallrohstoffen.

Staatsanleihen: Direkter Effekt auf Emittenten und verändertes Investorenverhalten

► Niedrigzins und Verschuldung

Strategien um einen Zusatzertrag zu generieren sind wichtiger als bei einem auskömmlichen Zinsniveau. SSA-Emittenten aus der zweiten und dritten Reihe, deren Schuldtitel noch einen Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen bieten, gewinnen im Nullzinsumfeld an Bedeutung. Der Anstieg der Sparneigung hat zu einem Sinken des natürlichen Zinses geführt. Die Frage wird sein, ob die niedrigen Zinsen in der weiteren Folge zu einer Umkehr dieses Trends führen, d.h. wieder zu einem Absinken der Sparneigung. In der Risikomodellierung sollten Szenarien mit sprunghaft steigenden Zinsen berücksichtigt werden, sollte das Zinsbild unerwartet schnell drehen („Bund-Tantrum“) oder die Schuldentragfähigkeit in einem Umfeld niedriger Wachstums- sowie Inflationsraten hinterfragt werden.

► Passivierung

Wie in den letzten Jahren bereits vermehrt im Aktienbereich geschehen, gewinnen passive Investmentprodukte auch im Rentenbereich spürbar an Bedeutung. Das Nullzinsumfeld und der dadurch ausgelöste Margendruck werden diesen Trend nochmals verstärken. Dieser Druck ist bei Mandaten für Anlagen in Staatsanleihen am größten, da hier die Verzinsung nicht mehr ausreicht um die Verwaltungskosten von aktiven Asset Managern zu decken. Zusätzlich hat diese Entwicklung das Herdentriebverhalten am Anleihemarkt verstärkt, was insbesondere in negativen Marktphasen zu Abwärtsspiralen führen kann. Zusammen mit den EZB-Anleihekäufen sinkt hierdurch die Marktliquidität auch bei Staatsanleihen, wodurch es zu abrupten Marktbewegungen kommen kann.

► Demografie

Der demografische Wandel wirkt vielfältig auf das Sparverhalten. Die zunehmende Lebenserwartung und das Absinken der staatlichen Leistungen (Umlagesystem) erhöhen den Bedarf für die individuelle Altersabsicherung. Gleichzeitig gehen in den Industrieländern die Baby-Boomer vermehrt in den Ruhestand. Diese müssten laut Portfoliotheorie verstärkt von risikoreichen in risikoärmere Anlageklassen umschichten. Eine höhere private Sparquote sowie eine Umschichtung in Richtung Fixed Income sprechen für eine abnehmende Rendite. Die demografische Entwicklung hat jedoch möglicherweise auch Auswirkungen auf den Staat in Form höherer Verpflichtungen (z.B. Renten- und Gesundheitssystem oder Pensionen). Durch eine höhere Staatsverschuldung bei niedrigerem Potentialwachstum würde sich die Bonität der Emittenten verschlechtern; gleichzeitig steigt der Refinanzierungsbedarf. Zweifel an der Schuldentragfähigkeit sprechen für höhere Risikoaufschläge, was ein höheres Renditeniveau bedeuten würde. Beide Effekte sind somit ambivalent.

► Digitalisierung

Für eine funktionierende Digitalisierung ist eine spezielle Infrastruktur notwendig, die in manchen Teilbereichen von staatlichen Institutionen bereitgestellt werden könnte, sofern dies für den Privatsektor nicht lukrativ erscheint (z.B. Breitbandausbau in ländlichen Gebieten). Diese Kosten könnten durch eine höhere Verschuldung in den allgemeinen staatlichen Haushalten bzw. über spezielle Förderprogramme (Förderbanken) aufgefangen werden. Förderinstitute könnten Teile ihres Geschäftsmodells einbüßen, sofern private und öffentliche Schuldner direkt Kapital über Plattformen anwerben können (Crowdfunding). Anleiheemissionen könnten zukünftig ohne Banken, die bisher eine Mittlerfunktion ausfüllen, bei Investoren platziert werden („e-Syndikat“).

► Energie und Klimawandel

Das Thema Energie und Klimawandel wird bei staatlichen Emittenten oft unter dem Schirm der Nachhaltigkeitsdebatte behandelt. Das Land NRW hat im März seine zweite Nachhaltigkeitsanleihe begeben. Die KfW und die EIB haben bereits seit längerem „Green-Bond-Programme“ und Förderprogramme zur Nachhaltigkeit bzw. Energieeffizienz etabliert. Weitere Emittenten dürften dem Trend zur Refinanzierung durch Green-Bonds bzw. Nachhaltigkeitsanleihen im SSA-Bereich folgen.

Branchenallokation: Die Digitalisierung und die Sicherung einer nachhaltigen Energieversorgung stellen die Geschäftsmodelle in vielen Branchen auf den Prüfstand

Die Digitalisierung und die Entwicklungen rund um die Energieversorgung sind Themen, die die Branchen in Deutschland und der ganzen Welt in den kommenden Jahren begleiten werden. Für die Unternehmen heißt es dabei, sich rechtzeitig zu positionieren, um sich den gewünschten Platz in der künftigen Wertschöpfungskette zu sichern. Dies alles ist mit hohen Investitionen bei gleichzeitig hohen Unsicherheiten über die Marktentwicklungen verbunden und stellt viele traditionelle Geschäftsmodelle auf den Prüfstand.

► Energie und Klimawandel

Eine sichere und günstige Energieversorgung ist für nahezu alle Industrieunternehmen von zentraler Bedeutung. Allerdings sind traditionelle Energieträger wie Öl, Kohle oder Gas mit dem Ausstoß umweltschädlicher Stoffe verbunden. Daher rückt die Energiegewinnung aus umweltschonenden Ressourcen weltweit immer mehr in den Mittelpunkt des politischen Handelns. Dabei gehen die Länder unterschiedliche Wege und es ist noch nicht absehbar, welche Art bzw. Kombination der Energiegewinnung sich langfristig durchsetzen wird. So hat sich beispielsweise Deutschland mit der Energiewende und dem damit verbundenen Atomausstieg seinen Weg vorgegeben. Dies hat einerseits die Kosten für energieintensive Branchen im internationalen Vergleich deutlich erhöht. Andererseits konnten sich deutsche Unternehmen in vielen Segmenten umweltschonender Technologien weltweit führende Positionen erarbeiten. Die Energiewende ist für deutsche Branchen somit Risiko und Chance zugleich.

► Digitalisierung

Vergleicht man einzelne Wirtschaftssektoren, so stellt man fest, dass die Digitalisierung auf Branchenebene sehr verschiedenartig und in unterschiedlichem Tempo und Ausmaß verläuft. Gemeinsam ist allen Branchen allerdings, dass die Folgen der Digitalisierung – auch wenn sie kurzfristig kaum spürbar sind – auf lange Sicht weit über das übliche Maß des technischen Fortschritts hinausgehen werden. Traditionelle Wertschöpfungsketten werden sich verändern und neue Branchenstrukturen entwickeln. Dies kann bis hin zu disruptiven Innovationen reichen, die ganze Geschäftsmodelle überflüssig machen. Für die Unternehmen gilt es, sich auf diese Entwicklungen vorzubereiten.

Länderallokation: Der demografische Wandel birgt das Potenzial erdrutschartiger Verschiebungen der politischen und wirtschaftlichen Kräfteverhältnisse

► Demografischer Wandel

Das in der Gegenwart für die wirtschaftlichen Perspektiven nahezu aller Länder dominante Thema ist sicherlich der demografische Wandel, darunter insbesondere der Teilaspekt der Migration. Während man im US-Präsidentenwahlkampf aus der Idee, eine Mauer zum Schutz vor Einwanderung aus Lateinamerika zu bauen, enormes politisches Kapital schlagen kann, werden europäische Politik und Medien vom Syrien-Konflikt und der daraus resultierenden Flüchtlingskrise in Atem gehalten. Auch Russland und die Türkei sind in prominenter Rolle darin verstrickt. In Teilen Indiens und Afrikas blockiert das Bevölkerungswachstum dagegen den wirtschaftlichen Aufstieg oder befeuert regionale Konflikte. Ein Ende der demografischen Verwerfungen und deren Auswirkungen auf die wirtschaftliche, fiskalische und politische Entwicklung von Ländern ist nicht absehbar.

► Energie und Klimawandel

Der Energiesektor gilt – neben der Finanzindustrie – als neuralgische Branche für die volkswirtschaftliche Entwicklung vieler Staaten und vor allem für deren Industrie. Man denke nur an Innovationen wie das Fracking, das in den vergangenen Jahren die USA wieder zum größten Ölproduzenten der Welt gemacht hat. Der jüngste Einbruch der globalen Rohölpreise hat zwar vielen Ölimporteuren deutliche Kaufkraftgewinne beschert. Kehrseite der Medaille sind jedoch Rezession und Währungsverfall, die wie eine Naturgewalt über die erdölproduzierenden Emerging Markets gekommen sind. Perspektivisch dürfte eine starke Stellung bei den erneuerbaren Energien ein entscheidender Vorteil sein, um Prosperität für die eigenen Bürger zu schaffen.

► Politische Rahmenbedingungen und Regulatorik

Die internationale Politik spielt insbesondere in engen Teilbereichen wie der institutionellen Fort- oder Rückentwicklung der EU sowie in der Schaffung von Freihandelszonen eine Rolle. Auch regulatorische Vorgaben könnten potenziell massive Auswirkungen – man denke nur an die Bonität des Finanzsystems eines Landes – haben.

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751
Sekretariat

Ingo Bothner, -21787
Medienfachwirt

Volkswirtschaft

Dr. Johannes Mayr, Euro-Raum, EZB, -21859

Manuel Andersch, -27448
Pfund/UK, Schweizer Franken/Schweiz

Christiane von Berg, -28745
USA/Fed, Japan/BoJ

Wolfgang Kiener, -27058
Dollar, Yen

Dr. Stefan Kipar, -27346
Deutschland

Investment Research

Alexander Plenk, CFA, -27076

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, -24877

Asja Hossain, CFA, -27065

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072

Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873

Financials

Tekla Linsner, -25705

Covered Bonds

Mara Schulz, -27070

Covered Bonds

Stefan Voß, -21808

Financials

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siplý, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858

Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, -26845

Asien, Nordamerika

Gebhard Stadler, -28891

Osteuropa/GUS, Mittelamerika

Verena Strobel, -21320

Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321

Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,
Öl & Gas, Logistik

Thomas Peiß, -28487

Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,
Handel, Telekom, Medien

Credits

Amir Darabi, -25727

Corporate Bonds & SSD

Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888

Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Aktienmarkt/Strategie/Privatkunden

Manfred Bucher, CFA, -21713

Christoph Gmeinwieser, CIIA, -27053

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780

Zinsen, Währungen, Aktien

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 15.04.2016. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Impressum

Megatrends
abgeschlossen am: 15. April 2016

BayernLB Research
Bayerische Landesbank
80277 München (Briefadresse)
E-Mail: research@bayernlb.de

Leitung:
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:
Hubert Siplý, Telefon 089 2171-21307

Layout&Grafik:
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de

Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München
www.bayernlb.de

