

Anlageideen für Selbstentscheider

# ideas

[www.ideas-magazin.de](http://www.ideas-magazin.de)

Ausgabe 172 | August 2016 | Werbemitteilung

## Brexit – Wie geht es weiter?



### **INTERVIEW**

Philipp Vorndran,  
Kapitalmarktstrategie von  
Flossbach von Storch

### **EINZELAKTIEN**

ING – Der Zeit voraus

### **AKTIEN & INDIZES**

Drei Faktoren geben DAX  
nach Brexit-Votum Halt



**NEUES**

- 04 | **DDV-Trend-Umfrage:** Selbstentscheider bewahren Ruhe in unsicheren Zeiten
- 04 | **Smart Banking:** bank heißt jetzt brokerport
- 05 | **Jetzt kostenlos bestellen:** Die neue Discount-Zertifikate-Broschüre
- 05 | **Trader 2016:** Das große Börsenspiel steht in den Startlöchern

**MÄRKTE**

- 06 | **Marktmonitor:** Finanz- und Kapitalmärkte im Überblick
- 08 | **Marktbericht:** Wohin mit dem ganzen Geld?
- 10 | **Zahlen & Fakten:** Meistgehandelte Anlage- und Hebelprodukte

**TITELTHEMA**

- 12 | **Brexit:** Wie geht es weiter?

**INTERVIEW**

- 22 | **Philipp Vorndran:** Zeit als bester Freund des Investors

**TECHNISCHE ANALYSE**

- 24 | **STOXX Europe 600 Basic Resources:** Bodenbildung vor dem Abschluss
- 26 | **STOXX Europe 600 Travel & Leisure:** Relative Schwäche
- 28 | **Technische Analyse verstehen:** Chartformationen – Flagge und Wimpel

**WISSEN**

- 30 | **Volatilität:** Definition und Erklärung
- 34 | **DAX & Co.:** Neue Regeln für die deutschen Indizes

**INVESTMENTS**

- 36 | **Commerzbank Strategiefonds Marktneutral:** Neues Allzeithoch dank Brexit-Nervosität

**COMMERZBANK ANALYSEN**

- 38 | **Einzelaktien:** ING – Der Zeit voraus
- 42 | **Aktien & Indizes:** Drei Faktoren geben DAX nach Brexit-Votum Halt
- 46 | **Währungen:** Was bedeutet der Brexit für das britische Pfund?
- 50 | **Rohstoffe:** Genussmittel – Der Geist ist aus der Flasche



## DIREKTANKEN

45 | **Trading-Aktionen im Überblick**

## AKTIONEN & TERMINE

- 33 | **Webinar-Reihe:** Trader 2016 – das Online-Börsenspiel der Commerzbank
- 49 | **Terminkalender:** Die wichtigsten Termine im August 2016
- 55 | **Messen, Börsentage & Seminare:** Commerzbank Derivate-Experten vor Ort

## SERVICE

- 56 | Bestellkupon
- 58 | Impressum/Rechtliche Hinweise/Kontakt



LAURA SCHWIERZECK  
Chefredakteurin

Liebe Leser,

nach einem sehr emotional geführten Wahlkampf haben sich die Briten mit unerwartet deutlicher Mehrheit für ein Verlassen der EU entschieden. Knapp 52 Prozent der Wähler stimmten für einen EU-Austritt und gut 48 Prozent für einen Verbleib in der EU. Zwar war der Ausgang der Abstimmung gemessen an den Umfragen offen, aber die deutliche Erholung des britischen Pfunds in den Tagen vor der Volksabstimmung deutete darauf hin, dass der Markt eher mit einem Verbleib Großbritanniens in der EU gerechnet hatte.

Weil die Märkte auf dem falschen Fuß erwischt wurden, kam es am Freitag nach der Abstimmung zu heftigen Reaktionen an den Börsen. Das Pfund brach gegenüber dem US-Dollar um rund 10 Prozent ein, der Euro verlor gegen den US-Dollar 3,5 Prozent und der DAX sackte am ersten Handelstag nach dem Volksentscheid um rund 1.000 Punkte ab. Auch wenn der DAX zwischenzeitlich einen Aufholversuch startete, die Talfahrt an den Börsen geht weiter. Die anhaltenden Sorgen über die Brexit-Folgen und die Weltwirtschaft setzen den deutschen Leitindex deutlich unter Druck.

Doch wie geht es jetzt weiter? Wie wird sich Großbritannien mit der EU einigen? Und was passiert, wenn es nicht zu einer Einigung kommt? Welche Länder lassen sich vom Austrittsvotum der Briten beeinflussen? Ist die Existenz der Währungsunion gefährdet? Oder kann ein Brexit vielleicht sogar noch abgewendet werden? Und wie wirkt sich die aktuelle Unsicherheit auf DAX und Co. aus? Antworten auf diese Fragen und weitere Informationen rund um den Brexit erhalten Sie in der vorliegenden Ausgabe des ideas-Magazins.

Viel Freude beim Lesen der aktuellen Ausgabe!

*L. Schwierzeck*



## DDV-Trend-Umfrage

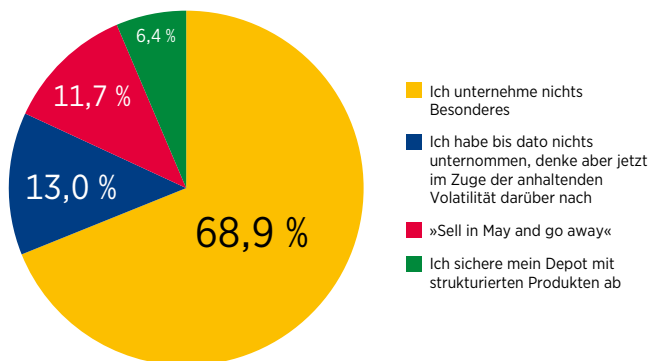
## »Selbstentscheider bewahren Ruhe in unsicheren Zeiten



Mehr als zwei Drittel der Privatanleger in Deutschland führen in den Sommermonaten keine größeren Anpassungen in ihren Portfolios durch. Immerhin etwas mehr als 6 Prozent sichern ihr Portfolio mithilfe von strukturierten Wertpapieren ab. Weitere

13 Prozent nehmen die teilweise erhöhte Volatilität in den Märkten zum Anlass, um über entsprechende Vorkehrungen in der Depotallokation nachzudenken. 11,7 Prozent der Umfrageteilnehmer folgen sogar der saisonalen Strategie, indem sie im Mai dem Aktienmarkt erst einmal den Rücken kehren und erst später im Jahr wieder einsteigen. Das sind die Kernaussagen der Trend-Umfrage des Deutschen Derivate Verbands (DDV) im Juli.

### Wie gehen Sie in den Sommermonaten mit Ihrem Depot um?



Stand: 14. Juli 2016; Quelle: Deutscher Derivate Verband (DDV)

»Die politische und wirtschaftliche Unsicherheit in Europa beschäftigt alle Investoren. Eine klare Richtung an den Börsen ist schwer erkennbar. Die Märkte sind anhaltend schwankungsintensiv. In dieser Situation gilt es Ruhe zu bewahren. Anleger, die aktiv etwas unternehmen möchten, können mithilfe von strukturierten Wertpapieren ihr Depot absichern und sich somit vor vermeintlichen Verlusten schützen«, so Lars Brandau, Geschäftsführer des DDV.

@ [www.derivateverband.de](http://www.derivateverband.de) <<

## Smart Banking

## »benk heißt jetzt brokerport

**brokerport**  
smart banking



brokerport ist das Online-Banking-Angebot der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG und der Brokerport Finance GmbH, das zeitgemäße Finanzdienstleistungen für moderne Kunden anbietet. Die Marke brokerport wurde von der biw AG entwickelt. brokerport bietet Privatanlegern einen Zugang zu umfassenden, mobilen Online-Bankgeschäften.

Informationen zur Trading-Aktion mit brokerport sowie weitere Free Trade- und Flat Fee-Aktionen finden Sie auf Seite 45.

@ [www.broker-port.de](http://www.broker-port.de) <<



Jetzt kostenlos bestellen

## »Die neue Discount-Zertifikate-Broschüre

Clever kalkuliert – Lernen Sie die Funktionsweise von Discount-Zertifikaten näher kennen und erfahren Sie mehr über die intelligente Alternative zum Aktieninvestment.

### Ein kurzer Überblick der Inhalte:

- Grundlagen: So funktionieren Discount-Zertifikate
- Ausstattungsmerkmale und Sonderformen von Discount-Zertifikaten
- Fallbeispiele in Form verschiedener Szenarien: Wie verhalten sich Discount-Zertifikate in fallenden, seitwärts tendierenden und steigenden Märkten?
- Einflussfaktoren: Wie wirken sich die Entwicklung des Basiswerts, die Restlaufzeit, Volatilität, Zinsen und Dividenden auf den Preis eines Discount-Zertifikats aus?

Jetzt kostenlos bestellen! Siehe Bestellkupon auf Seite 56.



Save the Date

## »Trader 2016 – Das große Börsenspiel steht in den Startlöchern

# TRADER 2016

Nur noch wenige Wochen, bis das legendäre Börsenspiel Trader beginnt. Bereits zum 14. Mal in Folge veranstaltet die Commerzbank gemeinsam mit BÖRSE ONLINE, Börse Stuttgart, comdirect bank, Jaguar, n-tv sowie t-online.de das erfolgreiche Börsenspiel Trader.

Mit einem fiktiven Depot und unter realen Handelsbedingungen wird das Commerzbank Trader-Team acht Wochen lang den Trader 2016 suchen. Wer am Ende der acht Spielwochen die Nase vorn hat, gewinnt das aktuelle Top-Modell aus dem Hause Jaguar: einen Jaguar F-PACE.

Jetzt Termin vormerken, mitmachen und gewinnen!

### ZEITPLAN TRADER 2016

Anmeldung: ab dem 15. August 2016

Erster Spieltag: 5. September 2016,  
09.00 Uhr

Letzter Spieltag: 28. Oktober 2016



Marktmonitor

# Finanz- und Kapitalmärkte im Überblick



**ING-AKTIE**

»Restrukturierung und Umbau sind abgeschlossen. Operativ läuft es im Bankgeschäft. Das Kreditvolumen wächst, die Zinsmarge ist stabil. Die Eigenkapital-situation ist grundsolide. Daraus ergibt sich eine gute, in den nächsten Jahren wachsende Ausschüttung. Die Bewertung der Aktie eröffnet weiterhin deutliches Potenzial.« Mehr erfahren Sie ab Seite 38.

MICHAEL CLOTH  
Investmentstrategie Private Kunden



**BRITISCHES PFUND**

»51,9 Prozent der britischen Bevölkerung sprachen sich für einen Austritt aus der EU aus. Das britische Pfund fiel gegenüber dem US-Dollar daraufhin auf den niedrigsten Stand seit 1985. Die Verluste des Pfunds in den zwei Tagen nach dem Referendum überstiegen sogar die Verluste nach dem »Schwarzen Mittwoch«, an dem Großbritannien 1992 nach spekulativem Druck auf das Pfund aus dem Europäischen Wechselkursmechanismus austreten musste.« Mehr erfahren Sie ab Seite 46.

ESTHER REICHELT &  
THU LAN NGUYEN  
Devisenanalyse, CM Research



**KAKAO & ZUCKER**

»Der Preis für Zucker ist aufgrund erhöhter Schätzungen für ein Angebotsdefizit 2015/2016 deutlich gestiegen. Trotz einer besseren Ernte in Brasilien dürfte auch 2016/2017 die Produktion unter dem Verbrauch liegen. Der Kakaopreis schwankt auf hohem Niveau, nachdem die häufig zu optimistischen Ernterwartungen für Westafrika enttäuscht wurden. Das nach dem Brexit-Votum schwache britische Pfund wirkt bei Kakao zusätzlich preisunterstützend.« Mehr erfahren Sie ab Seite 50.

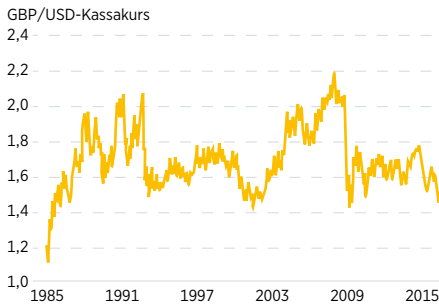
DR. MICHAELA KUHL  
Rohstoffanalyse, CM Research

**Grafik 1: Wertentwicklung ING**



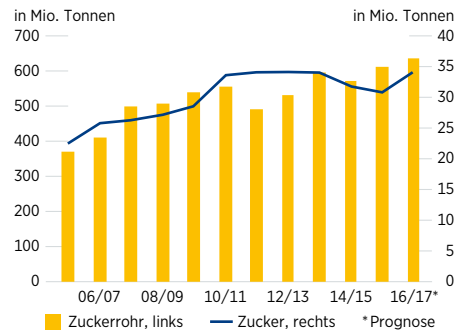
Stand: 18. Juli 2016; Quelle: Reuters  
Frühere Wertentwicklungen sind kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

**Grafik 2: Britisches Pfund auf niedrigstem Stand seit 1985**



Stand: Juli 2016; Quelle: Bloomberg

**Grafik 3: Zucker – Kräftige Erholung der Zuckerproduktion in Brasilien (Center-South Brasilien)**



Stand: Juli 2016; Quelle: Conab, Commerzbank Research



## DEUTSCHER AKTIENINDEX

»Investoren sollten nach dem Brexit-Votum die Aussichten für den DAX für das zweite Halbjahr 2016 nicht zu pessimistisch einschätzen. Denn drei Faktoren dürften den Markt stützen: das weltweit starke Wachstum der Geldmenge M1, die attraktive Bewertung und die pessimistische Stimmung unter den Anlegern. Deshalb rechnen wir für die Sommermonate weiter mit einer Seitwärtsbewegung zwischen 9.000 und 10.000 Punkten. Im Herbst könnte der DAX einen Erholungsversuch starten, wenn sich die DAX-Gewinnerwartungen – dank eines trotz Brexit robusten Wachstums im Euroraum, in den USA und China – stabilisieren sollten.« Mehr erfahren Sie ab Seite 42.

ANDREAS HÜRKAMP  
Leiter Aktienmarktstrategie,  
CM Research

### Grafik 4: Sehr attraktive DAX-Dividendenrendite

DAX-Dividendenrendite minus Rendite BBB-Unternehmensanleihen in Prozentpunkten



— Dividende minus Anleihe — Durchschnitt 14 Jahre  
Stand: Juli 2016; Quelle: Factset, Datastream, Commerzbank  
Frühere Wertentwicklungen sind kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Index	Kurs in Indexpunkten	Veränderung*		
		1 Monat	1 Jahr	5 Jahre
DAX	10.072,10	4,58 %	-13,72 %	40,03 %
MDAX	20.610,95	4,68 %	-1,84 %	93,92 %
TecDAX	1.606,91	1,28 %	-10,14 %	91,74 %
EURO STOXX 50	2.970,31	4,25 %	-19,07 %	11,77 %
Dow Jones	18.516,55	4,76 %	2,38 %	47,10 %
S&P 500	2.161,74	4,37 %	1,65 %	62,94 %
Nasdaq 100	4.589,83	4,93 %	-1,54 %	91,39 %
Nikkei 225	16.497,85	5,76 %	-20,11 %	66,82 %
Hang Seng	21.803,18	8,10 %	-14,21 %	-0,45 %

Rohstoffe	Kurs	Veränderung*		
		1 Monat	1 Jahr	5 Jahre
WTI Future	45,99 USD	-4,15 %	-9,63 %	-52,83 %
Brent Future	47,76 USD	-2,87 %	-16,36 %	-59,20 %
Gold	1.328,94 USD	2,33 %	17,18 %	-16,34 %
Silber	19,89 USD	13,68 %	33,63 %	-49,06 %
Platin	1.084,83 USD	11,85 %	9,11 %	-38,65 %
Palladium	637,97 USD	19,34 %	3,67 %	-19,24 %

Währungen	Kurs	Veränderung*		
		1 Monat	1 Jahr	5 Jahre
EUR/USD	1,1052 USD	-2,00 %	2,05 %	-21,93 %
EUR/JPY	116,7300 JPY	-0,63 %	-13,13 %	4,16 %
EUR/CHF	1,0871 CHF	0,44 %	4,39 %	-6,80 %
EUR/GBP	0,8334 GBP	6,13 %	20,02 %	-5,07 %
EUR/AUD	1,4546 AUD	-4,65 %	-1,01 %	10,30 %
USD/CHF	0,9837 CHF	2,47 %	2,31 %	19,37 %
USD/JPY	105,6200 JPY	1,40 %	-14,88 %	33,39 %

Zinsen	Zinssatz/ Kurs	Veränderung*		
		1 Monat	1 Jahr	5 Jahre
EONIA	-0,33 %	-2,35 %	-172,95 %	-122,70 %
Bund-Future	166,31 %	0,87 %	8,95 %	28,87 %
10Y Treasury Notes	130,95 %	-0,69 %	4,53 %	6,03 %

Volatilität	Kurs	Veränderung*		
		1 Monat	1 Jahr	5 Jahre
VDAX-NEW	20,61 %	-41,79 %	9,02 %	-10,72 %
VIX Future	13,75 %	-31,51 %	6,38 %	-28,57 %
VSTOXX Future	21,12 %	-44,47 %	11,35 %	-27,17 %

Stand: 18. Juli 2016; Quelle: Bloomberg, Commerzbank (eigene Berechnungen)

\*Veränderung: 1 Monat = Veränderung seit dem 17. Juni 2016;

1 Jahr = Veränderung seit dem 19. Juli 2015; 5 Jahre = Veränderung seit dem 19. Juli 2011

Frühere Wertentwicklungen sind kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Marktbericht

# Wohin mit dem ganzen Geld?



ANOUCH ALEXANDER WILHELMS  
Derivate-Experte,  
Equity Markets & Commodities

1,1 Billionen Euro – so viel horten inländische Privatpersonen auf Konten in Deutschland (siehe Grafik 1). Eine Zahl, die zunächst jedes Vorstellungsvermögen sprengt. Im Prinzip könnte man mit dem Geld alle Aktien der 30 DAX-Unternehmen kaufen. Diese sind zurzeit an der Börse zusammen rund 968 Milliarden Euro wert. Der Rest des Guthabens würde reichen, um acht Jahre lang den Bildungshaushalt des Bundes zu finanzieren. Es befinden

sich also enorme Mengen Geld auf den Konten von Privatpersonen in Deutschland. Doch das war nicht immer so. Bis in die Achtzigerjahre lag der Wert unter 100 Milliarden Euro. Noch zur Jahrtausendwende waren es 250 Milliarden Euro und bis zur Finanzkrise hatte sich der Wert auf 460 Milliarden Euro gesteigert.

Doch in den vergangenen acht Jahren hat der Betrag noch einmal enorm zugenommen. Von 460 Milliarden Euro stiegen die Sichteinlagen auf mehr als 1.100 Milliarden Euro. Damit hat sich der Wert in den letzten Jahren fast verdreifacht. Die Gründe für

diese Entwicklung liegen auf der Hand. Vor allem die niedrigen Zinsen sind hier zu nennen. Noch in den Achtzigerjahren lag die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe bei über 10 Prozent. Da war der Anreiz, das Geld einfach auf dem Konto liegen zu lassen, noch sehr gering. Zudem lag die Inflation damals auf einem Niveau zwischen 3 und 7 Prozent. Heute liegen die Zinsen für zehnjährige Bundesanleihen bei 0 Prozent bzw. knapp darunter und auch die Inflation liegt mit nur 0,3 Prozent auf sehr niedrigem Niveau (siehe Grafik 2). Ob das Geld nun im Sparstrumpf steckt oder auf dem Konto liegt, der Unterschied ist kaum mehr zählbar. Viele können sich deshalb die Frage heute nicht mehr beantworten, wohin mit dem Geld. Die Alternativen sind rar gesät und wer das Risiko scheut, wird über kurz oder lang mit Null- und Negativzinsen leben müssen.

Dividenden scheinen einen Ausweg aus dieser Misere zu bieten. Allerdings scheuen viele immer noch das Aktienkursrisiko, das mit Dividenden einhergeht. Darüber hinaus ist es auch nicht sicher, ob die Dividende überhaupt oder zumindest in der erwarteten Höhe bezahlt wird. Wer hier jedoch investiert, wird aktuell im DAX mit Renditen von bis zu 5 Prozent belohnt.

»Es befinden sich enorme Mengen Geld auf den Konten von Privatpersonen in Deutschland.«

## Aktienanleihe Classic auf BASF

Zinssatz p.a.	WKN	Bewertungstag	Basispreis	Rückzahlung	Abwicklung	Geld-/Briefkurs
8,75 %	CD6 UGP	15.06.2017	69,62 EUR	100 %/14,36 Aktien	Physische Lieferung/bar	100,06/100,16 %

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

Die Darstellung des genannten Produkts erfolgt lediglich in Kurzform. Die maßgeblichen Produktinformationen stehen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.





Wer nicht gleich zu Aktien greifen will und die Investition nicht mehr in Anleihen direkt tätigen möchte, der kann durchaus mit Aktienanleihen eine geeignete Alternative finden. Erst kürzlich hat die Commerzbank beispielsweise eine Aktienanleihe Classic auf BASF (WKN: CD6 UGP) begeben. Sie notiert aktuell knapp unter 100 Prozent und ist mit einem Kupon in Höhe von 8,75 Prozent p.a. ausgestattet. Die Rückzahlung erfolgt entweder zu 100 Prozent oder in Aktien von BASF. Dabei spielt der Basispreis eine besondere Rolle. Liegt der Kurs von BASF am Laufzeitende oberhalb des Basispreises von 69,62 Euro (aktueller Kurs von BASF: 71,44 Euro; Stand: 15. Juli 2016), dann wird die Aktienanleihe zu 100 Prozent zurückgezahlt. Liegt der Kurs darunter, erhält der Investor 14,36 BASF-Aktien je 1.000 Euro nominal

eingesetztes Kapital. Vergleicht man die Aktienanleihe mit dem Direktkauf der Aktie, ergibt sich ein schlüssiges Bild, wann es sinnvoll ist, die Aktie selbst zu kaufen, und wann die Aktienanleihe Classic von Vorteil ist. In diesem Beispiel wird der Aktienkurs zum Laufzeitende der

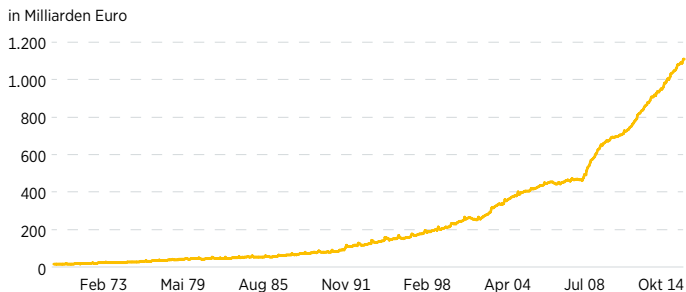
»Wer nicht gleich zu Aktien greifen will, der kann durchaus mit Aktienanleihen eine geeignete Alternative finden.«

Aktienanleihe simuliert (siehe Grafik 3). Der Bewertungstag ist in etwa einem Jahr, am 15. Juni 2017. Während dieser Zeit wird BASF voraussichtlich eine Dividende in Höhe von 3,00 Euro auszahlen (Quelle: Bloomberg). Ohne Berücksichtigung von Steuer-effekten entspricht dies einer Dividendenrendite von aktuell etwa 4,2 Prozent. Wenn die Aktie am 15. Juni 2017 wieder bei 71,44 Euro steht, verdient der Inhaber der Aktienanleihe 8,6 Prozent und ist damit klar im Vorteil. Der Aktieninhaber erzielt im Vergleich nur 4,2 Prozent. Wenn der Kurs von BASF um 20 Prozent fällt, spielt die Aktienanleihe ebenfalls ihre Stärken aus. Zwar erleidet auch der Aktienanleiheninhaber einen Verlust in Höhe von 9,4 Prozent, dem gegenüber steht aber der Aktieninhaber, der trotz Dividende einen Verlust in Höhe von 15,8 Prozent verkraften muss. Nur wenn der Kurs von BASF stark steigt, ist der Kauf der Aktie lohnenswerter. In diesem Beispiel steigt die Aktie um 20 Prozent. Der Aktienkäufer vereinnahmt die Dividende und den Kursgewinn, wohingegen die Aktienanleihe den Maximalertrag von 8,6 Prozent erreicht.

Aktuell bietet die Commerzbank mehr als 6.000 unterschiedliche Aktienanleihen an. Hauptsächlich auf Einzelaktien aus dem DAX sowie auf weitere europäische und US-Einzelaktien.

**Grafik 1: Sichteinlagen**

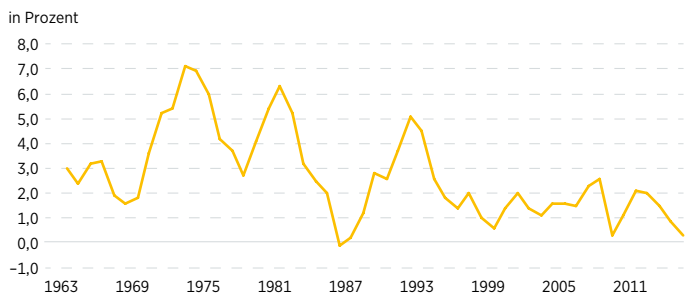
Einlagen und aufgenommene Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland von inländischen Privatpersonen und Organisationen ohne Erwerbszweck



Stand: Mai 2016; Quelle: Deutsche Bundesbank

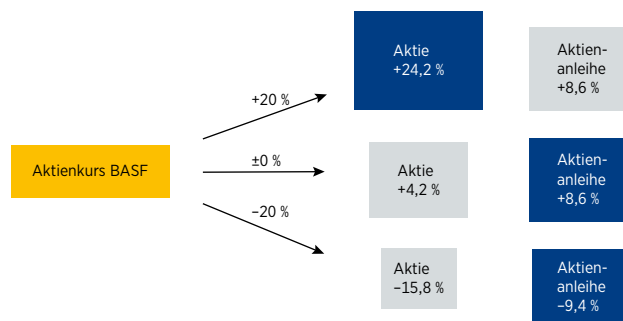
**Grafik 2: Verbraucherpreisindex**

Veränderung auf Jahresbasis



Stand: Juli 2016; Quelle: Statistisches Bundesamt

**Grafik 3: Vergleich Aktie vs. Aktienanleihe**



Stand: Juli 2016; Quelle: Commerzbank



Zahlen &amp; Fakten

# Meistgehandelte Anlage- und Hebelprodukte

Vorläufig scheint der Brexit verdaut. Die Aktienmärkte konnten die Verluste vom Tag nach dem Referendum größtenteils wettmachen und allen voran eilen die US-Indizes von einem Allzeithoch zum nächsten. Im Zertifikatebereich wurden vor allem Trading-Produkte und Discount-Zertifikate stark nachgefragt.



ANOUCH ALEXANDER WILHELMS  
Derivate-Experte,  
Equity Markets & Commodities

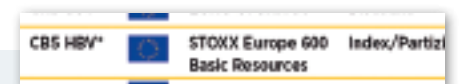
## Top-Anlageprodukte

Rang	WKN	Basiswert	Zertifikatstyp	Ausstattungsmerkmale
1	CD2 JKY	DAX	Index/Partizipation	Unlimited; Bezugsverhältnis 100:1
2	CD6 NRP	MDAX	Discount	09/16; Cap 24.000 Pkt.
3	CR0 DAD*	ThyssenKrupp	Discount	09/16; Cap 14,50 EUR
4	DR5 XTG*	ShortDAX	Index/Partizipation	Unlimited; Bezugsverhältnis 100:1
5	CN3 K2K*	Allianz	Discount	12/17; Cap 120,00 EUR
6	CN4 ETR*	EURO STOXX 50	Discount	10/16; Cap 2.200 Pkt.
7	CN3 K2R*	Allianz	Discount	12/17; Cap 130,00 EUR
8	CN9 8YW*	DAX	Reverse Capped Bonus	10/16; Barriere 13.050 Pkt.
9	CR9 U9Y*	EURO STOXX 50	Discount	12/16; Cap 2.700 Pkt.
10	<b>CB5 HBV*</b>	<b>STOXX Europe 600 Basic Resources</b>	<b>Index/Partizipation</b>	<b>Unlimited; Bezugsverhältnis 10:1</b>
11	CD2 K6A*	EURO STOXX 50	Reverse Capped Bonus	12/16; Barriere 3.325 Pkt.
12	CD1 G8U*	Daimler	Discount	06/18; Cap 42,00 EUR
13	CD0 5WC*	Linde	Discount	12/16; Cap 126,00 EUR
14	CD1 84R*	DAX	Discount	06/17; Cap 9.000 Pkt.
15	CD2 KRL	Deutsche Bank	Capped Bonus	09/16; Cap 16,90 EUR

Stand: 15. Juli 2016; Betrachtungszeitraum: 15. Juni 2016 bis 14. Juli 2016

Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

\* Der Primärmarkt ist für dieses Produkt beendet. An- und Verkäufe finden nur noch im Sekundärmarkt über die üblichen Börsen und Finanzintermediäre statt. Die Emittentin stellt im Rahmen ihrer Funktion als Market Maker während der Börsenhandelszeiten weiter An- und Verkaufskurse.



»Rio Tinto, Glencore und BHP Billiton stehen zusammen für fast 50 Prozent des Gewichts des STOXX Europe 600 Basic Resources Index. Insgesamt umfasst der Index 28 Unternehmen. Das Index-Zertifikat ist kostengünstig, da keine Managementgebühr anfällt und die Dividenden in den Index reinvestiert werden (Net Return). Die Differenz zwischen An- und Verkaufskurs liegt bei nur 0,10 Prozent. Der Index selbst konnte sich von seinen Tiefständen im Januar 2016 ordentlich erholen und legte seitdem rund 60 Prozent zu. Das Index-Zertifikat schaffte es im letzten Monat unter die Top 10 der beliebtesten Anlagezertifikate bei der Commerzbank.«



3		Gold
---	--	------

»Gold setzte sich im vergangenen Monat auf Platz 3 der beliebtesten Basiswerte im Zertifikatebereich. Kein Wunder, denn das Edelmetall hat nach dem Referendum in Großbritannien nicht nur deutlich die 1.300-US-Dollar-Marke überschritten, sondern auch die Marke von 1.350 US-Dollar. Vor allem Turbo-Zertifikate standen im Fokus der Anleger.«

### Top-15-Basiswerte

Rang		Basiswert
1		DAX
2		EURO STOXX 50
3		Gold
4		Brent-Öl
5		Deutsche Bank
6		Daimler
7		Allianz
8		Euro-Bund-Future
9		BASF
10		BMW
11		Commerzbank
12		Bayer
13		Münchener Rück
14		SAP
15		Volkswagen

Stand: 15. Juli 2016

Betrachtungszeitraum: 15. Juni 2016 bis 14. Juli 2016

Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

### Top-Hebelprodukte

Turbo-Zertifikate	WKN	Basiswert	Ausstattungsmerkmale
1		CD6 8QZ DAX	Bull; 08/16; Hebel 10,0
2		CD0 SDY* DAX	BEST; Bear; Hebel 27,9
3		CD7 AKP DAX (+ X-DAX)	Bull; 08/2016; Hebel 8,9
4		CR1 RG1* DAX	BEST; Bull; Hebel 4,0
5		CD4 ZNS Euro-Bund-Future	BEST; Bear; Hebel 47,1

Faktor-Zertifikate	WKN	Basiswert	Ausstattungsmerkmale
1		CD4 H1F DAX Future	Faktor 12 x Short
2		CD4 H15 DAX Future	Faktor 12 x Long
3		CD4 H1E DAX Future	Faktor 10 x Short
4		CD4 H18 DAX Future	Faktor 4 x Short
5		CD4 H12 DAX Future	Faktor 8 x Long

Optionsscheine	WKN	Basiswert	Ausstattungsmerkmale
1		CR7 WWJ* DAX	Put; 12/16; 13.350 Pkt.
2		CR5 05E* DAX	Call; 12/16; 10.000 Pkt.
3		CD5 BWZ DAX	Put; 12/17; 11.450 Pkt.
4		CR3 BKA Daimler	Call; 03/17; 58 EUR
5		CR5 060* DAX	Call; 12/16; 11.000 Pkt.

Stand: 15. Juli 2016; Betrachtungszeitraum: 15. Juni 2016 bis 14. Juli 2016

Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

\*Der Primärmarkt ist für dieses Produkt beendet. An- und Verkäufe finden nur noch im Sekundärmarkt über die üblichen Börsen und Finanzintermediäre statt. Die Emittentin stellt im Rahmen ihrer Funktion als Market Maker während der Börsenhandelszeiten weiter An- und Verkaufskurse.

4		CR1 RG1* DAX	BEST
5		CD4 ZNS Euro-Bund-Future	BEST

»Wann gibt es wieder Zinsen? Auf die Frage wissen auch die meisten Experten keine Antwort. Die Anleger im Zertifikatebereich gehen mehrheitlich von einer Zinssteigerung aus, da hauptsächlich Turbo-Zertifikate Bear auf den Euro-Bund-Future gekauft werden. Steigen die Zinsen, fällt der Euro-Bund-Future und Bear-Zertifikate steigen im Wert. Kurz nach dem Votum über den Brexit in Großbritannien markierte der Euro-Bund-Future sein neues Allzeithoch bei 168,86 Euro.«





Titelthema

# Brexit – Wie geht es weiter?



DR. JÖRG KRÄMER  
Chefvolkswirt Commerzbank

**Der Brexit stand in den vergangenen Wochen im Mittelpunkt der Finanz- und Kapitalmärkte. Wir sehen mehr und mehr Anzeichen, dass es am Ende zu einer gütlichen Einigung zwischen der EU und Großbritannien kommen wird. Die zurzeit hohe Unsicherheit an den globalen Finanzmärkten dürfte in den kommenden Wochen schrittweise sinken. Deshalb wird das Wirtschaftswachstum im Euroraum kaum belastet werden. Wir erwarten gegen Jahresende weiter eine Lockerung der EZB-Politik – vor allem wegen der anhaltend niedrigen Kerninflation. Die auf die noch volatilen Finanzmärkte fokussierte Fed dürfte ihren Leitzins nicht bereits im Sommer, sondern erst gegen Jahresende anheben.**

## **Brexit wahrscheinlicher als Breain**

Als Erstes diskutierten wir die Frage, ob ein Brexit vielleicht doch noch verhindert wird. Zwar hat inzwischen Theresa May, bislang britische Innenministerin, die Nachfolge von Premierminister David Cameron angetreten. Zumindest auf innenpolitischer Seite scheint damit wieder Ordnung einzukehren. Schließlich hatte Cameron seinem Nachfolger die Aufgabe, den Austritt Großbritanniens aus der EU zu beantragen, überlassen. Nichtsdestoweniger herrscht noch immer auf verschiedenen Ebenen Unklarheit.

So sollte May wohl kaum etwas anderes übrig bleiben, als dem demokratischen Votum der Briten zu folgen und gemäß Artikel 50 des EU-Vertrags den Austritt bei der EU zu beantragen. Nur wenn die öffentliche Meinung noch stärker kippt und die EU wider Erwarten bei einer kompromisslosen Haltung bleibt und Großbritannien nach einem EU-Austritt den Zugang zum Binnenmarkt verweigert, wäre es denkbar, dass die neue Premierministerin den Austrittsantrag nicht stellt, zumal die Mehrheit der Mitglieder im Unterhaus gegen einen Brexit ist. Aber alles in allem erscheint ein Brexit mit 60 Prozent wahrscheinlicher als ein Verbleib in der EU (40 Prozent).

Sollte Premierministerin May Artikel 50 aktivieren, bleibt dann noch die Ungewissheit darüber, ob es zu einer gütlichen Einigung mit der EU kommt, das heißt, ob Großbritannien weiterhin Zugang zum EU-Binnenmarkt erhält oder nicht.

## **Gütliche Einigung wahrscheinlicher**

Danach haben wir die Frage gestellt, was am Ende der Trennung Großbritanniens von der EU steht: eine gütliche Einigung, die Großbritannien wie dem Nicht-EU-Land Norwegen Zugang zum EU-Binnenmarkt gewährt, oder ein kompletter Rauswurf aus



dem Binnenmarkt, der zu Zöllen im Warenhandel zwischen Großbritannien und der EU führen würde. Darüber mussten wir nicht lange diskutieren. Schließlich hatten wir uns schon vor der Volksabstimmung auf das Szenario einer gütlichen Einigung festgelegt – vor allem, weil die EU ein starkes wirtschaftliches Eigeninteresse daran hat, Großbritannien als ihren zweitwichtigsten Handelspartner in der einen oder anderen Form im Binnenmarkt zu halten. Dazu passt, dass sich die 27 EU-Länder auf ihrem informellen Gipfel am Mittwoch nach der Volksabstimmung darauf verständigt haben, Großbritannien Zugang zum Binnenmarkt zu

gewähren, natürlich nur wenn es die Arbeitnehmerfreizügigkeit akzeptiert. Diese Bedingung zu schlucken, wird dadurch einfacher, dass Großbritannien außerhalb der EU mehr Freiheiten hätte, Sozialhilfe für aus der EU stammende Ausländer zu kürzen, was die Zuwanderung faktisch begrenzen würde.

#### **Globale Unsicherheit dürfte Höhepunkt schon überschritten haben**

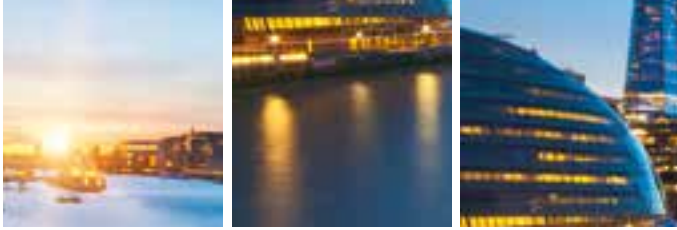
Auch wenn es am Ende wohl zu einer gütlichen Einigung kommt, wird wohl noch einige Zeit vergehen, bis dies klar ist. Denn die Trennungsverhandlungen werden sich mindestens zwei Jahre hinziehen. Unter dieser Unsicherheit dürfte insbesondere die britische Wirtschaft und das Pfund leiden. Darum haben wir unsere Wachstumsprognosen für Großbritannien gesenkt (siehe Infokasten) und unsere Jahresendprognose für den Euro/Britisches Pfund-Wechselkurs auf 0,88 angehoben. Natürlich ist es auch für viele nicht britische Unternehmen von großer Bedeutung, ob Großbritannien nach dem Brexit weiterhin Teil des Binnenmarkts sein wird. Aber aus volkswirtschaftlicher Sicht halten sich die Effekte zum Beispiel für Deutschland oder die USA in Grenzen. Darum gehen wir davon aus, dass die an den globalen Finanzmärkten vorherrschende, zurzeit noch hohe Unsicherheit in den kommenden Wochen nach und nach zurückgehen dürfte, einen globalen Unsicherheitsschock wie nach der Lehman-Pleite wird es wohl kaum geben.

#### **Euroraum-Wachstum: Keine nennenswerte Belastung**

Der Brexit löst keinen globalen Unsicherheitsschock aus. Seine Folgen dürften auch weniger schlimm sein als die der Staatsschuldenkrise, die über mehrere Quartale beträchtliche Zweifel am Überleben der Währungsunion genährt hatte, was in den Jahren 2012 und 2013 zu einer leichten Rezession im Euroraum geführt hatte. Auf unserer monatlichen Prognosesitzung haben wir unsere Vorhersage bestätigt, dass das Bruttoinlandsprodukt im dritten und vierten Quartal gegenüber dem jeweiligen Vorquartal um moderate 0,3 Prozent zunehmen wird.

#### **WENIGER WACHSTUM IN GROSSBRITANNIEN, BOE SENKT ZINSEN**

Wir haben unsere Prognose für das Wachstum der britischen Wirtschaft wegen des Austrittsbeschlusses deutlich gesenkt. Viele Geschäftspläne werden nicht nur durch das Abstimmungsergebnis, sondern auch durch das Fehlen einer handlungsfähigen Regierung in Frage gestellt. Daher dürften etliche Unternehmen ihre Investitionsvorhaben überdenken. Wegen des zu erwartenden Einbruchs bei den Investitionen wird das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal wohl um 0,4 Prozent schrumpfen, wobei die Nachwirkungen noch länger zu spüren sein dürften. Auch im vierten Quartal dürfte die Wirtschaft etwas schrumpfen. Wenn die Unsicherheit dann abnimmt, dürfte im Laufe von 2017 eine moderate Erholung folgen. Insgesamt haben wir unsere Wachstumsprognosen für 2016 und 2017 auf 1,2 bzw. 0,5 Prozent (bisher: 1,9 und 2,2 Prozent) gesenkt. Wir erwarten, dass die Bank of England (BoE) mit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte im dritten Quartal 2016 reagiert, auch wenn das schwache britische Pfund (Rückgang um 8 Prozent auf handelsgewichteter Basis gegenüber dem Tag der Abstimmung) die Importe verteuert und damit etwas Aufwärtssdruck auf die Inflation auslöst.



Dass wir dennoch unsere Prognose für das gesamte Jahr 2016 von 1,3 auf 1,5 Prozent angehoben haben, liegt nur daran, dass die Statistiker das Wirtschaftswachstum für das vierte Quartal 2015 und das erste Quartal 2016 um jeweils 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert haben. Das hat die Ausgangsbasis für die 2016er-Prognose erhöht, was wir nicht ignorieren können.

### **EZB: Im Zweifel legt sie nach**

Wir erwarten schon seit langem, dass die EZB ihre Geldpolitik im vierten Quartal noch einmal lockert. Dahinter steht die Erwartung, dass die Kerninflation bei nur knapp 1 Prozent verharrt und nicht – wie von der EZB gewünscht – Richtung 2 Prozent steigt. Dieses Zurückbleiben der Kerninflation macht die EZB irgendwann müde, sodass sie noch einmal nachlegen dürfte, wenn sich ihr Blick gegen Jahresende ins kommende Jahr richtet. Nach der Brexit-Entscheidung hat der Markt eine solche Lockerung insofern eingepreist, als er bis September eine Wahrscheinlichkeit von fast 100 Prozent sieht, dass der Einlagesatz um 10 Basispunkte sinkt.

Es wurde diskutiert, ob die EZB diesen Schritt nicht schon im dritten Quartal vollzieht. Dafür spricht natürlich die vom Brexit ausgehende Unsicherheit. Sinkt sie nicht wie von uns erwartet, könnte die EZB in der Tat früher handeln. Aber EZB-Präsident Draghi erwartet keine wesentliche Belastung der Konjunktur im Euroraum. Schließlich rechnet er dem Vernehmen nach wegen des Brexits über drei Jahre insgesamt nur mit 0,3 bis 0,5 Prozentpunkten weniger Wachstum, was auf die einzelnen Jahre verteilt unwesentlich ist. Außerdem hat die EZB gerade erst mit dem Kauf von Unternehmensanleihen begonnen; sie wird abwarten wollen, wie sich das auswirkt. Wir halten also fest an unserer Prognose, dass die EZB im vierten Quartal beschließt, Anleihen über den angedachten Endzeitpunkt März 2017 hinaus zu kaufen sowie ihren Einlagesatz von –0,4 auf –0,5 Prozent zu senken. Um die Profitabilität der Banken nicht zusätzlich zu belasten und das Signal der Zinssenkung so abzuschwächen, dürfte die EZB außerdem beschließen, dass Banken den Strafzins nicht für die gesamten Überschussreserven zu zahlen haben.

### **Fed-Zinserhöhung: Der Sommer ist vom Tisch**

Es wurde aber nicht nur intensiv über die EZB, sondern auch über die US-Notenbank gesprochen. Im Mai hatte die Fed eine Kommunikationsoffensive gestartet und eine Leitzinserhöhung für Juni oder Juli in Aussicht gestellt. Nach dem enttäuschenden Mai-Arbeitsmarktbericht ist sie zurückgerudert. Nach dem überraschenden Brexit-Votum haben die Marktteilnehmer Leitzins-

erhöhungen noch in diesem Jahr fast völlig ausgepreist. Vor einem Monat waren wir davon ausgegangen, dass die Briten sich für einen Verbleib in der EU aussprechen. Das war zusammen mit der Erwartung eines wieder ordentlichen Juni-Arbeitsmarktberichts der Hauptgrund, warum wir für den Sommer (Juli) eine Leitzinserhöhung erwartet hatten. Die vom Brexit ausgelösten Kursturbulenzen haben eine Zinserhöhung im Sommer vom Tisch gewischt. Zwar ist ein Zinsschritt im September weiterhin möglich, wenn sich der magerere Stellenzuwachs im Mai als Ausreißer herausstellt. Aber alles in allem scheint ein Zinsschritt erst im Dezember wahrscheinlicher – zumal die Marktteilnehmer für dieses Jahr keinerlei Zinserhöhung erwarten. Danach erwarten wir wie bisher eine Leitzinserhöhung je Halbjahr. Wir rechnen hier mit mehr als der Markt, weil in den USA bei einer Arbeitslosenquote von 4,7 Prozent fast Vollbeschäftigung herrscht und die Kerninflation auf Basis des Deflators des privaten Verbrauchs nur noch knapp unter dem 2-Prozent-Ziel der Fed liegt.

---

»Nach dem überraschenden Brexit-Votum haben die Marktteilnehmer Leitzinserhöhungen noch in diesem Jahr fast völlig ausgepreist.«

---

### **Märkte: DAX-Ziel und Euro/Britisches Pfund-Wechselkurs unverändert**

Unsere wichtigen Marktprognosen haben wir weitgehend bestätigt. So sehen wir den Euro/Britisches Pfund-Wechselkurs am Jahresende weiter bei 1,08. Das Abklingen des Brexit-Schocks stützt zwar diesen Wechselkurs, aber das schrittweise Wiedereinpreisen von Fed-Zinserhöhungen belastet ihn. Erst im kommenden Jahr dürfte sich beim Euro/Britisches Pfund-Wechselkurs ein leichter Abwärtstrend einstellen, weil die US-Wirtschaft immer mehr durch Vollbeschäftigung geprägt sein wird.

Der DAX sollte sich mit der nachlassenden Unsicherheit über den EU-Austritt Großbritanniens erholen. Enden im Herbst die negativen Gewinnrevisionen der Analysten, besteht weiteres Aufholpotenzial beim DAX. Wir bestätigen unsere Jahresendprognose von 11.200 Punkten.

Die Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen sind wegen des Brexits unter 0 Prozent gefallen. Die nachlassende Risikoaversion spricht dafür, dass sie sich im zweiten Halbjahr wieder Richtung 0 bewegen. Unsere Jahresendprognose haben wir also um 20 Basispunkte gesenkt.



## BREXIT: DIE WICHTIGSTEN VÖLKERRECHTLICHEN FRAGEN

Juristisch stellt der Austritt eines Landes aus der Europäischen Union Neuland dar. Deshalb gibt es auf viele völkerrechtliche Fragen keine eindeutigen Antworten. Trotzdem versuchen wir im Folgenden, auf wichtige Fragen eine (vorläufige) Antwort zu geben:

### • Kann die EU Großbritannien zum Austritt zwingen?

Es ist davon auszugehen, dass die EU intern die Möglichkeit prüft, Großbritannien zu zwingen, den Austritt nach Artikel 50 zu erklären, um eine unendliche Hängepartie zu verhindern. Doch dies ist rechtlich nicht möglich. Der Ausschluss eines Landes aus der EU ist nicht vorgesehen. Selbst wenn ein Land nachhaltig gegen die Rechte, Freiheiten und Grundsätze verstößt, die in der Charta der Grundrechte der EU niedergelegt sind, kann ihm maximal das Stimmrecht entzogen werden.

### • Wer darf die Scheidung beantragen?

Premierminister David Cameron hat nach dem Sieg der Brexit-Befürworter erklärt, dass die Austrittsverhandlungen von einem neuen Premierminister geführt werden. Doch kann dieser alleine entscheiden, dem EU-Rat gemäß Artikel 50 EUV die Absicht Großbritanniens mitzuteilen, aus der EU auszutreten? Es gibt durchaus ernstzunehmende Stimmen, nach denen die Aktivierung des Artikels 50 vom britischen Parlament beschlossen werden muss, da sie die Zukunft Großbritanniens massiv beeinflusst.

Wir gehen davon aus, dass der neue Premierminister in jedem Fall bei einer so wichtigen Entscheidung die Zustimmung des Parlaments einholen wird. Und diese dürfte er auch bekommen. Denn mit der Wahl eines neuen, EU-kritischen Premierministers stimmt faktisch bereits eine Mehrheit des Parlaments für einen EU-Austritt.

### • Kann Schottland durch ein Veto den Brexit verhindern?

In Schottland sucht die Regionalregierung nach Wegen, Schottland in der EU zu halten. Doch einen Brexit wird sie nicht verhindern können. Nach dem Scotland Act von 1998 muss das schottische Parlament zwar am Ende der Austrittsvereinbarung mit der EU zustimmen. Doch damit ließe sich der Brexit nicht verhindern, wenn Artikel 50 aktiviert ist. Es käme allenfalls zu einem Austritt ohne Vereinbarung mit der EU. Bei der Aktivierung von Artikel 50 hat das schottische Parlament kein Mitspracherecht.

### • Gibt es ein Rücktrittsrecht von Artikel 50?

Die Völkerrechtler des Centrums für Europäische Politik gehen aus zwei Gründen davon aus, dass Artikel 50 nicht gestoppt werden kann, wenn er gestartet wurde. Zum einen handelt es sich um eine Lex specialis, also eine sehr konkrete Regelung. Deshalb müsste eine mögliche Deaktivierung des Austrittsprozesses im Artikel selbst genannt sein. Zum anderen ist insbesondere die Sunset Clause, nach der der Austritt nach Ablauf von zwei Jahren nach

der Notifikation einseitig wirksam wird, ein inhaltlicher Hinweis, dass der Automatismus nicht mehr gestoppt werden kann. Ein Abbruch von Artikel 50 würde dem widersprechen. Theoretisch könnte der Artikel 50 innerhalb der zwei Jahre geändert werden. Doch dies wird nicht geschehen, weil dafür eine Änderung der EU-Verträge nötig wäre, die eine Zustimmung aller EU-Länder erfordern würde.

### • Was kann im Austrittsabkommen vereinbart werden?

Gemäß Art. 50 Abs. 2 S. 2 EUV legt der Europäische Rat die Leitlinien fest, auf deren Grundlage die EU-Kommission mit dem ausscheidenden Mitgliedsstaat ein Austrittsübereinkommen verhandelt. Darin sollen die künftigen Beziehungen des ausscheidenden Staats mit der Union umrissen werden. Entgegen den Äußerungen von EU-Ratspräsident Tusk steht damit auch der Zugang Großbritanniens zum Binnenmarkt auf der Agenda. Behandelt werden können aber auch konkrete Fragen, wie etwa mögliche Kompensationen in beiden Richtungen, das Schicksal laufender Verfahren vor dem Europäischen Gerichtshof bzw. im Verwaltungsbereich, die fortlaufende oder endende Beteiligung des austretenden Staats bei laufenden Projekten oder das Schicksal der britischen Angestellten bei den europäischen Institutionen.

### • Wer muss dem Austrittsvertrag zustimmen?

Ist der Austrittsvertrag ausgehandelt, wird er vom Europäischen Rat im Namen der Europäischen Union abgeschlossen. Hierfür ist eine qualifizierte Mehrheit – also 55 Prozent der Mitgliedsstaaten, die mindestens 65 Prozent der Bevölkerung ausmachen – ohne den ausscheidenden Mitgliedsstaat notwendig. Ein einzelnes EU-Land kann also den Austrittsvertrag nicht verhindern. In Großbritannien wird der Premierminister das Verhandlungsergebnis aller Voraus-sicht nach dem Parlament zur Abstimmung vorlegen.

### • Was passiert, wenn sich EU und Großbritannien nicht einigen?

Wenn sich Großbritannien und die Europäische Union nicht über die Modalitäten des Austritts einigen, wird der Austritt nach Ablauf von zwei Jahren nach der Notifikation einseitig wirksam (sogenannte »Sunset Clause«). Ab diesem Zeitpunkt finden die Verträge und damit die gesamte Unionsrechtsordnung auf den ausgetretenen Staat keine Anwendung mehr. Die zukünftigen Beziehungen regeln sich dann nach dem allgemeinen Völkerrecht. Allerdings kann nach Art. 50 Abs. 3 EUV der Europäische Rat im Einvernehmen mit dem Austrittskandidaten die Zweijahresfrist verlängern.





## Brexit: Wer ist der Nächste?

Nach dem Austrittsvotum der Briten untersuchen wir, welches Land Großbritannien folgen könnte und wie gefährlich das für die Stabilität der Währungsunion ist. Denn das eigentliche Risiko des Brexits besteht darin, dass weitere EU-Länder folgen und dies die Währungsunion sprengt – mit ungeahnten Folgen für die europäischen Volkswirtschaften. Doch welche EU-Länder könnten dem Beispiel Großbritanniens folgen?

### Mitteuropäische EU-Länder: Putin-Angst und EU-Transfers verhindern Austritte

In der Flüchtlingskrise sind viele mitteleuropäische Länder auf Distanz zur Flüchtlingspolitik der EU gegangen. Außerdem haben die rechtskonservativen Regierungen Polens und Ungarns völlig andere gesellschaftspolitische Vorstellungen als die Mehrheit der EU-Länder. Trotz dieser tiefgreifenden politischen Differenzen sehen wir aus zwei Gründen geringe Austrittsrisiken für die mitteleuropäischen Staaten:

- **Putin-Angst:** Nachdem Russland Teile der Ukraine annektiert und damit zum ersten Mal seit Ende des Zweiten Weltkriegs in Europa Grenzen gewaltsam verschoben hat, ist bei vielen mitteleuropäischen EU-Ländern die Angst vor Putins Russland gestiegen. Das gilt besonders für die baltischen Staaten, Polen und Rumänien. Sie setzen deshalb mehr denn je auf eine enge Integration in den Westen. Dafür steht neben der Mitgliedschaft in der Nato die in der EU.

- **EU-Transfers:** Die mitteleuropäischen Länder sind Nettoempfänger von EU-Transfers (siehe Tabelle 1 auf Seite 19). So erhält Ungarn einen Betrag, der beachtlichen 5,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts entspricht. In Zeiten einer schwach wachsenden Weltwirtschaft sind diese EU-Mittel sehr willkommen, was gegen einen EU-Austritt spricht. Insofern wundert es nicht, dass sich sogar der ungarische Ministerpräsident Orbán für einen Verbleib Großbritanniens in der Währungsunion ausgesprochen hatte.

### Südliche Peripherie: Stabilitätsimport spricht gegen EU-Austritt

Den südeuropäischen Ländern wie Griechenland, Italien, Spanien und Portugal ist die Mitgliedschaft in der Währungsunion schlecht bekommen. Nachdem die niedrigen Zinsen in den Jahren nach dem EWU-Beitritt das Wirtschaftswachstum angefacht hatten, fiel der Boom in der Finanzkrise in sich zusammen. Die wirtschaftlichen Probleme (mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, ineffiziente staatliche Verwaltungen etc.) wurden sichtbar und die Arbeitslosigkeit schoss in die Höhe. Folglich ist die EU in vielen dieser Länder sehr unbeliebt.

Natürlich könnten die hochverschuldeten Länder im Süden Europas die Währungsunion verlassen, indem sie die EU-Mitgliedschaft kündigen, die Voraussetzung für eine Mitgliedschaft in der Währungsunion ist. Ein solcher Beschluss könnte entweder durch die Parlamente oder durch Volksabstimmungen herbeigeführt werden, die in Portugal, Spanien und Griechenland (nicht in

Italien) möglich sind (siehe Tabelle 1). Die neuen nationalen Währungen wären sicherlich schwächer als der Euro. Um der erwarteten Abwertung zu entgehen, würden Privatpersonen und Unternehmen Guthaben von ihren Banken abheben und in Kernländer wie Deutschland überweisen. Damit das Bankensystem nicht trockenläuft und zusammenbricht, müssten die austrittswilligen Länder rasch ihre Banken schließen und Kapitalver-

kehrskontrollen verhängen.

»Das Schicksal der Währungsunion entscheidet sich eher im Kern der Währungsunion.«

Währenddessen könnten sie die Bankguthaben per Gesetz auf eine neue Währung umstellen und Geldscheine umstempeln. Allerdings hat selbst Griechenland auf dem

Höhepunkt der Krise im Sommer 2015 genau dies

nicht gewagt. Und das hatte einen guten Grund. Die südlichen EU-Länder haben keine Stabilitätskultur. Eine neu eingeführte Währung würde am Devisenmarkt massiv abwerten. Ausländische Lieferanten würden sie zunächst wohl nicht akzeptieren; die Devisen würden schnell knapp und das austretende Land könnte seine Importe nicht mehr bezahlen. Den Unternehmen gingen Vorprodukte aus. Die Inflation schösse in die Höhe. Eine wirtschaftlich chaotische Phase wäre unvermeidlich. All das spricht dafür, dass auch Italien, Spanien und Portugal im Euro-Raum bleiben. So fordert nicht einmal die spanische Linkspartei Podemos einen Austritt.

#### **Kernländer entscheidend für das Schicksal der Währungsunion**

Anders als ein südliches Peripherieland müsste ein Kernland der Währungsunion nicht eine massive Kapitalflucht befürchten, weil es nach einem EWU-Austritt mit einer eigenen, stabilen Währung eher Kapital von außen anziehen würde. Zwar würde diese Währung stark aufwerten, was zusammen mit der Unsicherheit über die Stabilität der restlichen Währungsunion zu einer scharfen Rezession führen würde. Aber ist der politische Frust über das Nicht-Funktionieren der Währungsunion und den Risikotransfer zulasten der Kernländer erst einmal hoch genug, könnte ein von EU-Gegnern geführtes Kernland eher als ein Peripherieland das Wagnis eingehen, die Währungsunion per Parlamentsbeschluss oder Volksabstimmung (nicht in Deutschland, siehe Tabelle 1) zu verlassen. Das Schicksal der Währungsunion entscheidet sich damit eher im Kern als am Rand der Währungsunion. Zwar erwarten wir in unserem Hauptszenario für die kommenden Jahre keine Austritte. Aber das Restrisiko hierfür ist sicher gestiegen, besonders in Kernländern wie Österreich und Holland.

#### **ÖSTERREICH: HÖHERE AUSTRITTSRISIKEN, WEIL DIE EU SEHR UNBELIEBT IST**

In Österreich finden Anti-EU-Positionen einen breiten Rückhalt. Das hat auch die Wahl zum Bundespräsidenten gezeigt. Schließlich bekam der Kandidat der EU-skeptischen FPÖ in der ersten Wahlrunde mit Abstand die meisten Stimmen und unterlag in der zweiten Runde denkbar knapp seinem (proeuropäischen) Gegner von den Grünen. Viele Umfragen unterstreichen diese sehr EU-skeptische Stimmung. So sind immerhin 45 Prozent der Österreicher nach einer Umfrage der EU-Kommission der Meinung, dass ihr Land außerhalb der EU besser für die Zukunft gerüstet wäre. Auch bei Fragen zum Vertrauen in die EU-Institutionen gab es in Österreich durchweg sehr negative Beurteilungen.

Ein Machtwechsel zugunsten der FPÖ könnte sich beschleunigen, da das Verfassungsgericht entschieden hat, die Wahl zum Bundespräsidenten wie von der FPÖ gefordert wegen Verfahrensfehlern beim Auszählen der Stimmen zu wiederholen. Geplant ist die Stichwahl um das Präsidentenamt für den 2. Oktober 2016. Dann wäre es gut möglich, dass der FPÖ-Kandidat Norbert Hofer nun doch zum Bundespräsidenten gewählt würde. Dadurch könnten die Spannungen innerhalb der großen Koalition zunehmen und die Rufe nach Parlamentsneuwahlen lauter werden.

Ein Referendum über die EU-Mitgliedschaft oder ein vom Parlament beschlossener Austritt steht allerdings vorerst wohl nicht an. So hat sich auch die FPÖ-

Spitze für ein Verbleiben in

der EU und gegen eine Volksabstimmung ausgesprochen.

Allerdings fordert sie weitgehende Reformen der EU wie ein Aussetzen der Arbeitnehmerfreizügigkeit und des Schengen-Abkommens sowie eine Rückverlagerung von Kompetenzen auf die nationale Ebene. Sollten diese Forderungen nicht erfüllt werden – was gerade bei der Arbeitnehmerfreizügigkeit sehr wahrscheinlich ist –, will die FPÖ doch ein Referendum prüfen. Nach einer Mitte Juni durchgeführten Umfrage würde derzeit zwar eine Mehrheit der Österreicher (53 Prozent) für einen Verbleib in der EU stimmen (28 Prozent für einen Austritt, Rest unentschieden), aber diese Wahlabsichten könnten sich in einem Wahlkampf angesichts der sehr negativen Stimmung gegenüber der EU ändern. Alles in allem sind die Austrittsrisiken für Österreich wegen des geringen Ansehens der EU und der Stärke der FPÖ merklich höher als für andere Kernländer der Währungsunion.

»Nach einer Umfrage würde derzeit eine Mehrheit der Österreicher für einen Verbleib in der EU stimmen.«



Tabelle 1: Einige Fakten zu möglichen EU-Referenden

Länder	Nettobeitragszahlung (-)/ Nettotransferempfänger (+) <sup>1</sup>		EU-Referendum möglich?	Bessere Zukunft außerhalb der EU? <sup>2</sup>		Nächste Parlamentswahl
	in Mrd. Euro	in % des BIP		ja	nein	
<b>Belgien</b>	-1,5	-0,4	Nein	27	66	Frühjahr 2018
Bulgarien	1,8	4,5	Ja	27	49	Frühjahr 2017
Dänemark	-0,8	-0,3	Ja	22	71	Frühjahr 2019
<b>Deutschland</b>	-15,5	-0,5	Nein <sup>a)</sup>	30	63	Herbst 2017
Estland	0,5	2,4	Ja	18	64	Frühjahr 2019
Finnland	-0,8	-0,4	Ja	25	59	Frühjahr 2019
Frankreich	-7,2	-0,3	Ja <sup>b)</sup>	32	57	Frühjahr 2017
Griechenland	5,2	2,9	Ja	37	57	Herbst 2019
Irland	0,0	0,0	Ja	25	65	Frühjahr 2021
Italien	-4,5	-0,3	Nein <sup>c)</sup>	39	47	Mitte 2018
Kroatien	0,2	0,4	Ja	39	50	Herbst 2016
Lettland	0,8	3,4	Ja	32	54	Herbst 2018
Litauen	1,5	4,4	Ja	21	72	9. Oktober 2016
<b>Luxemburg</b>	0,1	0,3	Ja <sup>d)</sup>	26	68	Herbst 2018
Malta	0,2	2,4	Ja	26	65	Frühjahr 2018
<b>Niederlande</b>	-4,7	-0,7	Nein <sup>e)</sup>	18	76	15. März 2017
Österreich	-1,2	-0,4	Ja	45	45	Herbst 2018
Polen	13,8	3,5	Ja	35	51	Herbst 2019
<b>Portugal</b>	3,2	1,9	Ja	30	59	Herbst 2019
Rumänien	4,5	3,1	Ja	29	56	Herbst 2016
Schweden	-2,3	-0,5	Ja	30	61	Herbst 2018
<b>Slowakei</b>	1,0	1,4	Ja	28	61	Frühjahr 2020
<b>Slowenien</b>	0,8	2,2	Ja	48	48	Sommer 2018
<b>Spanien</b>	1,1	0,1	Ja	24	62	Sommer 2020
Tschechien	3,0	2,1	Nein	39	47	Herbst 2017
Ungarn	5,7	5,6	Ja	36	54	Frühjahr 2018
Vereinigtes Königreich	-4,9	-0,2	Ja	47	47	Frühjahr 2020
<b>Zypern</b>	0,1	0,7	Nein	55	37	Frühjahr 2021

Euroländer **fett** geschrieben

<sup>1</sup> Zahlen für 2014

<sup>2</sup> »Wäre Ihr Land besser für die Zukunft gerüstet, wenn es nicht Mitglied der EU wäre?«, Umfrage im Rahmen des Standard-Eurobarometers der EU-Kommission, Herbst 2015

<sup>a)</sup> nur für Restrukturierung des Bundesgebiets und neue Verfassung

<sup>b)</sup> Verfassung, Ratifizierung von Verträgen

<sup>c)</sup> nicht für internationale Verträge

<sup>d)</sup> nur für Verfassung

<sup>e)</sup> nur für noch nicht ratifizierte Verträge

Stand: 27. Juni 2016; Quelle: Europäische Kommission, Wikipedia, Commerzbank Research





### **NIEDERLANDE: KEIN REFERENDUM, ABER EU-GEGNER** **BALD STÄRKSTE KRAFT?**

Als einer der ersten Kandidaten für den nächsten EU-Austritt werden häufig die Niederlande genannt. Schließlich haben die Niederländer im April im Rahmen eines Volksentscheids gegen das EU-Assoziierungsabkommen mit der Ukraine gestimmt. Aber ein Referendum über die EU-Mitgliedschaft ist nach der niederländischen Verfassung wohl nicht möglich und würde nach einer Umfrage derzeit auch keine Mehrheit für einen Austritt bringen. Trotzdem dürften die EU-Gegner der Freiheitspartei (PVV) von Geert Wilders nach der Wahl im kommenden März im Parlament die stärkste Fraktion stellen. Nach den Umfragen könnten sie bis zu ein Viertel der Mandate erringen. Der Einfluss der PVV auf die Politik der Niederlande wird sicherlich zunehmen – entweder als Teil der Regierung oder als mit Abstand größte Oppositionspartei. Damit bleibt ein »Nexit« auf der politischen Tagesordnung. Wie für Österreich besteht auch für die Niederlande ein höheres Austrittsrisiko als für die anderen Kernländer der Währungsunion.

### **FRANKREICH: DAS MEHRHEITSWAHLRECHT** **BREMST EU-GEGNER**

Deutlich stärker geworden ist auch der französische Front National (FN), der klar für einen Austritt aus der EU wirbt. Dessen Vorsitzende, Marine Le Pen, kommt in den Umfragen zu den im Frühjahr 2017 stattfindenden Präsidentschaftswahlen regelmäßig mit gut 30 Prozent auf die höchsten Stimmenanteile. Somit hat Marine Le Pen zwar gute Chancen, die zweite Runde zu erreichen, dürfte diese aber nach den Umfragen klar verlieren. Und bei den kurz danach anstehenden Parlamentswahlen dürfte der FN am Ende trotz eines wahrscheinlich hohen Stimmenanteils nur mit wenigen Abgeordneten in der Nationalversammlung vertreten sein.

Der Ausgang einer Volksabstimmung ist schwer vorherzusagen. Zwar haben die französischen EU-Gegner die EU-Verfassung 2015 im Rahmen einer Volksabstimmung mit deutlicher Mehrheit (55 zu 45 Prozent) zu Fall gebracht. Auf der anderen Seite sehen bei Umfragen nur 32 Prozent der Franzosen ihr Land außerhalb

der EU besser positioniert als innerhalb. Alles in allem sind die Austrittsrisiken für Frankreich eher gering.

### **FINNLAND: EU-KRITIKER ENTZAUBERT DURCHS** **REGIEREN**

In Finnland ist die EU-kritische Partei »Die Finnen« bereits seit dem vergangenen Sommer Teil der Regierungskoalition. Dieser Realitätstest mag dazu beigetragen haben, dass sie in den Umfragen mit etwa 9 Prozent inzwischen nur noch auf die Hälfte des Stimmenanteils kommen, den sie bei der Wahl im April 2015 erreicht hatten.

Die Regierungsbeteiligung der »Finnen« hat bislang nicht dazu geführt, dass die Regierung ihre Politik bei Fragen der Währungsunion verschärft hat. Bei den Verhandlungen über das dritte Hilfsprogramm für Griechenland im Sommer 2015 hat Finnland nicht mit einem Veto gegen das Hilfsprogramm gedroht oder wie bei den ersten beiden Hilfsprogrammen besondere Absicherungen gegen Kreditausfälle gefordert.

Eine Volksabstimmung über einen EU-Austritt wäre grundsätzlich möglich. Allerdings haben sich bei einer Umfrage im März 50 Prozent der Befragten gegen ein solches Referendum ausgesprochen, und 56 Prozent wollten nach dieser Umfrage bei einem solchen Referendum für einen Verbleib in der EU stimmen. Alles in allem ist die Wahrscheinlichkeit eines Austritts für Finnland eher gering.

### **BELGIEN: EU-HAUPTSTADT BRÜSSEL EIN WICHTIGES** **PRO-EU-ARGUMENT**

Auch in Belgien haben die EU-kritischen Parteien in den Umfragen zuletzt deutlich zugelegt. Aber mit etwa 20 von insgesamt 150 Sitzen würde sich ihr Einfluss in einem neuen Parlament, das wohl im Frühjahr 2018 gewählt wird, in Grenzen halten.

Für geringe EU-Austrittsrisiken spricht auch, dass Belgien eines der Länder mit einem recht hohen Vertrauen in die EU-Institutionen ist. Zudem sind nach der EU-Umfrage nur 27 Prozent der Belgier der Meinung, dass ein EU-Austritt die Aussichten für ihr Land verbessern würde. Ein Grund hierfür mag sein, dass die EU für Belgien wegen des Status Brüssels als informelle Haupt-





stadt der EU ein sehr wichtiger Wirtschaftsfaktor ist, sodass Belgien sicherlich einer der letzten Kandidaten für einen EU-Austritt wäre.

#### IRLAND: ANDERS ALS SEIN GROSSER NACHBAR SEHR EU-FREUNDLICH

Als direkter Nachbar und einziges EU-Land mit einer Landgrenze zum Vereinigten Königreich ist das EWU-Mitglied Irland sicherlich am stärksten vom Brexit betroffen. Immerhin gehen 16 Prozent der irischen Warenexporte in das Vereinigte Königreich, das ist unter den EU-Ländern die höchste Quote.

Aber Irland ist ein sehr EU-freundliches Land. Das hat sich auch in den zahlreichen Referenden gezeigt. An dieser EU-positiven Stimmung scheint sich bis zuletzt nichts geändert zu haben. So sahen bei der EU-Umfrage 65 Prozent der Befragten ihr Land innerhalb der EU besser für die Zukunft positioniert als außerhalb. Auch in Umfragen zu einem möglichen Referendum über die EU-Mitgliedschaft kamen die Befürworter auf Werte um die 60 Prozent. Irland ist kein Austrittskandidat.

#### DEUTSCHLAND: LAST MAN STANDING

In Deutschland profitiert die EU-kritische AfD von der Rettungs- politik zugunsten der Peripherieländer und von der Flüchtlings- politik der Kanzlerin. Die AfD fühlt sich durch das Votum der Briten gestärkt. Aber die traditionellen Parteien tun alles, um die AfD aus Regierungen herauszuhalten. Darüber hinaus erlaubt das Grundgesetz keine Volksabstimmungen, bei denen sich eine EU-kritische Stimmung eher ausdrücken würde als in Parlamentswahlen. Alles in allem ist das EU-Austrittsrisiko für Deutschland viel geringer als für die anderen Kernländer der Währungsunion.

#### DÄNEMARK: IN DER EU, SOLANGE DIE POLITISCHE UNION NICHT KOMMT

Dänemark hat in den vergangenen Jahren innerhalb der EU – ähnlich wie Großbritannien – einen Sonderweg verfolgt. Es hat sich nach der Ablehnung des Maastricht-Vertrags in einem Referendum zahlreiche Sonderrechte einräumen lassen. So muss Dänemark nicht dem Euroraum beitreten und auch ansonsten an einer weiteren Integration nicht teilnehmen.

In der EU-Umfrage sehen 71 Prozent der Dänen die EU-Mitgliedschaft als vorteilhaft für ihr Land an. Damit weist Dänemark verglichen mit anderen EU-Ländern den dritthöchsten Zustimmungswert auf. Allerdings gilt dies in erster Linie in Hinblick auf die Vorteile des gemeinsamen Markts. Die Idee einer politischen

Union stößt in Dänemark hingegen auf starken Widerstand. Das hat sich erneut im letzten Dezember gezeigt, als die Dänen eine geplante stärkere europäische Zusammenarbeit der Sicherheitsorgane in einer Volksabstimmung abgelehnt haben. Aber wir glauben nicht, dass sich die zerstrittenen EU-Länder nach dem Brexit auf eine engere Integration verständigen werden. Deshalb ist das Restrisiko eines Austritts Dänemarks nicht wesentlich höher als für andere EU-Länder.

#### SCHWEDEN: ÄNDERT DER BREXIT DAS STIMMUNGSBILD?

Schweden ähnelt in seiner Einstellung zur EU Dänemark. Eine Mehrheit der Schweden sieht die (wirtschaftlichen) Vorteile der Union, eine politische Union ist aber unpopulär. Die Einführung des Euro – zu der Schweden sich eigentlich verpflichtet hat – wird aber dadurch verhindert, dass Schweden dem Wechselkursmechanismus EWS II nie beigetreten ist und damit absichtlich eine der Voraussetzungen für den Eintritt in den Euroraum nicht erfüllt.

Die meisten Umfragen kommen zu dem Ergebnis, dass bei einer Volksabstimmung die EU-Befürworter eine deutliche Mehrheit erreichen würden. Eine (vor dem britischen Referendum erfolgte) Umfrage kam zu dem Ergebnis, dass mit einem Brexit auch die Wahrscheinlichkeit eines »Swexits« steigt.

Von den im Parlament vertretenen Parteien lehnen die meisten ein Referendum ab. EU-kritisch sind nur die Schweden-Demokraten, deren Stimmenanteile in den Umfragen zuletzt gestiegen sind. Nach aktuellem Stand würden sie bei den im September 2018 anstehenden nächsten Wahlen etwa ein Fünftel der Stimmen erhalten. Allerdings dürften sie auch danach kaum so viel Einfluss auf die Regierung bekommen, um Schweden in Richtung eines EU-Austritts zu führen.

**Fazit:** Der Brexit hat das Restrisiko eines Zerfalls der Währungsunion zweifelsohne erhöht. Aber der Austritt eines Landes ist mit hohen wirtschaftlichen und politischen Risiken verbunden, das gilt nicht nur für die Peripherieländer. Aus Angst vor den Folgen eines Austritts bleiben die Länder im Euroraum, ohne aber die Probleme der Währungsunion durch eine beherzte Reformpolitik zu lösen. Stattdessen bleibt die EZB als Ausputzer eingespannt. Durch eine lockere Geldpolitik nimmt sie Wettbewerbsdruck von den Peripherieländern. Der Preis dafür ist ein geringer Reformdruck, ein flacher Wachstumstrend, steigende Vermögens- und irgendwann auch Güterpreise. Kurzum: Die Währungsunion überlebt, entwickelt im Zeitablauf aber zunehmend Ähnlichkeiten mit dem Italien der Achtziger- und Neunzigerjahre.

Interview mit Philipp Vorndran, Kapitalmarktstrategie von Flossbach von Storch

# Zeit als bester Freund des Investors

**Ideas: Europa in der Brexit-Krise? Herr Vorndran, die Briten haben tatsächlich für den Austritt aus der Europäischen Union gestimmt. Hat Sie das Ergebnis überrascht?**

**Philipp Vorndran:** Der Ausgang des Referendums hat mich überrascht, ja; nicht überrascht hat mich dagegen die generelle Unzufriedenheit vieler Briten mit der Europäischen Union bzw. der Politik in Brüssel. Die ist über viele Jahre gewachsen.

**Wie wird sich der Brexit langfristig auswirken und was bedeutet das konkret für Europa?**

Die politischen Auswirkungen dürften weit größer sein als die ökonomischen. Die EU hat ein Legitimationsproblem – das zeigt das Referendum mehr als deutlich. Ihre Politiker wirken, als hätten sie den Kontakt

---

»Nicht überrascht hat mich die Unzufriedenheit vieler Briten mit der Europäischen Union bzw. der Politik in Brüssel.«

---

zur Basis, zu den Menschen in den Mitgliedsstaaten verloren. Für den langfristigen Fortbestand der Union lässt das nichts Gutes erahnen, erst recht nicht für die Eurozone. Was passiert, wenn die Briten Nachahmer finden, etwa in Osteuropa, Österreich, Finnland oder den Niederlanden? Wenn die EU langfristig überleben will, muss sie sich verändern – und zwar grundlegend. Entweder

wir bauen die Vereinigten Staaten von Europa, mit allem, was dazugehört, also auch mit einer gemeinsamen Finanz- und Wirtschaftspolitik; oder wir geben wieder mehr Kompetenzen an die Nationalstaaten ab. Die EU in ihrer jetzigen Form hat jedenfalls keine allzu lange Halbwertszeit.

**Welche Auswirkungen sehen Sie für Deutschland?**

Zuallererst geht Deutschland mit Großbritannien ein verlässlicher, marktwirtschaftlich »tickender« Partner innerhalb der EU verloren. Mindestens genauso wichtig, wenngleich nicht so offensichtlich, ist aber noch ein anderer Aspekt: Sollte es im Zuge des Brexits zu einer Desintegration der Eurozone kommen, könnte die Handlungsfähigkeit der EZB, die letztlich nur durch die Rückendeckung aus Berlin gewährleistet ist, auf den Prüfstand kommen. Das heißt, die Bundesregierung gerät wegen der fortschreitenden Tiefzinspolitik zunehmend unter Druck, da die Deutschen aufgrund ihrer Vermögensstruktur am härtesten davon betroffen sind.

**Weltweit sind am Tag nach dem Brexit-Referendum viele Werte an den Märkten abgestürzt: Der DAX verlor zunächst rund 10 Prozent, das britische Pfund notierte auf dem niedrigsten Stand seit 1985. Welche Gefahr sehen Sie für die europäischen Finanzmärkte?**

Die langfristigen Auswirkungen des Brexits auf die Kapitalmärkte sind meines Erachtens begrenzt. Kursrücksetzer in den kommenden Monaten würde ich eher als

Kaufgelegenheit verstehen, weniger als Hinweis auf einen kurz bevorstehenden großen Crash. Langfristig orientierte Investoren sollten ohnehin auf andere Einflussfaktoren schauen als den Brexit – die Entwicklung in China beispielsweise, das immer noch nicht gelöste Schuldenproblem in den Industriestaaten und nicht zuletzt die langfristigen Auswirkungen der aggressiven Notenbankpolitik.

**Das Bundesverfassungsgericht hat der Europäischen Zentralbank (EZB) im Kampf gegen den Zerfall der Währungsunion den Rücken gestärkt. Das EZB-Rettungsprogramm zum Kauf von Staatsanleihen aus dem Jahr 2012 sei mit dem Grundgesetz vereinbar, entschieden die Richter Ende Juni in Karlsruhe. Damit schlossen sich die Karlsruher Richter in den wesentlichen Punkten einem Urteil des EuGH von 2015 an. Was halten Sie von dieser Entscheidung?**

Eine andere Entscheidung hätte mich nach dem EuGH-Urteil überrascht. Der Euro soll mit allen Mitteln gerettet werden – dieser Auffassung hat sich Karlsruhe offensichtlich angeschlossen.

**Kann man bei den aktuellen Maßnahmen der EZB überhaupt noch von Geldpolitik sprechen oder handelt es sich hier schon um Wirtschafts- bzw. Finanzpolitik?**

Wie wir es letztlich nennen, ist eigentlich egal – die Auswirkungen sind die gleichen. Mit einem freien Markt hat das, was wir derzeit erleben, jedenfalls nichts mehr zu tun. Wir sind längst in der Planwirtschaft angekommen.



**Glauben Sie, die Europäische Zentralbank läuft Gefahr, ihre Glaubwürdigkeit zu verlieren? Angeblich trauen ihr immer weniger Marktteilnehmer zu, ihrem Mandat der Preisstabilität in den nächsten Jahren gerecht zu werden. Wie schätzen Sie dies ein?**

Was wir derzeit beobachten, ist ein allgemeiner Vertrauensverlust der Menschen in die Institutionen – mit Institutionen meine ich die Politik, die Medien und nicht zuletzt die Notenbanken. Das ist ein gewaltiges Problem, dessen wir uns bewusst werden müssen. Nehmen wir die Notenbanken als Beispiel: Die mangelnde Wirksamkeit der geldpolitischen Experimente verdeutlicht ihre schwindende Macht. Das Vertrauen in das Geldsystem schwindet – nicht über Nacht, sondern

stetig. Mal langsamer, mal etwas schneller, je nachdem, wie radikal die Maßnahmen sind, die die Notenbanken verkünden. Die Finanzkrise verwandelt sich zunehmend in eine Krise des Geldes: Nicht Cash, sondern hochwertige Sachwerte sind gefragt.

**Was werden aus Ihrer Sicht die größten Herausforderungen der europäischen Wirtschaft in den nächsten Jahren sein?**

Der gewaltige Staatsschuldenberg sowie die Bevölkerungsalterung dämpfen die langfristigen Wachstumsperspektiven. Hinzu kommt der falsch konstruierte Euro: Für die starken Mitgliedsstaaten ist er zu schwach, für die schwachen zu stark. Ein Gefängnis für die Südeuropäer, deren Wettbewerbsfähigkeit er limitiert. Alles in allem dürften wir uns von früheren Wachs-

tumsraten verabschieden. Bill Gross hat das – wenngleich mit Blick auf die Weltkonjunktur – als »New Normal« beschrieben. Das trifft es eigentlich sehr gut.

**Können Sie unseren Lesern zum Abschluss noch einen Tipp geben, den sie beim Agieren an der Börse unbedingt beherzigen sollten?**

Stellen Sie Ihr Vermögen breit auf – die selbstgenutzte Immobilie, einen möglichst großen Teil in Aktien erstklassiger Unternehmen, dazu Gold als Versicherung sowie Cash, um Opportunitäten nutzen zu können. Und haben Sie Geduld! Die Zeit ist der beste Freund des Investors.

**Vielen Dank für das Gespräch.**

Das Interview führte Laura Schwierzeck.

Technische Analyse

# STOXX Europe 600 Basic Resources: Bodenbildung vor dem Abschluss



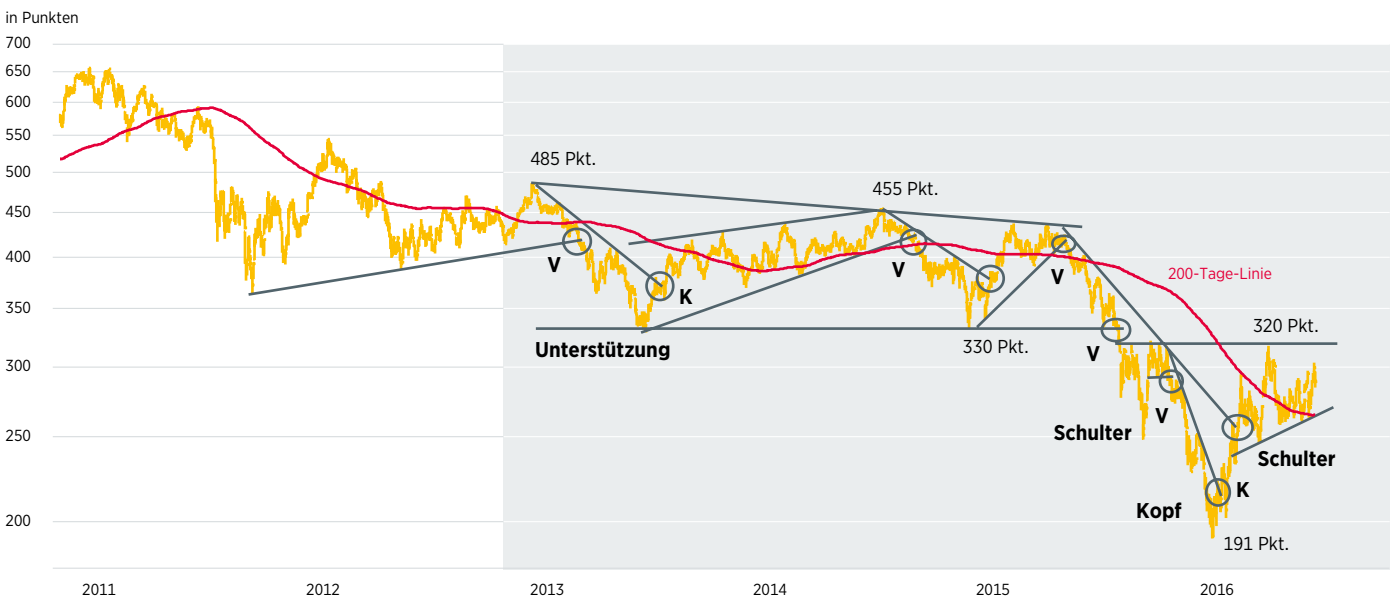
ACHIM MATZKE  
Leiter Technische Analyse,  
CM Research

weisen einige europäische Leitindizes im internationalen Vergleich eine deutliche Relative Schwäche auf. Der STOXX Europe 600 zum Beispiel ist zuletzt bis in den Bereich seiner mehrjährigen Unterstützungszone von 305 bis 320 Punkten zurückgefallen. Innerhalb des STOXX Europe 600 findet im Hinblick auf die Sektoren ebenfalls eine technische Aufspaltung. Positiv fällt aus mittelfristiger Sicht unter anderem der STOXX Europe 600 Basic Resources auf.

In den vergangenen Wochen und Monaten hat sich eine starke Aufspaltung ergeben an den internationalen Aktienmärkten. Während der US-amerikanische S&P 500 sich weiterhin im direkten Umfeld seiner Allzeithochs aus dem Sommer 2015 befindet,

Aus technischer Sicht war der STOXX Europe 600 Basic Resources ab Januar 2011 und Kursen um 657 Punkten in eine mehrjährige ausgeprägte Baissebewegung eingetreten. Diese hatte sich im Sommer 2015 – parallel zum Preisverfall an den Rohstoff-

## STOXX Europe 600 Basic Resources



K = Kaufsignal V = Verkaufssignal TP = Take-Profit-Signal

Stand: 8. Juli 2016; Quelle: Reuters, Commerzbank Corporates & Markets. Frühere Wertentwicklungen sind kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.





märkten – mit dem Rutsch unter die Unterstützungszone um 330 Punkte und einem weiteren, übergeordneten Verkaufssignal nach unten beschleunigt. Erst im Frühjahr 2016 erreichte der Sektorindex Tiefstkurse um 191 Punkte. Mit dem Rückenwind einer Entspannung an den Rohstoffmärkten (zum Beispiel Öl und Gold) folgte eine kurzfristige Erholung, welche in eine mittelfristige Stabilisierung mündete. Diese Stabilisierung hat den Charakter einer Bodenbildung in der Form einer Schulter-Kopf-Schulter-Kauf-formation. Der Kopf dieser Formation liegt am Tief um 191 Punkte, die Schultern jeweils oberhalb von 245 Punkten und die waagerechte Nackenlinie um 320 Punkte. Aktuell durchläuft der STOXX Europe 600 Basic Resources eine trendbestätigende Konsolidierung (rechte Schulter) direkt unterhalb der Nackenlinie.

Da der STOXX Europe 600 Basic Resources damit am Abschluss seiner fast einjährigen Bodenformation arbeitet und der Sektorindex im europäischen Vergleich eine Relative Stärke aufweist, sollte aus technischer Sicht eine Doppelstrategie angewandt werden: Aufbau einer Anfangsposition auf dem aktuellen Niveau, welche beim nachhaltigen Überwinden der Nackenlinie (Abschluss der Kopf-Schulter-Kauf-formation) mit einem neuen Investment-Kaufsignal ausgebaut wird. Die Position sollte einen Sicherungstopp bei 240 Punkten (unterhalb der Schulter) erhalten.



### Anlageidee Anlageprodukte

Exchange Traded Fund (ETF) auf den STOXX Europe 600 Basic Resources Index	
WKN	ETF 063
Basisindex	STOXX Europe 600 Basic Resources NR
Pauschalgebühr p.a.	0,25 %
Laufzeit	Unbegrenzt
Ertragsverwendung	Thesaurierend
Geld-/Briefkurs	62,74/63,21 EUR

Der genannte ETF ist ein unbegrenzt laufender börsengehandelter Investmentfonds, der sich auf die Wertentwicklung des STOXX Europe 600 Basic Resources NR Index bezieht. Dieser Index bildet die Wertentwicklung der größten europäischen Unternehmen im Bereich Grundstoffe ab. Er zeichnet sich durch die Berücksichtigung von Nettodividenden (Dividendenzahlungen der Indexkomponenten abzüglich Quellensteuer) in der Abbildung seiner Wertentwicklung aus. Sämtliche Erträge des Fonds werden thesauriert und erhöhen damit die Performance des ETF.



### Anlageidee Hebelprodukte

Faktor-Zertifikat auf den STOXX Europe 600 Basic Resources Future	
WKN	CD7 S2U
Strategie	Long
Bezugsverhältnis	1:1
Laufzeit	Unbegrenzt
Indexgebühr	0,50 % p.a.
Geld-/Briefkurs	9,55/9,63 EUR
Faktor/Hebel	2

Mit dem Faktor-Zertifikat 2 x Long auf den STOXX Europe 600 Basic Resources Future können Anleger gehebelt an der Wertentwicklung des Future partizipieren. Bezogen auf die tägliche prozentuale Wertentwicklung bedeutet das: Steigt der Future, steigt der Wert des Zertifikats um den jeweiligen Faktor (Hebel) und umgekehrt. Die Laufzeit des Zertifikats ist unbegrenzt.

Faktor-Zertifikat auf den STOXX Europe 600 Basic Resources Future	
WKN	CD7 S2Y
Strategie	Long
Bezugsverhältnis	1:1
Laufzeit	Unbegrenzt
Indexgebühr	0,50 % p.a.
Geld-/Briefkurs	9,07/9,22 EUR
Faktor/Hebel	4

Mit dem Faktor-Zertifikat 4 x Long auf den STOXX Europe 600 Basic Resources Future können Anleger gehebelt an der Wertentwicklung des Future partizipieren. Bezogen auf die tägliche prozentuale Wertentwicklung bedeutet das: Steigt der Future, steigt der Wert des Zertifikats um den jeweiligen Faktor (Hebel) und umgekehrt. Die Laufzeit des Zertifikats ist unbegrenzt.

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

Die Darstellung der genannten Produkte erfolgt lediglich in Kurzform. Die maßgeblichen Produktinformationen stehen im Internet unter [www.comstage.de](http://www.comstage.de) (für ETFs) und [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) (für Zertifikate) zur Verfügung.

Technische Analyse

# STOXX Europe 600 Travel & Leisure: Relative Schwäche

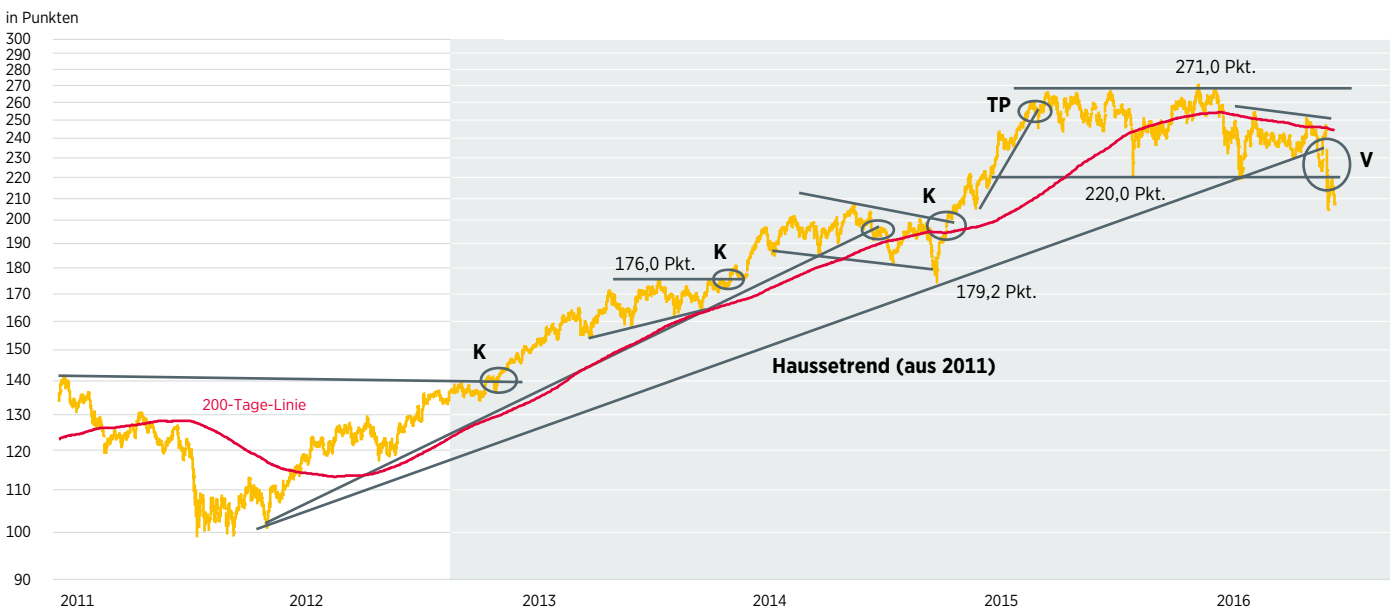


SOPHIA WURM  
Technische Analyse & Index  
Research, CM Research

Der STOXX Europe 600 Travel & Leisure umfasst die führenden europäischen Reiseveranstalter wie TUI, Kreuzfahrtanbieter wie Aida (Carnival), Fluggesellschaften wie Ryanair und Lufthansa sowie Hotels (zum Beispiel InterContinental und Accor). Aus technischer Sicht hatte der Sektorindex im März 2009 (ausgehend von Kursen um 76 Punkte) eine Haussebewegung etabliert. Hierbei ergab sich im November 2011 (Start um 99 Punkte) ein steiler Haussetrend.

Dieser ausgeprägte Trend führte den STOXX Europe 600 Travel & Leisure zum Jahresbeginn 2015 über die langfristige Widerstands-

## STOXX Europe 600 Travel & Leisure



K = Kaufsignal V = Verkaufssignal TP = Take-Profit-Signal

Stand: 8. Juli 2016; Quelle: Reuters, Commerzbank Corporates & Markets. Frühere Wertentwicklungen sind kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.



zone bei 220 bis 230 Punkten (stammte aus den Jahren 1998 bzw. 2007) auf neue Allzeithochs und damit in die technische Neubewertung hinein. Im Anschluss erhöhte sich das Aufwärtsmomentum weiter und der Index erreichte neue Allzeithochs um 271 Punkte. Vor dem Hintergrund der mittelfristig überkauften technischen Lage (ca. +53 Prozent in sechs Monaten) ging der STOXX Europe 600 Travel & Leisure im Anschluss in eine Seitwärtsbewegung über der Unterstützungszone um 220 Punkte (ehemaliger Widerstand) über.

Im Kontext des EU-Referendums in Großbritannien («Brexite») und der zahlreichen britischen Indexmitglieder kam der Sektorindex Ende Juni mit einem Verkaufssignal unter Druck, beendete den Hausse-trend aus 2011 und fiel aus der einjährigen Seitwärtsbewegung, die damit den Charakter einer technischen Topformation erhält, nach unten heraus. Als Konsequenz befindet sich der STOXX Europe 600 Travel & Leisure nun in einer mittelfristigen Gegenbewegung auf die vorherige Bilderbuchhaussse. Darüber hinaus hat der Sektor im europäischen Vergleich eine ausgeprägte Relative Schwäche etabliert. Vor dem Hintergrund dieser wenig überzeugenden technischen Gesamtlage sollte mit technisch motivierten Neu-Investments in den Sektor noch auf den Eintritt in eine tragfähige Bodenbildung gewartet bzw. anderen Sektoren der Vorzug gegeben werden.



### Anlageidee Anlageprodukte

Exchange Traded Fund (ETF) auf den STOXX Europe 600 Travel & Leisure Index	
WKN	ETF 078
Basisindex	STOXX Europe 600 Travel & Leisure NR
Pauschalgebühr p.a.	0,25 %
Laufzeit	Unbegrenzt
Ertragsverwendung	Thesaurierend
Geld-/Briefkurs	40,55/40,57 EUR

Der genannte ETF ist ein unbegrenzt laufender börsengehandelter Investmentfonds, der sich auf die Wertentwicklung des STOXX Europe 600 Travel & Leisure NR Index bezieht. Dieser Index bildet die Wertentwicklung der größten europäischen Unternehmen im Bereich Reisen und Freizeit ab. Er zeichnet sich durch die Berücksichtigung von Nettodividenden (Dividendenzahlungen der Indexkomponenten abzüglich Quellensteuer) in der Abbildung seiner Wertentwicklung aus. Sämtliche Erträge des Fonds werden thesauriert und erhöhen damit die Performance des ETF.



### Anlageidee Hebelprodukte

Faktor-Zertifikat auf den STOXX Europe 600 Travel & Leisure Future	
WKN	CD7 S34
Strategie	Long
Bezugsverhältnis	1:1
Laufzeit	Unbegrenzt
Indexgebühr	0,50 % p.a.
Geld-/Briefkurs	9,91/10,02 EUR
Faktor/Hebel	2

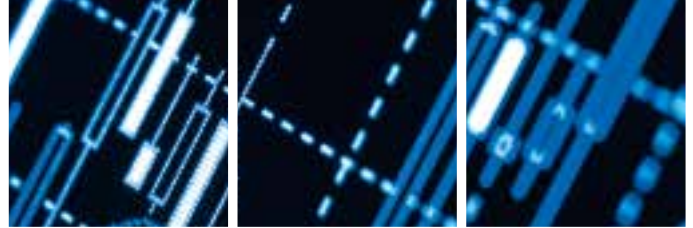
Mit dem Faktor-Zertifikat 2x Long auf den STOXX Europe 600 Travel & Leisure Future können Anleger gehebelt an der Wertentwicklung des Future partizipieren. Bezogen auf die tägliche prozentuale Wertentwicklung bedeutet das: Steigt der Future, steigt der Wert des Zertifikats um den jeweiligen Faktor (Hebel) und umgekehrt. Die Laufzeit des Zertifikats ist unbegrenzt.

Faktor-Zertifikat auf den STOXX Europe 600 Travel & Leisure Future	
WKN	CD7 S38
Strategie	Long
Bezugsverhältnis	1:1
Laufzeit	Unbegrenzt
Indexgebühr	0,50 % p.a.
Geld-/Briefkurs	9,83/10,05 EUR
Faktor/Hebel	4

Mit dem Faktor-Zertifikat 4x Long auf den STOXX Europe 600 Travel & Leisure Future können Anleger gehebelt an der Wertentwicklung des Future partizipieren. Bezogen auf die tägliche prozentuale Wertentwicklung bedeutet das: Steigt der Future, steigt der Wert des Zertifikats um den jeweiligen Faktor (Hebel) und umgekehrt. Die Laufzeit des Zertifikats ist unbegrenzt.

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

Die Darstellung der genannten Produkte erfolgt lediglich in Kurzform. Die maßgeblichen Produktinformationen stehen im Internet unter [www.comstage.de](http://www.comstage.de) (für ETFs) und [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) (für Zertifikate) zur Verfügung.



Technische Analyse verstehen

# Chartformationen: Flagge und Wimpel



**RALF FAYAD**  
Freier Technischer Analyst (CFTe),  
Autor des ideas<sup>daily</sup>-Newsletter

Die beiden klassischen Chartformationen Flagge und Wimpel sind sich sehr ähnlich. Sie zählen zu den zuverlässigsten Fortsetzungsmustern und sind weit verbreitet. Anlegern eröffnen diese Formationen die Gelegenheit, in eine dynamische Trendbewegung sinnvoll einzusteigen.

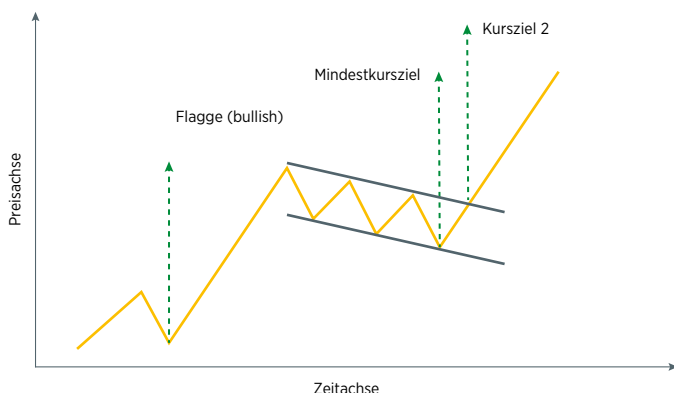
## Merkmale

Beide Formationen zählen zu den kurzfristigen Trendfortsetzungsformationen. Ihre Ausformung sollte im Tageschart zwischen wenigen Tagen und maximal drei Wochen dauern,

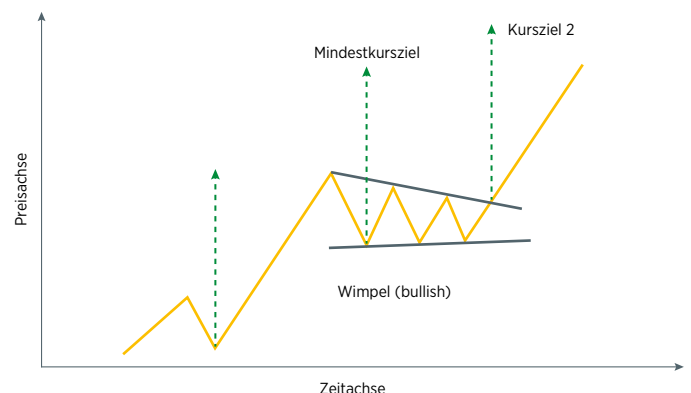
bevor sich der durch das Muster unterbrochene Trend fortsetzt. Sowohl der Flagge (englisch: flag) als auch dem Wimpel (englisch: pennant) geht eine rasche und dynamische Trendbewegung voraus. Diese beinahe senkrechte Kursbewegung kann sowohl aufwärts- als auch abwärtsgerichtet sein und ist tatsächlich das wichtigste Kriterium bei der Bewertung der Aussagekraft der beiden Formationen. Die Nichtbeachtung dieses Merkmals stellt einen häufigen und klassischen Anfängerfehler dar.

Bei der Flagge (siehe Grafik 1) entsteht anschließend ein Parallelogramm oder ein Rechteck mit zwei parallelen Trendlinien, die gegen den vorausgegangenen Trend geneigt sind. Beim Wimpel (siehe Grafik 2) verläuft das Kursgeschehen eher seitwärts und es bildet sich ein symmetrisches Dreieck mit konvergierenden Trendlinien aus. Eine häufige Beobachtung ist, dass Flaggen und Wimpel in einem Abwärtstrend eine geringere Zeit zur Ausformung benötigen als in einem Aufwärtstrend. Beide Muster werden mit dem Ausbruch über die begrenzende Trendlinie abgeschlossen. In einem Aufwärtstrend sollte es entsprechend

**Grafik 1: Flagge**



**Grafik 2: Wimpel**





zu einem dynamischen Anstieg über die obere Begrenzung der Flagge bzw. des Wimpels kommen. Nur relativ selten kommt es im Rahmen von Flaggen und Wimpeln zu Trendwenden statt zu Trendfortsetzungen.

#### **Volumen und Kursziel**

Sehr wichtig im Zusammenhang mit Flaggen und Wimpeln ist das Handelsvolumen. Die Trendbewegung im Vorfeld der Ausbildung der beiden Muster sollte von hohen Umsätzen begleitet worden sein. Während der Entstehung der Muster dünnt dann das Volumen deutlich aus. Der Ausbruch aus dem Muster sollte dann mit deutlich ansteigenden Umsätzen vorstattengehen. Wie immer ist bei Chartformationen mit Ausbruch nach oben der

---

»Sehr wichtig im Zusammenhang mit Flaggen und Wimpeln ist das Handelsvolumen.«

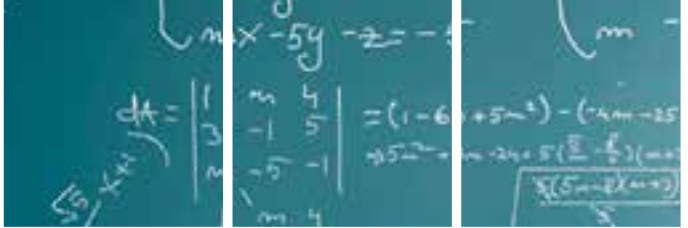
---

Volumenanstieg wichtiger als beim Ausbruch nach unten. Mit Blick auf die Frage des Kursziels nach dem Ausbruch aus Flaggen und Wimpeln etablierte sich der Spruch »Sie wehen auf Halbmast«. Damit ist die Tendenz gemeint, dass beide Muster nach etwa der Hälfte der gesamten Trendbewegung auftauchen. Hierzu misst man die vertikale Strecke, die vom Beginn der dynamischen Bewegung bis zum Beginn der Ausbildung der Formati-

onen zurückgelegt wurde. Diese Strecke wird dann – im Aufwärtstrend – entweder vom Tiefpunkt der Formation (= konservatives Mindestkursziel) oder vom Ausbruchspunkt nach oben abgetragen. Im Abwärtstrend geht man entsprechend spiegelbildlich vor.

#### **Trade-Management**

Eine wichtige Regel beim Handel von Flaggen und Wimpeln ist, den Ausbruch aus der Formation als Bestätigung abzuwarten. Bei klar definierten und respektierten Formationsbegrenzungen kann dabei mit Stop-Buy- oder Stop-Sell-Orders gearbeitet werden, sodass man mit dem Ausbruch automatisch in den Trade eingestoppt wird. Bei eher schwammigen Begrenzungslinien empfiehlt es sich, einen Schlusskurs jenseits der Formationsbegrenzung abzuwarten und dann – vorausgesetzt, das Chance-Risiko-Verhältnis ist akzeptabel und das Volumen hat den Ausbruch bestätigt – die entsprechende Order aufzugeben. Der anfängliche Stop-Loss zur Verlustbegrenzung sollte knapp unterhalb bzw. oberhalb des Tiefs bzw. des Hochs der Formation platziert werden. Da bei Flaggen und Wimpeln im Vergleich zu anderen Formationen das Erreichen des analytischen Mindestkursziels nicht ganz so sicher ist, erscheint es zudem sinnvoll, den schützenden Stop bei der Annäherung an das Ziel zur Sicherung der aufgelaufenen Gewinne engmaschig nachzuziehen (Trailing Stop).



Wissen

# Volatilität: Definition und Erklärung



JAN SCHNEIDER  
Produktmanager,  
Equity Markets & Commodities

Die Volatilität (abgeleitet von lateinisch volatilis = fliegend) ist eine der bedeutendsten Risikokennzahlen in der Finanzwelt. Sie spielt insbesondere bei der Preisbildung von Optionsscheinen und Zertifikaten eine wesentliche Rolle. Die Volatilität beschreibt, wie groß die Schwankungsintensität beispielsweise eines Aktien- oder Devisenkurses ist, sie macht dabei keine Aussage, ob der Kurs des jeweiligen Basiswerts steigt oder fällt.

Die Volatilität wird meist als annualisierte Standardabweichung der Tagesrenditen angegeben. Der von Francis Galton um 1860 eingeführte Begriff der Standardabweichung ist ein Maß für die Streuung einer Zufallsvariablen um ihren Erwartungswert. Genauer gesagt ist sie ein Maß für die Streuung der Tagesrenditen um die durchschnittliche Tagesrendite.

Bisher haben wir von »der Volatilität« im Allgemeinen gesprochen, es ist jedoch wichtig zu wissen, dass es verschiedene Arten von Volatilität gibt. Im Folgenden werden zwei verschiedene Arten vorgestellt: die **historische** und die **implizite Volatilität**.

Die **historische Volatilität** ist die in Prozent angegebene Schwankungsbreite, mit der sich der Kurs eines Wertpapiers im betrachteten Zeitraum in der Vergangenheit verändert hat. Mathematisch ist sie die Standardabweichung der **logarithmierten (stetigen) Renditen**, berechnet für einen bestimmten Zeitraum. Logarithmierte Renditen verwendet man, da diese eher der Normalverteilung folgen und die zukünftig erwarteten Aktienkurse somit lognormalverteilt sind. Das bedeutet, eine Verdopplung und eine Halbierung des zukünftig erwarteten Aktienkurses

**Tabelle 1: Beispielhafte Berechnung der historischen Volatilität\***

	DAX in Indexpunkten	Natürlicher Logarithmus (ln) DAX	Änderung des Logarithmus (stetige Rendite) $\ln DAX_t - \ln DAX_{t-1}$	Abweichung der stetigen Rendite vom Mittelwert	Quadierte Abweichung
Tag 1	9.500	9,159047078			
Tag 2	9.600	9,169518377	0,0104713	0,007853475	0,000061677
Tag 3	9.400	9,148464968	-0,021053409	-0,023671234	0,000560327
Tag 4	9.500	9,159047078	0,010582109	0,007964284	0,000063429
Tag 5	9.600	9,169518377	0,0104713	0,007853475	0,000061677
		<b>Summe:</b>	0,0104713	<b>Summe:</b>	0,000747111
		<b>Mittelwert:</b>	0,00209426	<b>Geteilt durch n-1:</b>	0,000249037
				<b>Wurzel daraus:</b>	0,015780909
				<b>Annualisierungsfaktor:</b>	15,87450787
				<b>Historische Volatilität p.a.:</b>	25,05 %

Stand: Juli 2016; Quelle: Commerzbank. \*Zur Veranschaulichung wurde in diesem Beispiel von nur fünf DAX-Schlussständen ausgegangen.



sind in der Theorie dann gleich wahrscheinlich. Die Standardabweichung kann mit folgender Formel berechnet werden:

$$s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}$$

$r_i$  = jeweilige Tagesrendite am Tag  $i$

$\bar{r}$  = arithmetisches Mittel der Renditen

$n$  = Stichprobenumfang

Man kann die Volatilität, die meist für ein Jahr angegeben wird, relativ einfach von einem Jahr auf einen Tag übertragen, indem man sie mit der Wurzel der Handelstage in einem Jahr dividiert. Wenn man vereinfachend von 256 Handelstagen ausgeht, so ist eine Umrechnung von der Jahresvolatilität zur Tagesvolatilität durch die Division mit 16 (Wurzel aus 256) möglich.

Wenn wir nun von einer Normalverteilung der logarithmierten Renditen ausgehen, können wir die folgende Interpretation der Volatilität wagen: Beträgt die annualisierte Standardabweichung beispielsweise 18 Prozent bei einem erwarteten Kursanstieg von 5 Prozent, so bedeutet dies, dass die Performance nach einem Jahr mit einer Wahrscheinlichkeit von ca. 68 Prozent zwischen +23 Prozent und -13 Prozent liegt ( $\pm 1$  Standardabweichung). Vergrößert man das Band auf zwei Standardabweichungen, liegt die Performance am Jahresende mit einer Wahrscheinlichkeit von ca. 95 Prozent zwischen +41 Prozent und -31 Prozent. Diese Wahrscheinlichkeitsangaben beziehen sich wie erläutert auf die Annahme einer Normalverteilung der stetigen Renditen, also auf eine Lognormalverteilung des zukünftigen Aktienkurses. Dies

ist natürlich eine vereinfachende Annahme und in der Praxis nicht erfüllt, so können die Werte nur zur groben Interpretation der Volatilität dienen.

Kennt man nun die Volatilitäten beispielsweise mehrerer Aktien, kann man eine Aussage darüber machen, welche Aktie in der Vergangenheit schwankungsintensiver war. Wichtig ist aber, dass sich weder eine Aussage über die vergangene noch über die zukünftige Performance der Aktien machen lässt.

Die **implizite Volatilität** entspricht der vom Markt für einen bestimmten Zeitraum erwarteten Volatilität. Da die Preise der DAX-Optionen an der Eurex sich ähnlich wie am Aktienmarkt durch Angebot und Nachfrage bilden und die Volatilität eine Variable im Optionspreismodell ist, lässt sich durch ein iteratives Verfahren die implizite Volatilität für den DAX aus den Preisen der DAX-Optionen bestimmen. Die so ermittelte implizite Volatilität variiert allerdings je nach Basispreis und Laufzeit der Option. Es gibt also nicht »die« implizite Volatilität eines Basiswerts, denn beispielsweise weisen Optionen mit einem niedrigeren Basispreis tendenziell höhere Volatilitäten auf. Dieses Phänomen wird »Volatility Skew« genannt. Die so zu beobachtende Schiefe (englisch: skew) lässt sich grafisch darstellen, wenn man in einem Diagramm dem jeweiligen Basispreis seine errechneten impliziten Volatilitäten zuordnet (siehe Grafik 1 auf Seite 32).

Der »Volatility Skew« lässt sich beispielsweise durch die höhere Nachfrage nach »Out of the money«-Puts erklären, mit ihnen werden Portfolios gegen große Verluste abgesichert. Auch könnte man argumentieren, dass es eher wahrscheinlich ist, dass ein Index stark fällt, als dass er stark steigt. Denn es sind mehr



schlechte Nachrichten vorstellbar, die zu einem starken Kursverfall führen, als gute Nachrichten, die zu einem Anstieg des Basiswerts führen könnten. Je nach Marktumfeld und Art des Basiswerts lässt sich auch ein »Volatility Smile« beobachten, hier zeigen auch die »Out of the money«-Calls eine höhere Volatilität an.

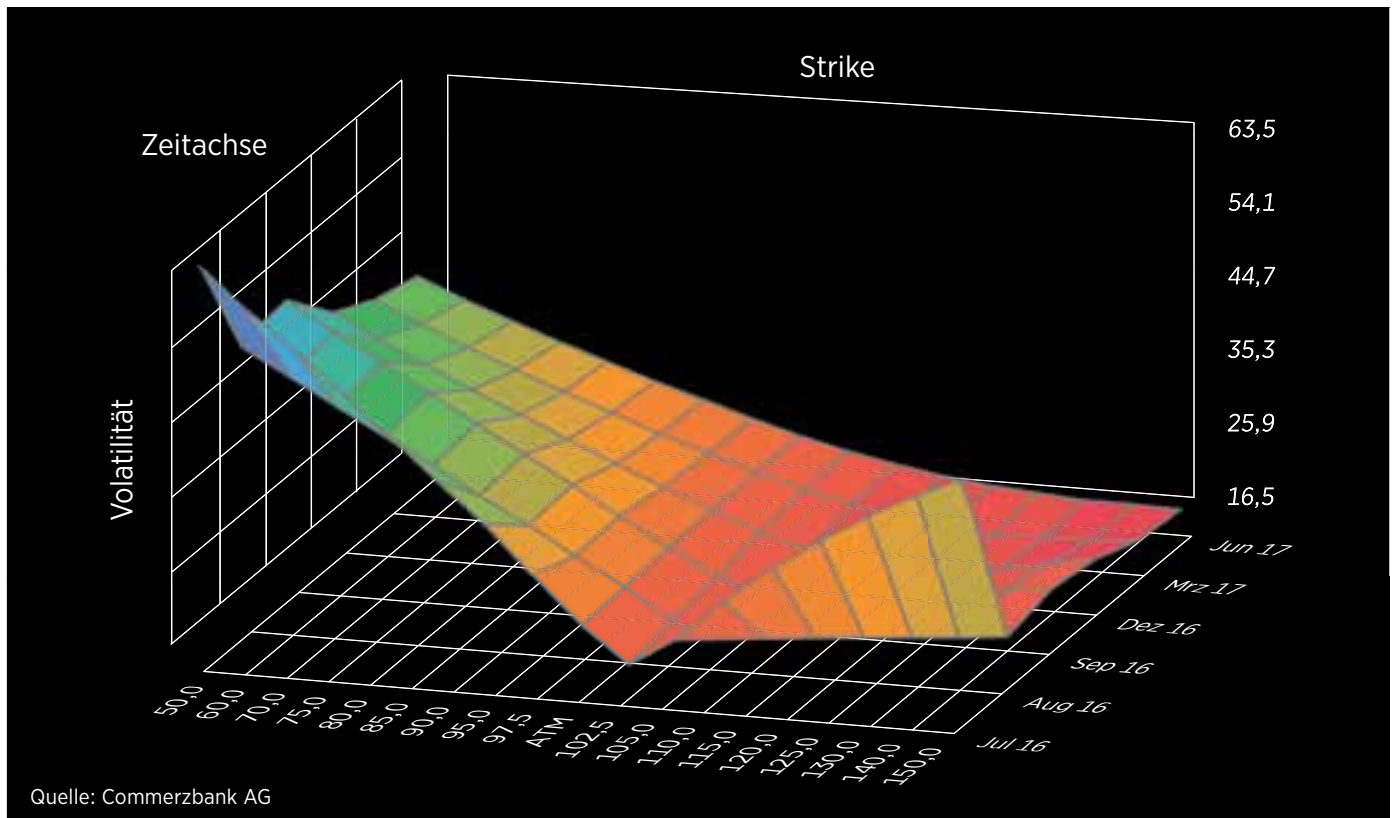
Möchte nun eine Emittentin den Preis für einen von ihr emittierten Optionsschein ermitteln, könnte sie die aus den DAX-Optionen ermittelte Volatilität nutzen und als Parameter in ihre Berechnungsformel (zum Beispiel die Black-Scholes-Formel) einfließen lassen. Das bedeutet letztendlich: Je höher die Preise der Optionen an der Eurex sind, desto höher ist die daraus ermittelte Volatilität und desto höher ist der Preis des von der Emittentin berechneten Optionsscheins.

Bei der Erklärung der Interpretation der historischen Volatilität nahmen wir eine Normalverteilung der stetigen Renditen, also lognormalverteilte Aktienkurse an. Diese Annahme wird auch bei der Berechnung der Optionsscheinpreise im Rahmen des

Black-Scholes-Modells getroffen. Wie bereits erwähnt treten in der Wirklichkeit größere Kursausschläge auf, als es die Normalverteilung theoretisch beschreibt. Die Black-Scholes-Formel lässt sich durch die Berücksichtigung des Volatility Skew »korrigieren«, um einen Optionsscheinpreis zu ermitteln, der die tatsächliche Markterwartung besser abbildet.

Auch ein Privatanleger kann die implizite Volatilität für seine Anlageentscheidung nutzen. Denn sie ist ein Indikator für die Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung eines Aktienkurses und somit ein Gradmesser für das Risiko einer bestimmten Aktie oder eines Index. Dies kann man sehr gut in den Tagen vor der angekündigten Veröffentlichung der Geschäftszahlen oder vor wichtigen Unternehmensmitteilungen sehen. In dieser Zeit ist regelmäßig ein mehr oder weniger starker Anstieg der impliziten Volatilität zu beobachten. Meist unabhängig von guten oder schlechten Neuigkeiten fällt nach der Verkündung die implizite Volatilität deutlich ab, weil die Unsicherheit mit der Veröffentlichung ebenfalls deutlich sinkt.

Grafik 1: Volatility Smile



Quelle: Commerzbank AG





Webinar-Reihe

# Trader 2016 – das Online-Börsenspiel der Commerzbank



CHRISTIAN HERMANN  
Produktmanager,  
Equity Markets & Commodities

Auch 2016 suchen wir wieder den erfolgreichsten Trader: Am 5. September 2016 startet mit dem Trader 2016 die 14. Ausgabe des großen Online-Börsenspiels der Commerzbank. Ausgestattet mit einem fiktiven Depot und unter realen Handelsbedingungen haben die Teilnehmer die Möglichkeit, praktische Kapitalmarkterfahrung zu sammeln.

Wie funktioniert das Trader-Börsenspiel? Welche strukturierten Produkte und Aktien können gehandelt werden? Und welche

Neuerungen gibt es im Vergleich zu den Vorjahren? In unserem interaktiven ideas<sup>Webinar</sup> am 11. August 2016 stellt Ihnen Christian Hermann, Produktmanager für strukturierte Wertpapiere, das diesjährige Online-Börsenspiel der Commerzbank im Detail vor. Nutzen Sie während des Webinars die Möglichkeit, Fragen zu stellen und mit unseren Referenten interaktiv zu diskutieren.

**Wann:** 11. August 2016 um 19.00 Uhr

**Wer:** Christian Hermann, Produktmanager für strukturierte Wertpapiere

**Thema:** Trader 2016 – das Online-Börsenspiel der Commerzbank

Sie haben Interesse an unserer ideas<sup>Webinar</sup>-Reihe? Dann melden Sie sich jetzt unter [www.ideaswebinar.de](http://www.ideaswebinar.de) an und Sie erhalten Neuigkeiten, Termine und Wissenswertes bequem per E-Mail.



Wissen

# DAX & Co. – Neue Regeln für die deutschen Indizes

Die Deutsche Börse passt ihr Regelwerk zur Zusammensetzung der Indizes MDAX, SDAX und TecDAX an. **Ab September 2016** wird der Auswahlprozess der Unternehmen für eine Auf- oder Entnahme in den Indizes **rein quantitativ und vollständig automatisiert stattfinden**.

Damit wird das Regelwerk den bereits für den DAX geltenden Regeln angeglichen, der schon seit mehreren Jahren auf Basis automatisierter Vorgaben angepasst wird. Zukünftig findet dann die Bestimmung der Indexzusammensetzung in allen Fällen vollständig automatisiert statt. Dies verbessert weiter die **Transparenz** und **Objektivität** des Indexregelwerks und macht Wechsel vorhersehbarer.

Die neue Indexzusammensetzung soll auch zukünftig jeweils am dritten Handelstag im März, Juni, September, Dezember (Quartalsendmonat) und nach 22.00 Uhr bekannt gegeben werden. Der nächste Termin für die planmäßige regelbasierte Überprüfung der Zusammensetzung der Aktienindizes der Deutschen Börse ist der 5. September 2016.



SOPHIA WURM  
Technische Analyse & Index  
Research, CM Research

Für eine Aufnahme in die Auswahlindizes der Deutschen Börse qualifizieren sich Unternehmen grundsätzlich nach den beiden Hauptkriterien **Marktkapitalisierung im Streubesitz** und **Börsenumsatz** (auf Xetra und an der Börse Frankfurt). Nach den neuen Regeln wird beiden Kriterien die gleiche Bedeutung beigemessen.

Der DAX-Index wird jährlich im September regulär überprüft, hierbei sind die Hürden für einen Wechsel niedriger. Für MDAX, SDAX und TecDAX gibt es zusätzlich im März eine reguläre Überprüfung. Darüber hinaus werden alle Indizes quartalsweise einer Prüfung nach den sogenannten Fast-Entry- und Fast-Exit-Regeln

unterzogen, sodass signifikante Veränderungen (zum Beispiel »große« Neuemissionen) zeitnah berücksichtigt werden können.

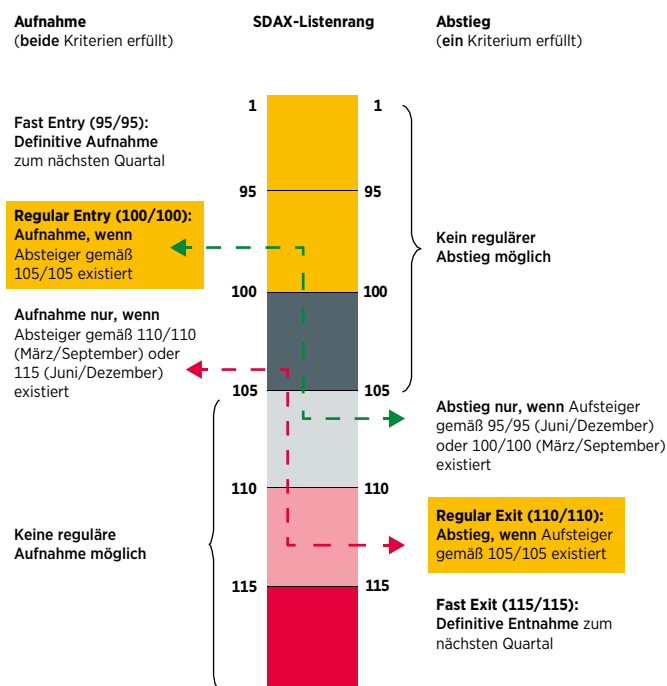
Die relevanten Schwellenwerte für die Indexanpassungen wurden leicht verschoben, sodass es – in Kombination mit der gestiegenen Bedeutung des Umsatzrankings (bisher wurde dem Markt-kapitalisierungsranking eine höhere Bedeutung beigemessen) – im Zuge des neuen Regelwerks in der Summe wahrscheinlich weniger Anpassungen in der Indexzusammensetzung geben wird als bisher.

Für eine reguläre Aufnahme in den SDAX muss ein Unternehmen in der Zukunft auf der kombinierten SDAX/MDAX-Liste in **beiden Kriterien** (siehe oben) mindestens **Rang 100** (»Regular Entry«) erreichen, um in den Index aufzurücken. Der Wechsel wird vollzogen, wenn ein Indexwert existiert, der in **einem** der beiden Kriterien **Rang 105** oder schlechter (»Regular Exit«) aufweist.

Weist ein SDAX-Wert auf der Rangliste in **einem der beiden Kriterien Rang 110** oder schlechter (»Regular Exit«) auf, wird er ersetzt, wenn es einen Aufsteiger gibt, der in **beiden Rankings besser als Rang 105** ist.

Die entsprechenden Schwellenwerte für einen »Fast Entry« in den SDAX im Juni oder Dezember liegen bei 95 und für den »Fast Exit« bei 115. In diesen Fällen findet die Anpassung statt, unabhängig davon, ob es einen »formalen« Entnahme- oder Aufnahmetitel gibt.

**Grafik 1: Grafische Darstellung der neuen SDAX-Regeln**



Quelle: Commerzbank Index Research



**Anlageidee: Index-Zertifikate auf deutsche Indizes**

Nutzen Sie die Möglichkeit und partizipieren Sie an der Entwicklung der beliebtesten deutschen Aktienindizes der Deutschen Börse.

Ein Überblick über das gesamte Produktspektrum an Zertifikaten steht Ihnen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.

**Unlimited Index-Zertifikate**

WKN	Basiswert	Bezugsverhältnis	Basispreis	Laufzeit	Geld-/Brieffkurs
CD2 JKY	DAX	100:1	40,02 Pkt.	Unbegrenzt	101,09/101,10 EUR
CD2 JKZ	MDAX	100:1	69,64 Pkt.	Unbegrenzt	206,44/207,88 EUR
CD2 JL0	TecDAX	100:1	4,05 Pkt.	Unbegrenzt	16,36/16,38 EUR

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

Die Darstellung der genannten Produkte erfolgt lediglich in Kurzform. Die maßgeblichen Produktinformationen stehen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.



Commerzbank Strategiefonds Marktneutral

# Neues Allzeithoch dank Brexit-Nervosität



DR. STEFAN DILTHEY  
Senior Portfolio Manager,  
Asset Management

Nach dem turbulenten Jahresauftakt 2016 mit Kursverlusten auf breiter Front hatte sich das Geschehen an den Finanzmärkten in den Folgemonaten zunächst wieder beruhigt und stabilisiert, und der DAX pendelte eine ganze Weile lang recht impulslos um die 10.000-Punkte-Marke herum, die er inzwischen wieder hatte zurückerobert können. Doch der Juni stand dann ganz im Zeichen der Brexit-Abstimmung in Großbritannien, die zu einer wahren Achterbahnfahrt an den Aktienmärkten führte: Der DAX ging sofort wieder auf Talfahrt, als zunehmende Nervosität wegen eines möglicherweise negativen Brexit-Votums aufkam, und fiel bis zur Monatsmitte sehr schnell auf zwischenzeitlich

unter 9.500 Indexpunkte. In der Woche direkt vor der Abstimmung machten dann umgekehrt Umfrageergebnisse »pro Europa« die Runde, was zu einer ebenso schnellen Erholung des DAX führte. Am Tag der Abstimmung wurde sogar der Monatshöchstwert von 10.340 DAX-Punkten erreicht. Umso größer war dann die Überraschung und der Schock an der Börse, als am nächsten Morgen feststand, dass die Mehrheit der Briten doch für den Brexit gestimmt hatte: Der DAX eröffnete direkt mit einem Minus von rund 10 Prozent (!) zum Vortag – konnte sich aber bereits innerhalb des Tages wieder stabilisieren. In den folgenden sehr volatilen Handelstagen wurde dann zunächst noch ein neues Monatstief bei 9.214 Indexpunkten markiert, bevor die Aktienmärkte zum Monatsende dann wieder auf Erholung umschalteten. So beendete der DAX den Juni schließlich bei 9.680 Indexpunkten mit einem Monatsminus von 5,7 Prozent.

## Angstbarometer mit extremen Ausschlägen

Dieses Auf und Ab an den Aktienmärkten spiegelte sich auch in den impliziten Volatilitäten wider: Im relativ ruhigen Fahrwasser der letzten Monate dümpelte der VDAX-NEW noch in einem mittleren Bereich zwischen 20 und 24 Prozentpunkten dahin. Als der DAX dann im Juni auf Tauchstation ging und die Nervosität an der Börse schnell zunahm, sprangen die impliziten Volatilitäten innerhalb weniger Tage massiv an, und der VDAX-NEW erreichte in der Spitze sogar Extremwerte von 39 Prozent. Rund um die Brexit-Abstimmung blieb die Unsicherheit an den Märkten dann sehr hoch und erst in den letzten Junitagen kam der VDAX-NEW im Zuge der allgemeinen Markterholung wieder zurück auf etwa 25 Prozent – einen aber immer noch überdurchschnittlich hohen Wert.

## Optionsstrategie: Von Schwankungen profitieren

Per se müssen große Schwankungen für Anleger nicht negativ sein. Bei Optionsstrategien, die auf Veränderungen der Volatilitäten setzen, lässt sich das hektische Auf und Ab der Börsen sogar gewinnbringend nutzen. Der Commerzbank Strategiefonds Marktneutral beispielsweise kauft bevorzugt während ruhiger



Stand: 30. Juni 2016; Quelle: Commerzbank AG

Wertentwicklung seit Fondsaufgabe am 23.01.2014, Betrachtungszeitraum: 23. Januar 2014 bis 30. Juni 2016. Weitere Kosten können auf Anlegerebene anfallen (zum Beispiel Depotgebühren). Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.





Marktphasen in Erwartung zukünftig volatilerer Märkte Optionen. Denn je höher die Volatilität dann steigt, desto teurer werden die Optionen. Sind dagegen die Märkte sehr nervös und ist umgekehrt zu erwarten, dass die aktuell hohen Volatilitäten demnächst wieder sinken, werden hauptsächlich Optionen verkauft und die momentan attraktiven Optionsprämien vereinnahmt.

#### Dank Brexit auf neuen Höchststand

Auf dem Höhepunkt der Brexit-Nervosität konzentrierte sich das Fondsmanagement aufgrund der damit verbundenen höheren Optionspreise ausschließlich auf das »Schreiben«, also Leerverkaufen von Optionen – vorzugsweise Puts mit kürzerer Laufzeit und tief liegenden Basispreisen, also einem komfortablen Sicherheitspuffer zum aktuellen Marktniveau, um Optionsprämien mit attraktivem Chance-Risiko-Verhältnis zu vereinnahmen.

Als sich der DAX in den Tagen vor der Brexit-Abstimmung deutlich erholte, konnte dann ein großer Teil dieser Positionen bereits am Tag vor der Verkündung des Brexit-Ergebnisses mit Gewinn geschlossen werden. Außerdem wurden im Hinblick auf das Risikomanagement zusätzlich zur Absicherung Long-Puts längerer Laufzeit gekauft. Daher wirkte sich der DAX-Crash von –10 Prozent am nächsten Tag nicht negativ auf den Fonds

#### Wichtige Produktmerkmale

Fondsname	WKN	Laufende Kosten	Ausgabeaufschlag	Auflage-datum
Commerzbank Strategie-fonds Marktneutral	CDF 1MN	0,70 % p.a.	Entfällt	23.01.2014

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank

Beachten Sie bitte: Der Commerzbank Strategiefonds Marktneutral kann über die Filialen der Commerzbank direkt zum NAV erworben werden, ein Ausgabeaufschlag entfällt. Den täglichen NAV, die seit Auflage erzielten Renditen des Fonds, die Fonds-Fakten etc. können interessierte Anleger jederzeit im Internet auf [www.am.commerzbank.de](http://www.am.commerzbank.de) abrufen.

aus – im Gegenteil: Bei den Long-Puts konnten sofort Gewinne realisiert werden, und die restlichen geschriebenen Optionen liefen in den Folgetagen, als sich die Nervosität wieder etwas gelegt hatte und die Volatilitäten zurückgingen, ebenfalls ins Plus.

So konnte der Fonds also trotz der Brexit-Turbulenzen erneut die Nerven seiner Anleger weitestgehend schonen und die extremen Schwankungen an den Märkten sogar gewinnbringend nutzen: Ende Juni wurde ein neuer Höchstwert beim NAV (101,63 Euro) und ein erfreuliches Plus von 0,64 Prozent im Monatsvergleich erreicht. Im ersten Halbjahr des Jahres 2016 hat der Fonds damit insgesamt einen Zugewinn von 1,17 Prozent erzielt – nach Abzug aller Kosten und in einem sehr schwierigen Marktumfeld inklusive Negativzinsen im Bonds-Portfolio, die die Performance zusätzlich belasten.

#### COMMERZBANK STRATEGIEFONDS MARKTNEUTRAL

Der Fonds investiert überwiegend in kurzlaufende deutsche Anleihen, die eine durchschnittliche Laufzeit von maximal einem Jahr sowie das Rating von Bundesanleihen, also die Bestnote »AAA«, aufweisen. Zur Erreichung des Anlageziels einer positiven Wertentwicklung deutlich oberhalb des Geldmarktniveaus setzt das Fondsmanagement auf eine flexible Optionsstrategie. Hauptsächlich werden dabei DAX-Optionen gehandelt – generell stehen aber alle Optionen auf deutsche Aktien oder Aktienindizes zur Verfügung, die an der Eurex, dem weltweit größten Marktplatz für Optionen und Terminkontrakte, gehandelt werden. Der Partizipationsgrad an der Aktienmarktentwicklung wird möglichst gering gehalten (»marktneutral«) und darf selbst in extremen Marktszenarien höchstens ±40 Prozent des Nettoinventarwerts (NAV) betragen.



Commerzbank Analysen

# ING – Der Zeit voraus

Restrukturierung und Umbau sind abgeschlossen. Operativ läuft es im Bankgeschäft. Das Kreditvolumen wächst, die Zinsmarge ist stabil. Die Eigenkapitalsituation ist grundsolide. Daraus ergibt sich eine gute, in den nächsten Jahren wachsende Ausschüttung. Das Kredit-Engagement (Öl- und Gasgeschäft, Schiffe) ist nennenswert, aber nicht kritisch. Die Bewertung der Aktie eröffnet weiterhin deutliches Potenzial.

## In Siebenmeilentiefeln zur neuen Struktur

Vor der Lehman-Krise verstand sich ING als Allfinanzanbieter, der auf vielen Märkten und dazu noch in komplexer Geschäfts- und Finanzierungsstruktur unterwegs war. Ein hohes Engagement in verbrieften US-Hypotheken und ein direktes Engagement über die US-Direktbanktochter hätten für ING



MICHAEL CLOTH  
Investmentstrategie  
Private Kunden

fast zum »Genickbruch« geführt. Nur eine – mit der EU-Kommission abgestimmte – massive Kapitalspritze des niederländischen Staats (10 Milliarden Euro) sicherte das Überleben. Dies war mit hohen Auflagen verbunden.

ING ging über Jahre in eine Restrukturierung, an deren Ende die Gruppe nunmehr angelangt ist. Der Verkauf der Versicherungseinheiten ist abgeschlossen. Damit hat ING alle Vorgaben erfüllt.

**Komplexität reduziert, Staatshilfe komplett zurückgezahlt**

Mit den Verkäufen der Versicherungseinheiten konnte auch das kritisch gesehene (weil komplexe) Thema der internen Verschuldung und doppelten Anrechnung von Eigenkapital in der Bank und in der Versicherungssparte gelöst werden. Die zugeflossenen Mittel sowie gute Ergebnisse im Bankgeschäft ermöglichten einen schnellen Eigenkapitalaufbau und schließlich die komplette Rückzahlung an den niederländischen Staat inklusive hoher Zinsen (Rückzahlung insgesamt 13,5 Milliarden Euro). Mit der

letzten Tranche entfielen auch jegliche Restriktionen bzw. Auflagen in Bezug auf Dividendenzahlungen.

**Ausschüttungen mit guter Perspektive ...**

Nach sechs Jahren Abstinenz zahlte ING überraschend

»Nach sechs Jahren zahlte ING überraschend bereits für 2014 eine (kleine) Dividende.«

bereits für 2014 eine (kleine) Dividende. Angesichts der soliden Kapitalstärke (harte Kernkapitalquote auf Holding-Ebene Ende des ersten Quartals 2016: 12,9 Prozent) soll weiterhin eine steigende Dividende gewährleistet werden. Dies ist eine leichte Änderung zum bisherigen Vorhaben, mindestens 40 Prozent des

Gruppenergebnisses auszuschütten. Damit sollten genügend Freiräume bestehen, sowohl das derzeit überdurchschnittliche (Kredit-)Wachstum zu unterlegen als auch eine attraktive Ausschüttung zu gewährleisten.

**... zumal es Klarheit bei den Eigenkapitalvorgaben gibt**

Dazu gibt die jüngste EZB-Eigenkapitalvorgabe plus der nationale Sicherheitspuffer des niederländischen Regulators (9,5 Prozent plus 3,0 Prozent; insgesamt 12,5 Prozent) Klarheit.

Unter Einrechnung des Verkaufs der restlichen Versicherungsanteile lag diese Quote zum Ende des ersten Quartals 2016 (pro forma) bei 13,5 Prozent und damit deutlich über der Anforderung.

»Bei Krediten im Minen- und Metallsektor gibt es regionale Schnittmengen vor allem mit der Ukraine und Russland.«

**Kreditportfolio ohne besondere Risiken: Russland/Ukraine ohne Auffälligkeiten ...**

Wegen der Sanktionen richtet sich das Augenmerk auf das (Kredit-)Engagement in Russland. ING wies Ende des ersten Quartals 2016 ein Volumen von rund 6,0 Milliarden Euro (inklusive zugesagter Kreditlinien) aus. Die Kredite finanzieren meist Infrastrukturprojekte sowie Pipelines und lauten ganz überwiegend auf US-Dollar bzw. Euro (87 Prozent). Die Quote ausfallgefährdeter Kredite ist gegenüber dem vierten Quartal

**Grafik 1: Wertentwicklung ING**



Stand: 18. Juli 2016; Quelle: Reuters  
Frühere Wertentwicklungen sind kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

**UNTERNEHMENSPORTRÄT**

Die Finanzholding Internationale Nederlanden Groep (ING) ging 1990 aus einem Zusammenschluss der Nationale Nederlanden N.V. (größter Versicherungskonzern des Landes) sowie der fusionierten NMB Postbank (drittgrößte niederländische Bank) hervor.

In der Finanzkrise musste der niederländische Staat die Bank stützen. Auflage war die Trennung vom Versicherungsgeschäft. ING konzentriert sich im Kerngeschäft »Bank« auf das internationale Firmen- und Privatkundengeschäft. Die ING Groep beschäftigt in der Bank rund 53.000 Mitarbeiter in mehr als 40 Ländern.





2015 unverändert, die Abdeckung (17 Prozent) durch Rückstellungen ist nur marginal gesunken. Insofern dürfte nach aktuellem Stand aus dem Engagement eher ein Ertrags- als ein Ausfallrisiko resultieren. Das Exposure gegenüber der Ukraine betrug Ende des ersten Quartals rund 1,2 Milliarden Euro, die Abdeckungsquote für ausfallgefährdete Kredite stieg von 60 auf 66 Prozent an.

---

»Das gesamte Engagement wird für das erste Quartal 2016 mit 28,1 Milliarden Euro beziffert.«

---

#### **...ebenso wie China und das Schiffsbuch**

Auch etwaige Sorgen über besondere Risiken in China (Kreditexposure im ersten Quartal 2016: 7 Milliarden Euro, 61 Prozent davon mit Laufzeiten geringer als ein

Jahr und 77 Prozent des Engagements in US-Dollar oder Euro) sind überzogen. Gleiches gilt für das Kreditbuch im Schiffsbereich (12 Milliarden Euro), in dem sich vor allem in den Niederlanden (für Binnenschiffe und Küstenschiffe) eine höhere Risikovorsorge bemerkbar machte, während sich das übrige Engagement unauffällig zeigte. Bei Krediten im Minen- und Metallsektor (14,1 Milliarden Euro) gibt es regionale Schnittmengen vor allem mit der Ukraine und Russland. Ohne diese Länder hätte hier die Quote ausfallgefährdeter Kredite Ende des ersten Quartals 2016 bei relativ niedrigen 1,7 Prozent gelegen.

#### **Öl und Gas im Fokus**

Mit dem starken Ölpreisverfall rücken die verbundenen Risiken in den Fokus. Das gesamte Engagement wird für das erste Quartal 2016 mit 28,1 Milliarden Euro beziffert. Immerhin ist ein wesentlicher Teil (57 Prozent) des Engagements im kurzfristigen Handelsbereich zu sehen, das durch Terminverkäufe oder Hedging-Maßnahmen abgesichert ist. Zudem ist ein nennenswerter Teil der Kredite (55 Prozent) an Unternehmen mit einer Investment-Grade-Einstufung durch Ratingagenturen ausgereicht. Direktes Ölpreis-Exposure sieht ING bei 14 Prozent des Volumens (rund 3,8 Milliarden Euro).

#### **Kreditausfälle und Ergebniswirkung begrenzt**

Dieses Portfolio ist einem Stresstest durch die Bank unterzogen worden, woraus das Unternehmen nur begrenzte Risiken für höhere Kreditausfälle ableitet. Mit den Zahlen des vierten Quartals 2015 legte das Management dar, dass man bei fortgesetzter Ölpreisschwäche (Preise um 30 US-Dollar je Barrel oder darunter) mit höheren Rückstellungen in Höhe von rund 200 Millionen Euro gegenüber dem Vorjahr (je 100 Millionen Euro rund 2 Prozent negativer Ergebniseinfluss) rechnet. Damit sind die Belastungen zwar nicht gering, aber weiterhin beherrschbar.

#### **Wachstum und Zinsmarge treiben das Zinsergebnis**

ING vermeldete in den letzten beiden Jahren ein deutliches Wachstum in der Kreditnachfrage. Dies war zeitweise von



deutlichen Zuwächsen im Unternehmensgeschäft – hier vor allem strukturierte Finanzierungen – getrieben. Durch die Russland-Ukraine-Krise und wegen des Ölpreisdrops (Kreditnachfrage kam auch von Öl-/Gas-Investoren) gingen die Zuwachsraten zuletzt zurück. Das Management zeigt sich aber zuversichtlich, dass das Ziel eines Volumenwachstums von 4 Prozent auch in den Folgejahren erreicht werden kann. Dies dürfte neben einer weitgehend stabilen Zinsmarge dann positiv auf das Zinsergebnis wirken.

**Ambition 2017: Ziele fast alle erreicht, höhere Ziele möglich**

ING hat frühzeitig fast alle selbstgesetzten Zielvorgaben übertreffen können. Die harte Kernkapitalquote liegt genauso komfortabel über dem Zielwert von 10 Prozent wie die Verschuldungsquote. In 2015 lag das Verhältnis von Kosten zu Erträgen (sogenannte Cost-Income-Ratio) bei 55,9 Prozent und damit etwas über der geplanten Spanne (50 bis 53 Prozent). Die tatsächliche Ausschüttungsquote dürfte im laufenden Jahr deutlich höher ausfallen. Die Eigenkapitalrendite lag mit 10,8 Prozent im Rahmen der Zielspanne (10 bis 13 Prozent).



**Anlageidee: Zertifikate auf ING**

Nutzen Sie die Einschätzungen unserer Experten und partizipieren Sie an der Entwicklung der ING-Aktie. Ganz gleich, ob Sie mit Hebelprodukten auf schnelle und kurzfristige Marktveränderungen setzen möchten oder mit Anlageprodukten eine intelligente Alternative zum

reinen Aktieninvestment suchen, bei der Commerzbank werden Sie fündig.

Ein Überblick über das gesamte Produktspektrum an Zertifikaten steht Ihnen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.

**Discount-Zertifikate**

WKN	Basiswert	Cap	Discount	Max. Rendite p.a.	Bewertungstag	Geld-/Briefkurs
CD4 1CA	ING	8,00 EUR	24,40 %	8,25 %	16.03.2017	7,57/7,58 EUR
CD4 1CB	ING	9,00 EUR	17,18 %	12,56 %	16.03.2017	8,29/8,30 EUR
CD4 1CC	ING	10,00 EUR	11,46 %	18,79 %	16.03.2017	8,87/8,88 EUR
CD4 1CD	ING	11,00 EUR	7,32 %	27,04 %	16.03.2017	9,30/9,31 EUR

**Capped Bonus-Zertifikate**

WKN	Basiswert	Cap/Bonus-level	Barriere	Abstand zur Barriere	Max. Rendite p.a.	Bewertungstag	Geld-/Briefkurs
CD2 JGG	ING	11,70 EUR	5,60 EUR	44,29 %	10,05 %	16.03.2017	10,95/10,96 EUR
CD2 JGH	ING	12,30 EUR	6,60 EUR	34,40 %	16,70 %	16.03.2017	11,05/11,06 EUR
CD2 JGJ	ING	13,10 EUR	7,60 EUR	24,49 %	27,32 %	16.03.2017	11,05/11,06 EUR

**Turbo-Zertifikate**

WKN	Basiswert	Typ	Basispreis	Knock-Out-Barriere	Hebel	Laufzeit	Geld-/Briefkurs
CD7 XZL	ING	Bull	7,82 EUR	8,18 EUR	4,5	Unbegrenzt	2,20/2,21 EUR
CD8 HRQ	ING	Bull	8,41 EUR	8,78 EUR	6,0	Unbegrenzt	1,65/1,66 EUR
CD4 MFL	ING	Bear	12,07 EUR	11,51 EUR	4,8	Unbegrenzt	2,08/2,09 EUR
CD7 AT3	ING	Bear	11,56 EUR	11,03 EUR	6,3	Unbegrenzt	1,56/1,57 EUR

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

Die Darstellung der genannten Produkte erfolgt lediglich in Kurzform. Die maßgeblichen Produktinformationen stehen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.





Commerzbank Analysen

# Drei Faktoren geben DAX nach Brexit-Votum Halt

Investoren sollten nach dem Brexit-Votum die Aussichten für den DAX für das zweite Halbjahr 2016 nicht zu pessimistisch einschätzen. Denn drei Faktoren dürften den Markt stützen: das weltweit starke Wachstum der Geldmenge M1, die attraktive Bewertung und die pessimistische Stimmung unter den Anlegern. Deshalb rechnen wir für die Sommermonate weiter mit einer Seitwärtsbewegung zwischen 9.000 und 10.000 Punkten. Im Herbst könnte der DAX einen Erholungsversuch starten, wenn sich die DAX-Gewinnerwartungen – dank eines trotz Brexit robusten Wachstums im Euroraum, in den USA und China – stabilisieren sollten.

Drei Faktoren dürften den DAX in den nächsten Wochen nach dem Brexit-Votum stützen:

**Konjunktur:** Das starke Wachstum der Geldmenge M1 von 9 Prozent im Euroraum (Grafik 1), 8 Prozent in den USA und 24 Prozent in China ist ein wichtiger Unterschied zu dem sehr



ANDREAS HÜRKAMP  
Leiter Aktienmarktstrategie,  
CM Research

negativen Börsenjahr 2008. Das Brexit-Votum ist kein Lehman Brothers-Moment für den DAX, da im Gegensatz zum Jahr 2008 die Notenbanken eine sehr expansive Geldpolitik betreiben.

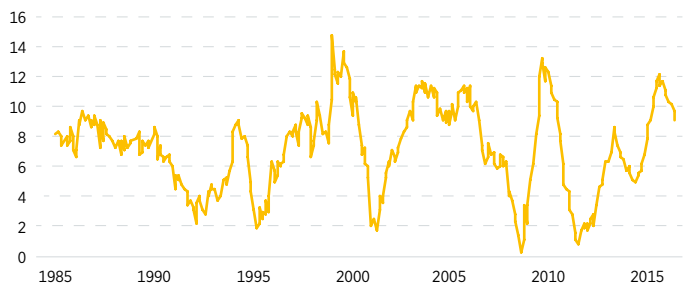
**Bewertung:** Die durchschnittliche Rendite von Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating ist auf 1,0 Prozent gefallen, während die DAX-Dividendenrendite auf 3,4 Prozent gestiegen ist – dieser rekordhohe Renditevorteil von 240 Basispunkten sollte den DAX stützen (Grafik 2).



**Grafik 1: Im Gegensatz zu 2008 wächst die Geldmenge**

Geldmenge M1 im Euroraum, Veränderung gegenüber Vorjahr

in Prozent



Stand: Juli 2016; Quelle: Bloomberg, Commerzbank

Zudem liegt das DAX-KGV für 2016 mit 12 fünf Punkte unter dem KGV des S&P 500 – so attraktiv waren deutsche Aktien im Vergleich zu US-Aktien seit 13 Jahren nicht mehr.

**Sentiment:** Der VDAX bei 25 signalisiert, dass die Investoren nach dem Brexit-Votum bereits relativ pessimistisch und vorsichtig positioniert sind.

Aufgrund dieser drei positiven Trends dürfte der DAX trotz des Brexit-Votums in den Sommermonaten regelmäßig zwischen 9.000 und 9.500 Punkten einen Boden finden, ein monatelanger Abwärtstrend wie nach der Lehman Brothers-Pleite 2008 ist unwahrscheinlich.

**Tabelle 1: 35 der 50 EURO STOXX 50-Unternehmen weiter mit fallenden Gewinnerwartungen für 2016**

Aktie	Gewinnerwartungen 2016 je Aktie in Euro		
	aktuell	vor drei Monaten	Veränderung in %
Eni	0,18	0,10	76,0
Total	2,77	2,36	17,2
Volkswagen Vz.	18,72	16,20	15,5
E.ON	0,79	0,72	9,9
Deutsche Telekom	0,91	0,87	5,7
BASF	4,55	4,35	4,7
Deutsche Post	2,01	1,93	4,3
Vinci	4,14	4,07	1,8
Safran	3,87	3,83	1,1
Siemens	6,76	6,71	0,8
Enel	0,30	0,30	0,6
Iberdrola	0,40	0,40	0,4
Danone	3,08	3,07	0,2
Inditex	1,02	1,02	0,1
BMW	9,70	9,70	0,0
Fresenius	2,90	2,91	-0,1
L'Oréal	6,44	6,45	-0,1
Orange	1,00	1,00	-0,2
Bayer	7,24	7,26	-0,3
Allianz	14,76	14,81	-0,3
Sanofi	5,54	5,56	-0,4
Schneider Electric	3,64	3,66	-0,6
Unilever	1,88	1,90	-0,7
Unibail-Rodamco	10,95	11,03	-0,8
SAP	3,97	4,03	-1,3

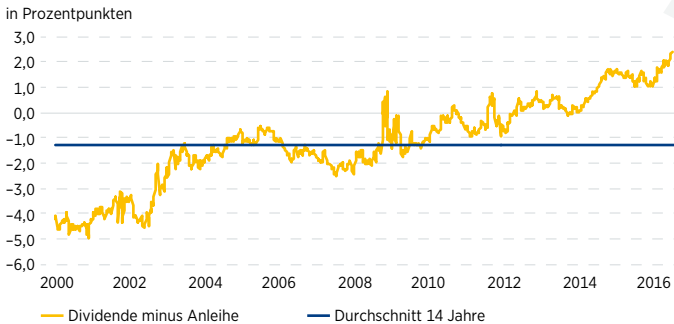
Aktie	Gewinnerwartungen 2016 je Aktie in Euro		
	aktuell	vor drei Monaten	Veränderung in %
Telefónica	0,62	0,63	-1,4
Essilor	3,97	4,04	-1,7
Air Liquide	5,37	5,48	-1,9
Carrefour	1,65	1,69	-2,3
Philips	1,49	1,52	-2,3
LVMH	8,01	8,22	-2,6
Saint-Gobain	2,34	2,41	-2,8
ING	1,06	1,10	-3,0
AXA	2,38	2,46	-3,1
ASML	3,19	3,29	-3,2
Vivendi	0,51	0,53	-3,5
Banco Santander	0,42	0,44	-4,3
Engie	1,04	1,09	-4,4
BNP Paribas	5,50	5,78	-4,9
Société Générale	3,82	4,02	-4,9
Generali	1,48	1,56	-5,3
Airbus	3,21	3,41	-5,8
Daimler	8,00	8,61	-7,1
Anheuser-Busch	3,68	3,97	-7,3
Intesa	0,20	0,22	-8,3
UniCredit	0,36	0,40	-8,9
BBVA	0,56	0,63	-11,0
Münchener Rück	14,45	16,97	-14,9
Nokia	0,20	0,32	-38,0
Deutsche Bank	0,74	1,34	-45,3

Stand: 7. Juli 2016; Quelle: Factset, Commerzbank. Frühere Entwicklungen und Prognosen sind kein Indikator für die künftige Entwicklung.



**Grafik 2: Sehr attraktive DAX-Dividendenrendite**

DAX-Dividendenrendite minus Rendite BBB-Unternehmensanleihen



Stand: Juli 2016; Quelle: Factset, Datastream, Commerzbank  
Frühere Wertentwicklungen sind kein Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Insbesondere wegen des schwachen britischen Pfunds werden die (nominalen) deutschen Exporte nach Großbritannien deutlich fallen. Doch die mittelfristigen Wachstumsaussichten für den Euroraum, für die USA und für China bleiben trotz Brexit intakt.

Daher dürften die DAX-Gewinnerwartungen in den kommenden Monaten zwar um weitere 2 bis 5 Prozent fallen, einen Einbruch von 20 bis 30 Prozent wie nach der Lehman-Pleite im Jahr 2008 dürfte es aber nicht geben. Zuletzt hatten 35 der 50 EURO STOXX 50-Unternehmen weiterhin fallende Gewinnerwartungen für das Geschäftsjahr 2016 (Tabelle 1). Wir erwarten, dass dieser negative Gewinnrevisions-trend noch bis zum Herbst 2016 anhalten wird.



**Anlageidee: Partizipieren Sie an der Entwicklung des DAX**

Nutzen Sie die Einschätzungen unserer Experten und partizipieren Sie an der Entwicklung des Deutschen Aktienindex.

Ein Überblick über das gesamte Produktspektrum an Zertifikaten steht Ihnen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.

**Discount-Zertifikate**

WKN	Basiswert	Cap	Discount	Max. Rendite p.a.	Bewertungstag	Geld-/Briefkurs
CD8 QFN	DAX	9.800 Pkt.	6,08 %	10,67 %	20.10.2016	95,27/95,28 EUR
CD8 QFU	DAX	10.100 Pkt.	4,13 %	14,60 %	20.10.2016	97,16/97,17 EUR

**Capped Bonus-Zertifikate**

WKN	Basiswert	Bonuslevel/Cap	Barriere	Abstand zur Barriere	Bonus-Rendite p.a.	Bewertungstag	Geld-/Briefkurs
CD3 T46	DAX	10.800 Pkt.	7.600 Pkt.	25,04 %	6,77 %	15.12.2016	104,99/105,01 EUR
CD3 T4D	DAX	11.000 Pkt.	8.000 Pkt.	21,13 %	9,22 %	15.12.2016	105,85/105,87 EUR
CD1 B5Z	DAX	10.870 Pkt.	8.400 Pkt.	17,16 %	11,40 %	15.12.2016	103,68/103,70 EUR
CD3 RZP	DAX	11.950 Pkt.	8.800 Pkt.	13,17 %	19,83 %	15.12.2016	110,25/110,29 EUR
CD3 T4R	DAX	11.600 Pkt.	9.200 Pkt.	9,28 %	22,94 %	15.12.2016	105,73/105,77 EUR

**Faktor-Zertifikate**

WKN	Basiswert	Strategie	Faktor	Laufzeit	Geld-/Briefkurs
CD4 H0W	DAX Future	Long	2	Unbegrenzt	9,81/9,82 EUR
CD4 H0Y	DAX Future	Long	4	Unbegrenzt	9,00/9,03 EUR
CD4 H10	DAX Future	Long	6	Unbegrenzt	7,60/7,64 EUR
CD4 H12	DAX Future	Long	8	Unbegrenzt	5,82/5,84 EUR

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

Die Darstellung der genannten Produkte erfolgt lediglich in Kurzform. Die maßgeblichen Produktinformationen stehen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.





## Trade Sponsoring & Free Trade-Aktionen - Überblick

Partner	Aktion*	Commerzbank-Derivate	Zeitraum	Ordervolumen
1822direkt	Kauf und Verkauf zu einer Pauschalgebühr von 4,95 Euro	Alle Optionsscheine, Zertifikate und Aktienanleihen	Bis 31.12.2016	> 1.000 EUR
brokerport	Kauf und Verkauf zu einer Pauschalgebühr von 24,99 Euro (gratis pro Kunde je 24,99 Euro: 250 Transaktionen im Monat)	Alle Optionsscheine, Zertifikate und Aktienanleihen	Dauerhaft	> 1.500 Stück
comdirect bank	Kauf und Verkauf zu einer Pauschalgebühr von 3,90 Euro	Alle Optionsscheine, Zertifikate und Aktienanleihen bezogen auf Aktien	Bis 30.09.2016	> 1.000 EUR
Consorsbank	Kauf und Verkauf zu einer Pauschalgebühr von 4,95 Euro	Alle Optionsscheine, Zertifikate und Aktienanleihen	Dauerhaft	> 1.000 EUR
DAB Bank	Kauf und Verkauf zu einer Pauschalgebühr von 4,95 Euro	Alle Optionsscheine, Zertifikate und Aktienanleihen	Dauerhaft	> 1.000 EUR
flatex	Kauf und Verkauf ohne Transaktionskosten	Alle Faktor-Zertifikate und Aktienanleihen	Dauerhaft	> 1.000 EUR
	Kauf und Verkauf ohne Transaktionskosten	Alle Optionsscheine	Dauerhaft	> 1.500 Stück
Hello bank	Kauf und Verkauf ohne Transaktionskosten	Alle Optionsscheine	Bis 31.03.2017	> 1.000 EUR < 20.000 EUR
	Kauf und Verkauf zu einer Pauschalgebühr von 4,95 Euro	Alle Zertifikate und Aktienanleihen	Bis 31.03.2017	> 1.000 EUR < 20.000 EUR
ING-DiBa	Kauf ohne Transaktionskosten	Alle Faktor-Zertifikate	Bis 31.12.2016	> 1.000 EUR
OnVista Bank	Kauf ohne Transaktionskosten	Alle Optionsscheine, Faktor- und Turbo-Zertifikate sowie Inline-Optionsscheine	Bis 31.08.2016	> 2.000 EUR

\*Alle Aktionen beziehen sich auf den elektronischen außerbörslichen Direkthandel über die angegebenen Partner.



Commerzbank Analysen

# Was bedeutet der Brexit für das britische Pfund?



ESTHER REICHELT  
Devisenanalyse, CM Research



THU LAN NGUYEN  
Devisenanalyse, CM Research

## Entscheidung für den Brexit

51,9 Prozent der britischen Bevölkerung sprachen sich beim EU-Referendum am 23. Juni für einen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union aus. Das britische Pfund fiel gegenüber dem US-Dollar daraufhin auf den niedrigsten Stand seit 1985. Die Verluste des Pfunds in den zwei Tagen nach dem Referendum überstiegen sogar die Verluste nach dem »Schwarzen Mittwoch«, an dem Großbritannien 1992 nach spekulativem Druck auf das Pfund aus dem Europäischen Wechselkursmechanismus austreten musste. Nach dem initialen Schock durch das für viele Marktteilnehmer überraschende Ergebnis des EU-Referendums schien sich die Lage an den Finanzmärkten



schnell wieder zu beruhigen. Die Pfund-Wechselkurse konnten sich zwischenzeitlich sogar etwas erholen. Doch die anfängliche Unsicherheit rund um das Ergebnis des Referendums ist nun der Unsicherheit über die Zukunft Großbritanniens gewichen.

»Schließlich ist die EU der mit Abstand wichtigste Handelspartner der britischen Wirtschaft.

#### Zugang zum EU-Binnenmarkt ist essenziell

Für den Devisenmarkt dreht sich dabei alles nur um eine Frage: Wird Großbritannien seinen Zugang zum europäischen Binnenmarkt behalten? Schließlich ist die EU der mit

Abstand wichtigste Handelspartner der britischen Wirtschaft. Sollte Großbritannien den Zugang behalten, dürften sich die ökonomischen Rahmenbedingungen nur unwesentlich ändern. Dann wäre auch eine Neueinschätzung des britischen Pfunds nicht notwendig. Sollte Großbritannien seinen Zugang allerdings verlieren oder sollte der Zugang erschwert werden, würde dies den Handel potenziell erheblich einschränken, was wiederum negative wirtschaftliche Konsequenzen für die britische Wirtschaft hätte. Dies ist insofern gefährlich, als Großbritannien von ausländischen Kapitalzuflüssen zur Finanzierung seiner Importe abhängig ist.

So belief sich das britische Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr auf ein historisches Hoch von ca. 5 Prozent des BIP (im ersten Quartal 2016 sogar knapp 7 Prozent des BIP). Sollten Kapitalzuflüsse plötzlich ausbleiben, beispielsweise weil Investitionen vor dem Hintergrund einer schwächelnden Wirtschaft weniger attraktiv erscheinen, wäre die britische Wirtschaft nicht mehr in der Lage, einen großen Teil ihrer Importe zu finanzieren. Sie wäre folglich gezwungen, Konsum und Produktion stark zurückzufahren. Im schlimmsten Fall hätte dieser Prozess eine schmerzhaft Rezession und eine massive Abwertung des britischen Pfunds zur Folge.

#### Unsicherheit belastet das Pfund

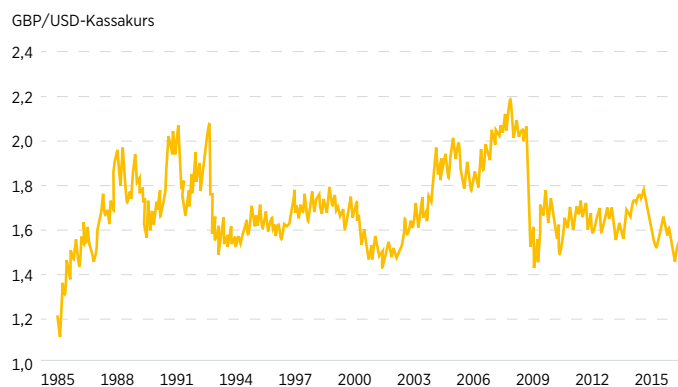
Diese Unsicherheit dürfte das Pfund noch einige Zeit belasten. Zwar hat inzwischen Theresa May, bislang britische Innenministerin, die Nachfolge von Premierminister David Cameron angetreten. Zumindest auf innenpolitischer Seite scheint damit wieder Ordnung einzukehren. Schließlich hatte Cameron seinem Nachfolger die Aufgabe, den Austritt Großbritanniens aus der EU zu beantragen, überlassen. Nichtsdestoweniger herrscht noch immer auf verschiedenen Ebenen Unklarheit:

- Zum einen hegen einige noch die Hoffnung, dass es gar nicht erst zum Brexit kommt. So hatte sich May vor dem Referendum für den Verbleib Großbritanniens in der EU ausgesprochen. Hinzu kommt, dass zahlreiche EU-Regierungschefs bereits klargestellt haben, dass sie Großbritannien den Zugang zum EU-Binnenmarkt nur dann gewähren, wenn die Briten die entsprechenden Regeln zur Freizügigkeit akzeptieren. Dies ist allerdings nicht vereinbar mit der wesentlichen Forderung des Brexit-Lagers, die Immigration einzuschränken bzw. zu kontrollieren. Ohne Aussicht auf einen gütlichen Deal mit der EU könnte die britische Regierung davor zurückschrecken, den Austritt offiziell zu beantragen. Die Tatsache, dass noch einige Marktteilnehmer die Hoffnung hegen, dass es aus diesen Gründen gar nicht zum Brexit kommt, bedeutet, dass noch negatives Überraschungspotenzial für das Pfund besteht.

»Die Unsicherheit darüber, ob Großbritannien weiterhin Zugang zum EU-Binnenmarkt haben wird, dürfte das Pfund noch einige Zeit belasten.

- Zum anderen ist unklar, wie stark die aktuelle Unsicherheit die britische Konjunktur belastet und damit die Bank of England (BoE) auf den Plan ruft. So führt die Unklarheit darüber, wie die zukünftige Handelsbeziehung zwischen EU und Großbritannien aussehen wird, dazu, dass Unternehmen Investitionen in Großbritannien erst einmal auf Eis legen. Die BoE rechnet aus

**Grafik 1: Britisches Pfund auf niedrigstem Stand seit 1985**



Stand: Juli 2016; Quelle: Bloomberg





diesem Grund damit, dass sich das britische Wirtschaftswachstum deutlich abschwächt. Unserer Ansicht nach dürfte die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2016 sogar schrumpfen. Die BoE hatte vor diesem Hintergrund bereits eine geldpolitische Lockerung in Aussicht gestellt. Diese ist weitgehend bereits am Markt eingepreist. Doch sollte der Konjunkturabschwung länger und stärker ausfallen, könnte die BoE zu einer aggressiveren Lockerung der Geldpolitik gezwungen sein, als aktuell angenommen wird. Dies würde das britische Pfund belasten.

Sollte Premierministerin May tatsächlich Artikel 50 aktivieren, bleibt dann noch die Ungewissheit darüber, ob es zu einer gütlichen Einigung mit der EU kommt, das heißt, ob Großbritannien

weiterhin Zugang zum EU-Binnenmarkt erhält oder nicht. Sollte May der Immigrationspolitik eine höhere Priorität beimessen und sich gleichzeitig die EU kompromisslos zeigen, kann dies im schlimmsten Fall dazu führen, dass Großbritannien den Zugang zum EU-Binnenmarkt verliert und der Handel zukünftig nach WTO-Vorgaben geregelt wird. Im Handel zwischen der EU und Großbritannien würden dann Zölle eingeführt. In diesem Fall dürfte sich die Pfund-Schwäche noch einmal deutlich verschärfen. Letztendlich gehen wir allerdings davon aus, dass beide Seiten ein größeres Interesse daran haben, ihre Handelsbeziehung weitestgehend wie bislang aufrechtzuerhalten. Sobald sich eine solche Einigung abzeichnet, dürfte sich das britische Pfund wieder deutlich erholen.



## Anlageidee: Zertifikate auf das britische Pfund

Sie möchten von der künftigen Wertentwicklung des britischen Pfunds profitieren? Mit BEST Turbo-Zertifikaten der Commerzbank haben Sie die Möglichkeit, überproportional an Kursveränderungen der beiden Wechselkurse Euro/Britisches Pfund sowie Britisches Pfund/US-Dollar zu partizipieren. Ein Überblick über das gesamte Spektrum an Zertifikaten auf Währungen steht Ihnen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.

### BEST Turbo-Zertifikate

WKN	Basiswert	Typ	Basispreis/ Knock-Out-Barriere	Hebel	Geld-/Briefkurs
CD8 NVJ	EUR/GBP	Bull	0,6959 GBP	6,0	16,57/16,62 EUR
CD8 NU7	EUR/GBP	Bear	0,9719 GBP	6,0	16,70/16,75 EUR
CD8 NZ5	GBP/USD	Bull	1,1412 USD	6,0	16,67/16,72 EUR
CD8 NXZ	GBP/USD	Bear	1,5037 USD	6,1	16,32/16,37 EUR

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

Die Darstellung der genannten Produkte erfolgt lediglich in Kurzform. Die maßgeblichen Produktinformationen stehen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.



August 2016

























## Die wichtigsten Termine im Überblick

### Konjunktur- & Wirtschaftstermine

Tag	Zeit	Land	Betreff
1. August	10.00		Einkaufsmanagerindex verarbeitendes Gewerbe (Juli 2016)
	16.00		ISM-Erzeugerpreisindex (Juli 2016)
			Börsenfeiertag Zürich (Nationalfeiertag)
3. August	16.00		ISM-Dienstleistungsindex (Juli 2016)
4. August	16.00		Auftragseingänge verarbeitendes Gewerbe (Juni 2016)
5. August	14.30		Arbeitsmarktdaten (Juli 2016)
	21.00		Verbraucherkredite (Juni 2016)
8. August	08.00		Industrieproduktion (Juni 2016)
	10.30		sentix-Konjunkturindex (August 2016)
9. August	08.00		Handelsbilanz (Juni 2016)
	16.00		Lagerbestände Großhandel (Juni 2016)
11. August	14.30		Import- & Exportpreise (Juli 2016)
12. August			Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)
	14.30		Einzelhandelsumsätze (Juli 2016)
15. August	14.30		Empire State Manufacturing Index (August 2016)
16. August	11.00		ZEW-Konjunkturerwartungen (August 2016)
	15.15		Industrieproduktion (Juli 2016)
18. August	14.30		Philly Fed Index (August 2016)
	16.00		Frühindikatoren (Juli 2016)
24. August	16.00		Absatz bestehender Häuser (Juli 2016)
25. August	10.00		Ifo-Geschäftsklimaindex (August 2016)
	14.30		Auftragseingang für langlebige Güter (Juli 2016)
26. August	08.00		GfK-Konsumklimaindex (September 2016)
	16.00		Verbrauchervertrauen University of Michigan (August 2016)
29. August			Börsenfeiertag London (Summer Bank Holiday)
30. August	16.00		Verbrauchervertrauen Conference Board (August 2016)
31. August	09.55		Arbeitsmarktdaten (August 2016)
	15.45		Chicago Einkaufsmanagerindex (August 2016)



### Unternehmenstermine

Tag	Land	Unternehmen	Veranstaltung/Veröffentlichung
2. August		BMW	Quartalsbericht zum 30. Juni 2016
		Deutsche Lufthansa	Zwischenbericht Januar bis Juni 2016
		Fresenius Medical Care	Veröffentlichung zum 2. Quartal 2016
3. August		Infineon	Quartalsergebnisse des 3. Geschäftsquartals 2016
		Vonovia	Zwischenbericht für das 1. Halbjahr 2016
		Continental	Halbjahresergebnisse 2016
4. August		Deutsche Post	Zwischenbericht zum 30. Juni 2016
		adidas	Halbjahresergebnisse 2016
5. August		Beiersdorf	Halbjahresbericht 2016
		Siemens	Geschäftszahlen für das 3. Quartal
		Fresenius	Quartalsfinanzbericht 2. Quartal 2016
10. August		Erste Group	Ergebnisse zum 1. Halbjahr 2016
		E.ON	Quartalsfinanzbericht 2. Quartal 2016
11. August		Heidelberger Druckmaschinen	Veröffentlichung Zahlen 1. Quartal Geschäftsjahr 2016/2017
		Lanxess	Ergebnisse 2. Quartal 2016
		Salzgitter	Zwischenbericht 1. Halbjahr 2016
26. August		Deutsche Telekom	Zwischenbericht zum 30. Juni
		Henkel	Veröffentlichung 2. Quartal 2016
		K+S	Halbjahresfinanzbericht zum 30. Juni 2016
		RWE	Zwischenbericht über das erste Halbjahr 2016
		ThyssenKrupp	Zwischenbericht 9 Monate 2015/2016 (Oktober bis Juni)
26. August		TUI	Zwischenbericht 9 Monate 2015/2016
		United Internet	Halbjahresfinanzbericht 2016
		Stada	Hauptversammlung 2016



Commerzbank Analysen

# Genussmittel: Der Geist ist aus der Flasche



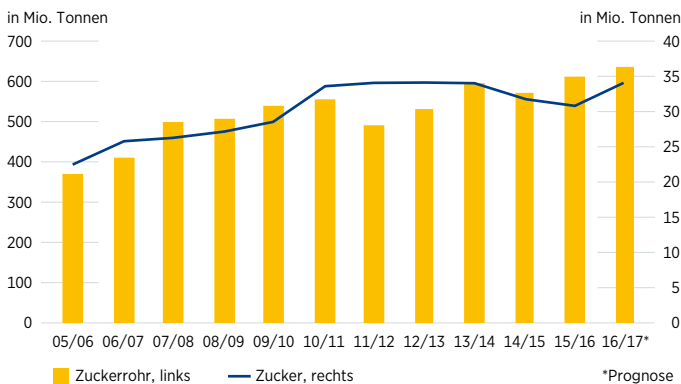
DR. MICHAELA KUHL  
Rohstoffanalyse, CM Research

Der Preis für Zucker ist aufgrund erhöhter Schätzungen für ein Angebotsdefizit 2015/2016 deutlich gestiegen. Trotz einer besseren Ernte in Brasilien dürfte auch 2016/2017 die Produktion unter dem Verbrauch liegen. Zudem hat starker Regen in den brasilianischen Anbaugeländen zu Verzögerungen bei der Verarbeitung von Zuckerrohr geführt. Der Kakaopreis schwankt auf hohem Niveau, nachdem die häufig zu optimistischen Ernterwartungen für Westafrika enttäuscht wurden. Das nach dem »Brexit«-Votum schwache britische Pfund wirkt bei Kakao zusätzlich preisunterstützend.

**Zucker:** In den letzten zwei Monaten ist der Preis für Rohzucker in New York um 40 Prozent gestiegen und erreichte Ende Juni mit über 20 US-Cents je Pfund das höchste Niveau seit Herbst 2012. Grund hierfür sind nach oben korrigierte Schätzungen für das in diesem Erntejahr zu erwartende Angebotsdefizit am globalen Zuckermarkt. Inzwischen liegen die Schätzungen für das Defizit 2015/2016 meist um 8 Millionen Tonnen, reichen aber auch bis 11 Millionen Tonnen. Die Preisentwicklung unterstützt hat auch der rasante Aufbau von Netto-Long-Positionen durch die kurzfristig orientierten Marktteilnehmer von null im Februar auf das derzeitige Rekordniveau von fast 250.000 Kontrakten. Wiederholt kamen heftige Regenfälle in Brasilien hinzu, die die Verarbeitung des Zuckerrohrs und die Beladung der Schiffe in den Exporthäfen lahmlegten und darüber hinaus den Zuckergehalt des Rohrs beeinträchtigen können.

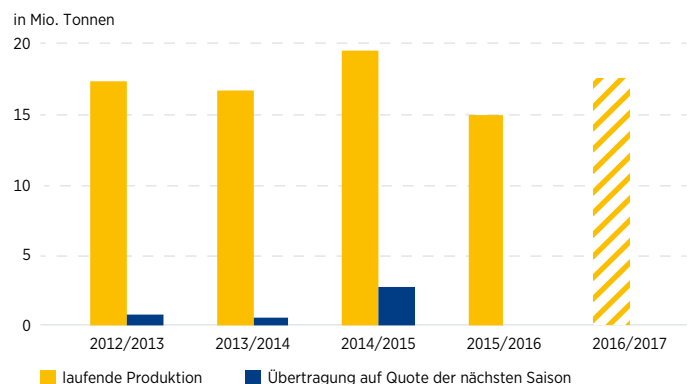
Das Defizit in der kommenden Saison soll dagegen etwas niedriger ausfallen und bei 4 bis 7 Millionen Tonnen liegen. Denn die brasilianische Zuckerrohrernte und Zuckerproduktion, die

**Grafik 1: Zucker – Kräftige Erholung der Zuckerproduktion in Brasilien**  
Center-South Brasilien



Stand: Juli 2016; Quelle: Conab, Commerzbank Research

**Grafik 2: Zucker – ... und auch in der EU**



Stand: Juli 2016; Quelle: EU-Kommission, Commerzbank Research



bereits zu 2016/2017 zählen, sollen deutlich höher ausfallen als im Vorjahr. In ihrer ersten und bislang einzigen Einschätzung von April geht die brasilianische Prognosebehörde Conab von einem Anstieg der Zuckerproduktion um 12 Prozent auf 37,5 Millionen Tonnen aus, darunter 34,3 Millionen Tonnen aus der Hauptanbauregion Center-South, wo in der Vorsaison laut Zuckerindustrieverband Unica 31,3 Millionen Tonnen Zucker produziert worden waren (Grafik 1). Andere Beobachter rechnen für Center-South sogar mit einer Zuckerproduktion von mehr als 36 Millionen Tonnen. Die insgesamt zur Verfügung stehende Zuckerrohrmenge soll um knapp 4 Prozent steigen und landesweit 11 Prozent mehr Zuckerrohr der Verarbeitung zu Zucker zugeführt werden als im Vorjahr. Die Zuckerrohrmenge, die zu Ethanol verarbeitet wird, soll dagegen leicht rückläufig sein. Es spricht bisher nichts dagegen, dass die Verarbeitung das hohe Tempo des Saisonstarts wieder aufnehmen und das gesamte erntereife Zuckerrohr verarbeitet werden kann. Möglicherweise erweist sich die Feuchtigkeit mittelfristig als positiv für Menge und Zuckergehalt.

Steigen soll die Zuckerproduktion 2016/2017 auch in der EU, wo Zucker zuletzt knapper wurde und der durchschnittliche Preis für Weißzucker im März mit 433 Euro je Tonne so hoch war wie

zuletzt im Dezember 2014. Der für April gemeldete leichte Preisrückgang dürfte nur vorübergehend sein. Die Produktion war 2015/2016 nach einer kräftigen Flächeneinschränkung mit nur knapp 15 Millionen Tonnen 24 Prozent niedriger als im Vorjahr (Grafik 2). Zudem bleiben die zollfreien Importe aus den über Präferenzabkommen mit der EU verbundenen Entwicklungsländern hinter den Erwartungen zurück. Von der nächsten EU-Ernte soll nun Entlastung kommen. Die Zuckerrübenfläche soll laut Kommission um 7 Prozent steigen und die Erträge über dem 5-Jahres-Durchschnitt liegen. Allerdings behält sich die Kommission Schritte zur Erhöhung der Importe vor, sollte sich die Knappheit am EU-Zuckermarkt nicht auflösen.

---

**»Die erwarteten Angebotsdefizite bei Zucker dürften einem stärkeren Preisrückgang entgegenstehen.«**

---

Die im Mai zu Ende gegangene Verarbeitungssaison 2015/2016 in Thailand – dem zweitgrößten Zuckerexporteur – hatte wegen der El-Niño-bedingten Dürre nur 9,8 Millionen Tonnen Zucker erbracht. Dies bedeutete einen Rückgang um 13 Prozent gegen-



über dem Rekordniveau des Vorjahres, in dem 11,3 Millionen Tonnen Zucker produziert wurden. Für 2016/2017 rechnet das Cane and Sugar Board wegen der Spätfolgen der Dürre und Umschichtungen in den Anbauplänen sogar mit einem weiteren Rückgang auf ein 7-Jahres-Tief von nur noch 9,4 Millionen Tonnen. Sicher ist dies allerdings nicht. Denn es gibt auch Marktbeobachter, die einen Anstieg auf 10 Millionen Tonnen erwarten.

Indien hatte in den beiden letzten Jahren unter einem schwachen Monsun zu leiden, der auch die Zuckerernte 2016/2017 noch belasten wird, obwohl für die jetzige Monsunsaison überdurchschnittliche Regenfälle erwartet werden. Nach einer Produktion von 25 Millionen Tonnen Zucker 2015/2016 und sogar 28,3 Millionen Tonnen im Jahr zuvor erwarten die Teilnehmer einer Umfrage der Nachrichtenagentur Bloomberg aus dem April im Durchschnitt eine indische Zuckerproduktion 2016/2017 von nur 23,5 Millionen Tonnen. Indien könnte dann eventuell neben dem weiteren Abbau der bereits stark reduzierten Lagerbestände sogar Zucker importieren müssen, da der heimische Verbrauch des weltgrößten Zuckerkonsumlandes bei etwa 26 Millionen Tonnen angesetzt wird. Das Land hat inzwischen eine Exportsteuer von 20 Prozent eingeführt, die nach Ansicht der Zuckermühlenvereinigung ISMA zu einem Erliegen der Exporte führen wird.

Die Erwartung eines weiteren Defizits am Zuckermarkt scheint also realistisch. Erste Erwartungen zu 2017/2018 machen bereits die Runde: Wenn der Zuckerpreis hoch bleibt, die Produktion in

der EU nach dem Wegfall der Quoten ausgedehnt wird und wenn ein guter Monsun in Indien die Trockenheit verringert bzw. beendet, dann ist für 2017/2018 ein Überschuss am Zuckermarkt nicht ausgeschlossen. Aber bis dahin vergeht noch viel Zeit.

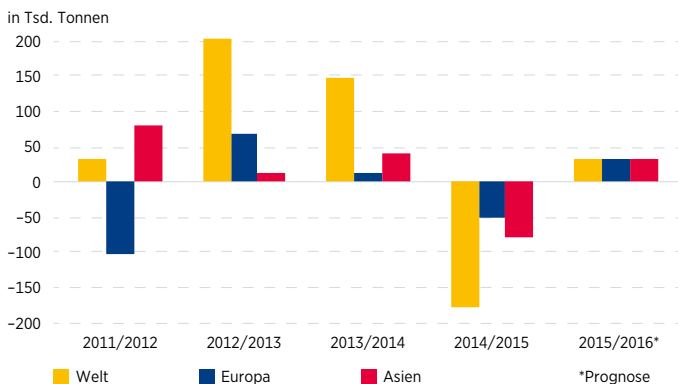
Aufgrund der voraussichtlich deutlich höheren Zuckerproduktion in Brasilien dürfte in den kommenden Monaten mehr Zuckerangebot aus Brasilien auf den Markt gelangen. Zudem gibt das gestiegene Preisniveau den Exporteuren einen Anreiz, Zucker auf dem Weltmarkt anzubieten. Ein schwächerer brasilianischer Real würde in die gleiche Richtung wirken. Wir rechnen daher mit einem niedrigeren Zuckerpreis von 17,5 US-Cents je Pfund am Jahresende. Die erwarteten Angebotsdefizite dürften einem stärkeren Preisrückgang entgegenstehen.

**Kakao:** Seit letztem Herbst nahm der Kakao-Preis in London mehrmals Anlauf auf die Marke von 2.300 britischen Pfund je Tonne, konnte dieses Preisniveau aber jeweils nur kurzzeitig überschreiten. Nach dem Brexit-Referendum und der damit zusammenhängenden kräftigen Abwertung des britischen Pfunds gelang Kakao schließlich der Sprung auf ein 6-Jahres-Hoch von 2.500 britischen Pfund je Tonne. Nur im Juni 2010 war der Preis kurzfristig höher gewesen.

»Dass sich der Preis in diesen Höhen aufhält, ist auch der Vorhersage von Angebotsdefiziten am globalen Kakaomarkt geschuldet.«

**Grafik 3: Kakao - Verarbeitung steigt nur geringfügig**

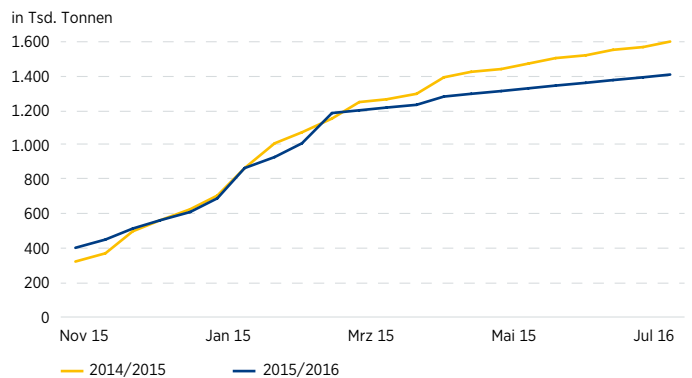
Kakaovermahlung, Vergleich zum Vorjahr



Stand: Juli 2016; Quelle: ICCO, Commerzbank Research

**Grafik 4: Kakao - Produktion deutlich kleiner als zuvor**

Anlieferungen in ivoirischen Häfen, kumuliert



Stand: Juli 2016; Quelle: Inoffizielle ivoirische Regierungsdaten, Bloomberg, Commerzbank Research





Dass sich der Preis in diesen Höhen aufhält, ist auch der Vorhersage von Angebotsdefiziten am globalen Kakaomarkt geschuldet. Zwar hat die Internationale Kakaoorganisation ICCO ihre Prognose für die letzte Saison inzwischen in einen kleinen Überschuss gedreht. Für die laufende Saison 2015/2016 hat sie ihre Defizitprognose aber wiederholt nach oben revidiert und erwartet nun, dass die Produktion 180.000 Tonnen unter dem Verbrauch bleibt. Und dies bei einer schwachen Nachfrage, die sich vom Einbruch des Vorjahres mit einem Plus von 0,8 Prozent nur marginal erholen soll (Grafik 3). Bereits im letzten Jahr war die Produktion gegenüber der Rekordernte 2013/2014 um 3 Prozent gesunken, nun geht es laut ICCO nochmals fast 5 Prozent bergab.

Hauptgrund sind die enttäuschenden Ernten in Westafrika, der mit Abstand wichtigsten Anbauregion. Dort haben insbesondere die Bohnen zur Zwischenernte, der kleineren der beiden jährlichen Ernteperioden, stark unter den heftigsten Wüstenwinden (»Harmattan«) seit Jahrzehnten gelitten. Und dabei ist die ICCO eher noch optimistisch. Sie hat für die Ernte 2015/2016 der Elfenbeinküste 1,65 Millionen Tonnen eingestellt, womit das Niveau 8 Prozent unter dem Vorjahr läge. Das ivorische Kaffee- und Kakaoboard äußerte aber die Befürchtung, dass die Produktion unter 1,6 Millionen Tonnen liegen könnte. Nach inoffiziellen

Daten bleiben die seit Saisonbeginn im Oktober kumulierten Anlieferungen in den Häfen inzwischen um 13 Prozent hinter dem Vorjahr zurück (Grafik 4). Hinzu kommen Qualitätsprobleme. So sind die Bohnen häufig zu klein, um den Anforderungen beim Export zu genügen. Zwar hat die Regierung jüngst die Anforderungen an Exportware gesenkt, doch wurden bereits vor Monaten viele Verträge geschlossen, die Qualitätsanforderungen enthalten, die nun schwer einzuhalten sind.

Auch in Ghana wird sich die Hoffnung auf einen kräftigen Produktionsanstieg gegenüber dem extrem schlechten Vorjahr wohl nicht erfüllen. Mit 800.000 Tonnen – statt der bisher angesetzten 840.000 Tonnen – ist die ICCO aber auch hier noch recht optimistisch. Ende April kursierte in der Presse eine inoffizielle Schätzung aus ghanaischen Regierungskreisen von nur 730.000 Tonnen. Im letzten Erntejahr war die Kakaoernte in Ghana wegen starker Harmattan-Winde bereits um 18 Prozent auf 740.000 Tonnen gefallen.

Von daher ist von einem beachtlichen Angebotsdefizit am Kakaomarkt 2015/2016 auszugehen. Für das nächste Erntejahr gibt es allerdings erste Stimmen, die einen kräftigen Produktionsanstieg erwarten. Ausgelöst werden soll dieser durch die

hohen Preise und möglicherweise noch zusätzlich unterstützt von einem La-Niña-Phänomen mit ausreichenden Regenfällen. Das Kakao-Handelshaus Cocoonect erwartet etwa ein Produktionsplus von 5 Prozent in der Saison 2016/2017. Da außerdem kein starkes Nachfragewachstum unterstellt wird, soll dieses einen Angebotsüberschuss am Kakaomarkt zur Folge haben. Tatsächlich lahmt die Nachfrage insgesamt. Der weltgrößte Kakaoverarbeiter Barry Callebaut berichtet unter Berufung auf Daten des Informationsanbieters Nielsen, dass der weltweite Schokoladenabsatz zwischen September 2015 und Februar 2016 um 2,6 Prozent zurückging. Auch das Handelshaus Sucres et Denrées hält einen Überschuss 2016/2017 für möglich. Angesichts der schleppenden Nachfrage erhalten die in der Vergangenheit mehrfach geäußerten Erwartungen eines strukturellen Defizits am Kakaomarkt derzeit keine Nahrung.

Aufgrund des Angebotsdefizits gehen wir davon aus, dass sich die Kakaopreise zunächst weiter auf hohem Niveau halten. Das wegen des Brexits schwache britische Pfund dürfte zusätzlich preisunterstützend wirken. Verfestigen sich die besseren Aussichten für die nächste Haupternte, dürften die Preise gegen Jahresende leicht nachgeben. Im vierten Quartal 2016 erwarten wir einen Kakaopreis in London von 2.300 britischen Pfund je Tonne.



## Anlageidee: Zertifikate auf Zucker und Kakao

Sie möchten von der künftigen Wertentwicklung von Kakao und Zucker profitieren? Mit Zertifikaten der Commerzbank haben Sie die Möglichkeit, überproportional an steigenden oder fallenden Notierungen zu partizipieren.

**Aber Achtung:** Da die von der Commerzbank angebotenen Produkte in Euro notieren, die Handelspreise von Zucker

und Kakao allerdings in US-Dollar, besteht für den Investor ein Währungsrisiko, wenn der Euro/US-Dollar-Wechselkurs steigen sollte.

Ein Überblick über das gesamte Spektrum an Zertifikaten steht Ihnen im Internet unter **www.zertifikate.commerzbank.de** zur Verfügung.

### Unlimited Turbo-Zertifikate

WKN	Basiswert	Typ	Basispreis	Knock-Out-Barriere	Hebel	Geld-/Briefkurs
CD7 0WT	Zucker-Future	Bull	0,162 USD	0,165 USD	5,9	2,96/2,97 EUR
CD8 DS1	Zucker-Future	Bear	0,230 USD	0,225 USD	5,4	3,25/3,26 EUR
CD8 DQA	Kakao-Future	Bull	2.481,903 USD	2.542,000 USD	6,0	4,43/4,49 EUR
CD4 Q2X	Kakao-Future	Bear	3.469,658 USD	3.380,000 USD	5,9	4,54/4,60 EUR

### Faktor-Zertifikate mit unbegrenzter Laufzeit

WKN	Basiswert	Strategie	Faktor	Geld-/Briefkurs
CD7 SAC	Zucker-Future	Long	4	9,39/9,56 EUR
CD7 SAD	Zucker-Future	Short	-4	9,08/9,25 EUR
CD6 U09	Kakao-Future	Long	4	8,67/8,99 EUR
CD6 U08	Kakao-Future	Short	-4	8,97/9,30 EUR

Stand: 21. Juli 2016; Quelle: Commerzbank Corporates & Markets

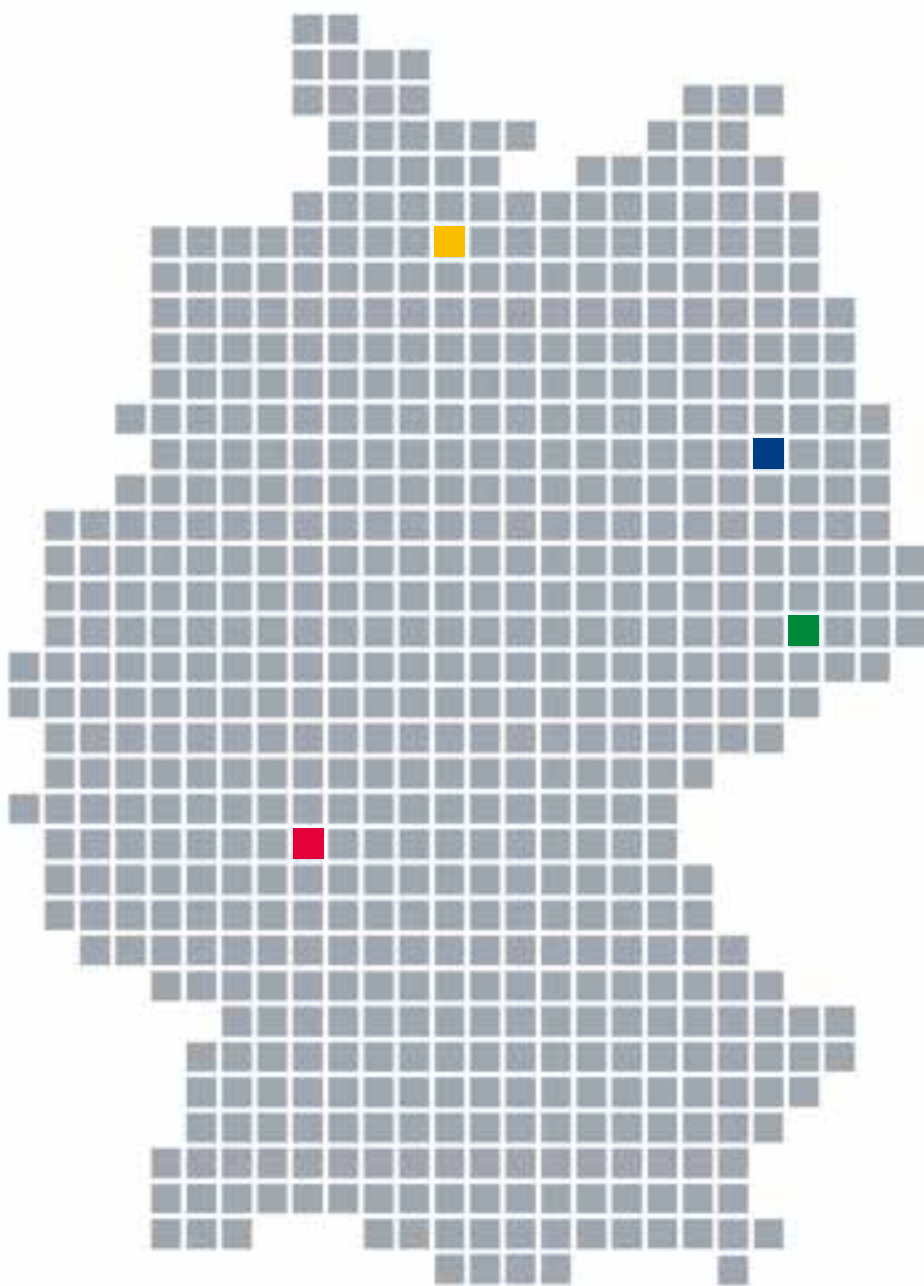
Die Darstellung der genannten Produkte erfolgt lediglich in Kurzform. Die maßgeblichen Produktinformationen stehen im Internet unter [www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de) zur Verfügung.





## Messen, Börsentage & Seminare

### Commerzbank Derivate-Experten vor Ort



#### ■ | Börsentag Berlin | 08.10.2016

Ludwig-Erhard-Haus  
10623 Berlin, Fasanenstraße 85  
[www.boersentag-berlin.de](http://www.boersentag-berlin.de)

#### ■ | Börsentag Hamburg | 05.11.2016

Handelskammer Hamburg  
20457 Hamburg, Adolphsplatz 1  
[www.boersentag.de](http://www.boersentag.de)

#### ■ | World of Trading | 18.-19.11.2016

Forum der Messe Frankfurt  
60327 Frankfurt am Main  
Ludwig-Erhard-Anlage 1  
[www.wot-messe.de](http://www.wot-messe.de)

#### ■ | Börsentag Dresden | 21.01.2017

Maritim Congress Center Dresden  
01067 Dresden, Ostra-Ufer 2  
[www.boersentag-dresden.de](http://www.boersentag-dresden.de)

#### ■ | Börsentag Frankfurt | 04.02.2017

Kongresshaus Kap Europa, Messe Frankfurt GmbH  
60327 Frankfurt am Main, Osloer Straße 5  
[www.boersentag-frankfurt.de](http://www.boersentag-frankfurt.de)



#### ■ | GEWINN-Messe Wien | 20.-21.10.2016

Messe Wien Congress Center, 1020 Wien  
Eingang CC, Messeplatz 1, [www.gewinnmesse.at](http://www.gewinnmesse.at)





# Bestellen Sie unsere Publikationen frei Haus

Einfach gewünschte Publikation(en) auswählen und ankreuzen,  
Kupon ausfüllen und entweder **per Post** an

Commerzbank AG, Corporates & Markets – Equity Markets & Commodities,  
Mainzer Landstraße 153, 60327 Frankfurt am Main

oder

- **per Fax:** 069 136-47595
- **per E-Mail:** [zertifikate@commerzbank.com](mailto:zertifikate@commerzbank.com)
- **per Telefon:** 069 136-47845
- **im Internet** unter [www.zertifikate.commerzbank.de/publikationen](http://www.zertifikate.commerzbank.de/publikationen)

\_\_\_\_\_  
Name, Vorname

\_\_\_\_\_  
Firma

\_\_\_\_\_  
Straße, Hausnummer

\_\_\_\_\_  
PLZ, Ort

\_\_\_\_\_  
E-Mail

## Magazine

- ideas-Magazin (monatlich per Post)
- ideas-Magazin (monatlich per E-Mail)
- OnStage-Magazin (quartalsweise per Post)
- OnStage-Magazin (quartalsweise per E-Mail)

## Newsletter (per E-Mail)

- ideas<sup>daily</sup>
- Intraday Turbo-Zertifikate
- ideas<sup>Webinar</sup>

## Broschüren

- Aktienanleihen
- Bonus-Zertifikate
- Das 1x1 der Optionsscheine, Zertifikate  
und Aktienanleihen
- Das große 1x1 der ETFs
- Discount-Zertifikate
- Edelmetall-Zertifikate
- ETCs & ETNs
- Faktor-Zertifikate
- Inline-Optionsscheine
- Optionsscheine
- Turbo-Zertifikate
- Zins-Zertifikate





## ■ Magazine

- **ideas-Magazin:** Das monatliche Magazin für Optionsscheine, Zertifikate und Aktienanleihen. Informieren Sie sich über aktuelle Trends am Derivate-Markt mit Experteninterviews, Technischen Analysen, Aktien-, Währungs- und Rohstoffstrategien, Wissensbeiträgen sowie nützlichen Praxistipps rund um den Handel mit strukturierten Produkten.
- **OnStage-Magazin:** Das Magazin für Exchange Traded Funds (ETFs) von ComStage. Informieren Sie sich quartalsweise über neue Trends am ETF-Markt. Mit aktuellen Analysen und Marktberichten, Wissensbeiträgen, nützlichen Praxistipps rund um den Handel von ETFs sowie Sparplanmöglichkeiten für Ihre Altersvorsorge und flexiblen Vermögensaufbau.

## ■ Newsletter

- **ideas<sup>daily</sup>:** Mit dem täglichen Newsletter erhalten Sie vor Börsenöffnung alle handelsrelevanten Informationen für den aktuellen Tag. Von charttechnischen Analysen bis hin zu aktuellen Trends und Anlageideen.
- **Intraday Turbo-Zertifikate:** Ad hoc informiert – Mit dem Newsletter »Intraday Turbo Zertifikate« werden Sie täglich über unsere neuesten Intraday-Emissionen informiert. Immer aktuell mit dem heißesten Hebel emittieren wir mehrmals am Tag neue Turbo-Zertifikate auf verschiedene Basiswerte.
- **ideas<sup>Webinar</sup>:** Unter dem Motto »Märkte, Strategien, Investments« präsentieren Ihnen die Experten der Commerzbank an jedem zweiten Donnerstag eines Monats das Format ideas<sup>Webinar</sup>. Mit diesem Newsletter erhalten Sie Neuigkeiten, Termine und Wissenswertes zur ideas<sup>Webinar</sup>-Reihe bequem per E-Mail.

## ■ Broschüren

- **Aktienanleihen:** Aktienanleihen punkten mit einer über dem aktuellen Niveau liegenden Verzinsung. Die Rückzahlung der Anleihen ist im Gegenzug von der Kursentwicklung des zugrunde liegenden Basiswerts abhängig und erfolgt entweder durch Lieferung von Aktien oder in Euro.
- **Bonus-Zertifikate:** Bonus-Zertifikate ermöglichen Anlegern eine attraktive Ertragschance in seitwärts tendierenden Märkten bei gleichzeitiger Teilnahme an positiven Kursentwicklungen.
- **Das 1x1 der Optionsscheine, Zertifikate und Aktienanleihen:** Ideal für den Einstieg in die Welt der Zertifikate gibt die Basisbroschüre einen umfassenden Überblick über die Funktionsweisen und Einsatzmöglichkeiten der wichtigsten Anlage- und Hebelprodukte der Commerzbank.
- **Das große 1x1 der ETFs:** Die Basisbroschüre gibt einen umfassenden Überblick über die Funktionsweise und Anlagemöglichkeiten mit börsengehandelten Indexfonds.
- **Discount-Zertifikate:** Discount-Zertifikate ermöglichen dem Anleger, einen Basiswert mit einem Abschlag (Discount) zu kaufen. Im Gegenzug partizipiert der Anleger nur an Kurssteigerungen bis zu einem festgelegten Cap.
- **Edelmetall-Zertifikate:** Edelmetall-Zertifikate bieten die Möglichkeit, an den Kursveränderungen von Gold, Silber, Platin und Palladium teilzuhaben. Die Zertifikate sind mit unbegrenzter Laufzeit ausgestattet und werden sowohl währungsgesichert als auch nicht währungsgesichert angeboten.
- **ETCs & ETNs:** Exchange Traded Commodities (ETCs) und Exchange Traded Notes (ETNs) bieten Anlegern die Möglichkeit, einfach und transparent auf steigende oder fallende Kursbewegungen von Rohstoff-Futures (ETCs) oder Index-Futures (ETNs) zu setzen.
- **Faktor-Zertifikate:** Mit Faktor-Zertifikaten partizipieren Anleger mit einem festen Hebel an der Entwicklung ausgewählter Basiswerte. Die Zertifikate haben eine unbegrenzte Laufzeit und bieten die Möglichkeit, sowohl auf steigende als auch fallende Kurse zu setzen.
- **Inline-Optionsscheine:** Mit Inline-Optionsscheinen können Anleger, statt auf starke Kursbewegungen zu setzen, von seitwärts tendierenden Märkten profitieren.
- **Optionsscheine:** Mit Optionsscheinen können Anleger auf steigende oder fallende Kurse spekulieren. Sie bieten aufgrund einer Hebelwirkung überproportionale Gewinnchancen und sind mit einer festen Laufzeit ausgestattet.
- **Turbo-Zertifikate:** Mit Turbo-Zertifikaten haben Anleger die Möglichkeit, an steigenden oder fallenden Kursen überproportional zu partizipieren. Sie können mit fester oder unbegrenzter Laufzeit ausgestattet sein.
- **Zins-Zertifikate:** Mit Zins-Zertifikaten haben Anleger die Möglichkeit, ohne Laufzeitbegrenzung an Veränderungen von Wechselkursen oder kurzfristigen Geldmarktzinsen verschiedener ausländischer Währungen zu partizipieren.



# Impressum

## Herausgeber

Commerzbank AG, Corporates & Markets  
– Equity Markets & Commodities  
Mainzer Landstraße 153  
60327 Frankfurt am Main  
E-Mail [ideas@commerzbank.com](mailto:ideas@commerzbank.com)  
Telefon 069 136-47845  
Telefax 069 136-47595

## Verantwortlich (Redaktion & Koordination)

Laura Schwierzeck

## Redaktionsteam dieser Ausgabe

Michael Cloth, Dr. Stefan Dilthey, Ralf Fayad,  
Christian Hermann, Andreas Hürkamp,  
Dr. Jörg Krämer, Dr. Michaela Kuhl, Achim  
Matzke, Thu Lan Nguyen, Esther Reichelt,  
Jan Schneider, Laura Schwierzeck, Anouch  
Alexander Wilhelms, Sophia Wurm

## Redaktionsschluss: 21. Juli 2016

## Umsetzung, Druck und Design

ACM Unternehmensgruppe  
65205 Wiesbaden-Nordenstadt  
[www.acmedien.de](http://www.acmedien.de), grafische Leitung:  
J. Dreizehnter-Ringer

## Bildnachweis

iStock (Titel, Seite 6/7, 10/11, 12, 18–21,  
30/31, 36/37, 52/53, 56/57), Masterfile  
(Seite 4, 8/9), Fotolia (Seite 5, 14/15,  
24/25, 26/27, 42–44, 46–48, 50/51/54, 55),  
Panthermedia (Seite 16/17, 28/29),  
Deutsche Börse AG (Seite 34), F1online  
(38/40/41), Christian Thür/photocase.de  
(Seite 45), Veer (Seite 49)

ideas erscheint als Werbemitteilung des  
Bereichs Corporates & Markets – Equity  
Markets & Commodities der Commerzbank  
einmal monatlich. Für Adressänderungen  
und Zustellungswünsche benutzen Sie  
bitte den Bestellkupon auf Seite 56.

## Rechtliche Hinweise

Diese Information ist eine Marketingunterlage im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, das heißt, sie genügt nicht allen Anforderungen für Finanzanalysen und für die Commerzbank AG oder ihre Mitarbeiter besteht kein gesetzliches Verbot, vor Veröffentlichung der Information in den darin genannten Wertpapierprodukten zu handeln.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen («Information») sind ausschließlich für Kunden der Commerzbank AG in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA, in Kanada oder Asien bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Nicht namentlich gezeichnete Beiträge stammen aus der Redaktion. Diese behält sich vor, Autorenbeiträge zu bearbeiten. Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Wesentliche Informationsquellen für diese Ausarbeitung sind Informationen, die die Commerzbank AG für zuverlässig erachtet. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Bei Briefen an die Redaktion wird das Recht zur – auch auszugsweisen – Veröffentlichung vorausgesetzt. Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist der Bereich Corporates & Markets der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Konzerngesellschaften verantwortlich.

Diese Ausarbeitung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Sie soll lediglich eine selbstständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern und ersetzt nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung.

Die genannten Finanzinstrumente werden lediglich in Kurzform beschrieben. Eine Anlageentscheidung sollte nur auf der Grundlage der Informationen in den Endgültigen Bedingungen und den darin enthaltenen allein maßgeblichen vollständigen Emissionsbedingungen getroffen werden. Die Endgültigen Bedingungen sind im Zusammenhang mit dem jeweils zugehörigen Basisprospekt zu lesen und können zusammen mit dem Basisprospekt unter Angabe der WKN bei der Commerzbank AG, GS-MO 3.1.6 New Issues & SSD Issuing Services, 60261 Frankfurt am Main, angefordert werden.

Die Commerzbank AG erhält für den Vertrieb der genannten Wertpapiere den Ausgabeaufschlag und/oder Vertriebs-/Vertriebsfolgeprovisionen von der Fondsgesellschaft oder Emittentin bzw. erzielt als Emittentin oder Verkäuferin eigene Erträge. In der Konditionengestaltung ist eine Marge der Bank enthalten, die neben dem Aufwand für die Strukturierung und Absicherung den Ertrag der Bank abdeckt. Beim Erwerb, der Veräußerung und der Verwertung von Finanzprodukten fallen für den Anleger Kosten an. Weitere Informationen zu den entsprechenden Transaktions-

kosten und zur Höhe des Depotentgelts erhalten Anleger bei ihrer Bank oder Sparkasse.

Die Commerzbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Publikation zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Publikation genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in dieser Publikation genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Die Commerzbank AG, ihre Geschäftsleitungsorgane, leiten den Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Haftung für Schäden, die gegebenenfalls aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen. Die Commerzbank AG kann auf eigene Rechnung mit Kunden Geschäfte in diesen Finanzinstrumenten tätigen oder als Market Maker für diese agieren, Investmentbanking-Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder solche anbieten. Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen («Commerzbank») und Mitarbeiter in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente, die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt dieses Dokuments vorangegangenen Monats\*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://research.commerzbank.com/web/commerzbank-research-portal/public-page/disclosures>\*  
\*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu zehn Tage nach Monatsende erfordern.

Als Universalbank kann die Commerzbank AG oder eine andere Gesellschaft der Commerzbank-Gruppe mit Emittenten von in der Information genannten Wertpapieren in einer umfassenden Geschäftsverbindung stehen (zum Beispiel Dienstleistungen im Investmentbanking; Kreditgeschäfte). Sie kann hierbei in Besitz von Erkenntnissen gelangen, die in der Information nicht berücksichtigt sind. Ebenso können die Commerzbank AG, eine andere Gesellschaft der Commerzbank-Gruppe oder Kunden der Commerzbank AG Geschäfte in oder mit Bezug auf die hier angesprochenen Wertpapiere getätigt haben.

Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt, und der Europäischen Zentralbank, Kaiserstraße 29, 60311 Frankfurt am Main.

DAX® ist eingetragene Marke der Deutsche Börse AG. Alle weiteren verwendeten Indizes sind Eigentum des jeweiligen Indexsponsors. Deren Benutzung ist der Commerzbank AG und deren Konzerngesellschaften durch einen Lizenzvertrag gestattet worden.

© Commerzbank AG, Frankfurt am Main.

Die in ideas veröffentlichten Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Nachdruck – auch auszugsweise – nur mit schriftlicher Genehmigung der Redaktion.



## Service & Kontakt

### HANDELSZEITEN

Börsentäglich von  
08.00 bis 22.00 Uhr



### HOTLINE

Börsentäglich von 08.00 bis  
18.00 Uhr unter  
069 136-47845



### HOMEPAGE

Jederzeit erreichbar unter  
[www.zertifikate.commerzbank.de](http://www.zertifikate.commerzbank.de)



### WEBINARE

Regelmäßige Expertenseminare im  
Web unter [www.ideas-webinar.de](http://www.ideas-webinar.de)



### NEWSLETTER

Börsentäglich vor Handelsbeginn  
unter [www.ideasdaily.de](http://www.ideasdaily.de)



### E-MAIL

Unter [zertifikate@commerzbank.com](mailto:zertifikate@commerzbank.com)  
per E-Mail erreichbar



### EXPERTEN IM TV

ideasTV:

- jeden Mittwoch um 18.54 Uhr  
beim Nachrichtensender n-tv
- 17.00 Uhr auf Der AktionärTV
- im Web unter [www.ideastv.de](http://www.ideastv.de)



### ZERTIFIKATE-APP

Jederzeit im Apple  
App Store und  
Google Play Store  
verfügbar



### BÖRSENRADIO

ideasRadio – aktuelle Interviews  
mit den Experten der  
Commerzbank unter  
[www.ideastv.de](http://www.ideastv.de)



### SOZIALE MEDIEN

Besuchen Sie uns auf Facebook,  
Twitter und YouTube:

- [facebook.com/  
commerzbank.derivate](https://facebook.com/commerzbank.derivate)
- [twitter.com/coba\\_derivate](https://twitter.com/coba_derivate)
- [youtube.com/  
commerzbank\\_zertifikate](https://youtube.com/commerzbank_zertifikate)





# ETF-Sparpläne - Für Ihre Altersvorsorge und flexiblen Vermögensaufbau.

Aufgrund der geringen Kosten eignen sich ETF-Sparpläne besonders gut für einen mittel- oder langfristigen Vermögensaufbau. Bereits ab einer Sparrate von 25 Euro können Sie Monat für Monat bei unseren Direktbankpartnern und in den Commerzbank-Filialen in ComStage ETFs investieren. Dabei steht Ihnen die gesamte Bandbreite vom heimischen DAX-ETF über die weltweiten Aktienmärkte bis hin zu Anleihen-, Geldmarkt-, Zins- und Rohstoff-ETFs zur Verfügung. Haben wir Ihr Interesse geweckt?

Informieren Sie sich unter [www.comstage.de/sparplan](http://www.comstage.de/sparplan)

ComStage

COMMERZBANK

Die Bank an Ihrer Seite



comdirect

Consorsbank!

DAB bank  
DirektAnlageBank

flatex  
ONLINE BROKER

ING DiBa  
Die Bank und Du

maxblue

OnVista  
Bank

broker.  
Einfach handeln.

1822direkt  
Ein Unternehmen der Frankfurter Sparkasse