



M.M. WARBURG & CO
BANK



JAHRESAUSBLICK 2019

Schlechte Politik schadet Wirtschaft und Börse

Inhalt

3	Vorwort	20	Anleihen
4	Zusammenfassung	22	Währungen
8	Konjunktur	24	Rohstoffe
12	Politik und Notenbanken	26	Alternative Investments
16	Aktienmärkte	30	Im Gespräch
18	Markttechnik	31	Impressum

Die Uhr tickt



Sehr geehrte Damen und Herren,
liebe Kunden,

2018 war für viele von uns ein Jahr mit besonderen Herausforderungen. Für Anleger war 2018 aber vor allem eines: enttäuschend. Dabei schienen die Voraussetzungen für ein erfolgreiches Kapitalmarktjahr gegeben zu sein, denn die Welt-

wirtschaft stand Ende 2017 so gut da wie lange nicht. Dennoch: Der deutsche Aktienmarkt befindet sich seit dem Erreichen seines Rekordhochs von 13.560 Punkten im Januar dieses Jahres im Rückwärtsgang. Sah es bis Mitte des Jahres noch so aus, als ob das verlorene Terrain zurückgewonnen werden könnte, hat sich die Abwärtstendenz seitdem verstärkt.

Die Ursachen für diese Entwicklung sind vielfältig, wobei die Politik in diesem Jahr eine besondere Rolle bei der Vernichtung von Aktienvermögen spielt. Der schwelende Handelskonflikt zwischen den USA und China, die vor allem von britischer Seite chaotisch geführten und auf unrealistischen Erwartungen basierenden Brexit-Verhandlungen oder auch der Harakiri-Kurs, den Italien in seinem Verhältnis zu den anderen EU-Staaten eingeschlagen hat, sind sowohl der Wirtschaft als auch der Börse in diesem Jahr nicht gut bekommen. So verlor die deutsche Wirtschaft 2018 unerwartet deutlich an Fahrt. Sah es zunächst danach aus, als ob Sonderfaktoren für den Verlust an konjunktureller Dynamik verantwortlich gemacht werden konnten, hellte sich das Bild auch in der Folgezeit nicht auf. Im dritten Quartal sorgte dann der Einbruch der Automobilproduktion sogar für eine rückläufige Wirtschaftsentwicklung – das erste Mal seit Anfang 2015.

Für 2019 rechnen wir mit einem Wirtschaftswachstum in Deutschland von 1,4 Prozent. Das hört sich schlimmer an, als es volkswirtschaftlich gesehen ist, da das Wachstumspotenzial unserer Volkswirtschaft in etwa auf diese Größenordnung zu veranschlagen ist. So wird sich die konjunkturelle Abschwächung in den USA, China und bei den europäischen Nachbarn bremsend auf die Exporte und die Investitionstätigkeit der Unternehmen auswirken. Der Konsum in Deutschland könnte dagegen etwas stärker als in diesem Jahr wachsen, wenn sich der derzeitige Rückgang des Ölpreises als nachhaltig erweist. In diesem Fall wird die Inflationsrate sinken und sich die Kaufkraft erhöhen. Alles in allem spricht viel dafür, dass es sich bei der derzeitigen wirtschaftlichen Abschwächung um eine konjunkturelle Normalisierung handelt und nicht um den Beginn einer neuen Rezession.

Anleger sehen dies aber im Moment anders. Sie befürchten, dass der Konjunkturzyklus mittlerweile so alt sei, dass sich die Ergebnisse der Unternehmen nicht weiter verbessern können. Dies führt dazu, dass selbst positive Unternehmensberichte nicht mehr als solche wahrgenommen und honoriert werden. Die daraufhin fallenden Aktienkurse werden ihrerseits wieder als Vorbote für das Ende des Aufschwungs interpretiert. Im schlimmsten Fall führt diese negative Rückkopplung zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung.

Der Ausweg aus dieser Abwärtsspirale? Bessere Konjunkturdaten und eine weniger chaotische Politik wären mit Sicherheit hilfreich. Unterstützung könnte aber auch von einer Seite kommen, die man im Moment noch nicht so sehr im Fokus hat: von den Notenbanken. So hat die Schwäche der US-amerikanischen Aktienmärkte auch etwas mit der Furcht der Investoren zu tun, dass die Federal Reserve quasi per Autopilotmodus die Zinsen so stark erhöht, dass ein starker Abschwung oder sogar eine Rezession unvermeidbar sind. Doch soweit muss es nicht kommen. Wir fänden es nicht überraschend, wenn die US-Notenbank nach der zu erwartenden nächsten Zinserhöhung im Dezember weitere Zinsschritte zunächst auf Eis legt. Schließlich sollte der Preisdruck aufgrund des gesunkenen Ölpreises und dank des starken US-Dollar schon sehr bald nachlassen. Ebenso spannend wird es in der Eurozone werden. Ob Mario Draghi und seine Kollegen von der EZB im nächsten Jahr tatsächlich die Zinsen erhöhen werden, ist unseres Erachtens mehr als fraglich. Die von vielen erwartete Zinswende könnte von daher ins Wasser fallen – was für die Aktienmärkte eine gute Nachricht wäre. Nachdem die Konjunktur und die Aktienmärkte in diesem Jahr unerwartet stark unter die Räder gekommen sind, könnten beide 2019 genauso unerwartet wieder Gas geben. Doch dafür muss die Politik mitspielen.

Für das Jahr 2019 wünsche ich Ihnen viel Glück, Gesundheit und Erfolg. Bleiben Sie optimistisch!

Carsten Klude, Chefvolkswirt
Hamburg, Dezember 2018

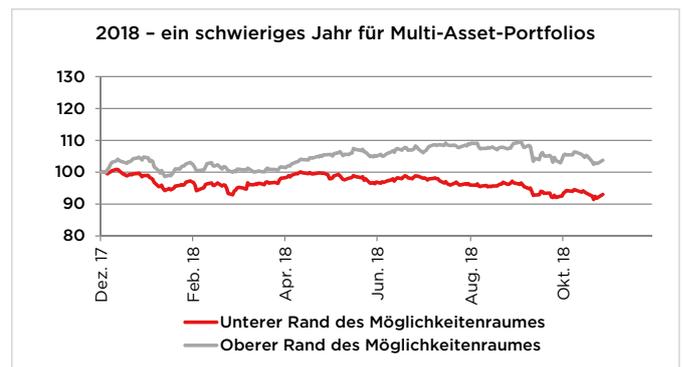
Taktische Positionierung: der Schlüssel zum Erfolg

Das Jahr 2018 war für Multi-Asset-Portfolios ein sehr herausforderndes Jahr. Selten war es so schwierig, mit einem diversifizierten Portfolio überhaupt eine positive Rendite zu erzielen. Selbst die beste taktische Allokation kann nicht zaubern, wenn die Rahmenbedingungen so ungünstig sind wie in diesem Jahr. Trotzdem ist es immer unser Anspruch, innerhalb der vorhandenen Möglichkeiten die bestmögliche taktische Allokation zu wählen. Wir zeigen auf, wie das 2019 gelingen kann.

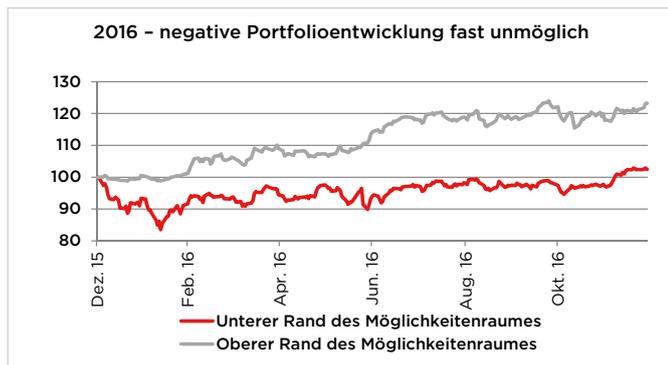
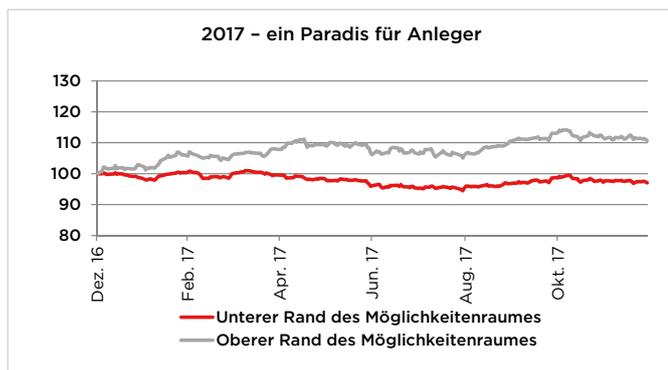
Die Allokation von Portfolios ist der dominierende Faktor, wenn es darum geht, deren historische Wertentwicklung zu erklären oder die zukünftige Rendite möglichst günstig zu gestalten. Leider verfügt niemand über eine Kristallkugel, die einem den sicheren Hinweis gibt, welche Assetklasse oder welcher Markt im kommenden Monat oder im kommenden Jahr die beste Wertentwicklung aufweisen wird. Wenn dem so wäre, könnte man auf eine Diversifizierung verzichten und einfach dort investieren, wo der höchste Ertrag zu erwarten ist. Aber gerade weil Investmententscheidungen immer unter großer Unsicherheit getroffen werden müssen, ist Diversifizierung sinnvoll. Denn der Vorteil, der sich durch die Möglichkeit zur Streuung von Risiken ergibt, ist so ziemlich das Einzige, was einem Anleger am Kapitalmarkt geschenkt wird. Man ist daher gut beraten, diesen Vorteil zu nutzen – alles andere käme einer riskanten Wette gleich. Allerdings sollte man nicht glauben, dass allein schon eine effiziente Streuung ausreicht, um sich vor Verlusten zu schützen. Wenn fast alle investierbaren Märkte über einen bestimmten Zeitraum im Minus notieren, hilft auch die beste Streuung nicht. Schließlich ist die Performance eines Multi-Asset-Portfolios – Diversifikationseffekte hin oder her – keine schwarze Magie, sondern einfach nur die Summe seiner Einzelteile. Wenn die einzelnen Komponenten im Portfolio keine positive Rendite erzielen, gilt das leider auch für das Gesamtportfolio. Gott sei Dank ist eine solche Situation aber die Ausnahme. Grundsätzlich gilt, dass in guten Aktienjahren die Wertentwicklung von Anleihen unterdurchschnittlich gut ist, während in schlechten Aktienjahren i. d. R. Anleihen die Wertentwicklung retten.

Das Jahr 2018 ist leider eines der wenigen Jahre, in dem fast alle Märkte und Anlageklassen eine negative Wertentwicklung aufweisen. Egal wie man investiert war, das vergangene Jahr hat es einem Anleger so gut wie unmöglich gemacht, überhaupt eine positive Rendite zu erzielen. Doch wie schwierig war 2018 tatsächlich im Vergleich zu den vorherigen Jahren? Um diese Frage objektiv und wissenschaftlich korrekt beantworten zu können, haben wir mit einem Zufallsgenerator tausend Multi-Asset-Portfolios konstruiert, die alle exakt so im Jahr 2018 hätten existieren können.

Alle tausend Portfolios basieren auf einer diversifizierten Zusammenstellung von 20 verschiedenen Aktien, Renten- und Rohstoffmärkten, die alle über Einzeltitel oder ETFs investierbar wären. Die simulierten Portfolios schwanken in der Aktienquote zwischen 20 und 80 Prozent bei einer Fremdwährungsquote von durchschnittlich 40 Prozent. Bei jedem simulierten Portfolio wurde zu Anfang des Jahres eine Gewichtung der Assetklassen und Märkte festgelegt und danach keine Transaktion mehr vorgenommen. Dabei wurde unterstellt, dass die Kasse immer exakt null Prozent beträgt. Das Ergebnis der Simulation ist frappierend: Das bestmögliche diversifizierte Portfolio hat in dieser Simulation eine Wertentwicklung von knapp über null Prozent aufgewiesen, während das schlechteste Portfolio nahezu zehn Prozent verloren hat. Von den tausend möglichen Portfolios hätten überhaupt nur ganz wenige Portfoliostrukturen die Nullgrenze leicht übertroffen. Daran lässt sich erkennen, wie undankbar und schwierig dieses Jahr für Investoren war.



Diese Erkenntnis wird noch klarer, wenn man den Möglichkeitsraum der Wertentwicklung, der durch diese Simulation beschrieben wird, auch für andere Jahre bestimmt. So war 2017 beispielsweise ein Paradies für Anleger, denn nach unseren Berechnungen war es nicht sonderlich schwer, eine Wertentwicklung oberhalb der Nulllinie zu erzielen; eine sehr deutliche Mehrheit der möglichen Portfolios lag deutlich im positiven Bereich. Noch extremer war dies im Jahr 2016 der Fall, denn in dem Jahr ist es in unserer Simulation erst gar nicht gelungen, überhaupt eine negative Wertent-



wicklung zu erzielen, während im best-case-Szenario ein Plus von etwa 20 Prozent erreicht werden konnte.

Wir haben diese Form der Berechnung bis 2005 durchgeführt und kommen zum Ergebnis, dass das Jahr 2018 auch in diesem historischen Kontext tatsächlich ein äußerst schwieriges Jahr für diversifizierte Multi-Asset-Portfolios war. Da ist es vielleicht ein schwacher Trost, dass zwei aufeinanderfolgende Jahre mit einem derartigen Ergebnis die absolute Ausnahme sind. Aber selbst wenn man unterstellt, dass 2019 insgesamt weniger herausfordernd wird, bleibt selbstredend die Frage, wie man sich mit seiner taktischen Allokation aufstellen muss, um sich am oberen Rand des Möglichkeitsraumes positionieren zu können. Schließlich ist genau das letztlich immer der Anspruch an die taktische Allokation: sich innerhalb des möglichen Spektrums an Ergebnissen im oberen Bereich dieser Verteilung zu bewegen. Für uns ist diese Herausforderung nicht sinnvoll lösbar, ohne zunächst eine fundamentale Perspektive für 2019 zu entwickeln, die wir Ihnen mit diesem Jahresausblick präsentieren.

Zusammengefasst läuft unsere Einschätzung darauf hinaus, dass die USA im Laufe des Jahres 2019 ein wenig an konjunktureller Dynamik verlieren werden, nachdem der Aufschwung in diesem Jahr durch eine Steuersenkung und schuldenfinanzierter Staatsausgaben zunächst befeuert worden ist. Wenn nun die USA 2019 ein etwas schwächeres BIP-Wachstum aufweisen, wirkt sich dies auch auf die Unternehmensgewinne aus. Die Erfahrung zeigt, dass Aktienmärkte eine solche Entwicklung in aller Regel mit Kursabschlägen quittieren. Dieses Szenario fällt zeitlich zusammen mit sich

verschlechternden Konjunkturdaten in Europa und China. In China wird diese Entwicklung durch steigende Staatsausgaben zum Teil kompensiert werden; es ist aber nicht damit zu rechnen, dass dies komplett gelingt. Somit wird aus einem synchronen weltweiten Aufschwung ein synchroner weltweiter Abschwung, wobei aus jetziger Perspektive nichts für eine Rezession spricht. Es ist vielmehr von einer graduellen konjunkturellen Normalisierung nach einer Phase stark überdurchschnittlichen Wachstums auszugehen. Damit ist der Boden für eine erhöhte Volatilität bereitet; in diesem Kontext sind auch zunächst weitere Kursabschläge bei risikobehafteten Assets vorstellbar. Da aus unserer Sicht aber keine Rezession vor der Tür steht, dürfte der Korrekturbedarf an den Aktienmärkten begrenzt sein. Schließlich liegt die Bewertung von Aktien im Vergleich zu anderen Investmentalternativen auf einem unauffälligen Niveau, und Ende 2019 werden die Gewinne von Unternehmen mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit oberhalb der Gewinne des Jahres 2018 liegen, auch wenn die Wachstumsrate vermutlich geringer ausfällt als von vielen Analysten derzeit erwartet wird. Damit ist letztlich aber auch eine Erholung der Kurse im Laufe des Jahres 2019 wahrscheinlich; schließlich antizipieren Märkte die zukünftige Entwicklung, und eine plausible Annahme wäre aus unserer Sicht derzeit die, dass sich die fundamentale konjunkturelle Lage nach 2019 eher wieder entspannt statt sich noch kritischer zu entwickeln. Aus dieser Perspektive spricht einiges dafür, dass die Aktienmärkte in der Mehrzahl Ende 2019 eher über als unter den aktuellen Kursen notieren. Aber welcher Markt hat das größte Potenzial und müsste dementsprechend besonders stark gewichtet werden?

Auf den ersten Blick kommt einem Investor hierfür Europa in den Sinn. Die europäischen Aktien haben einen deutlichen Kursabschlag hinnehmen müssen und liegen bewertungstechnisch auf einem recht attraktiven Niveau. Zudem hat Europa schon einen gewissen Teil der konjunkturellen Abkühlung hinter sich, während die USA gerade erst am Anfang dieses Prozesses stehen. Auch darf nicht vergessen werden, dass der US-Dollar kein überdurchschnittliches Aufwertungspotenzial mehr besitzt, da die US-Notenbank kaum noch mit unerwarteten Zinsanhebungen überraschen wird. Vielmehr ist das Gegenteil der Fall: Es ist durchaus denkbar, dass die Fed einen Zinsschritt auslassen wird, der jetzt noch von den Märkten erwartet wird. Wenn das passiert, dürfte der Euro gegenüber dem US-Dollar eher auf- als abwerten. All das spräche für europäische Aktien und eher gegen US-Aktien. Aber ist die Sache wirklich so eindeutig? Leider nicht. Denn fallende Aktienkurse in den USA führen in aller Regel auch zu fallenden Kursen bei uns und zwar unabhängig davon, wie groß im Vorfeld die Korrektur in Europa ausgefallen ist. Und es kommt noch schlimmer: Wenn US-Aktien um zehn Prozent fallen, korrigieren europäische Aktien meistens noch stärker, selbst wenn die Ursache für die Korrektur primär in den USA zu suchen ist. Damit bieten europäische Aktien keinen Schutz vor Kursverlusten von

US-Aktien und liefern leider in dann folgenden Aufschwungphasen auch nicht die Outperformance, die man sich erhofft. Dazu reicht schon ein Blick auf die Kursentwicklung der letzten zehn oder zwanzig Jahre. Verglichen mit US-Aktien ist die Rendite europäischer Aktien geradezu jämmerlich. Eine Ausnahme bilden hier zum Teil deutsche Aktien; vor allem deutsche Mid- und Smallcaps haben sich in den vergangenen Jahren vergleichsweise gut geschlagen. Insgesamt ist die Entwicklung europäischer Aktien jedoch eine Enttäuschung. Und dafür gibt es einen wichtigen fundamentalen Grund: Die Gewinne börsennotierter Unternehmen haben sich in Europa viel schlechter entwickelt als in den USA, da auch die wirtschaftliche Dynamik in Europa viel schwächer war als in den USA. Dabei handelt es sich um einen strukturellen Sachverhalt, der sich in den kommenden Monaten und Quartalen wohl nicht ändern wird, zumal Europa mit Italien und dem Brexit sowie einer angeschlagenen deutschen Automobilindustrie ohnehin schon genug Probleme vor sich herschiebt. Es bleibt also dabei – an US-Aktien führt kein Weg vorbei und für eine deutliche Untergewichtung US-amerikanischer Werte besteht kein Grund. Allenfalls ließe sich überlegen, eine sehr deutliche Übergewichtung von US-Aktien etwas abzubauen. Viel mehr als das käme allerdings einer Wette ohne fundamentalen Grund gleich.

Wenn es um die Allokation auf der Aktienseite geht, ist die Frage der Länderallokation aber nur eine von vielen Facetten. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die Frage, ob beispielsweise eher Small- oder Largecaps präferiert werden sollten. Zudem muss sich der Investor darüber klar sein, ob er eher Aktien mit einer höheren oder niedrigeren Konjunktursensibilität kaufen möchte. Beginnen wir mit der Frage nach der präferierten Marktkapitalisierung und damit der Größe von Aktien. In den letzten Jahrzehnten haben sich sehr oft Aktien überdurchschnittlich gut entwickelt, die eine geringe Marktkapitalisierung aufwiesen. Inhaltlich ist das sogar gut nachvollziehbar. Kleinere Unternehmen haben in aller Regel schlankere Strukturen, lassen sich leichter führen, haben ein fokussiertes Geschäftsmodell und werden von weniger Analysten beobachtet, sodass auch weniger schnell ein Hype entstehen kann, der zu einer fundamentalen Überbewertung führt. In den letzten Jahren war dieser Trend allerdings nicht mehr ganz so eindeutig. Unsere Berechnungen weisen darauf hin, dass zuletzt die Wertentwicklung von Portfolios mit niedrigkapitalisierten Aktien eher parallel zu der Wertentwicklung hochkapitalisierter Aktien ausgefallen ist. Zudem haben niedrigkapitalisierte Aktien sogar vergleichsweise schlecht abgeschnitten, wenn man ihre anderen Eigenschaften neutralisiert hat. Dazu ein Beispiel: Jede Aktie hat immer simultan eine Vielzahl von Eigenschaften. Bei Unternehmen mit einer geringen Marktkapitalisierung lässt sich beispielsweise sagen, dass diese Unternehmen oftmals etwas günstiger als große Unternehmen bewertet sind, obwohl sie vielleicht ähnlich profitabel sind. In der Vergangenheit haben sich daher nicht selten klei-

ner Unternehmen vor allem deshalb vergleichsweise gut entwickelt, weil sie parallel noch andere positive Eigenschaften auf sich vereinten. Diese Nebeneffekte lassen sich statistisch herausrechnen. Wenn man das macht, blieb zumindest in den letzten Jahren nicht viel übrig, was sich an überdurchschnittlich attraktiven Eigenschaften von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung aufzählen ließe. Wir vermuten, dass auch in den kommenden Quartalen zunächst keine große Notwendigkeit besteht, verstärkt auf kleinere Unternehmen zu setzen. Geht man davon aus, dass das Jahr 2019 durch eine weiter nachlassende konjunkturelle Dynamik geprägt sein wird, sind in einem solchen Umfeld eher großkapitalisierte Aktien der „sichere Hafen“.

Damit ist auf der Aktienseite in etwa skizziert, worauf es im kommenden Jahr ankommen wird: Amerika kann relativ zu Europa nach wie vor Übergewichtet werden, wobei die Übergewichtung aber geringer als in 2018 ausfallen sollte. Die Gesamtquote für Aktien sollte zumindest in der ersten Hälfte des Jahres 2019 defensiver ausgestaltet werden, bevor nach einer sich anbahnenden konjunkturellen Stabilisierung eine höhere Quote gerechtfertigt ist. Die Auswahl der Aktien sollte darauf zielen, zunächst weniger konjunktursensible Werte zu kaufen, wobei ein Fokus auf kleine Unternehmen vermutlich keinen Mehrwert liefert.

Eine Allokationsanalyse ist allerdings nie komplett ohne auch Aussagen zu Anleihen zu treffen. Bisher haben wir uns über Anleihen auch deshalb ausgesprochen, da sie aufgrund ihrer niedrigen Renditen nur noch einen geringen Performancebeitrag liefern. Da wir uns sicher sind, dass die EZB noch viele Jahre an ihrer Niedrigzinspolitik festhalten wird und die US-Notenbank im kommenden Jahr wieder eine vorsichtigere Gangart walten lässt, wird sich das auch nicht so schnell ändern. Allerdings besteht für 2019 durchaus die Möglichkeit temporär fallender Renditen und damit steigender Kurse von Staatsanleihen guter Bonität. Damit erscheint es nicht abwegig, diese eher langweiligen und eigentlich unattraktiven Anleihen in der Allokation zu berücksichtigen, auch wenn hier eine „buy-and-hold“-Anlagestrategie verfehlt wäre. Problematischer erscheinen auf den ersten Blick Anleihen mit schlechteren Bonitäten, da im Zuge nachgebender Konjunkturdaten mögliche Ausfälle wieder mehr in das Blickfeld rücken können. Auch wenn es am Ende zu keinen größeren Ausfällen kommt (das wäre unsere Annahme), ist doch temporär mit höheren Kursschwankungen zu rechnen. Daraus ergeben sich aber auch wieder Chancen – es wäre daher ein Fehler, High-Yield-Anleihen ganz und gar zu verschmähen, deren Renditen ein Vielfaches von Staatsanleihen betragen. Wer all das beherzigt, dürfte gute Chancen haben, sich im Jahr 2019 mit der Wertentwicklung in der oberen Hälfte der Möglichkeiten zu bewegen, die der Kapitalmarkt bereitstellt und ermöglicht.

Taktische Positionierung für den Start in das Jahr 2019

		stark untergewichten	leicht untergewichten	neutral	leicht übergewichten	stark übergewichten
Aktien	Aktien Europa			✓		
	Aktien USA				✓	
	Aktien Japan			✓		
	Aktien Schwellenländer		✓			
	Discountzertifikate				✓	
Anleihen	Staatsanleihen		✓			
	Pfandbriefe		✓			
	Unternehmensanleihen				✓	
	High Yield Unternehmensanleihen			✓		
	Schwellenländerstaatsanleihen		✓			
	Hartwährungsanleihen		✓			
	Nachrangsanleihen			✓		
	Wandelanleihen			✓		
Alternative Anlageklassen	Absolute Return Aktien			✓		
	Absolute Return Anleihen			✓		
	Immobilienfonds				✓	
	Private Equity				✓	
	Private Debt			✓		
	Sonstige Beteiligungen			✓		
	Gold		✓			
	Rohöl			✓		
	Industriemetalle		✓			

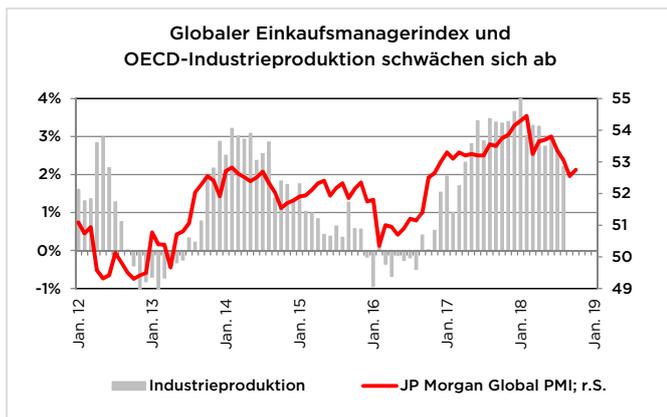


/ Dr. Christian Jasperneite
Chief Investment Officer

Handelsstreit und andere politische Unwägbarkeiten belasten die Weltwirtschaft

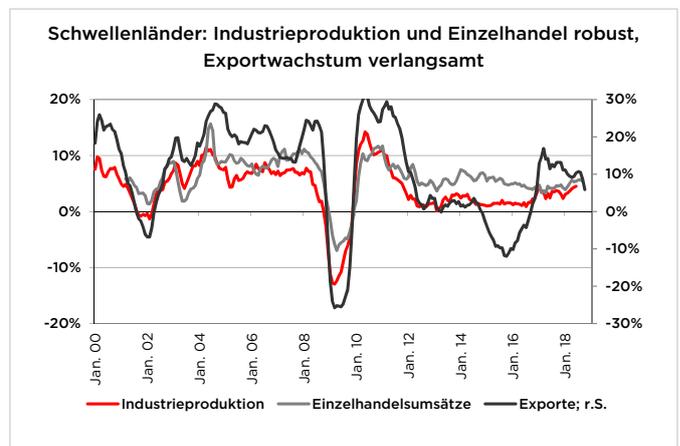
Nach einem verheißungsvollen Beginn hat sich die Konjunkturdynamik im Jahr 2018 nach und nach abgeschwächt. Insbesondere politische Themen haben die Stimmung belastet. Von dieser Entwicklung sind mittlerweile die meisten Länder betroffen, nur die USA konnten sich dem bislang entziehen. Noch kann die Abschwächung als Normalisierung gewertet werden, sollte der Handelsstreit jedoch eskalieren, droht 2019 ein stärkerer Rückschlag.

Nach dem überraschend starken Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2017 gingen wir davon aus, dass sich diese positive Entwicklung 2018 mindestens im selben Tempo fortsetzen würde. Doch weit gefehlt. Schon zu Beginn des Jahres geriet Sand ins Getriebe des bis dahin rund laufenden Konjunkturmotors. Sah es zunächst danach aus, als ob Sonderfaktoren für das schwächere Wirtschaftswachstum verantwortlich wären, zeigte sich in der Folgezeit, dass es sich hierbei nicht nur um ein temporäres Phänomen handelte. So blieb eine nennenswerte Erholung auch in der Folgezeit aus. Stattdessen sorgten die sich verschärfenden Töne aus dem Weißen Haus zum Thema Handel für eine stetig zunehmende Verunsicherung unter den global tätigen Unternehmen. Dies hat dazu geführt, dass sich wichtige Frühindikatoren, wie die der OECD oder die globalen Einkaufsmanagerindizes aus dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor, seit Jahresbeginn kontinuierlich abgeschwächt haben.



Würde sich der Handelsstreit zu einem Handelskrieg ausweiten, hätte dies unabsehbare Folgen für die Weltwirtschaft. Ein deutlich stärkerer konjunktureller Abschwung könnte die Folgen sein – bis hin zu einer neuen globalen Rezession. Unter der Voraussetzung, dass die Politik Vernunft walten lässt, muss es dazu aber nicht kommen. Mehr denn je ist also die Politik der Schlüsselfaktor, von dem die Entwicklung der Weltwirtschaft maßgeblich beeinflusst wird. Dies führt bei den Prognosen für das nächste Jahr zu größeren Unsicherheiten als sonst üblich.

Schwellenländer: Heterogene Wirtschaftsentwicklung setzt sich fort



2018 war ein Jahr mit Krisen in verschiedenen Schwellenländern. Vor allem Argentinien und die Türkei gerieten in Bedrängnis, aber auch Südafrika, Venezuela, Brasilien und der Iran sorgten für negative Schlagzeilen. Geht es nach dem IWF, bleibt das Wachstum der Schwellenländer mit 4,7 Prozent im kommenden Jahr stabil. Das Wachstum der chinesischen Wirtschaft hat sich in diesem Jahr etwas abgeschwächt. So wird das reale Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich um 6,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr wachsen (2017: 6,9 Prozent). Bislang haben sich die von den USA eingeführten Handelsbeschränkungen nur wenig ausgewirkt. Deswegen wird der Druck der US-Regierung hoch bleiben, mit China einen „Deal“ in diesem Konflikt auszuhandeln. Bewegt sich China nicht in die von den USA gewünschte Richtung, könnte der Handelsstreit in einen Handelskrieg übergehen. In diesem Fall wird es nicht nur bei den bislang in erster Linie psychologischen Effekten für die Weltwirtschaft bleiben, sondern dann muss mit deutlicheren Brems Spuren beim globalen Handel und dem globalen Wirtschaftswachstum gerechnet werden. Obwohl die chinesische Regierung in einem solchen Fall mit einer expansiveren Fiskalpolitik gegensteuern und die Notenbank die Geldpolitik lockern würde, gehen wir davon aus, dass sich das Wachstum der chinesischen Wirtschaft 2019 auf sechs Prozent verlangsamen wird.

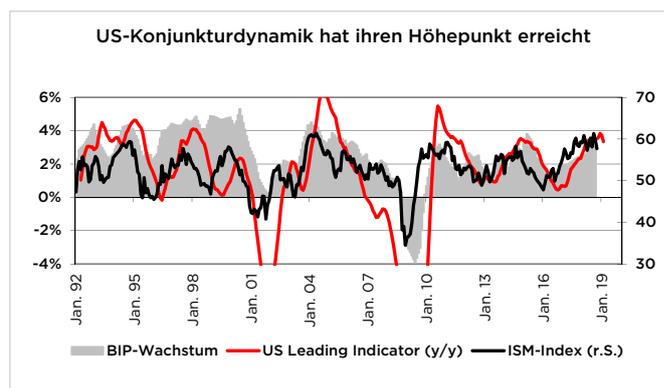
Für die nach China größten Emerging Markets Indien, Brasilien, Russland und Mexiko geht der Währungsfonds von etwas höheren Wachstumsraten im Jahr 2019 aus. Ob dies eine realistische Annahme ist, hängt auch hier entscheidend von der Frage ab, wie es mit den Handelskonflikten weitergeht. Solange es keine Einigung zwischen den USA und China gibt, gehen wir davon aus, dass darunter die Exporte anderer Schwellenländer ebenfalls leiden werden. Auch wenn sich die Wirtschaftsdaten in den meisten Volkswirtschaften – abgesehen von den genannten Krisenländern – bislang verhältnismäßig robust gezeigt haben, hat sich das Wachstum der Exporte fast überall verlangsamt.

Unter den großen Schwellenländern sind im nächsten Jahr die Wachstumsaussichten Indiens am günstigsten einzuschätzen. Dies liegt daran, dass in den letzten Jahren wichtige Wirtschaftsreformen implementiert worden sind, die die Stabilität der Volkswirtschaft verbessert haben. Zudem ist Indien mit seiner jungen und zugleich weiter wachsenden Bevölkerung von 1,3 Milliarden Menschen weniger von der Entwicklung des Außenhandels abhängig als von der Binnennachfrage. Die mit dem gesunkenen Ölpreis verbundene Verbesserung der Kaufkraft spricht dafür, dass die indische Wirtschaft im nächsten Jahr mit 7,5 Prozent sogar etwas stärker wachsen wird als es 2018 mit voraussichtlich 7,3 Prozent der Fall ist.

Schwieriger schätzen wir dagegen das Umfeld für Brasilien und Russland ein. Beide Länder sind sehr stark von der Entwicklung der Rohstoffpreise abhängig. Sowohl der starke Rückgang des Ölpreises als auch das sich abschwächende Wirtschaftswachstum in China wirken sich dabei belastend aus. Notwendige Wirtschaftsreformen sind von beiden Ländern in der Vergangenheit auf die lange Bank geschoben worden, sodass von dieser Seite keine Wachstumsimpulse zu erwarten sind. Im Unterschied zum IWF, der für Brasilien eine Wachstumsbeschleunigung von 1,4 auf 2,4 Prozent erwartet, bleibt unsere eigene Einschätzung mit einem Plus des realen BIPs von 1,8 Prozent vorsichtiger. Für Russland erwarten wir im Unterschied zum Internationalen Währungsfonds im kommenden Jahr einen leichten Rückgang der wirtschaftlichen Dynamik. 2018 wird die russische Wirtschaft um 1,7 Prozent wachsen, für 2019 gehen wir von einer Wachstumsabschwächung auf 1,5 Prozent aus (IWF: 1,8 Prozent). Dies ist vor allem auf den Rückgang des Ölpreises sowie die anhaltenden Wirtschaftssanktionen zurückzuführen.

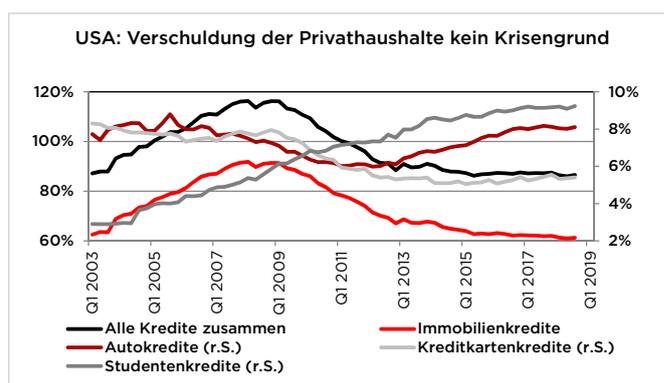
USA: Aufschwung setzt sich mit weniger Dynamik fort

Die US-Wirtschaft wird im Jahr 2018 um rund drei Prozent wachsen. US-Präsident Trump scheint damit sein Versprechen einzulösen, die Wirtschaft mit Hilfe von Steuererleichterungen und Deregulierungen „nachhaltig“ auf ein höheres Wachstumsniveau zu heben. Die stärksten Wachstumsimpulse kommen vom privaten Verbrauch, der von der guten Lage am Arbeitsmarkt profitiert. Da



noch keine Trendwende am Arbeitsmarkt in Sicht ist, sollte sich der Aufschwung im nächsten Jahr fortsetzen, sodass dieser im Juni 2019 mit einer Dauer von mehr als 120 Monaten einen neuen Rekordwert erreichen würde.

Wir gehen allerdings davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum der USA im nächsten Jahr auf 2,4 Prozent abschwächen wird. Die positiven Effekte der Steuersenkung nehmen ab, und die gestiegenen US-Zinsen wirken sich ebenfalls wachstumdämpfend aus. Das größte Problem der US-Wirtschaft stellt der Immobilienmarkt dar. Aufgrund eines zu geringen bzw. unpassenden Angebots an Häusern und Wohnungen, sind die Preise in den letzten Jahren deutlich stärker gestiegen als die verfügbaren Einkommen. Zudem hat die restriktivere Geldpolitik der US-Notenbank die Hypothekenzinsen stark ansteigen lassen. Beide Faktoren haben dazu geführt, dass Immobilien immer unerschwinglicher geworden sind und sich der Immobilienmarkt abgekühlt hat. Dieser Trend wird sich 2019 fortsetzen. Einen „Crash“ am Immobilienmarkt mit ähnlich verheerenden Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft wie während der Finanzkrise erwarten wir allerdings nicht. Dies liegt daran, dass die derzeit

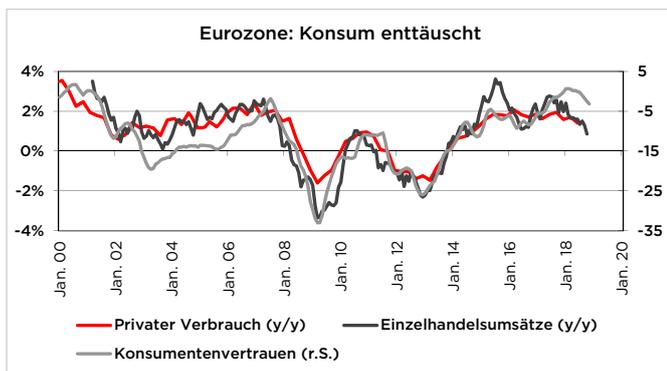


ausstehende Summe der Hypothekenkredite mit rund 10,2 Billionen US-Dollar etwas geringer ist als es vor zehn Jahren der Fall war und die Verschuldung in Relation zu den verfügbaren Einkommen deutlich niedriger ist als damals. Ein generelles Verschuldungsproblem der US-amerikanischen Privathaushalte besteht unseres Erachtens nicht, auch wenn die vergebenen Auto- und Studentenkredite auf ein Rekordniveau angestiegen sind. Ihr Gesamtvolumen ist aber nicht vergleichbar mit den Immobilienkrediten, sodass die daraus resul-

tierenden Risiken für die US-Wirtschaft beherrschbar sein sollten. Das Rezessionsrisiko bleibt 2019 von daher gering.

Eurozone: Politische Risiken schlagen durch

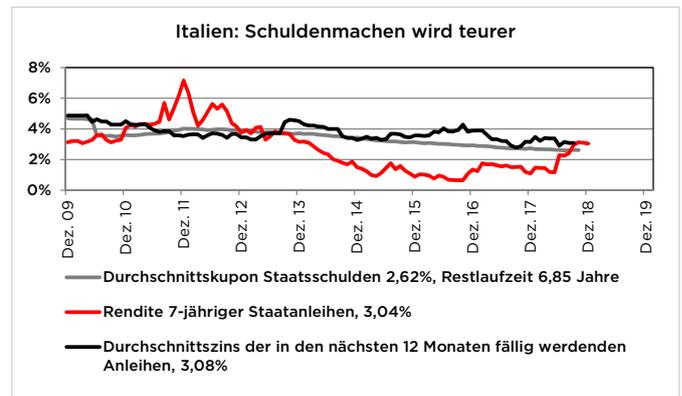
Die wirtschaftliche Dynamik in den 19 Ländern der Eurozone hat deutlich nachgelassen. Zwar wird das Wirtschaftswachstum im Jahr 2018 noch bei 1,9 Prozent liegen, doch rechnen wir für das nächste Jahr mit einer deutlichen Abschwächung auf nur noch 1,3 Prozent. Dabei sind die konjunkturellen Risiken immens. So hat sich die Dynamik der Exporte, von denen die Wirtschaft in der Eurozone stark abhängt, bereits kräftig abgeschwächt. Für die nachlassende Auslandsnachfrage ist neben den gestiegenen Unsicherheiten in Zusammenhang mit den Handelsstreitigkeiten auch die Aufwertung des Euro verantwortlich. Zudem gingen von der Binnennachfrage weniger Konjunkturimpulse aus als ursprünglich erwartet. Trotz der in den meisten Ländern sinkenden Arbeitslosigkeit hielten sich die Lohnzuwächse in Grenzen. Zugleich sorgte der Anstieg der Inflation für eine sinkende Kaufkraft.



Als besonderer Belastungsfaktor erweist sich zudem der Brexit, da die Austrittsverhandlungen Großbritanniens aus der EU bisher chaotisch verlaufen sind. Ob der von der britischen Premierministerin Theresa May mit der EU ausgehandelte Vertrag im britischen Parlament eine Mehrheit findet, ist derzeit völlig offen. Nun zeigt sich, dass die britischen Politiker, die sich für den Brexit stark gemacht haben, die Komplexität des Austritts völlig unterschätzt haben. Wie befürchtet, erweisen sich die Erwartungen, die im Vorfeld der Brexit-Entscheidung im Vereinigten Königreich geschürt worden sind, als unrealistisch. Ein ungeordneter Austritt Großbritanniens aus der EU könnte das Land im nächsten Jahr in eine Rezession stürzen, da das Land keine besonderen Handelsbeziehungen zur EU mehr hätte. Für die EU-Länder als Ganzes wären die ökonomischen Auswirkungen ebenfalls negativ, aber wohl nicht so ausgeprägt wie für Großbritannien. Dies gilt jedoch nicht für die Mitgliedsstaaten, die besonders enge wirtschaftliche Beziehungen zu Großbritannien haben, wie Irland, aber auch Malta oder Zypern. Auch in diesen Ländern müsste mit einer Rezession gerechnet werden.

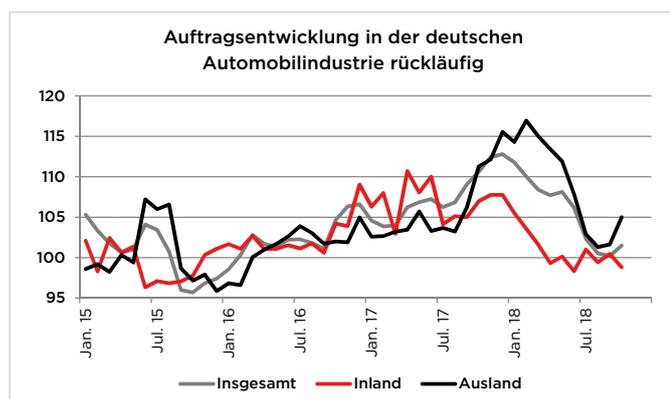
Große Sorgen muss man sich auch um Italien machen. Der Konfrontationskurs der populistischen Regierung in Rom mit den EU-

Partnern schürt die Sorge vor einer neuen Schuldenkrise. So hat die Ankündigung, dass das Haushaltsdefizit im nächsten Jahr größer ausfallen soll als ursprünglich vereinbart, zu höheren Risikoprämien für italienische Staatsanleihen geführt. Der Zins für die Aufnahme neuer oder die Prolongation bestehender Schulden ist bereits höher als der für fällig werdende Anleihen. Wir gehen aber davon aus, dass es zu einem Kompromiss kommen wird, der zwar zu einem größeren Fehlbetrag im Staatshaushalt führen wird als von der alten Regierung ursprünglich geplant war, aber etwas unterhalb dessen liegen wird, was die Lega und die Fünf-Sterne-Bewegung zuletzt angekündigt haben. Wie 2015 in Griechenland dürfte es auch in Italien ein schmerzhafter Weg bis zu einer Einigung werden. Dass Italien die Eurozone verlässt und zu einer eigenen Währung zurückkehrt, halten wir dagegen für sehr unwahrscheinlich. Denn ähnlich wie damals in Griechenland haben die Bürger zwar eine eurokritische Regierung gewählt, die Mehrheit der Bevölkerung möchte aber dennoch den Euro als Zahlungsmittel behalten.



Deutschland: Unter die Räder gekommen

Die deutsche Wirtschaft hat in diesem Jahr unerwartet deutlich an Fahrt verloren. Sah es zunächst danach aus, als ob hierfür Sonderfaktoren verantwortlich wären (ein sehr kalter Winter, der von einem heißen und trockenen Sommer abgelöst wurde sowie Streiks und eine Grippewelle zu Jahresbeginn), hellte sich das Bild auch in der Folgezeit nicht auf. Im dritten Quartal sorgte dann der Einbruch der Automobilproduktion sogar für eine rückläufige Wirtschaftsentwicklung – das erste Mal seit Anfang 2015. Die Probleme bei der Umstellung auf das neue Abgasmessverfahren WLTP führten dazu, dass die deutsche Automobilfertigung in den Monaten August und September um rund ein Viertel niedriger war als im Vorjahr. Die Lieferschwierigkeiten führten zudem zu einem Rückgang der Exporte und wirkten sich negativ auf den privaten Verbrauch aus. Im Oktober hat sich die Produktion jedoch wieder erholt und dieser Trend sollte sich zunächst fortsetzen. Schließlich sind die Auftragsbestände im Fahrzeugbau, die noch abgearbeitet werden müssen, auf einem Rekordniveau. Von daher wird das Wachstum im vierten Quartal von diesem Aufholprozess profitieren. Dennoch ist in diesem Jahr nur noch eine reale BIP-Wachstumsrate von 1,6 Prozent zu erreichen.



Der von den USA ausgehende internationale Handelsstreit hatte dagegen bislang wenig direkt messbare Effekte. So sind die deutschen Ausfuhren sowohl nach China als auch in die USA in diesem Jahr deutlich angestiegen. Die dennoch enttäuschende Entwicklung der Exporte im Jahr 2018 ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Ausfuhren nach Großbritannien und in andere Länder außerhalb des Euroraums merklich abgeschwächt haben.

Für 2019 rechnen wir mit einem noch geringeren Wirtschaftswachstum in Deutschland von 1,4 Prozent. Diese Rate entspricht in etwa dem Potenzialwachstum, sodass diese Prognose nicht impliziert, dass der Aufschwung in Deutschland zu Ende ist. Dies ist sowohl eine gute als auch eine schlechte Nachricht. Gut deswegen, weil sie nur eine konjunkturelle Normalisierung unterstellt. Schlecht ist sie, weil die Gefahr besteht, dass diese Einschätzung zu optimistisch sein könnte, wenn die aufgeführten diversen Risiken zum Tragen kommen. So wird sich die konjunkturelle Abschwächung in den USA, China und bei den europäischen Nachbarn bremsend auf die Exporte und die Investitionstätigkeit der Unternehmen auswirken. In den letzten Monaten sind die Auftragseingänge aus dem Ausland kontinuierlich gesunken, sodass sich die Exportdynamik weiter abschwächen wird. Einen Silberstreif am Horizont könnte die Abwertung des Euro darstellen. Üblicherweise dauert es rund ein halbes Jahr, ehe sich Veränderungen im Wechselkurs in der Realwirtschaft bemerkbar machen. Da sich die globale Konjunktur jedoch 2019 abschwächt, hilft der wettbewerbsfähigere Wechselkurs nur bedingt weiter. Von daher erwarten wir, dass die Exporte im nächsten Jahr um 1,7 Prozent wachsen (2018: 2,2 Prozent). Die Importe werden hingegen stärker ausgeweitet werden, sodass aus dem Außenhandel erneut ein negativer Wachstumsbeitrag resultiert.

Die gestiegene Unsicherheit der Unternehmen, die sich an wichtigen Frühindikatoren, wie dem Ifo-Index oder den Einkaufsmanagerbefragungen ablesen lässt, führt zudem dazu, dass trotz einer hohen Kapazitätsauslastung Investitionen verschoben oder ganz unterlassen werden. Die Ausrüstungsinvestitionen werden von daher 2019 nur um 2,4 Prozent (2018: 4,0 Prozent) steigen. Dies trägt mit dazu bei, dass das Potenzialwachstum in den nächsten Jahren weiter zurückgehen wird.

Der Konsum in Deutschland könnte dagegen 2019 mit 1,4 Prozent etwas stärker als in diesem Jahr (1,2 Prozent) wachsen, vorausgesetzt der derzeitige Rückgang des Ölpreises erweist sich als nachhaltig. In diesem Fall wird die Inflationsrate von 1,9 auf durchschnittlich 1,6 Prozent im nächsten Jahr sinken, wovon die Ausgabenspielräume der Privathaushalte profitieren. Während der Internethandel weiter floriert, kämpft der traditionelle Einzelhandel mit vielfältigen Problemen. Hinzu kommt, dass die Probleme der Automobilindustrie und die damit in Zusammenhang stehenden ungeklärten Fragen (Fahrverbote, Nachrüstung alter Diesel-PKW, Übergang zu E-Mobilität) die Nachfrager stark verunsichern haben. Die Kaufzurückhaltung lässt sich am besten daran ablesen, dass die Sparquote in den letzten Quartalen stark angestiegen ist, was normalerweise in einer derartigen Phase des Konjunkturzyklus nicht zu beobachten ist. Mit 10,7 Prozent im dritten Quartal 2018 war das „Angstsparen“ der Deutschen fast so ausgeprägt wie während der Krise 2008/2009. Die finanzielle Situation insgesamt kann aber als sehr komfortabel bezeichnet werden. Solange die thematisierten Probleme nicht geklärt sind, werden die deutschen Verbraucher ihre Eigenschaft als Konsummuffel dennoch nicht ändern. Das Potenzial für zukünftig wieder kräftiger zunehmende Konsumausgaben ist jedoch vorhanden.

Wirtschaftswachstum Deutschland			
Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes ggü. Vorjahr			
	2017	2018	2019
Privater Konsum	2,0%	1,2%	1,4%
Staatlicher Konsum	1,6%	0,9%	1,6%
Ausrüstungsinvestitionen	4,6%	4,0%	2,4%
Bauinvestitionen	3,8%	3,2%	2,3%
Sonstige Anlagen	1,3%	0,3%	0,8%
Exporte	5,3%	2,2%	1,7%
Importe	5,3%	3,5%	2,8%
Bruttoinlandsprodukt	2,5%	1,6%	1,4%

Während der IWF für das nächste Jahr ein unverändertes globales Wachstum von 3,7 Prozent erwartet, rechnen wir nur mit einem Zuwachs von 3,4 Prozent. Dies liegt vor allem daran, dass sich die Konjunktur in den Industrieländern deutlich abkühlen wird. Der Brexit und die Trump-Wahl fordern einen späten Tribut.



/ Carsten Klude

Chefvolkswirt

Der Euro bleibt, die Schulden auch

Angesichts der weiter gewachsenen Verschuldung vieler Staaten gerät die Unabhängigkeit der Notenbanken in Gefahr. Selbst kleinere Zinsschritte haben dramatische Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der Schuldenlasten und die mühsam erkämpften Wachstumserfolge der letzten Jahre. Der Druck auf die Notenbanken wird in diesem Umfeld zunehmen und ihre Handlungsfähigkeit einschränken.

Deutlich stärker als noch am Jahresanfang erwartet wurde ist die globale Inflationsrate im Jahr 2018 angestiegen. Hauptsächlich aufgrund steigender Energie- und Rohstoffpreise, aber auch durch eine Reihe administrativer Preissteigerungen wurde zuletzt das von vielen Notenbanken anvisierte Inflationsziel von zwei Prozent in diversen Volkswirtschaften überschritten. Zusätzlich führten steigende Lebensmittelpreise infolge der wetterbedingten Ernteausfälle zu anziehenden Preisen. Die Kerninflationsrate war davon nur wenig betroffen, da in deren Messung die volatilen Bestandteile Energie und Nahrungsmittel nicht berücksichtigt werden. Für die Eurozone hat zusätzlich der stärkere Dollar für eine Zunahme importierter Inflation gesorgt, da die Mehrzahl der eingeführten Rohstoffe in Dollar notiert wird.

Für die Geldpolitik stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob Gesetzmäßigkeiten aus früheren Konjunkturzyklen auch heute noch ihre Gültigkeit haben. Angesichts der verringerten Arbeitslosigkeit und entsprechender Engpässe in vielen Branchen ist die zögerliche Veränderung der Löhne ein solches Phänomen. Auch für die künftige Prognose der Preisentwicklung und letztlich die zu erwartenden Schritte der Notenbanken wäre ein Verständnis dieser Zusammenhänge hilfreich. Handelt es sich lediglich um temporäre Erscheinungen mit endlicher Wirkung oder haben wir es mit einem anhaltenden Paradigmenwechsel zu tun? Neben einer fortschreitenden Globalisierung, anhaltenden demografischen Trends und technologischen Innovationen dürften zunehmend auch disruptive Prozesse, die die gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge beeinflussen, eine nicht zu unterschätzende Rolle spielen.

Trotz der Berücksichtigung derartiger, weltweit feststellbarer Entwicklungen ist davon auszugehen, dass die geldpolitischen Entscheidungen der führenden Notenbanken auch im neuen Jahr divergieren dürften. Der Gleichschritt der Jahre vor der Finanzkrise scheint auf absehbare Zeit vorbei zu sein.

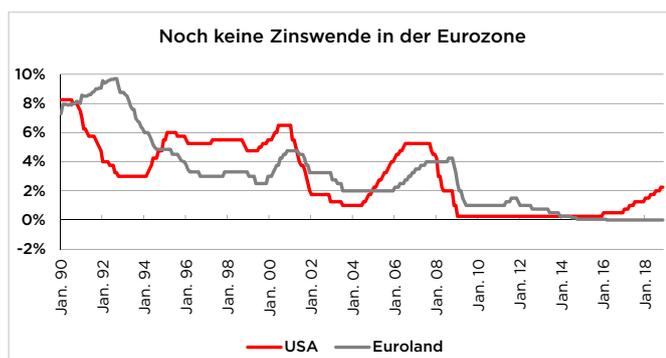
„Make America stable again“ – der neue Fed-Präsident versus Donald Trump

So ist die US-Notenbank auf dem Weg zu einer geldpolitischen Normalisierung ihren Pendanten in Europa und Japan um einiges voraus und hat dabei bisher auch keine Kollateralschäden erzeugt. Jerome Powell, der neue Präsident der Fed, hat die Politik seiner Vorgängerin sehr zum Leidwesen von Donald Trump nahtlos fortgesetzt. Schließlich gehörte er dem engsten Kreis um Janet Yellen bereits seit Jahren an und hat in der Vergangenheit alle geldpolitischen Beschlüsse mitgetragen.

Seit Ende 2015 hat die US-Notenbank den Leitzins in acht Schritten auf das heutige Niveau zwischen 2,0 und 2,25 Prozent angehoben. Die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Schrittes noch in diesem Jahr ist sehr hoch, während zuletzt die Annahme weiterer Zinserhöhungen im Jahr 2019 gesunken ist. Aktuell geht die US-Notenbank von temporär durch Basiseffekte gestiegener Inflation aus und sieht eine schwindende Notwendigkeit für weitere oder schärfere Zinsschritte. „Der beste Präsident, den Amerika je hatte“ (O-Ton Donald Trump) dürfte sich darüber freuen, sah er doch die Sachlage aus eigenem Interesse schon bisher völlig anders. Noch im Wahlkampf hatte er die Fed wegen ihrer maßvollen Geldpolitik gescholten. Kaum gewählt war ihm diese jedoch nicht maßvoll genug. Sieht er doch die durch aus vorzeigbaren Wachstumseffekte auf dem US-Binnenmarkt durch höhere Zinsen zumindest gebremst.

Bereits die ersten Monate des neuen Jahres werden Aufschluss darüber geben, ob der Übergang zu einer gemächlicheren Zinspolitik richtig ist. Sollten rückläufige Energie- und Rohstoffpreise wie zuletzt beobachtet mit einem spürbaren Dynamikverlust beim Wachstum einhergehen, ist die Erwartung eines bereits bevorstehenden Endes des Zinssteigerungstrends in den USA nicht von der Hand zu weisen. Eventuell ist die obere Wendemarke bei den US-Zinsen bereits in Sichtweite und die US-Notenbank wechselt früher als erwartet auf die Gegenfahrbahn. Und eventuell wird diese erreicht, bevor die Europäer überhaupt begonnen haben, ihre Geldpolitik tatsächlich nennenswert zu normalisieren.

Jerome Powell und seine Kollegen sehen unabhängig von Trumps Kritik die Zeit gekommen, Bilanz zu ziehen und die Arbeitsweise der Notenbank zu überdenken. Ein starres Inflationsziel sei nicht in Stein gemeißelt. Festlegung, Durchführung und Kommunikation der Geldpolitik würden kritisch hinterfragt und notwendige Änderungen offen diskutiert. Eine erste Änderung für 2019 wurde bereits kommuniziert: Der Präsident der Federal Reserve wird künftig nach jeder Sitzung vor die Presse treten und nicht mehr wie bisher nur einmal pro Quartal. In ihrem Bemühen um mehr Transparenz will die Fed die breite Öffentlichkeit einbeziehen, ohne ihren Auftrag zur Disposition zu stellen. Dieser lautet, Sorge zu tragen für stabile Preise und möglichst Vollbeschäftigung. Neben Änderungen der Kommunikation und Diskussionen über den Werkzeugkasten hat die Fed auch die im Rahmen der Finanzkrise verschärften Regulierungen (Dodd-Frank Act) für amerikanische Banken zu lockern begonnen. So sollen Institute mit einer Bilanzsumme von weniger als USD 700 Mrd. künftig unter anderem von geringeren Liquiditätsanforderungen profitieren.



Neben den erwähnten Zinsschritten hatte die Fed bereits im Oktober 2017 damit begonnen, ihre aufgeblähte Bilanz zu verkürzen. Staatsanleihen und hypothekengesicherte Anleihen im Volumen von anfänglich USD 10 Mrd. wurden nicht mehr durch neue Papiere ersetzt. Das Volumen dieser Tranchen steigt seitdem alle drei Monate um weitere USD 10 Mrd. an. Der angestrebte Maximalwert von monatlich USD 50 Mrd. ist fast erreicht und die Bilanzsumme bereits um USD 300 Mrd. auf USD 4.200 Mrd. abgeschmolzen. Da die Käufe im Rahmen des 2012 gestarteten QE3-Programmes monatlich ein Volumen von USD 85 Mrd. hatten, wird das Abschmelzen deutlich länger dauern als der Aufbau der Positionen. Die Notenbank der Vereinigten Staaten dürfte trotz absehbarer Anpassungen ein größeres Interesse an einem stabilen geldpolitischen Korsett haben als an



„Nichts macht den Ängstlichen mutiger als die Angst der anderen.“

Umberto Eco

einem kurzfristig erkaufen „Make America great again“. Donald Trump hat in der „verrückten Notenbank“ bereits einen Sündenbock ausgemacht, wenn seine Pläne nicht aufgehen.

Herkulesaufgaben für die EZB

Mit Beginn des Jahres 2018 hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihre monatlichen Anleihekäufe von zuvor EUR 60 Mrd. auf dann 30 und zuletzt EUR 15 Mrd. reduziert. Diese Phase der äußerst expansiven Geldversorgung soll zum Jahreswechsel eingestellt werden. Die Notenbank wird die Tilgungsbeträge der erworbenen Wertpapiere auch nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen. Damit sollen günstige Liquiditätsbedingungen und eine ausreichende geldpolitische Akkommodierung aufrechterhalten werden. Im ersten Halbjahr 2019 werden so rund EUR 17 Mrd. pro Monat reinvestiert. Bisher erwartet der EZB-Rat, dass die Leitzinsen in der Eurozone mindestens bis in das dritte Quartal 2019 auf dem aktuellen Niveau verharren werden. Der Leitzins und der Zinssatz für die Einlagenfazilität bleiben unserer Meinung nach auch darüber hinaus in diesem Jahr bei 0,00 bzw. bei -0,40 Prozent. Schwächere Konjunkturdaten und eine zurückgehende Inflation werden die EZB wohl zwingen, an ihrer Geldpolitik länger festzuhalten als ihr eigentlich lieb ist. Deshalb erwarten wir kaum Veränderungen der Kapitalmarktrenditen in der Eurozone. Innerhalb des gemeinsamen Währungsraumes dürften jedoch die Gegensätze noch weiter zunehmen, wenn das italienische Beispiel eines unverschämten Populismus Schule macht.

Ebenso wie in den USA sieht sich auch die europäische Notenbank Versuchen politischer Einflussnahme ausgesetzt. Seit Jahren wird die Vergemeinschaftung der Schulden von den Hauptschuldern gefordert und von den Gläubigern abgelehnt. Ein „wahrhaft europäischer Bankensektor“ mit Fusionen über Ländergrenzen hinweg zur Schaffung weltweit konkurrenzfähiger Institute ist ebenso ein beliebtes Thema. Die Notenbank selbst sieht neben dem Bestand an notleidenden Krediten die Cyberkriminalität und anfällige IT-Systeme im Finanzsektor als größte Herausforderungen. Die zunehmend kritische Reaktion der Banken auf die immer unüberschaubarer werdenden Regulierungsvorschriften wird dagegen nur achselzuckend zur Kenntnis genommen.

Politisch steht Europa in den kommenden Monaten vor einer Reihe wegweisender Entscheidungen, die jede für sich in ihrer Wirkung auch die Währungskurse, die Inflationsdaten und letztlich die Konjunktur beeinflussen können. Dazu zählen die bereits angesprochenen Unklarheiten, die mit dem Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union (Brexit) einhergehen, ebenso wie die separatistischen Bewegungen in Teilen Europas. Auch das anhaltend abgekühlte Verhältnis gegenüber Russland und die zunehmende Entfremdung in der Partnerschaft mit den USA bergen enorme

politische und wirtschaftliche Sprengkraft. Die wachsende Unzufriedenheit der europäischen Bevölkerung bezüglich des Umgangs der Regierungen mit vielen belastenden Begleiterscheinungen der massenhaften Migration führt zu politischen Polarisierungen, die immer häufiger zu unberechenbaren Wahlausgängen führen.

Am deutlichsten wird dies in Italien, wo die neue Regierung ihre populistischen Wahlversprechen gegen alle europäischen Verträge und Abmachungen mit neuen Schulden finanziert und damit die Währungsunion erneut auf eine harte Probe stellt. Politische Unberechenbarkeit ist für Italien der Normalzustand. Früher hat dies den Rest Europas eher amüsiert. Seit der Einführung der gemeinsamen Währung und einer immer stärkeren Verzahnung mit der drittstärksten Volkswirtschaft der Eurozone taugt die allgegenwärtige Hängepartie aber nicht mehr zum Amüsement. Es bleibt zu hoffen, dass die europafreundlichen Kräfte in Italien, aber auch die Unternehmer und Intellektuellen genügend Einfluss geltend machen können, um tragfähige Kompromisse zu finden.

Über die Besorgnis bezüglich des Fortgangs der Entwicklung in Rom sollten wir jedoch nicht übersehen, dass auch in den vermeintlich robusten Volkswirtschaften Europas die politische Stabilität zur Disposition steht. In Deutschland, Österreich und den Niederlanden verlieren die ehemals dominierenden Volksparteien sukzessive ihre Wählerbasis an die politischen Ränder. Komplizierte Koalitionen oder anfällige Minderheitsregierungen werden aus der Not geboren und haben unter Umständen nur eine beschränkte Haltbarkeit. Der junge französische Präsident Emanuel Macron, der mit vielen Hoffnungen und Vorschusslorbeeren an den Start gegangen war, verliert im Heimatland an Sympathie und in Europa an Verbündeten. In einem solchen Umfeld gerät die europäische Idee zunehmend in Bedrängnis und andere, nationalistische Parolen gewinnen an Zugkraft und Einfluss. Alles in allem sind das Entwicklungen, die nicht von der Europäischen Zentralbank gelöst werden können.

Angesichts der schon für sich genommen kaum zu bewältigenden Herkulesaufgabe einer schrittweisen monetären Normalisierung sind alle diese politischen Baustellen zusätzlicher Ballast für die EZB. Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob die Geldpolitik für den gemeinsamen Währungsraum bereits überfordert ist oder zu viele Ziele gleichzeitig verfolgt. Für eine eventuell notwendige Rettung des Euro mit monetären Mitteln wie im Gefolge der Krise von 2011 sind zwar mit dem ESM oder dem OMT-Programm noch (geld-)politische Instrumente vorhanden. Doch setzt ihr Einsatz das Wohlverhalten der

„Kaum steigt irgendwo die Rendite zehnjähriger Anleihen, schon wird der Weltuntergang verkündet.“

Jens Weidmann, Präsident der Deutschen Bundesbank

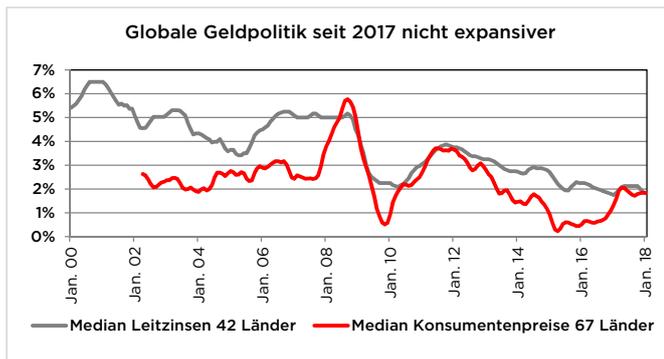
begünstigten Länder voraus. Nach Jahren des Problemmanagements fast ausschließlich durch die Notenbank ist es deshalb höchste Zeit für mutige und nachhaltige politische Lösungen.

Geldpolitik in Japan, Großbritannien und der Schweiz

Die Geldpolitik der **Bank of Japan** bleibt noch auf lange Sicht unverändert expansiv ausgerichtet. Im Land der aufgehenden Sonne wird das Inflationsziel von zwei Prozent längst nicht erreicht, es gilt schon als Erfolg, dass die Deflation offenbar überwunden ist. Zuletzt wurde eine etwas flexiblere Handhabung der Instrumente im Rahmen der sogenannten „Yield Curve Control“ beschlossen. In deren Kontext soll die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen auch weiterhin nahe Null gehalten werden, größere Schwankungen um diesen Ankerwert als bisher jedoch zulässig sein. Der Schwerpunkt der Aktienkäufe durch die Notenbank dürfte allerdings künftig vom Nikkei-Index auf den Topix und damit auf eine breitere Basis gestellt werden. Die Bilanzsumme der Zentralbank hat sich durch die anhaltenden Käufe auf umgerechnet etwa EUR 4,4 Billionen ausgeweitet und damit zuletzt erstmals Japans nominale Wirtschaftsleistung überschritten. Die Bank of Japan hält inzwischen über 40 Prozent der eigenen Staatsanleihen. Das Ende der expansiven Geldpolitik ist im fernöstlichen Inselreich im Konzert der Industrieländer wohl am weitesten entfernt.

Die **Bank of England** (BoE) hat zuletzt den Leitzins trotz gestiegener Inflation wegen der verminderten Wachstumsprognose und einer immer stärkeren Unsicherheit wirtschaftspolitischer Prognosen im Zusammenhang mit dem Brexit unverändert bei 0,75 Prozent belassen. Wenn der Austritt aus der Europäischen Union reibungslos und geordnet verläuft, könnten die Zinsen in den nächsten Quartalen etwas stärker steigen, hieß es in den Statements von Gouverneur Mark Carney. Denn in diesem Fall dürfte das Wirtschaftswachstum deutlich anziehen. Die ökonomischen Auswirkungen eines „No-Deal“-Szenarios wären in seinen negativen Auswirkungen jedoch kaum zu prognostizieren. Die britische Notenbank hält sich deshalb alle Türen offen.

Die **Schweizerische Nationalbank** (SNB) will dagegen trotz wachsender Kritik an ihrer Politik der Aufrechterhaltung eines unattraktiven Schweizer Franken festhalten. So soll die Bilanz bei Bedarf weiter ausgedehnt werden, und auch in der Zinspolitik sieht die Zentralbank der Schweiz weiteren Spielraum nach unten, obwohl der Leitzins mit -0,75 Prozent negativ ist. Bereits jetzt umfasst das Devisenportfolio der SNB nach jahrelangen Interventionen gut CHF 760 Mrd. Angesichts vielfältiger Instabilität zwischen Brexit und geschwundenem Vertrauen in den Euro befürchtet die SNB bei einem Abschmelzen der Zinsdifferenz Aufwertungsdruck und Verluste der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der exportlastigen Schweizer Wirtschaft.



Leitzinserhöhungen wie in den USA und Großbritannien waren in diesem Jahr unter anderem in Kanada, Indien, Mexiko und einer Reihe von Schwellenländern zu registrieren. In vielen dieser Länder war die Notwendigkeit, die heimische Währung zu stabilisieren, das wichtigste Argument, um die Zinsen zu erhöhen. In China haben Partei, Regierung und Notenbank weitere Weichenstellungen in Richtung einer stärkeren Binnenorientierung der Wirtschaft und eines Abbaus der Abhängigkeit von den Exportmärkten getroffen. Eine Steigerung der Produktivität und die Förderung von Innovationen sind neben beschlossenen Maßnahmen zum Schuldenabbau bei Staatsunternehmen die zentralen Themen. Wachstumseinbußen während des Transformationsprozesses werden billigend in Kauf genommen und sind bisher nur in geringerem Umfang eingetreten. Ob dies so bleibt, hängt von einer Einigung im Handelsstreit mit den USA ab. Neben der Erhebung von Zöllen auf immer mehr Waren und Dienstleistungen im Austausch beider Länder stehen inzwischen auch internationale Abkommen und Freihandelsvereinbarungen mit Dritten zur Disposition. Die Notenbank verfügt in diesem Umfeld trotz verringerter Devisenreserven allerdings immer noch über einen beeindruckenden Werkzeugkasten mit wachstumsfördernden Eingriffsmöglichkeiten für den Fall einer Zuspitzung der Konflikte.

Notenbanken bleiben am Steuerknüppel

Konjunkturelle Entwicklungen, Währungsverhältnisse und politische Weichenstellungen sind also die eine Seite der Medaille – die Erwartungen bezüglich der künftigen Geldpolitik die andere. Die Mehrzahl aller Rezessionen der Nachkriegsgeschichte wurde nicht durch plötzliche Nachfrageeinbrüche oder einen ausufernden Protektionismus ausgelöst, sondern eher durch zu hohe, oder zu schnell steigende Zinsen. Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass für den weiteren Trend an den Kapitalmärkten insbesondere das Handeln der Notenbanken von zentraler Bedeutung ist. Die Geldpolitik in den Industrieländern ist seit dem Jahr 2017 nicht mehr expansiver geworden. Einige Notenbanken haben sogar bereits die Zinswende ausgerufen und sehen einen langfristigen Trendwechsel. Dem schließen wir uns ausdrücklich (noch) nicht an. Aus guten Gründen, wie wir meinen. Der Handlungsdruck auf die Notenbanken durch die Preissteigerung ist trotz einer immer noch vergleichsweise guten konjunkturellen Lage und basisbedingt tempo-

rärer Ausreißer bei den monatlichen Inflationsdaten aktuell niedriger als in früheren Zeiten. Langfristige Trends zeigen bereits seit den 1970er Jahren eine tendenzielle Abnahme der globalen Inflationsrate und in deren Schlepptau auch einen langfristigen Rückgang der globalen Zinsen. Dies geschieht natürlich nicht linear und ohne Gegenbewegungen. Noch ist nicht zweifelsfrei geklärt, wie lange dieses Phänomen anhält, doch sieht es so aus, als ob strukturelle Veränderungen zu einer dauerhaft niedrigeren Inflation geführt haben. Darüber hinaus darf man sich fragen, ob der Werkzeugkasten der Zentralbanken, der fast überall ein Inflationsziel von um die zwei Prozent beinhaltet, unter diesen Bedingungen noch zeitgemäß ist. Preisdämpfende Effekte durch neue Technologien und Vertriebswege lassen ebenso wie die jederzeit mögliche Information der Verbraucher über preisgünstige Alternativen vermuten, dass die Preisüberwälzungsspielräume der Unternehmen tatsächlich kleiner geworden sind. So hat beispielsweise der rasant wachsende Onlinehandel in der EU die Inflationsrate bei Industriegütern seit 2003 jährlich um 0,1 Prozentpunkte gesenkt. Für eine Verbannung des Inflationsziels in die Geschichtsbücher ist es jedoch noch zu früh. Die Spätfolgen der Digitalisierung bezüglich Marktmacht und Preissetzungsspielräumen der dann maßgeblichen Player könnte zukünftig auch zu einer Renaissance der guten alten Inflation führen.

Unabhängig von diesen grundsätzlichen Überlegungen gehen wir davon aus, dass die Inflationsrate in Deutschland von 1,9 in diesem auf 1,6 Prozent im Jahr 2019 sinken wird. Dies ist vor allem der Erwartung niedrigerer Rohstoffpreise und einer Stabilisierung der Wechselkurse zuzuschreiben. Zwischenzeitlich könnte dies sogar zu noch geringeren Inflationsraten führen.

Euro-Zinsanstieg?

Wenn überhaupt dann ganz langsam

Für Konjunktur und Kapitalmärkte hängt nach wie vor viel vom virtuos Feintuning der Notenbanken ab. Wir gehen von zwei Leitzinssteigerungen in den USA aus. In Europa liegt eine „echte“ Zinswende aber in weiter Ferne. Japan ist auch 2019 von Erhöhungen noch weit entfernt.

Mit Sicherheit werden auch 2019 die dominierenden politischen Themen des Vorjahres virulent bleiben. Neben dem Handelsstreit der USA mit dem Rest der Welt, dem leidigen Brexit und den Spannungen zwischen Italien und Brüssel könnten aber auch Ereignisse, die überraschend und unerwartet eintreten, die Kapitalmärkte bewegen.



/ Dr. Frank Geilfuß

Investmentrat

Politische Themen dominieren

Das Börsenumfeld wird im Jahr 2019 von einer Vielzahl an politischen Unsicherheiten geprägt sein. In unserem Hauptszenario halten wir Kursgewinne im hohen einstelligen Prozentbereich für möglich. Kommt es hingegen zu einem harten Brexit, zu einer weiteren Eskalation im Handelsstreit oder zu einem erneuten Aufflackern der Schuldenkrise in den südeuropäischen Ländern, werden die Aktienmärkte darunter leiden.

Die Volatilität ist zurück

Nachdem die internationalen Börsen im Jahr 2017 vergleichsweise kontinuierlich angestiegen sind und damit das sechste Gewinnjahr in Folge markierten, kehrte im Jahresverlauf 2018 eine fast in Vergessenheit geratene Börseneigenschaft zurück: anhaltende und hohe Volatilität. So erreichte der deutsche Leitindex DAX noch im Januar 2018 ein neues Allzeithoch von über 13.000 Punkten, korrigierte dann aber in den folgenden zwei Monaten um gut 13 Prozent und fiel unter die Marke von 12.000 Punkten. Bis Juni ging es dann wieder zurück auf ein Niveau von rund 13.000 Indizeinheiten. Wer sich dann aber schon auf neue Höchststände gefreut hatte, wurde eines Besseren belehrt. Im Herbst setzte ein sogenannter Bärenmarkt ein, in dessen Folge der DAX auf etwa 11.000 Punkte fiel.

Starke Schwankungen auch in 2019

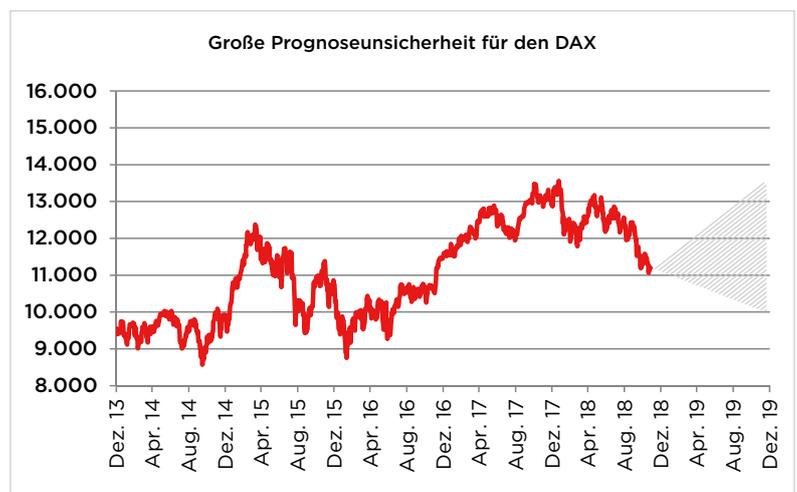
Analysiert man die Gründe für die volatile Entwicklung im Jahr 2018 kommt man nicht umhin, auch für das Folgejahr 2019 ein ähnliches Muster zu prognostizieren. Einerseits hält der aktuelle Wirtschaftszyklus an. So rechnen wir für Deutschland, Europa und die Vereinigten Staaten von Amerika im nächsten Jahr mit positiven Wachstumsraten beim Bruttoinlandsprodukt. Gleichwohl werden die Wachstumsraten in vielen Ländern niedriger ausfallen als in den vergangenen Jahren.

Auch Deutschland dürfte hier keine Ausnahme darstellen, obwohl das Jahr 2018 durch eine Reihe von Einzelfaktoren geprägt war (z. B. die WLTP-Abgaszertifizierung, die zu einem Produktionseinbruch in der Automobilindustrie geführt hat). Doch auch bei geringeren Wachstumsraten haben die Unternehmen das Potenzial, ihre operativen Gewinne zu steigern, wenn sie ihre Kosten im Griff haben. Dies wären gute Voraussetzungen für eine positive Aktienmarktentwicklung. Andererseits schweben einige Damoklesschwerter über diesen grundsätzlich positiven makroökonomischen Rahmenbedingungen. Hier sind in erster Linie drei politische Risiken zu nennen.

Zum einen besteht weiterhin die Gefahr, dass US-Präsident Donald Trump in Vorbereitung der Präsidentschaftswahl im Jahr 2020 aktive Handelspolitik betreibt. Dabei kann es wie auch im Jahr 2018 zu weiteren Spannungen oder auch zu einer Deeskalation kommen. Beide Szenarien sind denkbar und von ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit her kaum zu prognostizieren.

Ein anderer Belastungsfaktor, über den wir allerdings schon bis März 2019 mehr Klarheit haben werden, ist der finale Ausgang des Ausscheidens des Vereinigten Königreiches aus der Europäischen Union. Auch hier ist sowohl ein klares Ergebnis (harter oder weicher Brexit) als auch ein Mittelweg denkbar. Aber selbst wenn die Deadline einer Entscheidung mit dem 29. März 2019 klar ist, werden die Auswirkungen für die Wirtschaft und die Unternehmen erst im weiteren Jahresverlauf 2019 und danach spürbar.

Den dritten bereits heute bekannten Risikofaktor für die Aktienmärkte stellt Italien dar. Die Regierung in Rom plant eine Ausweitung der Staatsschulden, um ihre Wahlversprechen finanzieren zu können. Die EU hat den Haushaltsplan bereits Ende 2018 zu-



rückgewiesen. Aber selbst wenn Italien in geringerem Umfang als zunächst geplant neue Schulden aufnimmt, wächst der Schuldenberg weiter an. Daher ist nicht auszuschließen, dass die Schulden-

krise wieder auflebt. Mit Italien als Hauptakteur ist diese Situation jedoch sehr viel kritischer zu beurteilen als es seinerzeit mit Griechenland der Fall war. Dies liegt einerseits an der Größe und Bedeutung Italiens für die EU im Vergleich zu Griechenland sowie andererseits an der absoluten Höhe der Staatsschulden. Während Griechenland einen Schuldenberg in Höhe von etwa EUR 350 Mrd. vor sich herschiebt, liegt die Belastung in Italien aktuell mehr als sechsmal so hoch bei rund EUR 2.300 Mrd. Der deutsche Schuldenstand beträgt im Vergleich dazu rund EUR 2.100 Mrd., allerdings bei einer fast doppelt so hohen Wirtschaftsleistung wie Italien. Darin wird ersichtlich, dass zwar einem Land wie Griechenland mit vereinten Kräften unter die Arme gegriffen werden kann. Im Falle von Italien wäre dies jedoch sehr viel schwieriger, wenn nicht sogar unmöglich.

Große Schwankungsbreite der Indizes möglich

Blickt man nun unter Berücksichtigung dieser Chancen und Risiken auf die Aktienmärkte im Jahr 2019, erscheint es schwieriger denn je, eine konkrete Prognose für den DAX, den Euro Stoxx 50 und den S&P 500 abzugeben. Die Prognoseunsicherheit basiert dabei nicht allein auf den genannten Risiken, sondern vor allem auf der erheblichen Ergebnisvarianz der jeweiligen Ereignisse. Vor diesem Hintergrund nähern wir uns der Aktienmarktprognose 2019 mit Szenarien und prognostizieren Schwankungsbreiten für die Aktienindizes. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt für den DAX im Durchschnitt seit 1988 bei rund 15, im Jahr 2018 dagegen nur bei 12,4. Multipliziert man dieses mit den Gewinnerwartungen für das Jahr 2020, errechnet sich ein DAX-Ziel von rund 12.600 Punkten. Im Jahresverlauf 2019 ist allerdings auch ein DAX von rund 10.000 Punkten möglich, sofern die negativen Varianten der oben genannten Risikofaktoren eintreffen. Für diesen Fall unterstellen wir ein KGV von 10, das im Durchschnitt auch in den Jahren 2011 und 2012 zu beobachten war. Seinerzeit stand die Schuldenkrise im Fokus der Finanzmärkte und das Wirtschaftswachstum kühlte sich nach einer Boomphase stark ab. Unter der Annahme eines durchweg positiven Ausgangs der politischen Risiken, lassen sich allerdings auch DAX-Ziele von bis zu 13.700 Punkten ableiten. Dies würde einem KGV von 13,5 auf Basis der Gewinnprognosen für das Jahr 2020 entsprechen. Dieser Wert wurde zuletzt Anfang 2018 beobachtet, als die Finanzwelt noch nicht unter dem Eindruck von Trump, Brexit, Italien & Co. stand.

Analog zu dieser Vorgehensweise lassen sich für den Euro Stoxx 50 Kursziele zwischen 2.700 und 4.100 Punkten ableiten. Dabei schwankt das zugrunde liegende KGV zwischen 9,1 (Durchschnitt 2011 und 2012) und 13,9 (Höchststand 2018). Anders als für den deutschen und den europäischen Leitindex sind wir für den Aktienmarkt in den USA zuversichtlicher. Die politischen Risiken, wie Brexit und Italien, sind vor allem europäische Themen. Eine Verschärfung des Handelsstreits würde sich jedoch auch negativ für

die USA auswirken. Wir unterstellen für den S&P 500 im Gegensatz zum DAX und Euro Stoxx 50 kein politisch geprägtes Negativszenario im Jahr 2019. Auf Basis des aktuellen KGV in Höhe von 15,6 sowie den Gewinnsschätzungen für das Jahr 2020 errechnet sich ein S&P 500 Kursziel von rund 3.000 Punkten.

Erholungsphasen zyklischer Branchen sollten für Tausch in defensive Titel genutzt werden

Nach der kräftigen Korrektur der Aktienmärkte zum Jahresende 2018 halten wir zum Start in das Jahr 2019 zunächst eine Erholung besonders schwacher Titel für möglich. Dies dürfte insbesondere für Automobilwerte gelten, die im zweiten Halbjahr 2018 unter Produktionseinbrüchen im Zuge neuer Abgastests (WLTP) litten. Bereits in den letzten beiden Monaten des Jahres 2018 normalisierte sich die PKW-Produktion wieder, und auch das erste Quartal 2019 sollten von Nachholeffekten sowie einer im Vorjahresvergleich hohen Anzahl an Arbeitstagen profitieren. Da die Automobilindustrie ein wichtiger Abnehmer für andere zyklische Branchen wie Chemie oder Rohstoffe ist, sollte es auch in diesen Sektoren zu einer Erholung kommen.

Auch Technologieunternehmen, insbesondere in den USA, halten wir nach den Kurskorrekturen wieder für interessant. Viele dieser Unternehmen profitieren weiterhin vom strukturellen Wandel der Automatisierung und Digitalisierung. Zu den Megatrends zählen u. a. E-Commerce, Cybersecurity oder die cloudbasierte Datenverarbeitung. Dies spiegelt sich in anhaltend hohen Wachstumsraten und starken Margen wider.

Im weiteren Jahresverlauf 2019 empfehlen wir gute Aktienmarktphasen für Verkäufe zu nutzen, um das Portfolio wetterfester zu machen und den Fokus der Aktienanlage noch stärker auf Qualitätsunternehmen zu legen. Hierunter verstehen wir Unternehmen mit guten Bilanzkennziffern, möglichst hohen Markteintrittsbarrieren, guter Preissetzungsmacht und weniger zyklischen Umsätzen und Gewinnen. Hintergrund ist die sich abkühlende Konjunktur und die gestiegene Attraktivität für kurzlaufende Zinspapiere in den USA sowie die abnehmende Liquidität an den Kapitalmärkten aufgrund der anhaltenden Bilanzverkürzung der US-Notenbank.

Politische Risiken und eine globale Abschwächung des Wirtschaftswachstums dürften zu einer hohen Volatilität an den Aktienmärkten im Jahr 2019 führen.



/ Daniel Hupfer

Leiter Portfolio-
management



/ Björn Voss

Leiter Advisory
Office

Endet die längste Hausse aller Zeiten, oder geht es in die Verlängerung?

Selten fiel es schwerer eine technische Prognose für die Kapitalmärkte zu geben wie dieser Tage. Nicht, da die Hausse im März ihren 10. Geburtstag feiert und sich somit zur längsten in der Geschichte entwickelt hat, sondern vielmehr, weil die Börsen selten so stark von der Politik und „Tweets“ beeinflusst wurden wie heute. Oder ist dies nur ein Trugschluss, da die jüngste Vergangenheit nahezu ohne Volatilität aufwärts verlief?

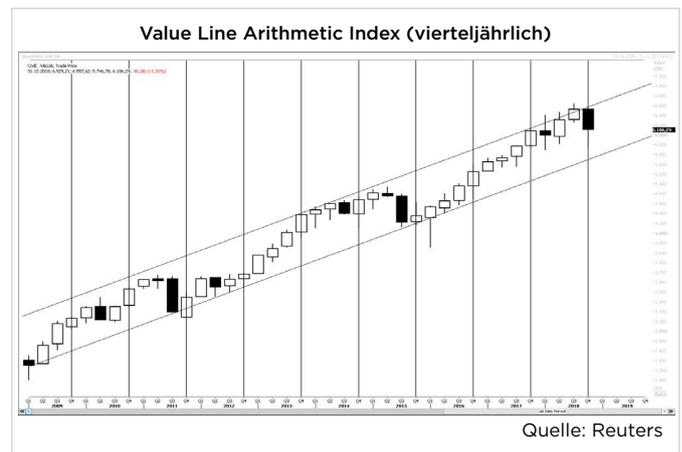
„Bullenmärkte sterben nicht an Altersschwäche“ heißt es gemeinlich, und so möchten wir uns zunächst der Frage widmen, ob nach fast zehn Jahren Hausse (am 9. März 2019 wäre es soweit) noch genügend Potenzial für die Aktienmärkte besteht? Ohne zu viel vorweg zu nehmen, die Antwort lautet „Ja“.

Zunächst einmal wollen wir die Statistik bemühen. Seit dem Zweiten Weltkrieg gab es 18 Zwischenwahlen in den USA. Warum ist das von Bedeutung? Die Statistik besagt, dass in den folgenden 12 Monaten nach den Zwischenwahlen (die jüngste fand bekanntlich im November 2018 statt) die US-Börsen, unabhängig vom Ausgang, im Durchschnitt um 17 Prozent anstiegen. Damit nicht genug, es gab bisher keine auf die Zwischenwahlen folgende 12 Monatsperiode, die negativ ausging. Zusätzlich Hoffnung macht der Umstand, dass das dritte Amtsjahr eines US-Präsidenten stets das für die Börsen erfolgreichste war, folgend auf das für die Börsen schlechteste zweite Amtsjahr. Demnach spricht der US-Präsidentenzyklus für ein gutes Börsenjahr 2019.

Aber auch die „9-er Jahre“ nach dem zweiten Weltkrieg, also 1949, 1959, etc. verliefen im Durchschnitt sehr erfolgreich. So konnte der S&P 500 in diesen sieben „9er-Jahren“ im Schnitt 13 Prozent Zugewinn pro Jahr verzeichnen, lediglich im Jahr 1969 mussten Anleger ein Minus von 11 Prozent verkraften. Die Statistik spricht also für ein positives Jahr an den (US-) Börsen, da 2019 alle der beschriebenen günstigen Umstände auf sich vereint.

Aber ist denn überhaupt noch genügend Marktbreite gegeben? Ein drohendes Ende einer Hausse wird oftmals dadurch charakterisiert, dass nur noch einige wenige hochkapitalisierte Werte einen betreffenden Index tragen. Diese Frage wollen wir mit dem Blick auf den Value Line Arithmetic Index beantworten. Dieser Index umfasst gut 1.600 nordamerikanische Unternehmen in einer gleichgewichteten Zusammenstellung. Wie dem nachfolgenden Chart zu entnehmen ist, bewegt sich dieser marktweite Index seit Beginn der Hausse in einem intakten Trendkanal. Wichtige Marken im Jahresverlauf werden das Tief des Jahres 2018 bei etwa 5.700 Punk-

ten sowie der Bereich um 5.500 Punkte sein, wo der untere Rand des Trendkanals verläuft. Auf der Oberseite liegt die Begrenzung zum Jahresstart bei etwa 6.500 Punkten, dieser steigt im Jahresverlauf bis auf etwa 7.000 Punkte an.



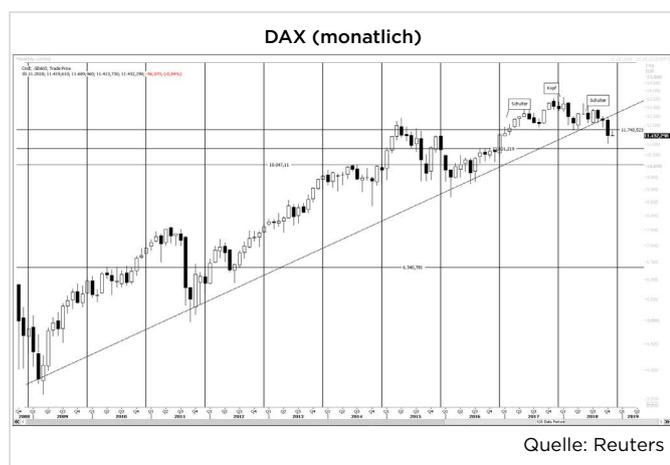
Als ebenfalls voll intakt lässt sich der Trend im S&P 500 beschreiben. Allerdings gilt es hier umso mehr die Jahrestiefs aus dem Jahr 2018 im Blick zu behalten. Bei gut 2.500 Punkten verläuft eine Kreuzunterstützung aus dem unteren Rand des Aufwärtstrendkanals und der horizontalen Unterstützung. Hinzu kommt der exponentielle gleitende 200-Wochendurchschnitt, der bei etwa 2.380 Punkten verläuft und somit für zusätzliche Unterstützung sorgt.



Auf der Oberseite liegen die Ziele im Bereich zwischen 3.200 und 3.500 Punkten.



Während die Ampeln für US-Aktien auf „grün“ stehen, fällt es uns deutlich schwerer, ein ähnlich positives Bild für europäische Aktien zu skizzieren. Positiv formuliert könnte man sagen: „Der Stoxx Europe 600 ist (noch) im Aufwärtstrend“. Allerdings fällt auch auf, dass sich der Index in den letzten 20 Jahren mehrfach an der 400-Punkte-Marke versucht hat und immer wieder am Versuch, diese zu überwinden, gescheitert ist. Das Jahr 2019 wird in dieser Hinsicht in jedem Falle eine Richtungsentscheidung für den breiten europäischen Aktienmarkt bringen. Gelingt die Verteidigung des Aufwärtstrends, sollte auch der bisher unüberwindbare Widerstand bezwungen werden. Solch ein Befreiungsschlag würde rechnerisch mindestens 15 Prozent Anschlusspotenzial bis in den Bereich von 460 Punkten freimachen. Fällt jedoch die strategische Unterstützung bei etwa 340 Punkten, ist der Weg nach unten offen bis auf 300 Punkte, und der 10-jährige Aufwärtstrend wäre Geschichte.



Bereits einen Schritt weiter bei seiner eingeschlagenen Richtung gen Süden ist der DAX. Der Aufwärtstrend der letzten zehn Jahre ist gebrochen worden. Ebenso ist eine große Trendumkehrformation in Form der Schulter-Kopf-Schulter Bewegung ausgebildet worden. Die „Nacktenlinie“ dieser Formation bei etwa 11.800 Punk-

ten bildet somit den ersten wichtigen Widerstand auf dem (Rück-)Weg zu höheren Kursen. Schlimmer noch: Wird diese Marke nicht zurückerobert, so beläuft sich das rechnerische Anschlusspotenzial auf etwa 1.800 Punkte, womit die Marke von 10.000 Punkten wieder nahe käme. Deutlich positiver würde das Chartbild dagegen erst oberhalb von 12.500 Punkten werden.

Buchstäblich am seidenen Faden hängt die charttechnische Entwicklung bei den Aktien der Schwellenländer. Der MSCI Emerging Markets hat es nicht geschafft, sein bisheriges Allzeithoch bei 1.345 Punkten zu überwinden. Kurz vor dem Erreichen dieser Marke ging dem Index „die Luft aus“, und es folgte eine scharfe Korrektur an die ausgehend vom Allzeithoch überwundene Abwärtstrendlinie und die horizontale Unterstützung bei etwa 900 Punkten. Sollte diese Kreuzunterstützung, zu der sich auch der Aufwärtstrend seit 2003 gesellt, nicht verteidigt werden, dürfte die Abwärtsdynamik in den Bereich um 700 Punkte sogar zunehmen. Hält die Unterstützung indes, wäre diese Marke ein ideales Sprungbrett für eine kräftige Erholung, die erst um 1.250 Punkte auf ernstzunehmende Widerstände trifft.



Gelingt es den amerikanischen Aktienmärkten den Aufwärtstrend fortzusetzen, sollte getreu dem Motto „Die Flut hebt alle Boote“ auch eine positive Weichenstellung bei den übrigen globalen Aktienmärkten gelingen.



/ Nils Theilfarth

Portfoliomanagement

Renditeniveau bleibt niedrig – wenig Wertsteigerungspotenzial vorhanden

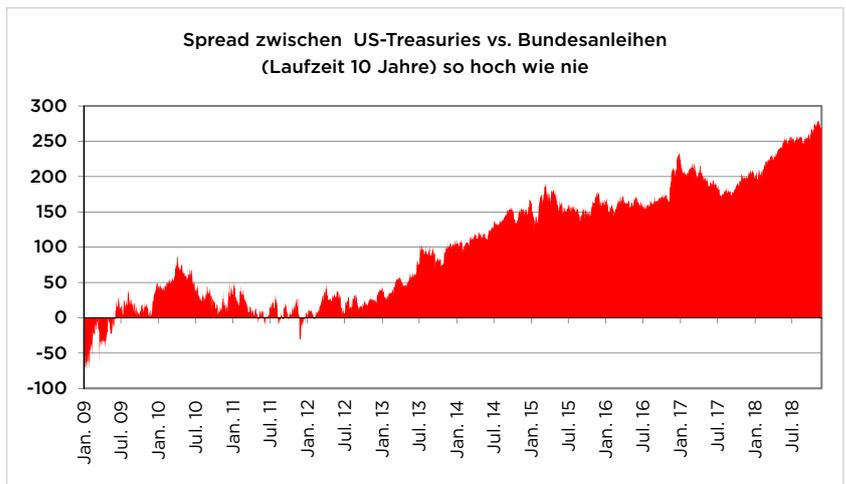
Die Anleihemärkte werden auch im kommenden Jahr von der Politik der Notenbanken und den politischen Unwägbarkeiten geprägt sein. Da das Zinsänderungsrisiko beherrschbar bleiben sollte, liegt das Hauptaugenmerk der Allokation auf den Kreditrisiken.

Leitzinsen in Europa in 2019 unverändert

Während in den USA die Federal Reserve die Leitzinsen seit Dezember 2015 in acht Schritten deutlich angehoben hat, steht seitens der Europäischen Zentralbank auch 2019 keine Erhöhung des Hauptrefinanzierungssatzes auf der Agenda. Die Geldpolitik bleibt weiterhin expansiv und das Zinsniveau anhaltend niedrig. Zwar soll das Anleihekaufprogramm zum Jahreswechsel auslaufen, doch werden fällige Wertpapiere, die aus den Anleihebeständen der Notenbanken der Eurozone stammen, für einen noch unbestimmten Zeitraum reinvestiert. Zudem hat EZB-Präsident Mario Draghi nicht nur einmal betont, dass das aktuelle Niveau der Leitzinsen mindestens bis über den Sommer 2019 hinaus unverändert bleiben wird. Die konjunkturellen und politischen Rahmenbedingungen spielen dem EZB-Präsidenten dabei in die Karten. Auf der einen Seite sind die Wirtschaftsdaten in der Eurozone langsam aber kontinuierlich schwächer geworden, und zum anderen schweben mit den Handelsstreitigkeiten, dem Brexit und der Haushaltspolitik der populistischen Regierung in Italien drei politische Damoklesschwerter über der Entwicklung der Eurozone. Daher ist es nicht verwunderlich, dass der Renditeunterschied zwischen Bundesanleihen und US-Treasuries – der sogenannte Transatlantikspreid – immer neue Höchststände erklommen hat, und das über alle Laufzeitenbänder hinweg.

Renditen für Bundesanleihen mit Seitwärtstendenz

Da wir davon ausgehen, dass die Inflation in der Eurozone im nächsten Jahr das Ziel der Europäischen Zentralbank von unter, aber nahe zwei Prozent sowohl bei der Gesamt- als auch bei der Kerninflation verfehlen wird, werden die Renditen für Bundesanleihen im nächsten Jahr allenfalls moderat ansteigen. Unsere Jahresendprognose für 10-jährige deutsche Staatspapiere liegt bei 0,60 Prozent, wobei der Anstieg vom derzeitigen Niveau von gut



0,3 Prozent sich erst im dritten und vierten Quartal materialisieren sollte, wenn die EZB einen Ausblick für die Geldpolitik für 2020 geben wird.

Kreditrisiko im Mittelpunkt der Allokation

In den USA wird die Federal Reserve an ihrem geldpolitischen Kurs zunächst festhalten und den Leitzins im Dezember 2018 ein weiteres Mal erhöhen. Wir gehen aber nicht davon aus, dass die Notenbank wie bisher angekündigt quasi per Autopilot 2019 die Zinsen in drei oder sogar vier Schritten auf ein Niveau von 3,00–3,25 Prozent anheben wird. Schwächere Konjunkturdaten und ein Überschreiten des Inflationshöhepunktes werden die Fed schon bald zu einem Umdenken bewegen.

Das geringere Geldmengenwachstum und der gleichzeitig stattfindende Abbau der Zentralbankbilanz werden ihre bremsende Wirkung entfalten. Dies wird dazu führen, dass sich die Zinsstrukturkurve nicht weiter abflacht und eine inverse Kurve, die Rezessionsängste auf den Plan rufen würde, vermieden wird. Der Renditeanstieg bei 10-jährigen US-Treasuries, die sich bei Renditen von über drei Prozent einer stetigen Nachfrage erfreuen, wird von daher im kommenden Jahr auslaufen und sich im Jahresverlauf umkehren.

Vor dem Hintergrund eines nur moderaten Zinsänderungsrisikos wollen wir uns bei der Portfolioallokation auf der Anleihe Seite vor allem auf das Kreditrisiko fokussieren. Im Bereich der Staatsanleihen halten wir daher an unseren Favoriten aus 2018 fest. Die fundamentalen Rahmenbedingungen wie Ratingtrend, Wachstums- und Verschuldungsentwicklung sowie ein attraktives Risiko- und Renditeprofil bei Laufzeiten von bis zu zehn Jahren sprechen für Staatspapiere aus Spanien und Portugal. Wir gehen davon aus, dass sich hier die Kreditaufschläge zu Bundesanleihen einengen werden, sodass ein Minus in der Wertentwicklung vermieden werden kann. Eine Anlage in italienischen Staatsanleihen kommt für uns trotz der schon deutlich angestiegenen Renditen noch nicht in Frage. Denn die Unsicherheiten bleiben groß, ob die populistische Regierung in Rom im Haushaltsstreit mit der EU-Kommission nachgibt oder sich nach einem Einlenken an der Macht halten kann.

Punktuelle Beimischungen von Staatsanleihen aus Osteuropa sollten die Anfälligkeit der Portfolioallokation im Hinblick auf das Ende des Anleihekaufprogramms der EZB abmildern. Für Investoren, die sich auf den Investmentgrade-Bereich fokussieren, sind dies Emissionen aus Polen, Ungarn und Rumänien. Aber auch Emittenten aus dem High-Yield-Bereich, wie Kroatien, Mazedonien oder Montenegro, sind aus unserer Sicht attraktiv, allerdings verbunden mit einer nicht zu vernachlässigenden Volatilität.

Der Schwerpunkt unserer Portfolioallokation liegt aber unverändert auf europäischen Unternehmensanleihen, auch wenn die Tendenz zu einer Ausweitung der Kreditaufschläge aufgrund des Endes des Anleihekaufprogramms der EZB zu Beginn des Jahres 2019 anhalten sollte. Denn Unternehmensanleihen profitieren einerseits von den weiterhin attraktiven fundamentalen Rahmenbedingungen, wie einem anhaltend positiven Wachstum und einem niedrigen Zinsniveau, die dafür sorgen, dass die Ausfallraten deutlich unter den historischen Durchschnitten verharren. Andererseits hat sich das Risiko- und Renditeprofil der Unternehmensanleihen durch den geldpolitisch und politisch bedingten Anstieg der Renditen verbessert. Die Renditen liegen sowohl im Investmentgradebereich als auch im Sektor der High-Yield-Anleihen deutlich über den Tiefstständen aus 2007 und über den Werten aus 2017. Insbesondere im Segment der High-Yield-Emittenten wird aus unserer Sicht das Risiko wieder entsprechend „bezahlt“.

High-Yield-Anleihen mit positivem Ergebnis in 2019

Was spricht für dieses Segment? Zum einen ist die deutlich verbesserte Qualität der Unternehmen zu nennen. Dies drückt sich u. a. aus durch eine spürbar rückläufige Verschuldung und einen deutlich verbesserten Zinsdeckungsgrad. Diesem Umstand haben auch die Ratingagenturen Rechnung getragen und die Unternehmen in den letzten Jahren besser bewertet. Waren in Europa 2007 nur

41 Prozent der Unternehmen mit dem besten High-Yield-Rating bewertet, so liegt dieser Wert aktuell bei 72 Prozent. Zum anderen ist die durchschnittliche Duration in diesem Sektor kürzer als bei ihren Pendanten aus dem Investmentgradebereich und bei Staatsanleihen. Und auch wenn wir keinen signifikanten Zinsanstieg erwarten, so entwickeln sich High-Yield-Anleihen aufgrund des höheren Kupons und der niedrigen Duration im Falle steigender Renditen bei Staatsanleihen am besten. Wir rechnen für europäische High-Yield-Anleihen mit einem Total Return von 2–3 Prozent in 2019 und für Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Rating von 0–0,5 Prozent.

Abschießend möchten wir noch auf Schwellenländeranleihen eingehen. Dieser Assetklasse werden wir im kommenden Jahr zunächst noch mit Vorsicht begegnen. Auch wenn in vielen dieser Länder die fundamentalen Rahmenbedingungen, wie ein stabiles Wachstum und eine im Vergleich zu vielen Industrienationen niedrige Verschuldung, grundsätzlich für eine Allokation sprechen, so stimmen uns politische Risiken und ein negatives Sentiment sowie zunächst noch steigende Zinsen in den USA nachdenklich. Daher raten wir dazu, bei diesem Segment zu Beginn des Jahres 2019 an der Seitenlinie zu verharren. Sollte sich das Sentiment wieder verbessern, z. B. durch eine Verlangsamung der US-Konjunktur in Verbindung mit einem Auslaufen der Zinsanhebungen und einem schwächeren US-Dollar, werden Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern allerdings wieder interessant.

Vor dem Hintergrund der niedrigen Ausfallraten und der guten fundamentalen Rahmendaten raten wir zu einer Übergewichtung von europäischen Unternehmensanleihen. Insbesondere High-Yield-Anleihen weisen in diesem Segment ein sehr attraktives Risiko- und Renditeprofil auf.



/ Martin Hasse

Makro-Research

Devisenmärkte: Spielball der Politik

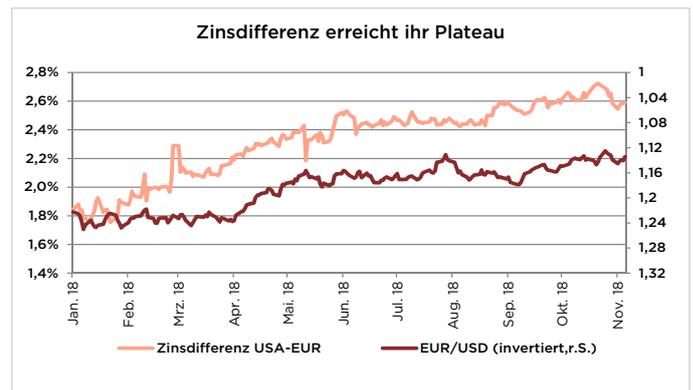
Die Wechselkursentwicklung wurde in den letzten Monaten durch die Gefahr eines No-Deal-Brexits, den Haushaltsstreit in Italien und die Abschwächung der Konjunktur in der Eurozone dominiert. Diese Entwicklungen werden den Devisenmarkt weiter beschäftigen.

Seit Jahresbeginn hat der US-Dollar um über 6 Prozent gegenüber dem Euro aufgewertet, er liegt damit fast auf dem von uns prognostizierten Wert von 1,13 EUR/USD. Nachdem der US-Dollar Anfang 2018 noch auf mehr als 1,25 EUR/USD abwertete, setzte sich im Jahresverlauf die Zinsdifferenz zwischen den beiden Reservewährungen zusammen mit der relativen Stärke der US-Wirtschaft als dominierende Faktoren für einen stärkeren US-Dollar durch. Während aus den USA fast Monat für Monat bessere Konjunkturdaten berichtet wurden, wurde nach und nach deutlich, dass die Wachstumsraten zwischen der Eurozone und den USA stärker als erwartet auseinanderklaffen werden und die Fed ihren Zinsstraffungskurs schneller vollzieht. Dies wiederum hat sich in einer weiteren Ausweitung der Differenz bei den erwarteten Zinsen widerspiegelt, was folgerichtig zur Dollaraufwertung beitrug. Zuletzt spielte aber weniger die Zinsentwicklung, sondern vielmehr die politische Unsicherheit in und um die Eurozone eine zunehmende Rolle. Besonders mit den Unsicherheitsfaktoren Italien und Brexit wurde der US-Dollar als sicherer Hafen vermehrt gesucht. Wenn diese Unsicherheiten bestehen bleiben und die Fed – wovon die Mehrheit der Marktteilnehmer ausgeht – weiter die Leitzinsen anhebt, dürfte sich auch im nächsten Jahr wenig an der Dollarstärke ändern, oder?

Geldpolitik im Fokus

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass es ausgesprochen schwierig ist, politische Entwicklungen vorherzusagen, was die Prognoseunsicherheit deutlich erhöht. Dennoch gehen wir davon aus, dass der Haushaltsstreit in Italien letztendlich ein positives Ende finden wird. Der Streit zwischen der EU und Italien ist diffizil und wird auch nicht schnell gelöst werden können. Wir gehen sogar davon aus, dass er sich zunächst weiter zuspitzen wird und damit die Gemeinschaftswährung zunächst weiter unter Druck geraten könnte. In der Folge sollten aber die Kosten der italienischen Neuverschuldung, die bereits jetzt auf dem höchsten Niveau seit 2013 liegt, eine heilende Wirkung auf das Urteilsvermögen der Regierung in Rom haben und zu deren Einlenken (wenn auch nicht in dem gewünschten Maße) beim Haushaltsplan führen. Schließlich hat die EU bereits reichlich Erfahrung im Eingehen von Kompromissen gesammelt. Mit anderen

Worten: Es wird erst schlimmer, bevor es besser werden kann. Auch was den Brexit betrifft, gehen wir in unserem Basisszenario von einer Lösung aus. Den kritischsten Punkt stellt die Zustimmung des britischen Parlaments im Dezember dar. Aufgrund dieser hohen Unsicherheiten rechnen wir mit einer erhöhten Volatilität des Wechselkurses in den kommenden Wochen.



Weniger Unsicherheit dagegen besteht bei der Ausgestaltung der künftigen Notenbankpolitik. Nachdem nämlich ein Großteil der konventionellen und unkonventionellen geldpolitischen Werkzeuge nicht die gewünschte Wirkung entfaltet, hat die EZB (die Fed schon früher) ihr Toolkit um die Forward Guidance erweitert. Dadurch wissen wir, dass die EZB plant, Ende dieses Jahres ihre Anleihekäufe auslaufen zu lassen. Ein möglicher erster Zinsschritt wird nicht vor Herbst 2019 beschlossen werden. Allerdings ist bei einer Kerninflationsrate von rund einem Prozent bei einer sich gleichzeitig abschwächenden wirtschaftlichen Dynamik in der Eurozone kaum Spielraum für Zinserhöhungen vorhanden. Daher spricht viel dafür, dass die EZB den Leitzins im kommenden Jahr nicht erhöhen wird. Im Unterschied zur EZB, die noch darauf wartet, ihren Zinserhöhungszyklus zu beginnen, ist die Fed bereits fast an dessen Ende angelangt. Neben dem zu erwartenden Zinsschritt im Dezember, wurden von der US-Notenbank bislang drei weitere Zinsschritte für das Jahr 2019 in Aussicht gestellt. Damit läge der Zins in der Spanne von 3,00 – 3,25 Prozent. Allerdings versucht die Fed, sich an den sogenannten neutralen Zins heranzutasten, bei dem die Wirtschaft weder zusätzlich angekurbelt noch

abgebremst wird. Ging die Mehrheit der FOMC-Mitglieder bislang davon aus, dass dieser bei rund drei Prozent liegt, deutet die Schwäche einiger US-Daten auf ein niedrigeres Niveau hin. Das Potenzial für weitere Zinsschritte halten wir von daher für begrenzt. Auch sind angesichts des weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus in den USA Rücksetzer im Wachstum wahrscheinlicher geworden, was ebenfalls einen vorsichtigeren Zinserhöhungspfad impliziert. Hinzu kommt, dass in Anbetracht des nur mäßigen Wachstums bei den Lohnstückkosten und der zuletzt deutlich gesunkenen Ölpreise, die aktuell sogar unter dem Vorjahresniveau liegen, die Inflation und damit auch der Druck für Zinserhöhungen abnimmt. Von daher erwarten wir zu Beginn des nächsten Jahres allenfalls eine weitere Zinserhöhung, bevor die Fed eine längere Pause einlegen wird. Wir gehen davon aus, dass diese Verschiebung der Geldpolitik zu Kapitalzuflüssen in die Eurozone führt und es damit zu einer Aufwertung des Euro kommen wird. Während der US-Dollar also zunächst noch weiter aufwerten könnte, wird die weniger restriktive US-Geldpolitik im Laufe des nächsten Jahres einen Wechselkurs von 1,20 EUR/USD ermöglichen. Einen deutlicheren Anstieg – etwa in Richtung der Kaufkraftparität bei 1,28 EUR/USD – sollte der höhere Leitzins in den USA jedoch verhindern.

Das Britische Pfund

Die Frage nach dem zukünftigen Pfundkurs hängt unzweifelhaft eng mit dem Ausgang der Brexit-Abstimmung im britischen Parlament zusammen. Wie bereits oben geschildert, gehen wir von einem positiven Ergebnis aus. Dennoch liegt die Wahrscheinlichkeit für einen No-Deal-Brexit gemäß aktueller Daten von Buchmachern bei etwa 50 Prozent, sodass auch dieser Fall betrachtet werden muss. Sollte es zu einem No-Deal-Brexit kommen, wäre Großbritannien plötzlich für die EU ein gewöhnliches Drittland und der Zugang Großbritanniens zum europäischen Binnenmarkt Geschichte. Großbritannien ist eng in die internationale Arbeitsteilung und Wertschöpfung eingebunden, womit in diesem Fall das Wirtschaftswachstum signifikant geringer ausfiele. Bis 2030 geht der IWF davon aus, dass ein No-Deal-Brexit Großbritannien insgesamt vier Prozentpunkte Wachstum kosten würde. Für das kommende Jahr wäre ein Wachstumseinbruch auf etwa null Prozent von erwarteten 1,3 Prozent in 2018 zwar massiv, eine Rezession aber nicht unbedingt zu erwarten. Dies hängt jedoch stark von der Ausgestaltung des No-Deal-Brexit (geordnet vs. ungeordnet) und der fiskalischen und monetären Antwort ab. Durch den schwächeren Wachstumspfad und einen angepassten geldpolitischen Kurs würde auch der Wechselkurs leiden. Während das Pfund im Zuge des Brexitvotums in einem Einjahreszeitraum um über 12 Prozent gegenüber dem Euro gefallen ist, dürfte der Rückgang bei einem No-Deal-Brexit geringer ausfallen, da eine höhere Wahrscheinlichkeit für diesen Fall bereits im derzeitigen Wechselkurs enthalten sein sollte.

Für den Fall eines geordneten Brexits sagen wir eine konträre Wechselkursentwicklung voraus. Als Grund für einen Anstieg des

Pfundes sehen wir in erster Linie eine restriktiver als vom Markt antizipierte Geldpolitik. Sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Inflationsentwicklung könnten für Überraschungen sorgen und zu weiteren Zinsschritten seitens der Bank of England (BoE) führen. Wichtige Frühindikatoren, wie die Einkaufsmanagerindizes, haben zuletzt auf ein schwächeres Wirtschaftswachstum hingedeutet. Andere weniger beachtete Faktoren zeigen jedoch, dass dieses Bild übertrieben sein könnte. So zeigt z. B. ein aktueller Bericht der Bank of England (BoE), dass nur eine geringe Anzahl an Firmen angefangen hat, ihre Notfallpläne in die Tat umzusetzen. Hinzu kommt, dass die PMIs das tatsächliche konjunkturelle Bild in Großbritannien vielfach überzeichnet haben. Außerdem dürften Investitionen, die derzeit aufgrund der Brexit-Unsicherheit zurückgestellt werden, im Falle des geordneten Brexits nachgeholt werden. Neben diesen Effekten dürften Steigerungen bei den Reallöhnen den Konsum ankurbeln. Außerdem sollte der kürzlich verabschiedete Haushalt für 2019 mit den geplanten höheren Staatsausgaben dem Wirtschaftswachstum zusätzlichen Auftrieb in Höhe von etwa 0,3 Prozentpunkten geben. Damit scheint es möglich, dass eine Wachstumsrate von fast zwei Prozent realisiert werden kann. Bei einem derartigen Wachstum dürfte auch die Inflationsrate (aktuell 2,4 Prozent) höher ausfallen und die BoE zu weiteren Zinsschritten bewegen. Bereits im Anschluss an den letzten Zinsentscheid hat die BoE einen etwas strengeren Ton angeschlagen. Zum einen wird auf Sicht von zwei Jahren eine Inflationsrate über dem Zielwert von zwei Prozent projiziert. Da sich der diesem Wert zugrundeliegende Zinspfad oberhalb der Markterwartungen befindet, ist dies ein Zeichen, dass mehr Zinsschritte als erwartet erfolgen könnten. Zum anderen liegen diesen Projektionen für die Inflationsrate noch eine Wachstumsrate von 1,7 Prozent für 2019 zugrunde, wobei der zusätzliche fiskalische Stimulus durch den verabschiedeten Haushalt noch nicht in der BIP-Prognose enthalten ist. Während vom Markt also lediglich zwei Zinsschritte bis 2020 erwartet werden, gehen wir davon aus, dass es sogar bis zu vier Zinsschritten durch die Notenbank geben kann. In diesem Fall dürfte das Pfund graduell aufwerten und das Niveau von vor dem Brexitvotum bei 0,76 EUR/GBP erreichen.

Die politischen Entwicklungen in Italien und der Ausgang der Brexit-Abstimmung werden die Wechselkursentwicklung weiter dominieren. In Erwartung eines positiven Ausgangs sollte der Euro gegenüber dem US-Dollar moderat aufwerten und eine restriktivere Geldpolitik der BoE das Pfund gegenüber Euro und US-Dollar stärken.



/ Julius Böttger

Investmentrat

Geopolitik, Umweltschutz und Innovationen – wachsende Bedeutung neuer Parameter

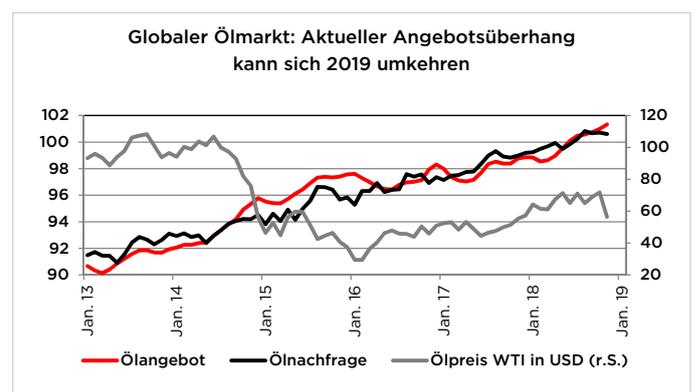
Stützende und dämpfende Einflussfaktoren für die Rohstoffpreisentwicklungen halten sich derzeit die Waage. Das Angebot wurde während der letzten Quartale trotz politischer Sanktionen ausgedehnt und trifft nun auf eine Weltwirtschaft, deren Wachstum auf hohem Niveau an Dynamik verliert.

Mit dem Amtsantritt von Donald Trump als Präsident der Vereinigten Staaten hat der Einfluss politischer Entscheidungen auf die Preisbildung für Rohstoffe an den Weltmärkten eine neue Dimension erreicht. Ein kurzer Tweet am Morgen, eine erneute Verschärfung oder Lockerung der Sanktionen gegenüber Iran oder Venezuela – der Rohölpreis reagiert unmittelbar in die eine oder andere Richtung. So haben die USA in diesem Jahr in Folge des Ausstiegs aus dem Atomabkommen mit dem Iran Maßnahmen in Kraft gesetzt, die die Ölexporte des Landes weitestgehend unterbinden sollen. Staaten und Unternehmen benötigen nun eine Ausnahmegenehmigung der US-Regierung, um Geschäfte mit Teheran zu machen. Bei Missachtung drohen empfindliche Strafen, die zu vorauseilendem Gehorsam führen und mit freiem Handel nichts mehr zu tun haben. Unter anderem auch deshalb ist die fundamentale Einschätzung und Prognose für die Entwicklung der Rohstoffpreise zusätzlich erschwert. So hat die Ankündigung der Maßnahmen gegen den Iran im Mai zunächst Ängste vor Angebotsengpässen geschürt und den Preis für Rohöl (Sorte Brent) bis Oktober um 15 Prozent ansteigen lassen. Nach Inkrafttreten der Maßnahmen blieben die Engpässe jedoch aus, und der Preis fiel innerhalb weniger Wochen auf das Ausgangsniveau vom Frühjahr zurück. Erneut zeigte sich die inzwischen sehr große Flexibilität der Angebotsseite mit ihren Reservekapazitäten als ausschlaggebender Faktor der Preisbildung. Allein die erhöhte Produktion in Saudi-Arabien reichte aus, die Ausfälle zu kompensieren. Da auch der Irak, Russland und die USA ihre Förderung ausgeweitet haben, konnten die rückläufigen Lieferungen aus Venezuela ebenfalls ausgeglichen werden, und die Gesamtförderung der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) legte über den Sommer sogar zu – und das sogar stärker als die Nachfrage.

„Peak Oil“ lässt weiter auf sich warten

Trotz aller inzwischen erreichten Erfolge bei der Etablierung von Alternativen sind die mit Abstand wichtigsten Energiequellen der Erde immer noch fossile Rohstoffe, angeführt von Erdöl. Etwa 36 Prozent des gesamten globalen Energiebedarfs werden aus dem sogenannten schwarzen Gold gewonnen. Die Internationale Energie-

agentur prognostiziert für das Jahr 2030 einen Tagesbedarf von 110 Millionen Fass Rohöl (aktuell 95 Millionen) mit einem jeweiligen Fassungsvermögen von 159 Litern (Barrel). Trotz Substitutionseffekten, neuer Technologien und effizienterem Verbrauch ist also bisher kein Nachfragerückgang zu verzeichnen, lediglich die Dynamik des Anstieges wurde gedrosselt. Dennoch sind wir heute weit entfernt von der Aufregung in den 1980er Jahren über das angeblich bevorstehende Ende des Ölzeitalters („Peak Oil“) wegen des mutmaßlichen Versiegens der Quellen. Der Club of Rome hatte in den 1970er Jahren in einer Publikation unter dem Titel „Die Grenzen des Wachstums“ das Ende des Ölzeitalters noch vor dem Jahr 2000 datiert. Aktuelle Prognosen auf Basis des heutigen Verbrauchs und unter Berücksichtigung moderner technologischer Möglichkeiten bei der Exploration und Verarbeitung sprechen von weiteren Reserven für rund 50 Jahre. So scheint es schlussendlich sogar möglich, dass das Ölzeitalter zu Ende geht, ohne dass uns das Öl ausgegangen ist.



Die Rohstoffpreise sind jedoch auch wegen der vielen offenen „Baustellen“ in der Weltpolitik und den daraus abgeleiteten schwächeren Wachstumswahlen der Weltwirtschaft signifikant gesunken. Vor allem der Handelskonflikt zwischen den USA und China, aber auch der unklare Fahrplan für den Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union (Brexit) und die erneute Schuldenorgie in Italien hat viele Marktbeobachter zu einer zurückhaltenden Prognose für die Weltkonjunktur veranlasst. Eine denkbare Wachstumsver-

ringierung aufgrund der genannten ungelösten Probleme würde sich aufgrund der historisch hohen Korrelation zwischen Konjunktur und Rohstoffnachfrage negativ auf die Preisentwicklung auswirken.

Trotz dieser ernst zu nehmenden Belastungen ist das beschriebene Szenario aus unserer Sicht noch keineswegs ausgemachte Sache. Abgesehen davon, dass die politischen Konflikte lösbar oder zumindest kompromissfähig bleiben, ist auch die Elastizität der Angebots-Nachfrage-Relation begrenzt. Die beschriebenen Produktionsausweitungen beispielsweise beim Rohöl haben bereits zu einer Verringerung der freien Kapazitäten geführt. Weitere Ausweitungen der Fördermengen bei einer Zuspitzung der Lage dürften ohne größere Investitionen und einige Vorlaufzeit kaum möglich sein. In diesem Kontext verwundert es nicht, dass die US-amerikanische Energiebehörde EIA das Wachstum des Angebotes der produzierten Menge für das Jahr 2019 lediglich auf ein Prozent veranschlagt. Auf der Nachfrageseite wird dagegen eine Steigerung von drei Prozent erwartet. Der aktuelle Angebotsüberhang dürfte sich bei Eintreten dieser Konstellation im Jahresverlauf in einen Nachfrageüberhang wandeln – mit preisstabilisierender und letztlich -steigernder Wirkung. Unter diesen Bedingungen erwarten wir hohe Schwankungen des Ölpreises (Brent) um die Marke von 60 US-Dollar je Barrel in Abhängigkeit von vielen kurzfristig wirkenden Einflussfaktoren.

Die Werkbank der Welt verändert sich – Chinas Rohstoffhunger lässt nach

Gemessen an den vielen Milliarden US-Dollar, die die Öl- und Erzkonzerne für Ausschüttungen und Aktienrückkäufe ausgeben, muss es der Grundstoffbranche hervorragend gehen. Auf den zweiten Blick erkennt man jedoch die tieferen Gründe für die erstaunliche Freizügigkeit der Firmen. So werden derzeit offenbar kaum lukrative Investitionsprojekte identifiziert, und große Übernahmen, die im Aufschwung nach der Finanzkrise getätigt wurden, werden in aller Stille neu bewertet oder sogar veräußert. Zunehmend deutlich wird auch die von China forcierte Abkehr der eigenen Volkswirtschaft von ihrer jahrzehntelangen Rolle als Werkbank der Welt. Im Reich der Mitte setzt man immer mehr auf innovative Wirtschaftszweige und weniger auf die alten, rohstoffhungrigen Segmente. Ein nicht geringer Teil des Geldregens für die Aktionäre rührt in diesem Umfeld nicht aus gesteigertem operativem Ertrag, sondern viel mehr aus Veräußerungserlösen und Spin-Offs. Die zuletzt etwas eingetrübte konjunkturelle Entwicklung und der gemäßigte Rohstoffhunger Chinas sorgen auch bei den Industriemetallen seit Ende des Sommers für rückläufige Preise. Insbesondere bei Aluminium und Kupfer wurde eine schwächere Nachfrage vor allem aus Asien eingepreist. Die Erwartung auslaufender Effekte der US-Steuerreform und der ungeklärte Ausgang im Handelsstreit zwischen den USA und China belasten inzwischen auch die Prognosen für die künftige Entwick-

lung. Bei Kohle und Stahl wirken dagegen Angebotsverknappungen durch die Schließung von Produktionsstätten wegen der Abkehr von der Kohleverstromung und einer Konzentrationswelle im Stahlsektor. Darüber hinaus führten die Zölle auf Stahl in den USA zu einem Anstieg der Preise im Vorjahresvergleich um 35 Prozent.

Der Preis der Edelmetalle wird dagegen immer stärker von deren Nutzen als Wertaufbewahrungsmittel bestimmt. Zentralbanken und Konsumenten haben im ablaufenden Jahr 2018 ihre Nachfrage nach physischem Gold erhöht. Nach Aussagen des World Gold Council (WGC) ist jedoch im Gegenzug die Nachfrage für industrielle Anwendungen ebenso gesunken wie die Nachfrage nach Zertifikaten und ETFs. Die russische Zentralbank hat im dritten Quartal 92 Tonnen erworben, das ist die größte Menge Gold, die das Land jemals in nur drei Monaten angekauft hat. Dahinter steckt der Plan Wladimir Putins, die Wirtschaft Russlands unabhängiger vom Einfluss des US-Dollar zu machen. Die Türkei und Kasachstan haben ihre Goldkäufe ebenfalls intensiviert. Die zunehmende Verunsicherung der Anleger hat auch den Absatz von Münzen und Barren bei privaten Investoren um 28 Prozent gesteigert. Vor allem in China und im Iran stieg die Nachfrage sprunghaft an. Im Gegenzug war ein starker Rückzug von Investoren aus Edelmetall-ETFs zu verzeichnen, und die Nachfrage aus der Industrie stagnierte lediglich auf geringem Niveau. Angesichts einer immer noch ordentlichen Konjunktur, der Erwartung leicht ansteigender Realzinsen und stabiler US-Dollar-Notierungen dürfte es auf absehbare Zeit keine Argumente für die Anlage in Edelmetallen geben. Wir bleiben bei unserer Empfehlung, physische Edelmetallbestände als Versicherung gegen Störungen des Weltfinanzsystems für einen kleinen Teil des Vermögens in Erwägung zu ziehen. Anlagen über diesen engen Betrachtungswinkel hinaus erscheinen bei Erwartung einer Jahresendprognose von USD 1.150 pro Feinunze gegenwärtig nicht Erfolg versprechend.

Die Rahmenbedingungen für die Entwicklung der Rohstoffpreise sind aktuell gekennzeichnet durch eine stabilitätsorientierte Angebotspolitik bei gleichzeitig leicht unterschätzter Nachfrage im Rahmen eines etwas abnehmenden Wachstums der Weltwirtschaft, anhaltender politischer Konfrontationen und eines negativen Sentiments.



/ Dr. Frank Geilfuß

Investmentrat

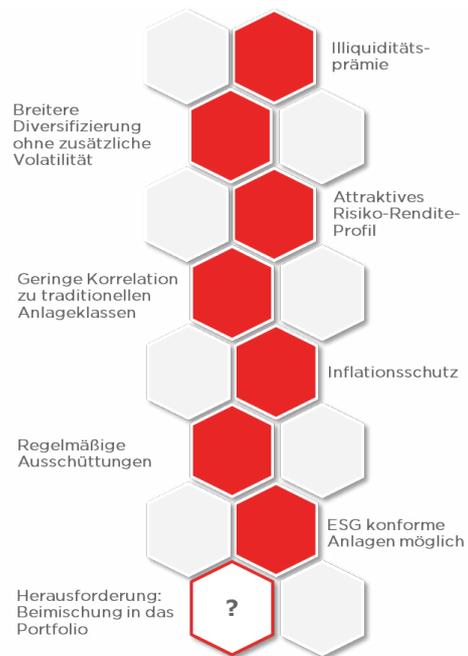
Alternative Investments in der strategischen Asset Allokation

Gegen die vielfältigen wirtschaftlichen und politischen Unwägbarkeiten schützt nur eine möglichst breit diversifizierte Aufstellung des Gesamtvermögens. Alternative Kapitalanlagen sollten insbesondere in turbulenten Zeiten nicht fehlen.

Hohe Volatilität bei Aktien und Anleihen gepaart mit Draw-Down-Risiken und einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld – die Portfolios vermögender Anleger stehen derzeit unter Stress. Dementsprechend mager fiel dieses Jahr auch die Performance in den traditionellen Anlageklassen aus. Beim Blick auf die Jahresperformance gängiger Aktien- und Anleiheindizes fallen negative Gesamtjahresentwicklungen ins Auge. Europäische Aktien gemessen am Stoxx Europe 50 Index weisen Ende November ein Minus von mehr als vier Prozent auf, europäische Anleihen haben mehr als 1,5 Prozent verloren. Die traditionellen Anlageklassen werden ihrem Anspruch als Renditetreiber im aktuellen Umfeld nicht gerecht. Es gilt, durch Beimischung von alternativen Anlageklassen ein optimales Portfolio zu gestalten, das eine auskömmliche Rendite erzielt und das Gesamtrisiko des Portfolios reduziert.

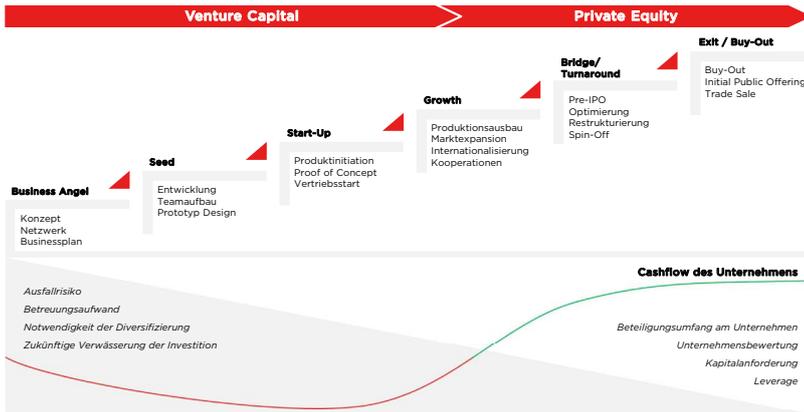
Alternative Investments: Mehr Stabilität für das Portfolio

Unter dem Begriff Alternative Investments finden sich diverse Begriffe und Erklärungen: Sachwerte, Private Markets, illiquide Kapitalanlagen. Eine allgemeingültige Definition existiert nicht. Wir zählen dazu die Anlageklassen Immobilien, Private Equity, Infrastruktur, Private Debt sowie weitere Opportunitäten (z. B. Flugzeuge oder Schiffe). Doch was sind die Gründe für eine Berücksichtigung von Alternativen Investments bei der Vermögensanlage? Das hohe Ertragspotenzial ist ein entscheidender Vorteil gegenüber traditionellen Anlageklassen. Die historische Outperformance basiert auf der Vereinnahmung einer Illiquiditätsprämie und dem grundsätzlich schwierigeren Zugang zu Beteiligungen. Die Illiquiditätsprämie beschreibt die zusätzliche Rendite, die Anleger für das Eingehen von bestimmten Risiken erhalten – in diesem Fall die nicht vorhandene oder geringere Handelbarkeit der zugrundeliegenden Kapitalanlagen. Darüber hinaus sind Alternative Investments gering mit den traditionellen Anlageklassen korreliert. Dies führt zu einem positiven Diversifikationseffekt und resultiert in einem reduzierten Gesamtrisiko bzw. einer schwankungsärmeren Portfolioentwicklung. Regelmäßige Ausschüttungen sind ein weiterer wichtiger Vorteil. Viele Sachwertinvestments sind kenn-



zeichnet durch stetige Cashflows, die eine hohe Ausschüttung gewährleisten. Dieser Umstand reduziert zukünftige Risiken analog zu Dividendenstrategien am Aktienmarkt. Abschließend gelten Sachwerte auch als Inflationsschutz für den Anleger.

Doch wie sieht eine effiziente Berücksichtigung dieser Anlageklasse in einer strategischen Asset Allokation aus? Für die Implementierung von Aktien und Renten gibt es standardisierte und am Markt erprobte Methoden. Alternative Investments weisen hier noch Nachholbedarf auf. Insbesondere müssen die unterschiedlichen Präferenzen und Anforderungen der Investoren hinsichtlich der Renditeerwartung und der Risikotoleranz berücksichtigt werden. Anleger sollten sich selbst im Vorfeld mit einigen Fragen auseinandersetzen. Erfolgt eine Beimischung mit dem Ziel der Renditesteigerung oder der Diversifikation? Wie lang ist der persönliche Anlagehorizont? Welcher Wert wird dem Faktor Liquidität beigemessen? Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass es sich bei Alternativen Investments um keine homogene Anlageklasse handelt, sondern die Risiko-Rendite-Profile sehr heterogen sind. Eine besondere Herausforderung für die Beimischung stellen die begrenzte Liquidität und teilweise die Intransparenz der Märkte dar. Der Schritt von einer strategischen Asset Allokation hin zur tatsächlichen Allokation ist mit einer



Eintrittsbarrieren – Chance für Vermögende

Eine private Beteiligung erfordert ein Vielfaches des Kapitals einer Aktieninvestition. Aufgrund fehlender Fungibilität der Unternehmensanteile erstreckt sich die Anlagedauer analog einer Immobilienbeteiligung auf fünf bis zehn Jahre. Auch auf eine regelmäßige Preisfindung müssen Investoren verzichten. Diese Merkmale stellen Eintrittsbarrieren für Anleger dar und begründen den historischen Vorbehalt der Anlageklasse für institutionelle Anleger. Wie fast immer im Leben gehen die unvorteilhaften Eigenschaften aber auch mit einigen

mehrjährigen Aufbauphase verbunden. Dies ist den geschlossenen Fondsstrukturen und den Strategien der Fonds geschuldet. Fundraising, Mittelabrufe, Investitions- und Haltephasen sowie Ausschüttungsrendite sind Aspekte, die bei der Implementierung ebenfalls einbezogen werden müssen.

Private Equity vs. Public Equity

Privates Beteiligungskapital rangiert nach Immobilien weltweit auf Rang zwei der Alternativen Anlageklassen in privaten und institutionellen Portfolios. Entsprechende Beteiligungen sind naturgemäß verwandt mit einer Eigenkapitalanlage in das Public Equity, also dem Kauf börsennotierter Aktiengesellschaftsanteile. Jedoch sind es gerade die Unterschiede, die die Attraktivität einer Portfoliobeimischung von Beteiligungen begründen.

„Buy, Change, Sell“ – das Erfolgsrezept des Private Equity

Aktien, die eine passive Minderheitsbeteiligung darstellen, lassen Investoren an der allgemeinen Markt- und der spezifischen Unternehmensentwicklung partizipieren. Eine private Kapitalbeteiligung ergänzt diese zwei Renditefaktoren um ein drittes, aktives Element der Wertschöpfung – das sogenannte Alpha. Je nach Beteiligungsstrategie wird durch operatives Management, gezielte Wachstumsfinanzierung, Unternehmenszukäufe oder Restrukturierung zusätzlicher Mehrwert aktiv durch den Investor generiert. Grundlage sind im Vorfeld entwickelte Optimierungsstrategien, mit denen Investoren eine Mehrheitsbeteiligung eingehen.

Hidden Champions, Innovationsmotor, Deutscher Mittelstand – die Assoziationen zu dem Anlageuniversum des privaten Beteiligungskapitals von Venture Capital bis Private Equity sind zahlreich. Insgesamt gehören 99 Prozent aller Unternehmen in Deutschland in diese Anlageklasse. Weniger als ein Prozent sind dagegen börsennotiert. Dieser Umstand hebt die ökonomische Bedeutung privater Beteiligungen hervor und bietet Anlegern Diversifikationsmöglichkeiten über unterschiedliche Unternehmensphasen, Beteiligungsstrategien und Regionen.

positiven Effekten einher. Die Eintrittsbarrieren beschränken die Nachfrage und öffnen den renditestarken Markt für einen ausgewählten Teilnehmerkreis. Die fehlende Handelbarkeit und Preisfindung nimmt Volatilität aus dem Anlegerportfolio und reduziert das Grundrauschen der Investition. Die engere Bindung und Kooperation zwischen Investor und Unternehmen sorgt für eine weitsichtigere Finanzierungsstruktur. Der lange Anlagehorizont und die geringere Transparenz ermöglichen die Vereinnahmung zusätzlicher Risikoprämien. Auf Portfolioebene resultiert insbesondere die Alpha-Komponente in einer weniger korrelierten und dem traditionellen Kapitalmarkt überlegenen Performance.

Astorius Capital Private Equity IV	
Fonds	Dachfonds Private Equity
Anlageschwerpunkt	Europäische Small- & Mid-Cap Zielfonds in den Strategien Growth, Buy-Out und Restrukturierung
Mindestanlage	EUR 200.000
Laufzeitprognose	ca. 10 Jahre
Renditeprognose nach Kosten*	8,00 % p. a.

*entsprechend den Produktunterlagen des Initiators

Seit der Finanzkrise nimmt das Volumen im Private-Equity-Markt stetig zu, Ende vergangenen Jahres erreichte es einen neuen Rekord. Die Treiber waren „Mega Buy-Out Fonds“ mit einem Fondsvolumen von jeweils mehr als USD 4,5 Milliarden. Durch die Niedrigzinspolitik besteht analog zu anderen Märkten eine Liquiditätsschwemme, die auch den Dry-Powder-Bestand von über USD 1 Billion von Rekord zu Rekord führt. Dabei handelt es sich um eingeworbenes, aber noch nicht allokiertes Kapital für zukünftige Beteiligungen. Die gestiegenen Unternehmensbewertungen senken jedoch zukünftige Renditeerwartungen. Die Attraktivität von Nischensegmenten, u.a. kleinen und mittleren Unternehmensbeteiligungen, nimmt von daher zu. Historisch erzielten die Hälfte aller Private-Equity-Fonds weltweit über alle Strategieausprägungen eine jährliche Rendite von rund 13,5 Prozent p. a.

Immobilien als Portfoliobeimischung – viele Wege zur Immobilienallokation

Immobilien bilden ein weiteres wichtiges Element in institutionellen sowie privaten Anlageportfolios. Das solide Risiko-Rendite-Profil sowie die diversifizierenden Eigenschaften und der Schutz vor Inflation unterstreichen die Notwendigkeit der Beimischung. Hier herrscht unter Anlageexperten seltene Einigkeit. Dieser Konsens endet jedoch bereits bei der Art der Beteiligung. Der Grund liegt in den jeweils individuellen Anforderungen an die Kapitalgeber. Hier müssen Anleger entscheiden, welches Anforderungsprofil zu ihnen passt und zu welchen Zugeständnissen sie bereit sind.

Die eigene Immobilie als Kapitalanlage stellt die direkteste und zugleich aufwändigste Art der Immobilienallokation dar. Viel Planungsaufwand, säumige Mieter, widersprechende Miteigentümer und teure Hausverwalter – die Liste der drohenden Ärgernisse ist lang. Darüber hinaus ist eine Diversifizierung über Objekte, Nutzungsarten, Regionen und Mieter kaum möglich. Fungibilität ist nicht vorhanden, steuerlich ist die Immobilie als Prävention gegen Spekulation sogar benachteiligt.

Offene Immobilienfonds ermöglichen bereits mit kleinen Anlage-summen den Zugang zu einem breiten Immobilienportfolio, das über Nutzungsarten, Standorte und Mieter diversifiziert ist. Diese Fondskategorie ist in ihrer Laufzeit unbegrenzt. Obgleich Fonds-anteile regelmäßig bepreist werden, können Anleger nur nach einer Mindesthaltedauer und Kündigungsfrist Anteile veräußern. Einige Anbieter arbeiten darüber hinaus mit „Cash-Call“ und „Cash-Stop“ Phasen, um die Einwerbung von neuen Geldern und den damit verbundenen Ankauf von Immobilienobjekten zu steuern. Dieser Mechanismus schützt den Fonds vor zu hohen Cash-Beständen und vor einer daraus resultierenden Renditeschmälerung.

KanAm Leading Cities Invest	
Fonds	Offener Immobilienfonds
Anlageschwerpunkt	Einzelimmobilien in europäischen Metropolen mit Fokus auf die Nutzungsart Büro
Mindestanlage	Keine Mindestanlage
Laufzeitprognose	Endlos; Mindesthaltefrist 2 Jahre
Renditeprognose nach Kosten*	3,00% p. a.

*entsprechend den Produktunterlagen des Initiators

Industria Fokus Wohnen Deutschland	
Fonds	Offener Immobilienfonds
Anlageschwerpunkt	Deutsche Wohnimmobilien mit einer geringen objekt-nahen Beimischung von Gewerbeflächen
Mindestanlage	Keine Mindestanlage
Laufzeitprognose	Endlos; Mindesthaltefrist 2 Jahre
Renditeprognose nach Kosten*	3,00% p. a.

*entsprechend den Produktunterlagen des Initiators

Auch **geschlossene Immobilienfonds** als mögliche Beteiligungsart an. Analog der eigenen Immobilie handelt es sich oftmals um Einzelobjekte, die keine oder nur eine geringe Risikostreuung bieten. Der Anlagehorizont liegt bei etwa zehn Jahren, die Mindestanlage bei EUR 10.000. Die Hausverwaltung und Vermietung sind ausgelagert und reduzieren den laufenden Aufwand für Anleger. Diese Beteiligungsform bietet eine vom Aktienmarkt weitgehend unabhängige Wertentwicklung.

Patrizia GrundInvest Berlin Landsberger Allee	
Fonds	Geschlossener Immobilienfonds
Anlageschwerpunkt	Ein Gebäude-Ensemble mit diversen Nutzungsarten am Prenzlauer Berg, Berlin
Mindestanlage	EUR 10.000
Laufzeitprognose	ca. 10 Jahre
Renditeprognose nach Kosten*	4,00% p. a.

*entsprechend den Produktunterlagen des Initiators

Anleger mit kürzerem Anlagehorizont, die Wert auf tägliche Liquidität legen und dafür zu Zugeständnissen in Form einer hohen Korrelation zum Aktienmarkt bereit sind, greifen auf **Real Estate Investment Trusts (REIT)** zurück. Diese börsengehandelten Immobiliengesellschaften sind verpflichtet, ihre Einnahmen regelmäßig an Anleger auszuschütten. Wie keine andere Immobilienbeteiligungsform sind sie als Aktiengesellschaft an das Auf und Ab des Kapitalmarktes gebunden. Daher wird hier Fungibilität gegen Marktabhängigkeit eingetauscht.

Fazit: Immobilien sind per se immobil, nicht fungibel und haben einen langen Anlagehorizont. Diese wesentlichen Eigenschaften lassen sich auch durch die aufgeführten Strukturierungsformen nicht gänzlich kaschieren. Jeder Kompromiss, insbesondere der Handelbarkeit und Anlagedauer, birgt Risiken.

Private Debt

Seit der Finanzkrise haben sich Banken immer mehr aus der Kreditvergabe an Firmen zurückgezogen und eine Finanzierungslücke hinterlassen. Die Lösung des Problems heißt Private Debt und ist auch für Anleger eine interessante Anlageklasse. Doch was genau ist Private Debt? Es bezeichnet per Definition die Bereitstellung von privat platzierten Fremdfinanzierungsinstrumenten vorwiegend durch institutionelle Investoren außerhalb des Kapitalmarktes. Private Debt umfasst dabei fünf unterschiedliche Kreditstrategien – Direct Lending, Mezzanine, Distressed Debt, Venture Debt und Special Situations. Im Fokus steht das Direct Lending, worunter die direkte Vergabe von Fremdkapital an ein Unternehmen zu verstehen ist. Finanzierungsanbieter sind hier vor allem Fonds. Typisch ist, dass es kein zentrales Underwriting durch eine syndizierende Bank gibt, sondern der Kredit direkt vom Fondsmanager an das Unternehmen vergeben wird. Dabei handelt es sich meist um mittelständische Unternehmen, die inhabergeführt sind und Umsätze zwischen EUR 100 bis 2.000 Millionen

aufweisen. Die Finanzierungsbedingungen werden direkt zwischen dem Fondsmanager und dem Unternehmen ausgehandelt, sodass flexible Strukturierungen entstehen.

Ein Großteil der Finanzierungen in diesem Bereich findet im Rahmen von Private-Equity-Transaktionen statt. Die Unternehmen sind häufig im Besitz eines Private-Equity-Fonds, was das Risiko eines Ausfalls noch einmal sinken lässt. In der Praxis zeichnet sich die Assetklasse Direct Lending also durch ein niedriges Ausfallrisiko und eine hohe Recovery Quote aus. Es ist jedoch festzustellen, dass die Anlageklasse Private Debt Opfer des eigenen Erfolgs geworden ist. Da immer mehr Kapital in diesen Bereich fließt und ungenutzte liquide Mittel investiert werden wollen, wird um die attraktiven Investments konkurriert und die Verhandlungsposition der Kreditgeber geschwächt. Im Umkehrschluss nehmen die Risiken für Anleger zu.

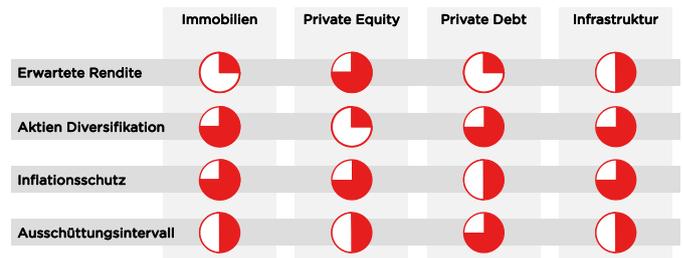
Infrastruktur: eine heterogene Anlageklasse

Infrastruktur ist eine wichtige und oft essenzielle Basis für unser modernes Leben und doch stellt diese Anlageklasse eine vergleichsweise junge Möglichkeit der Kapitalanlage dar. Besonders in Europa wurden bis vor wenigen Jahren die meisten Infrastrukturinvestitionen durch staatliche Institutionen finanziert. Mittlerweile hat sich der Markt sowohl auf der Anbieterseite, z. B. aufgrund von sinkenden öffentlichen Ausgaben, als auch auf der Nachfrageseite, gefördert durch den Anlagedruck bei Anlegern, verändert. Der langfristige Investitionsbedarf von Anlegern trifft also auf den langfristigen Finanzierungsbedarf von Infrastrukturprojekten.

Wie wird Infrastruktur in diesem Zusammenhang definiert? Anleger beteiligen sich an Projekten oder deren Finanzierung, die dem Aufbau, dem Betrieb und dem Erhalt von Infrastruktur dienen. Unterschieden wird hier zwischen den Segmenten Greenfield und Brownfield. Bei Greenfield-Projekten handelt es sich um Infrastrukturanlagen in der Entwicklung. Darunter fallen die Phasen der initialen Projektplanung über die Projektrealisierung bis hin zur Inbetriebnahme. Es kann zum einem über Eigenkapitalinvestitionen in Form von Projektentwicklungsgesellschaften und zum anderen über Fremdkapitalinstrumente investiert werden. Greenfield-Investitionen sind jedoch durch erhöhte Risiken gekennzeichnet, so z. B. durch die Bau- und Fertigstellungsrisiken. Brownfield-Infrastrukturanlagen sind bereits fertiggestellt. Anlegerkapital wird für die Verwaltung, den Betrieb und die Instandhaltung verwendet. Da unter dem Begriff Infrastruktur verschiedene Sektoren sub-

sumiert werden, ist eine Abgrenzung zwar schwer, bietet Investoren dadurch aber eine breite Diversifizierung bereits innerhalb der Anlageklasse. Zu den weiteren Besonderheiten und Eigenschaften von Infrastruktur zählen laufende, stabile Cash-Flows, die häufig konjunkturunabhängig zu einer konstanten laufenden Rendite führen. Weitere Merkmale sind die hohen Markteintrittsbarrieren bzw. eine beschränkte Wettbewerbsintensität in vielen Infrastrukturmärkten, sei es durch die Beschaffenheit der Anlage selbst (z. B. in Form von natürlichen Monopolen), durch staatliche Regulierungsmaßnahmen oder Konzessionsvereinbarungen.

Aufgrund der relativ geringen Volatilität von Infrastrukturinvestments und einer unterdurchschnittlichen Korrelation zu den traditionellen Anlageklassen, kann ein Investment in diese Anlageklasse ein wichtiger Baustein in der strategischen Portfoliooptimierung von Anlegern sein. Jedoch ergeben sich hier auch wesentliche Hürden und Risiken, wie z. B. der Zugang zu den Investitionen oder die hohen Planungs-, Bau- oder Betreiberrisiken. Investoren, deren Anlagestrategie mit diesen Merkmalen vereinbar ist, können ihr Portfolio durch Infrastrukturinvestitionen um eine weitere attraktive Anlageklasse erweitern.



Die Beimischung von Alternativen Investments in ein bestehendes Portfolio ist ein anspruchsvolles Unterfangen. Eine ressourcenaufwendige Selektion von Beteiligungen am Markt ist notwendig, um die Spreu vom Weizen zu trennen. Es empfiehlt sich eine Streuung über unterschiedliche Anlageklassen sowie jeweils verschiedene Beteiligungsstrategien.

Sektoren Infrastruktur	
Energieerzeugung	Erneuerbare Energien und traditionelle Stomerzeugung
Versorgung und Entsorgung	Wasserversorgung, Stromnetze
Transportwesen	Flughäfen, Straßen, Häfen, Zugstrecken
Soziale Infrastruktur	Krankenhäuser, Pflegeeinrichtungen, Schulen



/ Dustin Reichelt
Beteiligungen



/ Charlotte Höntsche
Beteiligungen

Erben und vererben

Es geht um das Glück unserer Kinder und die Wahrung des Wohlstands: Eine der wichtigsten Aufgaben des Private Banking für unsere Gesellschaft.

Mehr als EUR 400 Milliarden werden in Deutschland laut einer Studie des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) jedes Jahr durch Erbschaft oder Schenkung übertragen. Begünstigt ist davon insbesondere bei Schenkungen die junge Generation. Die gewaltige Summe lässt bereits erahnen, was das für viele Familien bedeutet, denn die Verantwortung für ein Familienvermögen bringt eine Fülle von Aufgaben mit sich, die es rechtzeitig anzugehen gilt. Regelmäßig dreht es sich bei den mit uns geführten Gesprächen darum, die Familie bei der Planung des Vermögensübertrags auf die nächste Generation zu beraten. Dabei ist der Erhalt des Vermögens und des Familienfriedens gleichermaßen wichtig. Denn was ist es wert, wenn das Vermögen zwar bestmöglich an die nächste Generation übertragen wurde, dies aber dazu führt, dass sich die junge Generation überfordert fühlt, sich in ihrer freien Entfaltung gestört sieht und mit Finanzthemen fremdelt? In unseren Gesprächen und mit dem Blick auf beide Generationen unterstützen wir unsere Kunden dabei, die für ihre Familie passende Lösung zu finden. Es ist ratsam, Schritt für Schritt vorzugehen und sorgsam zu planen, denn diese Vorgehensweise zahlt sich aus. Dies gilt gerade dann, wenn Überträge schon zu Lebzeiten vorgenommen werden, denn wer schenkt, kann die Überträge aktiv steuern und strategisch planen. Außerdem können bei Schenkungen des privaten Vermögens an Angehörige Steuerfreibeträge mehrfach genutzt werden.

Emotionen

Nur was passiert, wenn die junge Generation „plötzlich“ vermögend wird? Viele Eltern sorgen sich bei der Vorstellung, dass ihre Kinder mit dem 18. Lebensjahr vollen Zugriff auf das geschenkte Vermögen erhalten. Die Bedenken sind geprägt von Fürsorge, denn die Kinder haben häufig keine genauen Kenntnisse über das Familienvermögen. Es war ja gerade die Absicht der Eltern, ihre Kinder davon unbelastet und unbefangen aufwachsen zu lassen. Leider fehlt nun die nötige Kompetenz, um sich selber verantwortungsvoll um das Vermögen kümmern zu können.

Positiver Trend

Wir stellen fest, dass Familien in ihrer Kommunikation offener geworden sind. Noch vor gut 15 Jahren umgab das Familienvermögen ein großes Geheimnis. Die heutige Elterngeneration ist sich ihrer Verantwortung bewusst, rechtzeitig Hilfestellung zu geben. Die akademische Ausbildung und die ersten Berufsjahre der jungen Generation werden bei vielen Familien auf eine mögliche Unternehmensnachfolge hin mit Sorgfalt geplant. Eine Vorbereitung der Kinder auf die zukünftige Verwaltung des Vermögens in der Schule oder Uni-

versität erfolgt hingegen nur selten. Um dies von unserer Seite zu unterstützen, haben wir vor fünf Jahren die Warburg Banking School gegründet. Junge Menschen zwischen 18 und 30 Jahren erhalten bei uns die Möglichkeit, sich in den Räumen unseres Bankhauses den Themen wie Kapitalmärkte, Immobilien oder Investment Banking zu nähern. Die Teilnehmer reisen aus Deutschland und ihren jeweiligen europäischen Studienorten an und nutzen unser Forum für das Knüpfen von Kontakten in die Finanzwelt und zu den anderen Teilnehmern. Häufig entsteht bei der Veranstaltung Lust auf mehr. Und manchmal mündet die Teilnahme in einer Bewerbung für unser Traineeprogramm. Besonders das ehrliche und engagierte Feedback hilft uns, die Bedürfnisse der nächsten Generation im Blick zu haben. Die Elterngeneration schätzt hierbei besonders, dass sie diese Ausbildung nicht allein übernehmen muss, sondern wir sie dabei maßgeblich unterstützen.

Nächste Schritte

Ein gern genutzter Rahmen für die Vermögensnachfolgen bietet die Gründung einer Familiengesellschaft oder eines Familienpools. Welche Gesellschaftsform empfehlenswert ist, hängt von den beteiligten Personen, der Höhe und der Art des Vermögens ab. Die nachfolgende Generation kann im Zuge einer Familiengesellschaft an dem Familienvermögen beteiligt werden, wobei die Stimm- und Ertragsrechte überproportional bei der abgebenden Generation verbleiben können. In diese Gesellschaft kann bereits übertragenes Vermögen der Kinder sowie das weitere Familienvermögen der Eltern eingebracht werden. Diese Vorgehensweise ist ideal, um prozentuale Anteile am Gesellschaftsvermögen zu übertragen, Kinder und Enkelkinder gleich zu behandeln und Freibeträge regelmäßig zu nutzen. Neben liquiden Vermögen können auch Immobilien und unternehmerische Beteiligungen Bestandteil sein.

Im Gesellschaftsvertrag können nun die Anlageziele und die Grundsätze des Vermögens definiert werden. Auf dieser Basis wird es der nachfolgenden Generation erleichtert, Entscheidungen zu treffen. Alle Familienmitglieder haben den Überblick und können sich gemeinsam über die Vermögensanlagen austauschen. Die neu angeeigneten Kenntnisse aus unserer Warburg Banking School können so gleich eingebracht werden, und nicht selten sind sie anschließend ihren Eltern eine Nasenlänge Finanzwissen voraus.



/ Sandra Duttko

Leiterin Private Banking Nord

Herausgeber

M.M. Warburg & CO (AG & Co.) KGaA

Autoren

Julius Böttger, Sandra Duttke, Dr. Frank Geilfuß, Martin Hasse, Charlotte Höntschke, Daniel Hupfer, Dr. Christian Jasperneite, Carsten Klude, Dustin Reichelt, Nils Theilfarth, Björn Voss

Bildquellen

S. 13: Bogaerts, Rob / Anefo

Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

Haftungsausschluss

Dieser Research-Beitrag enthält unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Alle zugrundeliegenden Informationen wurden sorgfältig ermittelt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier geäußerten Inhalte. Sofern steuerliche Fragen hier behandelt werden, sind interessierte Anleger gehalten, sich von einem Steuerberater über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Dieser Beitrag stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.



M.M. WARBURG & CO
BANK

www.mmwarburg.com