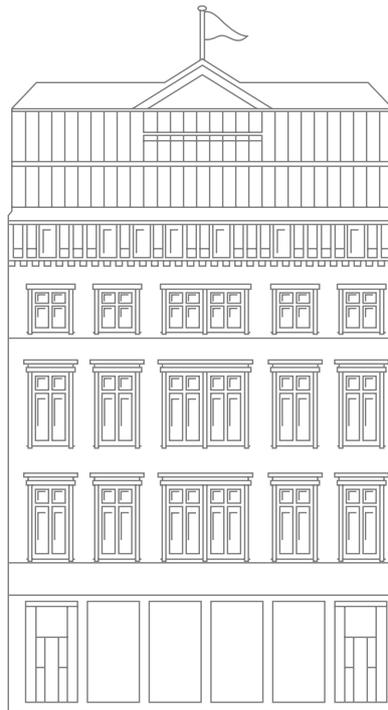

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2019

China: Der unheimliche Gigant

VORWORT

Es ist bislang ein gutes Jahr für die Aktienmärkte. Seit Jahresbeginn haben viele Aktienindizes mehr als zehn Prozent zulegen können. Auf den ersten Blick scheint diese Entwicklung nicht zur Konjunktur zu passen, denn bei der Revision der Wachstumsprognosen überwiegen die Korrekturen nach unten. Die Erfahrungen der Vergangenheit lehren, dass sich der Aktienmarkt nicht dauerhaft von der Konjunkturentwicklung entkoppeln kann. Sind die Konjunkturprognosen also zu schlecht oder droht dem Aktienmarkt im zweiten Halbjahr ein böses Erwachen?

Zur Beantwortung dieser Fragen muss zunächst geklärt werden, wie groß die Divergenz zwischen Realwirtschaft und Aktienmarkt tatsächlich ist. Die gute Aktienmarktentwicklung im laufenden Jahr ist einerseits eine Gegenbewegung zu den starken Verlusten am Ende des letzten Jahres. Zum anderen ist das konjunkturelle Bild keineswegs einheitlich. Während sich das Verarbeitende Gewerbe insbesondere in Deutschland seit einigen Monaten in einer Rezession befindet, florieren die Bautätigkeit und der Dienstleistungssektor weiterhin. Dieses Bild der „gespaltenen Konjunktur“ zeigt sich nicht nur in Deutschland, sondern auch in vielen anderen Ländern. In den USA, wo das Verarbeitende Gewerbe nur noch eine geringe Rolle für die Gesamtwirtschaft spielt, bleibt die konjunkturelle Verlangsamung daher moderat.

Die Diskrepanz zwischen Konjunktur und Kapitalmarkt relativiert sich bei genauerem Hinsehen etwas, bleibt aber dennoch erklärungsbedürftig. Sorgen bereiten insbesondere die Signale vom Rentenmarkt, denn in den USA sind die langfristigen Zinsen unter die kurzfristigen gefallen, was in der Vergangenheit ein verlässlicher Rezessionsindikator war. Bei der Suche nach Gründen für die gute Stimmung am Aktienmarkt landet man – wieder einmal – bei der Geldpolitik. Im vergangenen Jahr überwog die Angst, dass die Notenbanken die konjunkturelle Abkühlung ignorieren und den expansiven Impuls weiter reduzieren würden. Die US-Notenbank hatte 2018 die Leitzinsen vier Mal um jeweils 25 Basispunkte angehoben, das letzte Mal im Dezember. Bei der Europäischen Zentralbank schien sich eine erste Leitzinserhöhung für 2019 anzudeuten.

Sowohl die US-amerikanische Fed als auch die EZB haben inzwischen nicht nur von ihrem Zinserhöhungskurs Abstand genommen, sondern sogar Zinssenkungen in Aussicht gestellt und damit ein Kursfeuerwerk ausgelöst. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen, die zum Jahreswechsel noch bei +25 Basispunkten lag, steht aktuell bei -32 Basispunkten. In den USA erwartet der Markt bis Jah-

resende nicht weniger als drei Zinssenkungen um insgesamt 75 Basispunkte. Da sinkende Zinsen auch den Barwert zukünftiger Gewinne erhöhen, ist das veränderte Zinsumfeld der wichtigste Grund, warum die Aktienmärkte trotz – oder besser gesagt wegen – eines schwachen Konjunkturfelds haussieren.

Die Aussichten für die zweite Jahreshälfte hängen unter anderem davon ab, ob die Zinshoffnungen erfüllt werden oder nicht. Wir rechnen mit nur einer Zinssenkung der US-Notenbank, sodass die Gefahr einer Enttäuschung besteht. Die vom Markt erwarteten drei Zinssenkungen werden nur dann eintreten, wenn sich das konjunkturelle Umfeld deutlich verschlechtert. In diesem Szenario kämen dann aber auch die Gewinnsschätzungen unter Druck und würden die Aktienmärkte belasten.

Gegenwind könnte es im zweiten Halbjahr von der Politik geben. Der Handelsstreit mit China, den wir auch innerhalb unseres Schwerpunktthemas diskutieren, hat sich seit Jahresbeginn verschärft und belastet zunehmend die Konjunktur. Zollanhebungen auf europäische Produkte, insbesondere Automobile, stehen weiterhin im Raum, zumal US-Präsident Trump inzwischen auch offiziell den Wahlkampf eingeläutet hat. Der britische EU-Austritt wird im zweiten Halbjahr wieder zum Thema werden, da die Verschiebung des Brexit-Termins, die wir bereits in unserem Jahresausblick als das wahrscheinlichste Szenario genannt hatten, nur bis zum 31. Oktober erfolgte. Mit Boris Johnson wird nun voraussichtlich der Sympathisant eines harten Brexit die Verhandlungsführung übernehmen.

Angesichts dieser zahlreichen Unsicherheiten bleiben wir bei der Aktienanlage vorsichtig. Auch in diesem Jahr zeigt sich, dass ein Fokus auf Qualität und eine breite Streuung der Anlagen der beste Schutz gegen Risiken sind. Staatsanleihen bleiben selbst bei teilweise negativer Verzinsung ein wichtiger Baustein der Portfoliokonstruktion und -diversifikation.

Ihr



Hamburg, Juni 2019



CHINA: DER UNHEIMLICHE GIGANT

An China scheiden sich die Geister. Die wirtschaftliche Erfolgsgeschichte des Landes lässt niemanden kalt. Das chinesische Wirtschaftswunder ruft Staunen hervor, aber auch Neid, Angst und Zweifel. Die unübersehbare globale Präsenz chinesischer Waren, Konsumenten und Investoren hat jene Skeptiker verstummen lassen, die hinter Chinas Aufstieg nur einen geschickten Propagandafeldzug vermuteten. Unverändert groß sind dagegen die Zweifel an der Nachhaltigkeit des chinesischen Weges. Eine stark steigende Verschuldung, ungenutzte Kapazitäten, fehlender Respekt vor (geistigem) Eigentum und eine ungünstige Demografie sind die größten Bedrohungen. Doch obwohl China seit langer Zeit gegen die meisten volkswirtschaftlichen Lehrbuchweisheiten zu verstoßen scheint, zeichnet sich noch kein baldiges Ende der Erfolgsgeschichte ab.

Die Erfolge

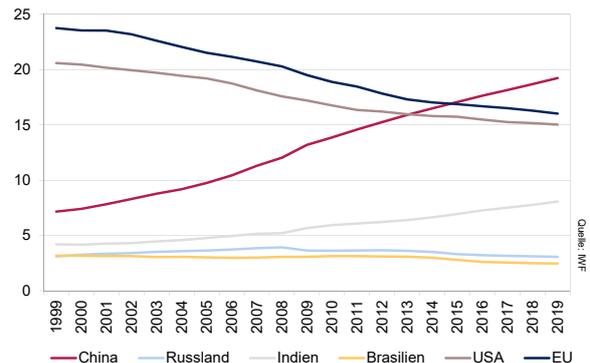
In weniger als 40 Jahren hat China seinen Anteil an der globalen Wirtschaft verfünffacht und sich von einem Anbieter von Billigprodukten zu einem wettbewerbsfähigen Produzenten von High-Tech-Waren und Zukunftstechnologien entwickelt. Gemessen in Kaufkraftparitäten ist China seit fünf Jahren die größte Volkswirtschaft der Welt.

Der wachsende Anteil Chinas an der Weltwirtschaft kann nicht durch die Bevölkerungsentwicklung erklärt werden. Der Anteil der Chinesen an der Weltbevölkerung ist aktuell sogar geringer als vor 40 Jahren. Schätzungen zeigen, dass knapp die Hälfte des chinesischen Wachstums seit dem Beginn der Reformen auf die Investitionstätigkeit und die damit einhergehende Erhöhung des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks zurückgehen. Bis zu 40 Prozent des Wachstums können durch eine höhere Produktivität der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital erklärt werden.

Eine **gewaltige Reallokation von Ressourcen** hat das chinesische Wirtschaftswunder möglich gemacht. In den letzten 20 Jahren ist die Zahl der staatlichen Unternehmen von zehn Millionen auf 200 Tausend gesunken. Gleichzeitig fand eine Migration der Landbevölkerung in die industriellen Ballungsräume statt. Parallel zur Landflucht verbesserte sich die Ausbildung der Bevölkerung. Leichter Zugang zu Krediten ermöglichte es der zunehmenden Zahl privater Unternehmen, aus einem großen und immer besser qualifizierten Potenzial an Arbeitnehmern zu schöpfen und innovative Produktionsmethoden einzusetzen. In

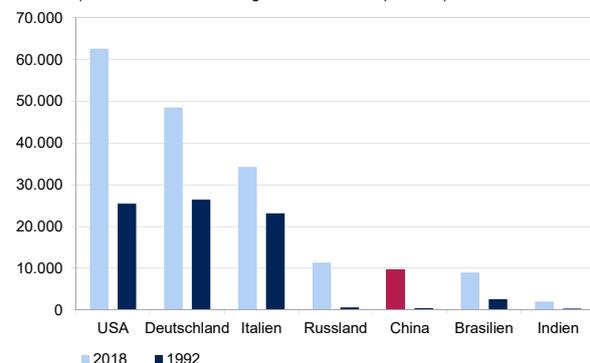
vielen Fällen wurden Innovationen allerdings durch Imitation oder Plagiate erreicht, was einer der Auslöser des heutigen Handelskonflikts mit den USA ist.

Anteil am globalen BIP in Prozent
(gemessen in Kaufkraftparitäten)



Mit Blick auf die Entwicklung des Pro-Kopf-Einkommens hat China ebenfalls zur Weltspitze aufgeholt, aber diese noch lange nicht erreicht. In dieser Betrachtung hat sogar Russland gegenüber China die Nase vorn. Dies liegt jedoch nicht am starken Wachstum oder an hohen Produktivitätszuwächsen, sondern an der Entwicklung der russischen Bevölkerung, die seit den frühen neunziger Jahren rückläufig ist. Sollte China auch beim Pro-Kopf-Einkommen zu den entwickelten Volkswirtschaften aufschließen, würde die globale Dominanz der chinesischen Wirtschaft noch weiter zunehmen.

BIP pro Kopf
(in US-Dollar, Umrechnung mit IWF-Kaufkraftparitäten)



Ist die chinesische Wachstumsstory überhaupt glaubhaft oder basiert sie auf **geschönten Zahlen**? Die Schnelligkeit, mit der in China gesamtwirtschaftliche Wachstumszahlen veröffentlicht werden, nährt Zweifel. Ein Blick in die Auf-

tragsbücher der deutschen Automobilhersteller zeigt jedoch, dass Chinas Wachstum kein Papiertiger ist. Jedes dritte deutsche Auto wird in China verkauft, wo der Autoabsatz in den vergangenen zehn Jahren um durchschnittlich 20 Prozent jährlich gewachsen ist. Deutsche Autobauer konnten ihren Absatz sogar überdurchschnittlich steigern und haben in China inzwischen einen Marktanteil von 24 Prozent. Im vergangenen Jahr war der Autoabsatz in China das erste Mal seit über 20 Jahren rückläufig, was zu massiven Problemen im deutschen Autosektor und einem starken Einbruch beim DAX führte, dessen Umsätze zu 45 Prozent von Autoherstellern kommen. Wer den chinesischen Zahlen nicht traut, kann deshalb getrost auf die Entwicklung des DAX schauen, um eine gute Indikation für die Dynamik der chinesischen Wirtschaft zu bekommen.

Die Widersprüche

Chinas Erfolge sind unübersehbar, die Schattenseiten der wirtschaftlichen Aufholjagd jedoch auch. Der chinesische Staatspräsident Xi Jinping hat diesen Punkt auf dem 19. Parteitag der Kommunistischen Partei offen angesprochen: „Unser Problem ist, dass unsere Entwicklung unausgewogen und unangemessen ist.“ Noch deutlicher wird Premierminister Li Keqiang, der Anfang März dieses Jahres vor dem Volkskongress feststellte, dass „Instabilität und Unsicherheit sichtbar zunehmen“.

Das chinesische Wirtschaftswunder basiert von Anfang an auf einer starken **Ausweitung des Kreditangebots**. Um die staatlich vorgegebenen Wachstumsziele zu erreichen, vergeben staatliche Banken Kredite an staatliche Unternehmen. Da die Kreditvergabe nicht auf der Basis betriebswirtschaftlicher Kriterien, sondern gemäß planwirtschaftlicher Vorgaben erfolgt, sind viele Forderungen notleidend. Schon vor 30 Jahren lag der Anteil der ausfallgefährdeten Kredite am gesamten Kreditvolumen

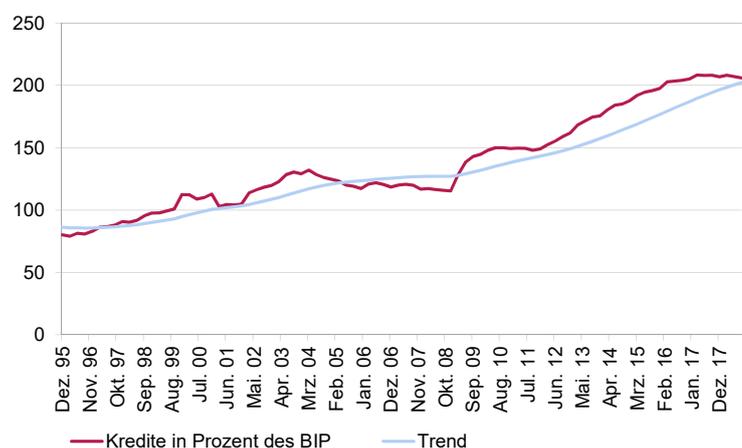
des Bankensektors bei gewaltigen 40 Prozent. Rund die Hälfte der faulen Kredite wurde damals an Abwicklungsinstitute („bad banks“) übertragen.

Chinas Kreditabhängigkeit hat sich seitdem allerdings nicht verringert, sondern sogar verstärkt. Der gesamte Schuldenberg beträgt mehr als das Dreifache des Bruttoinlandsprodukts. Rund die Hälfte aller zwischen 2005 und 2016 weltweit vergebenen Kredite stammen aus China. Die Kreditnachfrage kommt nicht nur von den Unternehmen, sondern zunehmend von den privaten Haushalten. Während die Haushaltsverschuldung vor zehn Jahren noch 40 Prozent des verfügbaren Einkommens betrug, ist dieser Wert inzwischen auf 106 Prozent gestiegen. Der Großteil dieser Kredite dient der Immobilienfinanzierung und macht sie somit anfällig für eine Korrektur der Immobilienpreise.

Doch auch wenn die Dynamik und das Niveau der Verschuldung beängstigend wirken, muss es nicht zwangsläufig zu einer Schuldenkrise kommen. Die Sparquote von knapp 50 Prozent des BIP zeigt, dass sich China keineswegs in einem schuldenfinanzierten Konsumrausch befindet. Die Auslandsverschuldung ist relativ gering.

Chinas Schuldenberg beträgt mehr als das Dreifache des Bruttoinlandsproduktes.

China: Kredite an den privaten Nicht-Finanzsektor in Prozent des BIP



Für den Unternehmenssektor gilt zudem, dass hier häufig sowohl Gläubiger als auch Schuldner staatliche Unternehmen sind. Bei diesen Krediten handelt es sich um eine innerstaatliche Verschuldung mit geringer gesamtwirtschaftlicher Relevanz.

Neben der Verschuldungsdynamik ist die **Währung** eine weitere Achillesferse der chinesischen Wirtschaft. Seit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001 ist die ausländische Nachfrage nach chinesischen Gütern und damit auch die Nachfrage nach Renminbi (so die offizielle Bezeichnung der chinesischen Währung) massiv gestiegen. 2005 wurde – auf starken Druck der USA – die feste Bindung des Yuan (so die inoffizielle Bezeichnung der chinesischen Währung) an den US-Dollar aufgehoben. Bis Anfang 2014 wertete die chinesische Währung um rund 27 Prozent gegenüber dem Greenback auf.

Der Wechselkurs des Renminbi ist allerdings nicht vollkommen flexibel, sondern wird von der Zentralbank gegen einen Währungskorb gemanagt. Und genau das stellt ein Problem dar, das Ökonomen als „Trilemma des Wechselkursregimes“ bezeichnen. Dieses Trilemma beschreibt einen Zielkonflikt: Die drei wirtschaftspolitischen Ziele

- feste Wechselkurse,
- autonome Geldpolitik und
- freier internationaler Kapitalverkehr

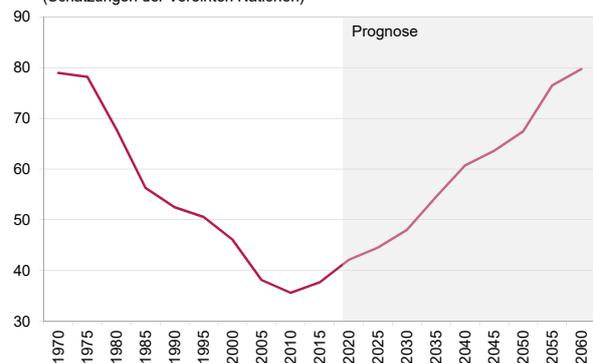
lassen sich demnach nicht alle erreichen. Maximal können nur zwei dieser Ziele gleichzeitig verwirklicht werden.

Da China eine autonome Geldpolitik betreibt und darauf auch niemals verzichten wird, erfordert ein gemanagtes Wechselkursregime funktionierende Kapitalverkehrskontrollen. Ohne solche Kontrollen könnte ein Abfluss von Renminbi in ausländische Devisen die inländische Währung schwächen und die Zentralbank zu Stützungsmaßnahmen zwingen. Die Käufe der Zentralbank sind allerdings durch die Devisenreserven begrenzt, sodass auf Dauer entweder der Wechselkurs freigegeben oder eben Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden müssen. Solche Kontrollen sind nicht nur schwierig umzusetzen, sondern stehen auch im Widerspruch zu Chinas Ambitionen, ein attraktiver Kapitalmarkt für internationale Investoren zu werden.

Eine weitere Gefahr für das chinesische Wirtschaftswunder stellt die **Demografie** dar. Die Zahl der Erwerbspersonen

ist in den vergangenen sechs Jahren permanent und um insgesamt 28 Millionen gesunken. Der sogenannte „Abhängigkeitsquotient“, also das Verhältnis der Anzahl von Personen, die nicht im Erwerbstätigenalter sind, zur Anzahl von Personen im Erwerbstätigenalter, hat in China 2010 seinen Tiefpunkt erreicht und steigt seitdem. Die Weltbank schätzt den Quotienten für China auf rund 40 Prozent, was im internationalen Vergleich weiterhin niedrig ist. Laut Schätzungen der Vereinten Nationen wird sich dieser Wert in den kommenden 40 Jahren allerdings auf 80 Prozent verdoppeln und damit wieder jenen Wert erreichen, den er schon 1970 hatte. Dieser Anstieg ist noch schneller als in Deutschland, wo der Wert von aktuell knapp 55 Prozent in 40 Jahren voraussichtlich auf rund 83 Prozent steigen wird.

China: Abhängigkeitsquotient
(Schätzungen der Vereinten Nationen)



In den vergangenen 40 Jahren profitierte China von der sogenannten „demografischen Dividende“. Glaubt man den Projektionen der Vereinten Nationen, ist diese Dividende nicht nur aufgebraucht, sondern wird in den kommenden 40 Jahren sogar negativ sein. Der steigende Abhängigkeitsquotient bedeutet, dass die Beschäftigten immer mehr Nicht-Beschäftigte „mitfinanzieren“ müssen. Während es zu Engpässen am Arbeitsmarkt kommen kann, steigen die Ausgaben für Rentenzahlungen und das Gesundheitswesen.

Chinas Bevölkerungsentwicklung wird im Vergleich zu anderen Schwellenländern von zwei Faktoren negativ beeinflusst. Durch die 1979 eingeführte Ein-Kind-Politik, die erst 2015 formell aufgehoben wurde, kam es zu einer spürbaren Abnahme der Geburtenraten. Gleichzeitig führte der deutlich steigende Wohlstand in China dazu, dass die Geburtenraten weiter sanken. Grundsätzlich gibt es drei Stellschrauben, mit denen der Anstieg des Abhängigkeitsquotienten

gedämpft werden kann: Immigration, eine steigende Partizipationsrate am Arbeitsmarkt und ein Anstieg der Produktivität.

Die positive **Produktivitätsentwicklung** war ein wichtiger Treiber des chinesischen Wirtschaftswunders. Dahinter steckt die gewaltige Reallokation von Arbeitern aus der Landwirtschaft, wo die Produktivität gering ist, in hoch effiziente Industriejobs. Dieser Effekt läuft nun allerdings langsam aus, während die für entwickelte Volkswirtschaften typische zunehmende Bedeutung des Dienstleistungssektors eher zu einer Abnahme der Produktivität führt.

Die Datenlage zur **Partizipation am chinesischen Arbeitsmarkt** ist recht spärlich. Nach Angaben der Weltbank ist die Partizipationsrate von 75 Prozent in den 1990er Jahren auf 65 Prozent gefallen. Darin spiegelt sich vor allem das gestiegene Bildungsniveau wieder, da Personen im Erwerbsalter, die sich in der Ausbildung befinden, dem Arbeitsmarkt nicht zur Verfügung stehen. Das Renteneintrittsalter dagegen, das seit den 1950er Jahren nicht angehoben wurde, trägt bei einer alternden Bevölkerung zu einer Abnahme der Partizipationsrate bei. Eine Anhebung des Renteneintrittsalters, das bei Männern bei 60, bei weiblichen Staatsangestellten bei 55 und bei Arbeiterinnen bei 50 liegt, ist überfällig, wird aber kaum in der Lage sein, die Partizipationsrate ausreichend zu erhöhen.

Als letzte Stellschraube bleibt die **Migration**. In nur wenigen Ländern hat die Migration ein Ausmaß, das sich signifikant auf die Erwerbspersonen auswirkt. Dazu zählen die klassischen Einwanderungsländer USA, Kanada und Australien, aber auch Frankreich, Großbritannien (bis zum Brexit-Referendum) und Deutschland im Jahr 2015. Während die innerchinesische Migration vom Land in die Stadt weiterhin eine hohe Bedeutung hat, spielt der Zuzug

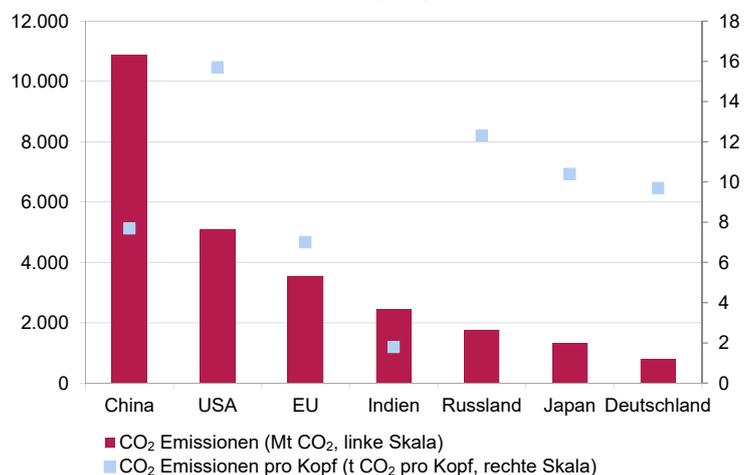
von außerhalb Chinas praktisch keine Rolle. Insgesamt spricht daher vieles dafür, dass die demografische Entwicklung in China das Wirtschaftswachstum deutlich bremsen wird.

Das chinesische Wachstumsmodell wird nicht nur von der Verschuldung, der anfälligen Währung und der Demografie bedroht, sondern auch von der **ökologischen Belastung**. In punkto Wasserknappheit, Desertifikation sowie Luft-, Boden- und Wasserverschmutzung gerät Chinas Wirtschaft immer mehr an ihre Grenzen. Das hat auch die Führung in Peking längst erkannt. Der chinesische Ministerpräsident erklärte 2014 vor den 3.000 Abgeordneten des Volkskongresses der Umweltverschmutzung den Krieg und verglich dies mit dem Kampf gegen die Armut.

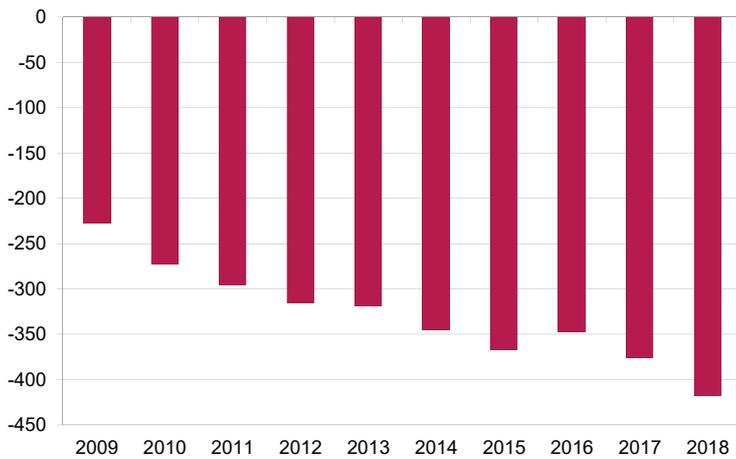
In den folgenden vier Jahren konnte die Feinstaubbelastung in den Städten mit teilweise radikalen Maßnahmen um durchschnittlich 32 Prozent gesenkt werden. Das war auch bitter nötig, denn allein im Jahr 2016 starben in China 1,58 Millionen Menschen an den Folgen der Luftverschmutzung. Weiter steigend ist dagegen die CO₂-Emission. Chinas Anteil an der globalen CO₂-Emission liegt bei 27 Prozent. Das Land hat sich verpflichtet, den Anteil

Vieles spricht dafür, dass die demografische Entwicklung das chinesische Wirtschaftswachstum deutlich bremsen wird.

Globale CO₂ Emissionen (2017)



Handelsbilanzdefizit der USA mit China
(in Mrd. US-Dollar)



der Kohleverstromung an der gesamten Energieerzeugung, der aktuell bei über 70 Prozent liegt, bis zum Jahr 2020 auf unter 58 Prozent zu senken. Dazu beitragen wird auch die Atomenergie, die aktuell praktisch keine Bedeutung für die chinesische Energieproduktion hat. Da der Energieverbrauch in China allerdings weiterhin wächst, ist der Kohleverbrauch 2018 das erste Mal seit vier Jahren wieder gestiegen.

Chinas Umweltprobleme sind also keineswegs gelöst. Gleichzeitig scheint jedoch die Entschlossenheit abgenommen zu haben, gegen die Umweltverschmutzung vorzugehen. Li Keqiang, der einstige Vorkämpfer der ökologischen Wende, zeigt sich aktuell besorgt, dass zu viel Nachhaltigkeit Arbeitsplätze kostet. Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Abschwächung im vergangenen Jahr hat die Beschäftigung nun wieder eine höhere Priorität als die Umwelt. Auf Dauer wird China jedoch nur dann erfolgreich sein können, wenn das Wachstum nicht seine eigenen Grundlagen zerstört.

Der Konflikt mit den USA

Glaubt man der US-Regierung unter Präsident Trump, erfolgte Chinas Aufstieg zur wirtschaftlichen Supermacht auf Kosten der USA. Als Beweis dieser These soll das große und wachsende bilaterale **Handels-**

defizit der USA mit China dienen, das 2018 auf 419,2 Mrd. US-Dollar anstieg. Da chinesische Unternehmen mehr Waren in den USA verkaufen als umgekehrt die USA in China, bereichere sich – so die These – China auf Kosten der USA.

Diese Sichtweise widerspricht zwar der ökonomischen Theorie, macht aber deutlich, wie stark sich die **Einstellung der USA gegenüber China** in den letzten Jahren verändert hat. Der Aufstieg Chinas wurde in den USA lange Zeit nicht nur geduldet, sondern sogar als Akt der Integration verstanden. „Über Jahrzehnte hinweg basierte die US-Politik darauf, dass eine Unterstützung von Chinas Aufstieg und seiner Integration in die Welthandelsordnung zu einer Liberalisierung des Landes führen würden“, sagte der republikanische Senator Cory Gardner Ende letzten Jahres. „Doch entgegen unserer Hoffnungen hat China seine Macht auf Kosten anderer Staaten ausgeweitet“.

Eine völlig andere Sichtweisen des sino-amerikanischen Verhältnisses haben der Historiker Niall Ferguson und der Ökonom Moritz Schularick 2006 formuliert. Aus ihrer Sicht befanden sich beide Länder damals in einer **sympiotischen Beziehung**: „Die Amerikaner machten die Ausgaben. Die chinesischen Importe hielten die Inflation in den USA niedrig. Die chinesischen Ersparnisse hielten die amerikanischen Zinsen niedrig. Chinesische Arbeit hielt die amerikanischen Lohnkosten niedrig. Im Ergebnis war es bemerkenswert günstig, Geld zu leihen und bemerkenswert profitabel, ein Unternehmen zu führen.“ Diese Symbiose, die manchmal als zweites Bretton-Woods-Abkommen bezeichnet wird, umschreiben Ferguson und Schularick mit dem Begriff „Chimerica“.

Aus Sicht der Chimerica-These besteht eine wechselseitige Abhängigkeit zwischen den USA und China. Die USA brauchen China

Glaubt man der US-Regierung unter Präsident Trump, erfolgte Chinas Aufstieg zur wirtschaftlichen Supermacht auf Kosten der USA.

als Käufer ihrer Staatsanleihen und als verlängerte Werkbank. Diese Ansicht vertritt auch der US-Ökonom Steven Roach, der den USA vorwirft, die Stärke Chinas in den Zollverhandlungen massiv zu unterschätzen. Roach geht sogar noch weiter und **sieht China langfristig im Vorteil gegenüber den USA**. China investiert mit 44 Prozent des BIP mehr als doppelt so viel wie die USA und besitzt schon jetzt in vielen Bereichen eine modernere Infrastruktur. Der Mangel an gesamtwirtschaftlicher Ersparnis, der paradoxerweise durch Trumps Steuerreform noch verstärkt wurde, macht die USA immer mehr abhängig von ausländischen Kapitalzuflüssen, insbesondere aus China.

Auch wenn man diese Sicht nicht teilen mag, scheinen die USA die negative Wirkung der Zölle für China überschätzt zu haben. Das liegt zu einem Teil daran, dass die chinesische Währung seit Beginn des Handelskrieges deutlich gegenüber dem US-Dollar abgewertet hat und damit den Nachteil von Zöllen teilweise ausgleichen kann. Während die USA in den 1980er Jahren, als das Handelsdefizit mit Japan auszufern schien, im sogenannten **Plaza Accord** die Japaner zu einer Aufwertung ihrer Währung bewegen konnten, ist eine vergleichbare Vereinbarung mit China weder wahrscheinlich noch erfolgversprechend. Die Erfahrung des Plaza Accord zeigt, dass eine Währungsaufwertung nicht notwendigerweise Handelsbilanzdefizite reduzieren kann und im aufwertenden Land die Gefahr einer spekulativen Blase erhöht.

Eine baldige und aus US-Sicht erfolgreiche Einigung mit China im Handelsstreit ist unwahrscheinlich, da sich die negativen wirtschaftlichen Folgen der Zölle für China in Grenzen halten und der US-Präsident mit seiner harten Haltung bei den amerikanischen Wählern punkten kann. In den sino-amerikanischen Verhandlungen geht es jedoch nicht nur um das Handelsdefizit, sondern auch um die **Geschäftspraktiken von chinesischen Firmen und deren Umgang mit geistigem Eigentum**. In diesen Fragen ist die Verhandlungsposition der USA wesentlich solider. Am Ungleichgewicht im bilateralen Handel wird sich jedoch erst dann etwas ändern, wenn die USA ihre inländische Sparquote deutlich erhöhen und auf diese Weise unabhängiger von ausländischem Kapital werden.

Die Zukunft

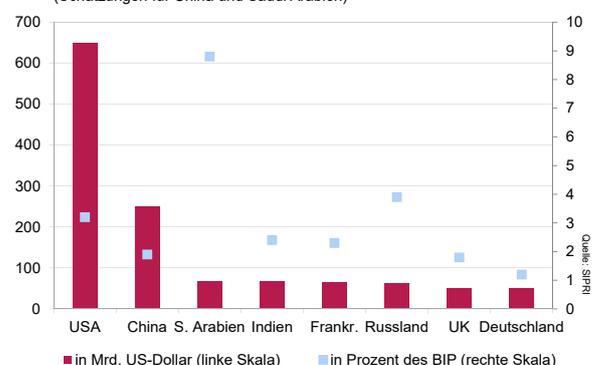
China hat sich wirtschaftlich in den vergangenen Jahren auf der Überholspur befunden und zur Weltspitze aufgeschlossen. Der internationale **politische und militäri-**

sche Einfluss des Landes konnte dagegen mit dem Tempo der Wirtschaftsentwicklung nicht mithalten. Auf internationaler Ebene geben die entwickelten Industrienationen weiterhin den Ton an. China zählt wie andere Schwellenländer nur zum erweiterten Kreis der G20-Nationen, nicht aber zum G7-Kern. In militärischer Hinsicht steht China bei den Ausgaben zwar global an zweiter Stelle, jedoch mit weitem Abstand hinter den USA.

Die sogenannte „Belt and Road Initiative“ kann vor diesem Hintergrund als Versuch verstanden werden, Chinas geopolitischen Einfluss zu erhöhen. Die Initiative ist auch als „neue Seidenstraße“ bekannt. Genau genommen handelt es sich um zwei Initiativen, nämlich um einen nördlich gelegenen Landweg unter dem Titel **Silk Road Economic Belt** und einen südlich gelegenen Seeweg namens **Maritime Silk Road**. Das Gesamtprojekt betrifft nach Schätzungen mehr als 60 Prozent der Weltbevölkerung und rund 35 Prozent der Weltwirtschaft. Bei der maritimen Seidenstraße, auf der schon heute mehr als die Hälfte des Welt-Container-Aufkommens bewegt wird, werden Tiefwasserhäfen ausgebaut, logistische Knotenpunkte errichtet und insbesondere neue Verkehrswege ins Hinterland geschaffen.

Das Gesamtvolumen wird auf 1,1 Billionen US-Dollar geschätzt. China stellt zwar keine politischen Bedingungen für die Zusammenarbeit, erwartet aber, dass bei den Bauprojekten chinesische Firmen den Vorrang erhalten. Daher ist China bestrebt, die Projekte über bilaterale Abkommen zu regeln und die Ausschreibungen zu beschränken. Bei Ländern der Europäischen Union steht dies in Konflikt mit der Vorgabe zu EU-weiten öffentlichen Ausschreibungen.

Globale Militärausgaben 2018
(Schätzungen für China und Saudi Arabien)



Chinas Ambitionen sind unverkennbar: Nicht nur auf wirtschaftlichem Gebiet, sondern auch politisch und militä-

risch strebt das Land die **globale Dominanz** an. Da das chinesische Regime autoritär und undemokratisch ist, erfüllt diese Vision nicht nur westliche Beobachter mit Angst und Sorge. Aber wird es überhaupt so weit kommen? Bereits vor 600 Jahren war China das mächtigste Land auf der Welt. Mit einer 30.000 Mann starken Flotte und den mit Abstand größten Schiffen der damaligen Zeit kontrollierte China nicht nur den gesamten Indischen Ozean, sondern war auch technologisch allen anderen Völkern weit überlegen. Die wachsende Macht von konfuzianischen Handelsgegnern innerhalb Chinas führte dann aber zu einem teilweisen internationalen Rückzug. Chinas Einfluss und Bedeutung nahm immer mehr ab und schien im sogenannten „**Jahrhundert der Demütigung**“ von 1839 bis 1949 durch Fremdherrschaft und verlorene Kriege endgültig zerstört zu sein. Innerhalb kürzester Zeit hat es China nun geschafft, ökonomisch wieder zu einer Weltmacht zu werden. Zu welchem Zweck dies alles geschieht, bleibt aus westlicher Sicht häufig unklar, und manchmal scheint es China selbst nicht wirklich klar zu sein. Sich nie wieder von fremden Mächten demütigen zu lassen, dürfte aber eine der wichtigsten Motivationen des chinesischen Machtstrebens sein.

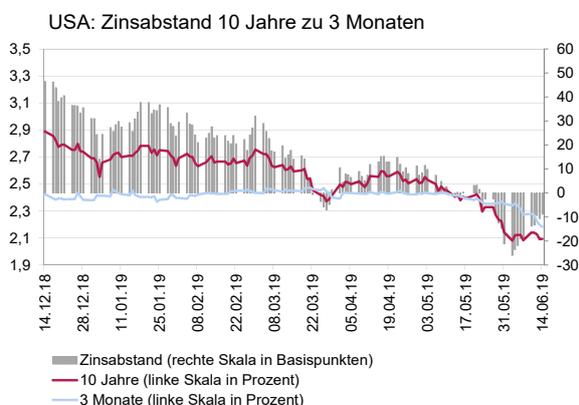
Es bleibt unter Experten umstritten, ob China die USA wirklich dauerhaft als globale Supermacht ablösen kann.

China-Bullen, die eine chinesische Zukunft predigen, stehen China-Bären gegenüber, die ein baldiges Ende prophezeien. Es macht allerdings den Eindruck, dass die Zahl der Skeptiker überwiegt – vielleicht auch, weil es in der Vergangenheit einige **spektakuläre Fehlprognosen** in Fragen künftiger Supermächte gab. So sagte Paul Samuelson, Nobelpreisträger und einer der einflussreichsten Ökonomen des 20. Jahrhunderts, noch 1980 voraus, dass die sowjetische Volkswirtschaft im Jahr 2002 und mit hoher Wahrscheinlichkeit ab 2012 die US-amerikanische überholen werde. Der MIT-Ökonom Lester Thurow erwartete 1991, dass Japan die volkswirtschaftliche Supermacht des 21. Jahrhunderts werden würde und hatte mit dieser These viele Fürsprecher auf seiner Seite.

Ob China sich durchsetzen kann, hängt nicht nur von seiner eigenen Stärke, sondern auch der seiner Konkurrenten ab. Auf Seiten der USA hat Donald Trump selbst darauf hingewiesen, dass der Wirtschaftskrieg mit China eigentlich schon verloren wurde, und zwar von seinen Vorgängern. Innerhalb der Schwellenländer scheint alleine Indien ein ernsthafter Konkurrent werden zu können. Die Voraussetzungen für ein **chinesisches Jahrhundert** sind daher durchaus gut – auch wenn der Gedanke daran vielen unheimlich sein dürfte.

DIE GESPALTENE KONJUNKTUR

Die Kapitalmärkte geben derzeit **widersprüchliche Signale** zu den Konjunkturaussichten. Am US-amerikanischen **Rentenmarkt** engte sich der Zinsabstand zwischen 10-jährigen Staatsanleihen und den 3-Monatszinsen im vergangenen Jahr stark ein. Wenn kurzlaufende Anleihen höher rentieren als langlaufende (was man eine „inverse Zinskurve“ nennt), ist dies in den USA ein recht verlässlicher Frühindikator für eine baldige Rezession. Im laufenden Jahr hat sich der Zinsabstand weiter eingengt und ist aktuell negativ.

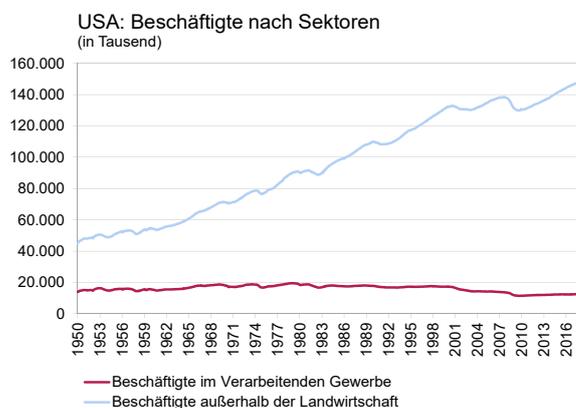


Während sich die Rezessionssignale am Rentenmarkt also in diesem Jahr verstärkt haben, spricht der **Aktienmarkt** eine ganz andere Sprache. Viele globale Aktienindizes notieren seit Jahresbeginn zweistellig im Plus. Da Aktienkurse die Gewinnentwicklung der Unternehmen spiegeln und die Gewinne in einem engen Zusammenhang mit der Konjunktur stehen, scheint der Aktienmarkt eine positive wirtschaftliche Entwicklung einzupreisen, und zwar nicht nur in den USA.

Was sagen die **konjunkturellen Frühindikatoren** selbst? Einer der besten Vorläufer für die US-Konjunktur ist der ISM-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe. Werte über 50 signalisieren eine Expansion der Wirtschaft, Werte unter 50 eine Kontraktion. Mit einem Wert von 52,1 im Mai signalisiert der Index aktuell keine Rezession. Seit August letzten Jahres, als der Wert bei 60,8 lag, haben sich die Aussichten jedoch deutlich eingetrübt. Auch die ISM-Subindizes zu Auftragseingängen und Produktion zeigen deutlich nach unten und liegen nur noch knapp über 50.

Während das Verarbeitende Gewerbe eher die pessimistische Prognose des Rentenmarkts zu bestätigen scheint, korrespondiert das **US-Verbrauchervertrauen** eher mit dem optimistischen Aktienmarkt. Das ist nicht unbedingt verwunderlich, denn steigende Aktienmärkte haben einen positiven Vermögenseffekt für die Verbraucher und verbessern ihre Stimmung. In den USA gibt es zwei prominente Maße für das Konsumentenvertrauen. Der Index des Conference Board, einem unabhängigen Forschungsinstitut, hält sich seit 24 Monaten auf Niveaus, die zuletzt Ende der 1990er Jahre gemessen wurden. Der von der Universität von Michigan veröffentlichte Index des Verbrauchervertrauens ist im Mai auf den höchsten Stand seit 2004 gestiegen. Beide Indikatoren sprechen also für ein sehr gutes Verbrauchervertrauen, das auch von der weiterhin sehr niedrigen Arbeitslosenquote profitiert.

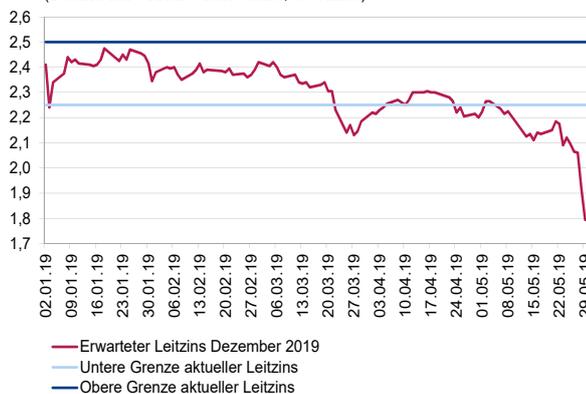
Die unterschiedliche Sicht der Aktien- und Rentenmärkte auf die Konjunktur scheint also nur das **divergierende Bild der Realwirtschaft** widerzuspiegeln. Während sich nicht nur in den USA das Verarbeitende Gewerbe auf eine Krise zusteuert oder, wie in Deutschland, bereits in der Rezession befindet, sprechen der Dienstleistungs- und Konsum-, aber auch der Bausektor für eine Fortsetzung des Aufschwungs. Die Sorge, dass sich die Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe in den USA irgendwann negativ auf den Arbeitsmarkt auswirken wird, ist jedoch unbegründet. Der Anteil der Beschäftigten im Verarbeitenden Gewerbe an den Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft liegt nicht mehr wie vor 70 Jahren bei über 30 Prozent, sondern nur noch bei 8,5 Prozent.



Der Schlüssel für das verwirrende Bild, das die Kapitalmärkte aktuell von der Konjunktur zeichnen, findet sich wieder einmal bei der **Geldpolitik**. Die US-amerikanische Notenbank hob im vergangenen Jahr vier Mal die Leitzinsen um 25 Basispunkte an, das letzte Mal am 20. Dezember 2018. Die Aktienmärkte hatten die Verschlechterung des Umfelds im Verarbeitenden Gewerbe bereits ab dem Spätsommer wahrgenommen, während die US-Notenbank besorgt die Inflationsrate verfolgte, die in den Sommermonaten die Drei-Prozentmarke touchierte. In der zweiten Jahreshälfte 2018 ergriff die Aktienanleger daher Panik: Die Wirtschaft schien auf eine Rezession zuzusteuern, während die Fed die Zinsen unbeirrt weiter erhöhte.

Die resultierenden drastischen Verluste der Aktienmärkte ließen die US-Notenbank nicht unbeeindruckt. Bereits auf ihrer Sitzung im Januar erfolgte der **Kurswechsel**. Weitere Zinserhöhungen wurden nicht mehr in Aussicht gestellt und die weitere Richtung der Geldpolitik offen gelassen. Die Europäische Zentralbank reagierte ebenfalls auf die sich verschlechternde konjunkturelle Lage und machte auf ihrer Sitzung im März deutlich, dass im laufenden Jahr die Leitzinsen nicht erhöht werden.

USA: Erwartete Leitzinsen bis Jahresende
(ermittelt aus Federal Funds Future, in Prozent)



Die Kapitalmärkte reagierten mit großer Erleichterung auf die Kehrtwende der Notenbanken. Am Rentenmarkt setzte sich die Verflachung der Zinskurve fort, jedoch änderten sich die Gründe. Während im vergangenen Jahr die Verflachung maßgeblich vom Anstieg der kurzen Zinsen ausging („bear flattening“), war es nun vor allem der Rückgang der langfristigen Zinsen, der die Verflachung auslöste („bull flattening“). Der Rückgang der langfristigen Zinsen wurde am Aktienmarkt sehr positiv aufgenommen und erklärt die Kursgewinne seit Jahresbeginn zu einem großen Teil.

Mit Blick auf die Leitzinserwartungen der Marktteilnehmer könnte man allerdings den Eindruck gewinnen, dass hier über das Ziel hinaus geschossen wurde. Der Markt erwartet inzwischen, wie aus der Grafik ersichtlich, bis Jahresende bis zu drei Leitzinssenkungen der US-Notenbank um jeweils 25 Basispunkte. Der Fed dürfte es inzwischen schwerfallen, diese Erwartungen zu enttäuschen, doch für mehr als eine Zinssenkung wird es im zweiten Halbjahr kaum reichen. Eine solche geldpolitische Lockerung sollte zudem nicht als Vorbote einer unmittelbar bevorstehenden Rezession interpretiert werden, sondern als Mittel gegen die Unsicherheiten, die sich aus dem US-Handelskrieg ergeben.

USA: Keine Rezessionssignale

Mit einem annualisierten Wachstum von 3,1 Prozent im ersten Quartal ist die US-Wirtschaft schwungvoll in das Jahr gestartet. Gut zwei Drittel des Wachstums gingen allerdings auf ein leicht verringertes Handelsbilanzdefizit, den Lageraufbau und höhere Staatsausgaben zurück. Das Tempo der privaten Konsum- und Investitionsausgaben war gegenüber dem Vorquartal dagegen erneut rückläufig. Für das zweite Quartal deutet sich momentan nur ein Wachstum von annualisiert 2,0 Prozent an. **Für das Gesamtjahr behalten wir unsere Wachstumsprognose von 2,3 Prozent bei.**

Auch wenn das Wachstum damit unter dem des vergangenen Jahres bleibt, gibt es weiterhin keine Anzeichen einer unmittelbar bevorstehenden Rezession. Der lange Aufschwung in den USA hat überraschend wenige Übertreibungen hervorgebracht, die sein Fortbestehen gefährden könnten. Das gilt insbesondere für den Arbeitsmarkt, wo die Arbeitslosenquote im April einen 49-jährigen Tiefstand von 3,6 Prozent erreicht hat. Dennoch steigen weder die Lohnstückkosten noch die Inflation. Die Kerninflation, bei der besonders schwankungsanfällige Preise nicht berücksichtigt werden, liegt unter zwei Prozent und damit unterhalb des Zieles der Notenbank.

Im März hatten die Mitglieder des FOMC, dem geldpolitischen Entscheidungsgremium in den USA, die langfristig „normale“ Arbeitslosenquote noch auf 4,0 bis 4,6 Prozent geschätzt. Im geldpolitischen Sinn ist eine Arbeitslosenquote „normal“ (im Fachjargon mit NAIRU abgekürzt für „Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment“), wenn sie weder zu steigenden noch zu fallenden Inflationsraten führt. Da die aktuelle Arbeitslosenquote unterhalb der neutralen Zone liegt, ist dies grundsätzlich ein Argument für einen restriktiveren Kurs der Geldpolitik.

Dafür spricht auch das Lohnwachstum in den USA, dessen Tempo langsam zunimmt und inzwischen bei rund drei Prozent gegenüber Vorjahr liegt.

Allerdings gibt es einige Gründe, die aktuell **gegen eine Verschärfung der Geldpolitik** sprechen. Schätzungen der NAIRU sind mit Unsicherheit behaftet und wurden in der Vergangenheit häufig revidiert. Zudem scheint sich der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation abgeschwächt zu haben. Und selbst wenn die Inflation den Zielwert der Notenbank überschreiten sollte, wäre dies temporär tolerierbar. So argumentieren zumindest einige US-Geldpolitiker, die darauf verweisen, dass die Inflationsraten in den vergangenen Jahren unterhalb ihres Zielwerts lagen und daher nun temporär über das Ziel steigen dürften, da es bei der Inflationssteuerung um eine durchschnittliche Zielerreichung gehe.

Die geldpolitische Kehrtwende der Fed im Januar hat zu einem deutlichen Zinsrückgang und damit auch zu einer Entlastung am **Immobilienmarkt** geführt. Im vergangenen Jahr schien es, als ob der Immobiliensektor ein Opfer der Leitzinserhöhungen werden könnte. Sinkende Preise von Neubauten, rückläufige Baugenehmigungen, stagnierende Verkaufszahlen und zunehmende Zwangsversteigerungen wiesen auf eine sich anbahnende Krise hin. Im laufenden Jahr nimmt die Zahl der verkauften Häuser jedoch schon wieder zu. Auch der Stimmungsindikator der National Association of Homebuilders hat – analog zum Aktienmarkt – seinen scharfen Einbruch Ende letzten Jahres fast wieder vollständig nach oben korrigiert.

Die Aussichten für eine **Fortsetzung des US-Aufschwungs bei etwas gemäßigerem Tempo** scheinen daher gut zu sein. Auch der Handelskrieg mit China dürfte daran nichts ändern. Die inflationäre Wirkung von Einfuhrzöllen konnte bislang durch die Abwertung der chinesischen Währung zu einem guten Teil kompensiert werden. Enttäuschungspotenzial besteht aktuell vor allem bei den Leitzinsen. Da die makroökonomischen Daten mehrere Zinssenkungen im laufenden Jahr kaum rechtfertigen, der Kapitalmarkt jedoch davon ausgeht, könnte der Aktienmarkt enttäuscht reagieren und nicht nur die Stimmung der Verbraucher deutlich ein trüben.

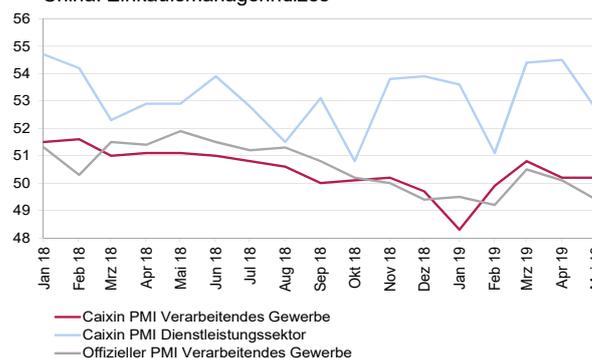
China: Erfolgreiche Stabilisierung

Der Absturz der konjunkturellen Frühindikatoren Ende letzten Jahres schürte die Sorgen vor einem stärkeren wirtschaftlichen Einbruch in **China**. Das Land befindet sich

nicht nur, wie in unserem Schwerpunktthema ausgeführt, in einem strukturellen Wandel, sondern sieht sein Wachstumsmodell auch durch die Handelsstreitigkeiten mit den USA gefährdet. Auf die drohende Krise hat die chinesische Wirtschaftspolitik rasch und tatkräftig reagiert. Im Januar wurde der Mindestreservesatz für große Banken um einen Prozentpunkt auf 13,5 Prozent gesenkt. Gleichzeitig wurden Steuern und Abgaben, insbesondere die Mehrwertsteuer und die Sozialversicherungssteuer, um umgerechnet knapp 300 Mrd. US-Dollar gesenkt, nachdem bereits im vergangenen Jahr Steuersenkungen um 1,3 Bio. US-Dollar erfolgten.

Die Maßnahmen zeigten die gewünschte Wirkung: Wachstum und Frühindikatoren stabilisierten sich. Nach den gescheiterten Verhandlungen und der Verschärfung des Handelskrieges mit den USA stellt sich jedoch die Frage, welchen Spielraum die chinesische Wirtschaftspolitik noch besitzt. Auffällig ist, dass bislang nur ein Teil des geld- und fiskalpolitischen Arsenal genutzt wird. So kann die Zentralbank nicht nur die Mindestreservesätze steuern, sondern auch direkt die Kreditvergabe und die Interbankenzinssätze. Auf der fiskalischen Seite sind neben Steuersenkungen höhere Ausgaben für Infrastrukturprojekte denkbar. Bereits jetzt kommt die Wachstumsbelebung vor allem von den öffentlichen Investitionen und weniger von der privaten Nachfrage.

China: Einkaufsmanagerindizes



China hat nicht nur genügend Pfeile im wirtschaftspolitischen Köcher, sondern auch kaum Restriktionen, die gegen ein Abschießen sprechen würden. Eine relativ stabile Kerninflationsrate lässt der Geldpolitik weiteren Spielraum für expansive Impulse. Auf der fiskalischen Seite profitiert China von der vergleichsweise niedrigen Staatsverschuldung. Auch die chinesischen Zinsen sind gesunken und nehmen so den Druck vom öffentlichen Haushalt. Solange

der Außenwert des chinesischen Yuan einigermaßen stabil bleibt, dürfte die Wirtschaftspolitik in der Lage sein, das Wachstum im laufenden Jahr zu stabilisieren.

Revision der Jahresprognosen:

Wir erhöhen unsere Schätzung für das chinesische BIP-Wachstum im laufenden Jahr von 6,2 auf 6,3 Prozent.

Europa: Zwischen den Fronten

In unserem Jahresausblick hatten wir die Erwartung formuliert, dass der Termin für den **Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union** verschoben wird. Tatsächlich kam es nach mehreren gescheiterten Versuchen, im britischen Parlament einen Kompromiss zu finden, zu einer Verschiebung des Austrittstermins, und zwar auf den 31. Oktober 2019.

Der gescheiterte planmäßige Austritt zum 29. März hat in Großbritannien zu einer politischen Polarisierung geführt. Bei den lokalen Wahlen am 2. Mai und den Wahlen zum EU-Parlament am 23. Mai haben Konservative und Labour starke Verluste hinnehmen müssen. Gewinnen konnten dagegen die Befürworter eines radikalen Brexit unter Führung von Nigel Farage auf der einen und die Anhänger eines zweiten Referendums, nämlich Liberale und Grüne, auf der anderen Seite. Mit der Ankündigung ihres Rücktritts ist der von Theresa May mit der EU ausgehandelte Brexit-Plan endgültig gescheitert, sodass sich nun auch die etablierten Parteien klarer positionieren müssen. Innerhalb der Konservativen hat die Zustimmung für einen ungeordneten Austritt zugenommen, während Labour größere Sympathien für ein zweites Referendum zeigt.

Trotz des Erfolgs der Brexit-Partei von Nigel Farage bei den Europawahlen muss festgehalten werden, dass die Anhänger eines EU-Verbleibs bzw. eines zweiten Referendums insgesamt mehr Stimmen gewonnen haben (etwa 40 Prozent) als die Befürworter eines No-Deal-Brexit (etwa 34 Prozent). Die **Wahrscheinlichkeit für ein zweites Referendum** hat daher deutlich zugenommen.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist die Verschiebung des Austrittstermins eine positive Nachricht. Da zudem das **Britische Pfund** abgewertet hat, haben sich die Aussichten für den Export verbessert. Die positive Wachstumsüberraschung im Februar war allerdings auf Vorzieheffekte im Vorfeld des ursprünglich geplanten Austrittstermins zurückzuführen und dürfte in den kommenden Monaten

wieder korrigiert werden. Wir heben dennoch unsere Wachstumsprognose für Großbritannien an, bleiben aber weiterhin unterhalb des Konsens.

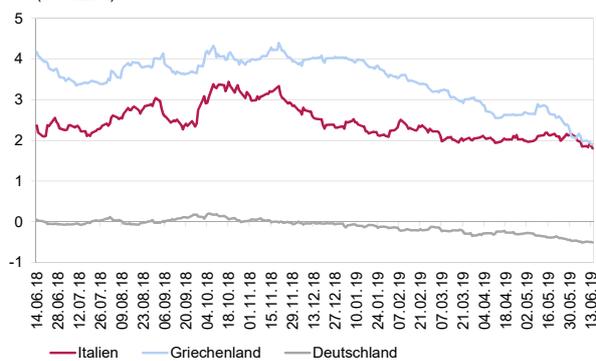
Revision der Jahresprognosen:

Wir erhöhen unsere Schätzung für das BIP-Wachstum in Großbritannien im laufenden Jahr von 0,8 auf 1,2 Prozent.

Der große Sieger der Europawahlen in **Italien** war die Lega Nord unter ihrem Anführer Matteo Salvini, die jede dritte Stimme gewinnen konnte. Beflügelt von diesem Erfolg sucht Salvini nun die Konfrontation mit seinen Koalitionspartnern von der Fünf-Sterne-Bewegung und strebt vorgezogene Neuwahlen an, die ihn seinem Ziel, Ministerpräsident zu werden, näher bringen sollen. Bereits voll im Wahlkampfmodus verfolgt Salvini nun die Strategie, die ihm die meisten Stimmen zu sichern scheint: Zum einen Steuersenkungen und andere fiskalische Wohltaten versprechen, zum anderen der EU ein Spardiktat unterstellen und ihr die Schuld an der wirtschaftlichen Misere Italiens geben.

Die Quittung des Kapitalmarkts ließ nicht lange auf sich warten. Während die Risikoprämien auf italienische Staatsanleihen stiegen, sanken die Aktienkurse italienischer Banken auf ihren niedrigsten Wert seit September 2016. Siebenjährige italienische Staatsanleihen handeln derzeit auf den Niveaus vergleichbarer Titel Griechenlands. Während zu Beginn des Jahres der Kapitalmarkt für Italien nach erfolgreichen Anleiheemissionen wieder aufnahmebereit war, sorgen die jüngsten Äußerungen aus Rom für einen erneuten Käuferstreik. Unsere Einschätzung aus dem Jahresausblick, dass Italien das größte Stabilitätsrisiko für den Euroraum darstellt, hat sich damit leider bestätigt.

Renditen siebenjähriger Staatsanleihen
(in Prozent)



Die **deutsche Wirtschaft** ist mit einem Wachstum von 0,4 Prozent gegenüber dem Vorquartal deutlich stärker als erwartet in das Jahr gestartet. Nach einem Rückgang um -0,2 Prozent im dritten und Stagnation im vierten Quartal des letzten Jahres scheint auf den ersten Blick die Wachstumsschwäche überwunden zu sein. Bei genauerem Hinsehen zeigt sich jedoch auch in Deutschland das Bild einer gespaltenen Konjunktur. Während das Wachstum im ersten Quartal vor allem von den Ausrüstungsinvestitionen (+1,2 Prozent), den Bauinvestitionen (+1,9 Prozent) und den privaten Konsumausgaben (+1,2 Prozent) angefacht wurde, war die Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe rückläufig (-2,4 Prozent). Auch die Arbeitsproduktivität sank im ersten Quartal.

Während die gesplattene Konjunktur in den USA das Bild für die Gesamtwirtschaft auf Grund der nur noch geringen Rolle des Verarbeitenden Gewerbes kaum trüben kann, gilt dies nicht für Deutschland. Die Industrie und insbesondere der Automobilsektor haben einen **signifikanten Einfluss auf das BIP**. Die Aussichten haben sich hier seit Jahresbeginn nicht verbessert. Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe sind im ersten Quartal weiter gefallen und liegen mehr als sechs Prozent unter ihrem Vorjahresniveau. Für die Industrieproduktion, deren Jahreswachstumsraten seit November permanent negativ sind, besteht wenig Anlass zu Optimismus. Zwar ist eine Erhöhung der Einfuhrzölle auf europäische Autos durch die USA zunächst vom

Tisch, doch die allgemeine Abkühlung des globalen Wachstums trifft die deutsche Exportwirtschaft auch ohne diese zusätzliche Belastung hart. Wir senken daher unsere Wachstumsprognose für das laufende Jahr deutlich.

Revision der Jahresprognosen:

Wir senken unsere Schätzung für das BIP-Wachstum in Deutschland im laufenden Jahr von 1,4 auf 0,6 Prozent.

Weltwirtschaft: Abnehmende Dynamik

Während der Anstieg des Ölpreises Ländern wie Russland zu Gute kommt und zu einer Aufwärtsrevision der Wachstumsprognose führt, überwiegen auf globaler Ebene die Abwärtsrevisionen. Sehr enttäuschend verlief der Jahresauftakt in Japan, wo sogar eine Rezession drohen könnte. Im Euroraum belasten Deutschland und Italien den Ausblick. Relativ stabil halten sich dagegen die Schwellenländer. Indien hat nach dem Wahlerfolg des amtierenden Premierministers Modi einen Unsicherheitsfaktor aus dem Weg geräumt. Ein enttäuschendes Wachstum von nur 5,8 Prozent im ersten Quartal macht jedoch auch hier eine Abwärtsrevision nötig. Dies gilt auch für unsere Schätzung des globalen Wachstums im laufenden Jahr.

Revision der Jahresprognosen:

Wir senken unsere Schätzung für das globale BIP-Wachstum im laufenden Jahr von 3,4 auf 3,2 Prozent.

Wachstumsprognosen für 2019 im Überblick

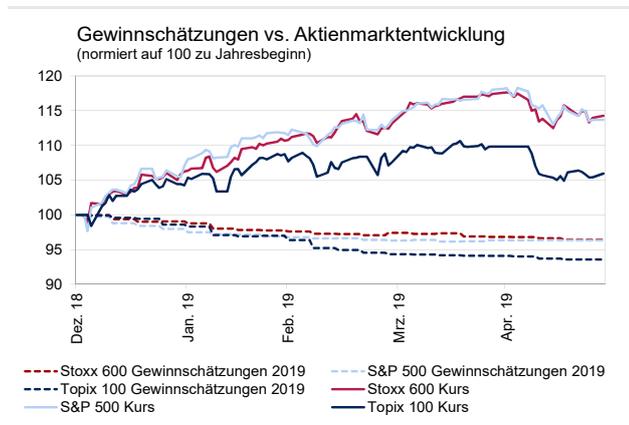
	AKTUELLER KONSENS	MARCARD ALTE PROGNOSE	MARCARD NEUE PROGNOSE	DIFFERENZ ZUR ALTEN PROGNOSE	DIFFERENZ ZUM KONSENS
Welt	3,3	3,4	3,2	-0,2	-0,1
USA	2,4	2,3	2,3	0,0	-0,1
Japan	0,7	1,3	0,5	0,8	-0,2
Euroraum	1,1	1,3	1,0	-0,3	-0,1
Deutschland	0,9	1,4	0,6	-0,8	-0,3
Großbritannien	1,5	0,8	1,2	0,4	-0,3
Russland	1,2	1,2	1,4	0,2	0,2
China	6,3	6,2	6,3	0,1	0,0
Indien	7,0	7,4	6,9	-0,5	-0,1
Brasilien	2,0	1,8	1,8	0,0	-0,2

AKTIENMARKT: AUF WACKELIGEN BEINEN

Das Risiko bleibt hoch

In den ersten sechs Monaten des Jahres 2019 konnten die meisten Aktienmärkte einen Großteil ihrer Verluste aus dem Vorjahr wieder wettmachen. Die gute Aktienmarktentwicklung darf dabei aber nicht über die weiterhin schwierige Fundamentallage hinwegtäuschen. So konnten die Unternehmensgewinne in der Breite nicht in gleichem Maße wie die Kurse steigen. Die Bewertungen haben sich hierdurch deutlich erhöht. Vor dem Hintergrund gestiegener politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten impliziert die Entwicklung eine **Zunahme des Rückschlagpotenzials**.

Politisch hat vor allem die Eskalation des **Handelsstreits zwischen China und den USA** das Risiko für die Aktienmärkte erhöht. Aber auch die gestiegene Wahrscheinlichkeit eines **harten Brexits**, eine sich anbahnende **Konfrontation zwischen Italien und der EU** in Budgetfragen oder eine **Gewalteskalation im Mittleren Osten** stellen politische Szenarien dar, die im zweiten Halbjahr für Unruhe an den Aktienmärkten sorgen könnten. Gleichzeitig hat sich weltweit die wirtschaftliche Dynamik etwas abgeschwächt, wobei jedoch eine **gespaltene Konjunktur** zu beobachten ist. Während sich der Dienstleistungssektor noch robust hält, steckt das Verarbeitende Gewerbe bereits in der Krise. Dies hat Einfluss auf die Gewinne der Unternehmen. So haben die Analysten ihre Schätzungen für die Gewinnentwicklung im Jahr 2019 sowohl in den USA als auch in Europa im Vergleich zum Jahresanfang bereits um 3,7 bzw. 3,6 Prozent nach unten revidiert.



Als kurzfristig positiv wirkender Faktor lässt sich die im Vergleich zum Jahresanfang geänderte geldpolitische Ausrichtung der weltweiten Notenbanken ausmachen. Sowohl die EZB als auch die US-Fed haben im ersten Quartal einen

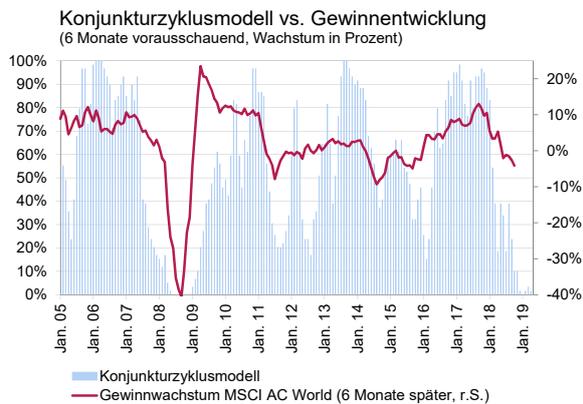
Kurswechsel vorgenommen. Anstatt mit einer restriktiveren Geldpolitik kann nun eher mit **monetären Lockerungen** gerechnet werden. Zwar nimmt dieses Vorgehen Druck von den Aktienmärkten, es deutet aber auch auf eine pessimistischere Wirtschaftseinschätzung der Notenbanken hin.

Eine solche Entwicklung ist typisch für die im Jahresausblick 2019 genauer beschriebene Spätzyklusphase. Auch die normalerweise zu erwartenden Symptome am Aktienmarkt, wie höhere Volatilitäten oder teils erratische Richtungsänderungen konnten sich in den ersten sechs Monaten des Jahres gut beobachten lassen. Wir gehen davon aus, dass sich dieses Bild auch in den nächsten Monaten fortsetzen wird, sektorale und geografische Unterschiede sind aber zu erwarten.

Konjunktureller Rückenwind bleibt aus

Das Wirtschaftswachstum ist einer der wichtigsten Treiber der Unternehmensgewinne, die wiederum maßgeblich die Entwicklung der Aktienmärkte bestimmen. Auch wenn kurzfristig keine unmittelbare Rezession in den großen entwickelten Ländern wahrscheinlich ist, dürfen Aktieninvestoren nicht auf konjunkturelle Hilfe hoffen. Die gängigen Frühindikatoren deuten vor allem in Europa auf ein **schwaches Konjunkturfeld** hin. In den USA ist das Wachstum zwar ungleich stärker, der Trend der Wachstumsrate ist aber ebenfalls eher negativ. Unterstützt wird diese Einschätzung von unserem Marcard-Konjunkturindikator, der eine Vielzahl von Wirtschaftsindikatoren zu einem Gesamtscore aggregiert. Der Modellwert, der sich aus einer Dynamik- und einer Niveauelemente zusammensetzt, zeigt aktuell einen Wert von null Prozent an. Das heißt, dass die vom Modell angezeigte weltweite Gesamtwirtschaftslage im Aggregat so schwach ist, wie in den letzten fünf Jahren nicht mehr.

Historisch besteht ein enger Zusammenhang zwischen der zukünftigen Gewinnentwicklung und den Werten des Marcard-Konjunkturindicators. Die aktuell sehr niedrigen Modellwerte implizieren, dass die von den Analysten erwarteten Gewinnwachstumsraten für 2019 noch weiter nach unten revidiert werden könnten. Aktuell wird für den globalen Aktienmarkt (MSCI AC World) immerhin noch mit einer Zuwachsrate von 4,3 Prozent im Vergleich zum Vorjahr gerechnet, was nur etwas geringer als das langfristige Mittel von 6,2 Prozent ist.



Im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung gibt es aber starke regionale Unterschiede. Vor allem in den **USA** ist die Wirtschaftslage mit einem erwarteten Wachstum von 2,3 Prozent **deutlich positiver** als in anderen Industrienationen. Zudem ist das Land mit einem Anteil der Exporte am Bruttoinlandsprodukt von knapp über zehn Prozent viel **weniger anfällig** für eine weitere Zuspitzung des Handelskonfliktes als zum Beispiel Europa, wo die Exporte über 45 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Vor diesem Hintergrund ist es umso erstaunlicher, dass die Analysten mit knapp fünf Prozent eine stärkere Gewinnwachstumsrate in Europa als in den USA erwarten (3,8 Prozent). Für deutsche DAX-Unternehmen wird sogar eine Zuwachsrate von 8,6 Prozent im Jahr 2019 gegenüber dem Vorjahr erwartet. Aus unserer Sicht bietet diese Diskrepanz Potenzial für weitere negative Gewinnrevisionen in Europa. In den USA dagegen scheint das eingepreiste Gewinnwachstum realistischer zu sein.

Kaum bewertungsseitige Unterstützung

Die **Kursanstiege** der ersten sechs Monate dieses Jahres waren fast ausschließlich bewertungsgetrieben und resultierten hauptsächlich **aus einem sinkenden Zinsniveau**. Das heißt, die positiven Kursentwicklungen wurden nicht durch entsprechende Gewinnsteigerungen der Unternehmen begleitet. Im Ergebnis hat dies dazu geführt, dass die europäischen Märkte nach der günstigen Bewertung zu Jahresbeginn wieder ein faires Preisniveau erreicht haben. US-amerikanische Aktienmärkte bewegen sich, gemessen an historischen Standards, auf hohen bis sehr hohen Bewertungsniveaus.

Ein **steigendes Bewertungsniveau** an sich ist dabei noch kein Warnzeichen, denn dieses **kann** durchaus **gerechtfertigt sein**, wenn sich die Wachstumserwartungen erhöhen,



eine Zunahme der Risikofreude zu erkennen ist oder das generelle Zinsniveau sinkt. Die Erwartungsbildung über die Bewertungsniveaus von Aktien zum Jahresende ist daher abhängig von den Entwicklungen dieser drei Größen in den nächsten sechs Monaten. Eine Zunahme der Wachstumserwartungen für die Unternehmensgewinne ist in diesem Zusammenhang unwahrscheinlich. Aktuell lässt sich eher noch ein **Trend von Abwärtsrevisionen** feststellen. Die aus unserer Sicht in der Breite weiterhin zu optimistischen Analystenschätzungen für dieses Jahr sprechen dafür, dass negative Gewinnrevisionen auch in der zweiten Jahreshälfte das Bild bestimmen dürften. Ein positiver Effekt auf die Bewertungsniveaus ist aus den Wachstumserwartungen daher kaum zu erwarten.

Ebenso **wenig Unterstützung** dürfte **von der Zinsseite** kommen. Nach den starken Zinsrückgängen der ersten sechs Monate sind im Markt bis zu drei Zinssenkungsschritte der US-amerikanischen Zentralbank eingepreist. Da wir diese Markterwartung für übertrieben halten, besteht unseres Erachtens hier eher ein Enttäuschungspotenzial, sollte es, wie von uns erwartet, zu weniger Zinsschritten kommen. Dies könnte sogar zu leicht steigenden Zinsen führen, was sich negativ auf das Bewertungsniveau von Aktien auswirkt. In Europa haben die jüngsten Aussagen der EZB, in denen eine expansive Politik in Aussicht gestellt wird, bereits zu einem Bewertungsanstieg geführt. Die tatsächliche Verkündung von Zinssenkungen oder einem neuen Anleiheaufkaufprogramm dürfte dann nur noch wenig Einfluss haben. Auch scheint der Zinssenkungsspielraum der EZB geringer als der der Fed zu sein.

Wenig Unterstützung ist zudem von veränderten Risikoeinstellungen der Investoren zu erwarten. Die weiterhin sehr hohen politischen Risiken dürften kaum für eine steigende

Risikobereitschaft bei den Anlegern sorgen. Da die eingepreisten Risikoprämien in Europa sich bereits auf historisch hohen Niveaus bewegen, dürften diese auf dem alten Kontinent aber auch nicht weiter ansteigen. In den USA auf der anderen Seite ist der Optimismus bereits jetzt sehr hoch, was sich in einer geringen eingepreisten Risikoprämie widerspiegelt. Hier besteht eher das Risiko negativer Überraschungen.

Anders könnte es aber bei der Risikoeinstellung der Investoren aussehen. So ist eine **Zunahme der Risikofreude auf einigen Märkten unter Umständen denkbar**. Vor allem in Europa sind die eingepreisten Risikoprämien bereits sehr hoch. So könnte zum Beispiel mehr Klarheit in der Brexit-Thematik die Risikoaufschläge etwas eindämmen und die Aktienbewertungen stützen. Weniger Potenzial bietet sich hierfür aber in den USA. Da der Optimismus bereits jetzt sehr hoch ist, was sich in einer geringen eingepreisten Risikoprämie widerspiegelt, besteht hier eher das Risiko negativer Überraschungen.

Im Ergebnis spricht das Bild in Europa und den USA für einen neutralen, bzw. leicht negativen Bewertungsbeitrag zur Aktienmarktperformance.

Revision der Prognosen für DAX und S&P 500

Unser **fundamentales Bild vom Jahresanfang** hat sich in den ersten sechs Monaten des Jahres weitgehend **bestätigt**. Insbesondere von der Gewinnentwicklung der Unternehmen kamen keine unterstützenden Impulse. Auch bei den bewertungsseitigen Einflüssen lagen wir weitestgehend richtig, haben jedoch die Entwicklung der Zinsen falsch eingeschätzt. Die Kehrtwende der Zentralbanken in ihrer Geldpolitik war hauptverantwortlich für die Aktienmarkttralle der ersten Jahresmonate. So lässt sich der rein zinsgetriebene Performanceeffekt für den DAX und den S&P 500 auf zehn bzw. 29 Prozent schätzen. Dem standen aber jeweils Anstiege der Risikoaufschläge gegenüber. Unsere im Vergleich zum Jahresanfang verringerten Erwartungen an das Zinsniveau in Europa und den USA führen zu leichten Revisionen der Jahresendprognosen für den DAX und den S&P 500.

In Europa erwarten wir bis zum Jahresende keine größeren Realzinsänderungen am kurzen Ende. Auch an den relativ hohen eingepreisten Risikoprämien sollte sich aufgrund der anhaltenden politischen Unsicherheiten wenig ändern. Das Bewertungsniveau im DAX dürfte sich daher

stabil halten. Auf der Fundamentalseite bleiben wir bei unserer vorsichtigen Einschätzung aus dem Jahresausblick von drei Prozent Gewinnwachstum. Damit sind wir weiterhin deutlich pessimistischer als die Analysten, die im Schnitt noch 8,6 Prozent erwarten. Die Dividendenentwicklung, die bei der Berechnung des DAX-Ziels mit berücksichtigt wird, dürfte sich stabil entwickeln. Im Ergebnis revidieren wir unsere Jahresendprognose um etwa 1.200 Punkte nach oben auf **12.050 Punkte**.

In den USA erwarten wir nur einen Zinssenkungsschritt der US-Notenbank, während der Markt bis zu drei Anpassungen einpreist. Eine mögliche Enttäuschung der Markterwartungen dürfte die Realzinsen im Vergleich zum aktuellen Niveau etwas ansteigen lassen, was sich negativ auf die Bewertungen auswirkt. Anders als in Europa, ist ein Rückgang der Risikoprämien unwahrscheinlich, daher erwarten wir insgesamt einen negativen Bewertungseffekt von etwa sechs Prozent. Dem gegenüber steht jedoch eine positive Gewinnentwicklung. Unsere Schätzung von vier Prozent Wachstum aus dem Jahresausblick behalten wir bei. Dieser Wert entspricht mittlerweile auch den Analystenerwartungen. Im Ergebnis revidieren wir unser Jahresendziel für den S&P 500 nach oben von 2.550 Punkten auf **2.850 Punkte**.

Die von uns erwartete leichte Outperformance des US-Aktienmarktes ist kompatibel mit der typischen Entwicklung in Spätzyklusphasen. Zum Ende eines Konjunkturzyklus suchen Investoren vermehrt Unternehmen mit einer hohen Qualität und einer geringen Konjunkturanfälligkeit. Zwar zeigen diesbezüglich sowohl der DAX als auch der S&P 500 eine relativ hohe Konjunkturabhängigkeit, in der Breite besitzt der US-amerikanische Aktienmarkt jedoch einen größeren Anteil von Qualitätsunternehmen.

Revision der Jahresprognosen:

Wir heben unser DAX-Kursziel von 10.850 Punkten auf 12.050 Punkte an. Ebenso wird das Kursziel für den S&P 500 von 2.550 auf 2.850 angehoben. Die Gründe liegen in einem höheren fundamental gerechtfertigtem Bewertungsniveau aufgrund deutlich geringerer Zinsen.

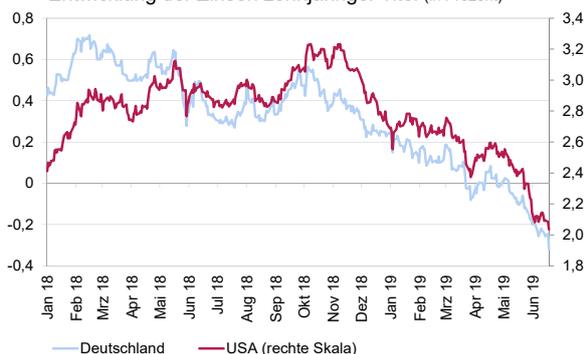
Maßnahmen:

Insgesamt sollten Aktien leicht untergewichtet werden. Innerhalb der Länderallokation sollte Europa neutral und die USA leicht übergewichtet werden.

RENTENMARKT: DIE ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG

Im Euroraum und in den USA hat sich die **Talfahrt bei den Zinsen** in der ersten Jahreshälfte weiter fortgesetzt. Bei Bundesanleihen hat diese Entwicklung dazu geführt, dass die Zinsen bis weit in das längere Laufzeitenband hinein im negativen Bereich liegen. Zehnjährige Titel erbringen nun rekordniedrige -0,3 Prozent.

Anleihemärkte USA und Deutschland:
Entwicklung der Zinsen zehnjähriger Titel (in Prozent)



Bundesanleihen bleiben gefragt

Trotzdem werden Bundesanleihen ein **gefragtes Gut** bleiben. Denn die Liste der Gründe, Sicherheitsinvestments im Portfolio zu halten, dürfte nicht kleiner werden. So könnte es in **Italien** zu Neuwahlen kommen.

Das starke Abschneiden der Lega Nord mit ihrem Spitzenmann und Innenminister Matteo Salvini bei den Europawahlen hat die Machtverhältnisse in Italien auf den Kopf gestellt. Möglich erscheint nun, dass Salvini versucht, Ministerpräsident zu werden, indem er **den Bruch der aktuellen Koalition** herbeiführt. Sollte die aktuelle Koalition platzen, würde am Kapitalmarkt zwar keiner der aktuellen Regierung hinterhertrauern, aber der Wahlkampf könnte für eine neue Phase der Unsicherheit an den Märkten sorgen. Äußerungen Salvinis direkt nach der Europawahl, wonach die Defizitregeln in Frage und Steuersenkungen in Aussicht gestellt wurden, haben bereits zu einer negativen Reaktion am Markt geführt.

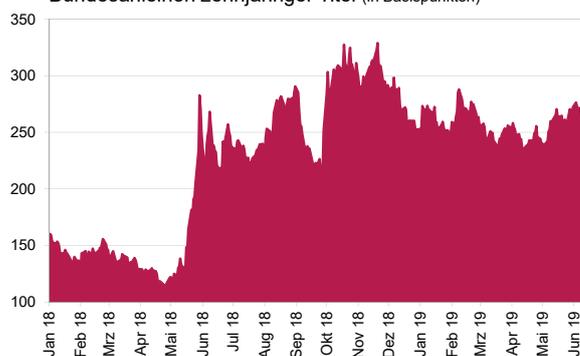
Dabei ist vor allem die absehbare Überschreitung der Neuverschuldung in diesem Jahr ein Problem. So erwartet die EU-Kommission in ihrem Frühjahrsgutachten angesichts der anhaltenden Konjunkturschwäche ein Budgetdefizit von 2,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Dies liegt über den mit der Kommission in zähen Verhandlungen

ursprünglich vereinbarten 2,04 Prozent. Für das nächste Jahr erwartet Brüssel sogar 3,5 Prozent. Entsprechend wurde von der Kommission empfohlen, ein Defizitverfahren gegen das Land zu eröffnen, was Wasser auf die Mühlen der antieuropäischen italienischen Populisten ist. Es hat sich zudem gezeigt, dass die Populisten in Italien Ernst machen mit der Umsetzung **kostspieliger Wahlkampfversprechen**.

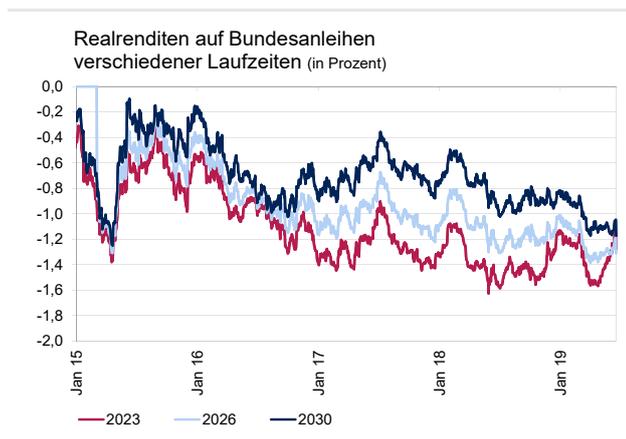
Auch wenn es nicht zu Neuwahlen kommt, dürfte der Streit um den **italienischen Staatshaushalt** mit Brüssel in der zweiten Jahreshälfte an Schärfe gewinnen. Das Damoklesschwert von **Rating-Downgrades** hängt angesichts einer anhaltenden Konjunkturschwäche und absehbar ansteigender Staatsverschuldung weiterhin über dem Land. **Bundesanleihen** dürften in diesem Umfeld profitieren und der Risikoaufschlag bei den Staatsanleihen Italiens könnte im zehnjährigen Bereich über die Marke von 300 Basispunkten steigen.

Der **Handelskonflikt zwischen China und den USA** sorgt ebenfalls für eine konstant hohe Nachfrage nach Sicherheit. Momentan sieht es danach aus, dass in beiden Lagern die politischen Hardliner die Oberhand gewonnen hätten. Eine Lösung ist jedenfalls nicht absehbar. Dagegen gibt es im Handelskonflikt zwischen den USA und ihren traditionellen Verbündeten Entspannungssignale. Die Einführung von Autozöllen auf Exporte europäischer Fahrzeuge in die USA wurde verschoben. Dies nährt die Hoffnung für den weiteren Jahresverlauf, dass der von den USA ausgehende Handelskonflikt auf das sino-amerikanische Verhältnis beschränkt bleibt.

Anleihemärkte Italien: Renditeaufschlag zu
Bundesanleihen zehnjähriger Titel (in Basispunkten)



Bewertungsseitig sind **Bundesanleihen mittlerweile auf sehr teuren Niveaus** angelangt. Zwar rentierten zehnjährige Titel im Jahr 2016 auf einem ähnlichen Niveau wie derzeit, aber damals herrschte akuter Deflationsdruck, der die Inflationsraten zeitweise unter die Marke von null Prozent sinken ließ. Momentan steigen die Preise im Euro-Raum aber mit einer Rate von 1,2% an. Allerdings sind die **Inflationserwartungen** stark gefallen und liegen mittlerweile unter den Niveaus von 2015 und 2016, was uns angesichts der nach wie vor positiven konjunkturellen Entwicklung als etwas übertrieben erscheint. Die Realzinsen, gemessen an der Rendite inflationsindexierter Bundesanleihen, sind in der ersten Jahreshälfte ebenfalls gefallen und liegen für bis 2030 laufende inflationsindexierte Bundesanleihen bei nur noch -1,2 Prozent im deutlich negativen Bereich.



Sicherheit und Liquidität im Portfolio zu allokalieren, ist also weiterhin **kostspielig**. Durch die Markteingriffe der Europäischen Zentralbank im Rahmen des Anleihekaufprogramms und ihre Wiederanlagepolitik bleiben Bundesanleihen ein begehrtes und knappes Gut, sodass die **Zinsen kaum spürbar ansteigen** werden.

Hohe Erwartungen an die Geldpolitik

In den letzten Wochen haben sich sehr hohe Erwartungen an die Geldpolitik herausgebildet, was einen guten Teil des Zinsrückgangs erklärt. Sowohl die Federal Reserve als auch die Europäische Zentralbank haben auf die konjunkturelle Abschwächung reagiert und Erwartungen an niedrigere Zinsen geschürt. In den USA sind nun bis zu drei Zinsschritte nach unten zu je 25 Basispunkten eingepreist. Wir halten diese Zahlen für zu hoch gegriffen, auch wenn **eine Zinssenkung** realistisch erscheint. Im Euroraum hat der EZB-Präsident Draghi auf einer Rede Mitte Juni deutlich gemacht,

ebenfalls eine expansivere Geldpolitik in Erwägung zu ziehen, sollte sich die konjunkturelle Lage nicht verbessern. Dabei ist wohl schon recht bald eine **Zinssenkung** zu erwarten. Auch ein **neues Anleihekaufprogramm** im Euroraum könnte dann im weiteren Jahresverlauf anstehen. Zudem hat die EZB bereits beschlossen, neue zielgerichtete Langfristtendergeschäfte aufzulegen. Da wir bis zum Ende des Jahres aber nicht mit einem konjunkturellen Einbruch rechnen, halten wir die Erwartungen an umfangreiche **Zinssenkungen vor allem in den USA für übertrieben**. Sollte sich diese Sichtweise im Jahresverlauf durchsetzen, könnten die Renditen wieder etwas ansteigen.

Im Jahresausblick für dieses Jahr haben wir im Vergleich mit anderen Instituten und Banken mit 0,4 Prozent bereits die zweitniedrigste Prognose für die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen abgegeben und solide Staatsanleihen im Gegensatz zu den meisten anderen Vermögensverwaltern übergewichtet. Diese Positionierung hat sich ausgezahlt, wenngleich die Zinsen noch stärker gefallen sind, als wir es erwartet hatten. Für den weiteren Jahresverlauf **senken wir unsere Prognose** angesichts des kräftigen Zinsrückgangs im ersten Halbjahr, erwarten aber bezogen auf das aktuelle Niveau bei Bundesanleihen einen **moderaten Renditeanstieg**. Die zu hohen Erwartungen an die Federal Reserve dürften korrigiert werden, was zu leicht steigenden Zinsen in der zweiten Jahreshälfte führen sollte.

Revision der Jahresprognosen:

Statt 0,4 Prozent erwarten wir als Rendite für eine zehnjährige Bundesanleihe zum Jahresende nun -0,1 Prozent.

Maßnahmen:

Renten bleiben neutral gewichtet.

ROHSTOFFMARKT: TRENDWENDE BEIM GOLDPREIS

Gold profitiert von fallenden Realzinsen

Gold konnte in diesem Jahr bisher im Kurs zulegen, denn die **Realzinsen** sind kräftig gefallen. Gemessen an den hohen politischen Risiken war der Anstieg aber moderat. Es scheint so zu sein, dass Gold als Krisenwährung momentan weniger gefragt ist. Weder die Zuspitzung des Handelsstreits zwischen China und den USA noch der Anstieg der Zinsen in Italien haben tiefere Spuren hinterlassen.

Unserer Einschätzung nach sind es zwei Gründe, die momentan gegen einen noch stärkeren Goldpreis sprechen. Zuerst lohnt ein Blick auf die Entwicklung der **systemischen Risiken**, die wir kontinuierlich auswerten. Weder in den USA noch im Euroraum ist ein stärkerer Anstieg zu erkennen. **Die politischen Risiken führen bisher nicht zu einem Anstieg der Systemrisiken.** Dies zeigt ein Blick auf die von uns verwendeten Zeitreihen zur Messung systemischen Stresses am Kapitalmarkt. Für den Euroraum verwenden wir einen Indikator der EZB, für die USA eine Zeitreihe der regionalen Notenbank Federal Reserve Bank of St. Louis. Beide Indikatoren beruhen auf Daten vom Kapitalmarkt und signalisieren geringe Risiken im Finanzsystem, was Gold als Anlageklasse zur Wertsicherung in Krisenzeiten weniger attraktiv macht.

Ein weiterer Grund für die relativ verhaltene Goldpreisentwicklung in der ersten Jahreshälfte dürfte in der **Stärke des US-Dollar** zu finden sein. Gold wird traditionell als Ersatzwährung betrachtet und neigt zur Schwäche, wenn der US-Dollar aufwertet. Denn erstens senkt dies die Kaufkraft ausländischer Käufer und damit auch deren Nachfrage nach Gold. Und zweitens haben Investoren bei einem starken US-Dollar keine Anreize, nach alternativen Investments Ausschau zu halten, die wie Gold als Wertaufbewahrung dienen. Da wir nicht mit einer weiteren Aufwertung des

US-Dollar bis zum Jahresende rechnen, könnte der Gegenwind für Gold von der Währungsseite aber etwas nachlassen.

Die Realzinsen dürften im weiteren Jahresverlauf dagegen kaum weiter sinken. Zwar erscheint mittlerweile **eine Zinssenkung** der US-amerikanischen Notenbank wahrscheinlich zu sein, aber der Markt hat momentan noch höhere Erwartungen und rechnet mit bis zu **drei Zinssenkungen**. Dies erscheint zu hoch gegriffen. Von der Zinsseite ist somit keine Unterstützung für den Goldpreis zu erwarten.

Die Goldnachfrage entwickelt sich dagegen positiv und stieg im ersten Quartal 2019 im Vergleich zum Vorjahresquartal um sieben Prozent an. Ursächlich waren die starken **Kaufaktivitäten der Zentralbanken**, die weiter Gold als Versicherung gegen eine Eskalation der politischen Risiken ansehen. Vor allem der Handelskonflikt mit den USA bewegt Länder wie Russland zu einer Aufstockung der Goldbestände. Es ging so viel Gold wie seit 2013 (bezogen auf das erste Quartal) nicht mehr in die Goldlager der Notenbanken.

Die stützenden und belastenden Argumente für Gold halten sich die Waage, sodass wir mit einer **Seitwärtsbewegung** bis zum Jahresende rechnen, unsere Prognose aber anpassen.

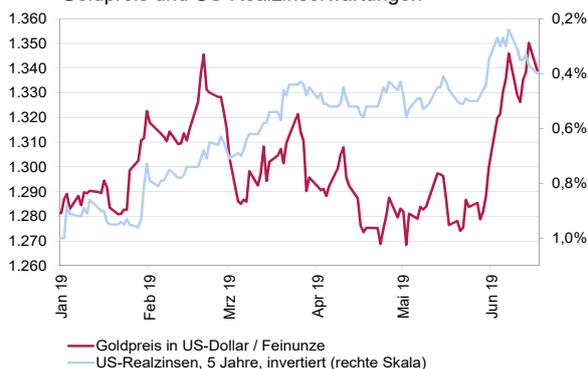
Revision der Jahresprognosen:

Statt 1.200 US-Dollar je Feinunze erwarten wir nun 1.300 US-Dollar je Feinunze zum Jahresende.

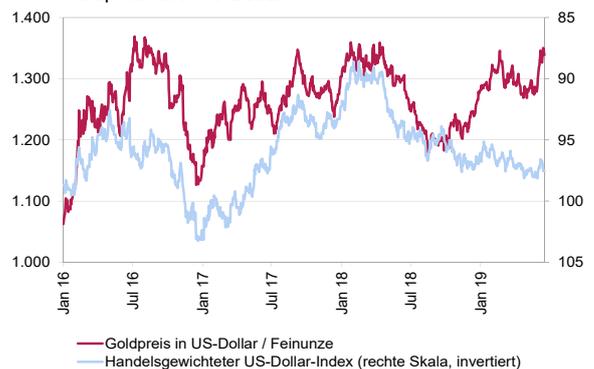
Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Gold neutral gewichtet werden.

Goldpreis und US-Realzinsenerwartungen



Goldpreis und US-Dollar



Konjunktursorgen belasten den Rohölpreis

Rohöl hat einen starken Jahresauftakt hingelegt. Der Preis der Sorte WTI kletterte auf über 65 US-Dollar je Barrel. Ursächlich hierfür waren vor allem Bestrebungen der OPEC und weiterer Staaten wie Russland, die Produktionsmengen zu begrenzen, sowie das wieder positivere Umfeld für risikobehaftete Anlageklassen.

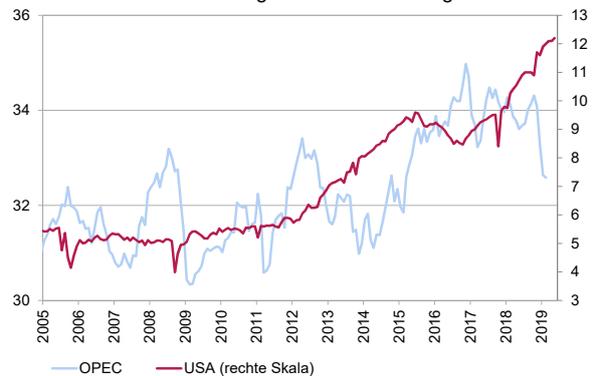
Momentan stellt die OPEC dem Markt weniger Rohöl zur Verfügung, als benötigt wird, sodass der Rohölmarkt eine **gewisse Unterversorgung** aufweist. Zudem erholen sich die russischen Öllieferungen nur sehr schleppend, nachdem Russland im Mai wegen der unfreiwilligen Lieferunterbrechung im Zuge der Verunreinigung erstmals weniger Öl produzierte als laut Kürzungsabkommen vorgesehen. Auch die hohen **geopolitischen Risiken**, die einige wichtige Öllieferanten wie den Iran, Venezuela und Libyen betreffen, haben den Ölpreis in der ersten Jahreshälfte gestützt.

Dennoch kam es in den letzten Wochen zu einem Ölpreisrückgang von fast 20 Prozent. Denn der Ölpreis steht unter dem Eindruck **globaler Konjunkturängste**. Der Rückgang des ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe in den USA im Mai auf das niedrigste Niveau seit zweieinhalb Jahren hat die Nachfragesorgen nochmals verstärkt. Auch in China haben sich die Daten zuletzt eingetrübt. Viele Investoren befürchten, dass der sich zuspitzende Handelskonflikt zwischen China und den USA die Konjunkturentwicklung in den beiden Staaten noch stärker belasten könnte. In diesem Zusammenhang wurde auch die **Einführung von Zöllen** gegenüber Mexiko negativ gesehen, von dem auch die Ölexporte Mexikos in die USA betroffen sind.

Die Nachfragesorgen kommen auch in den Schätzungen des Rohöl-Bedarfs der International Energy Agency (IEA) für das Jahresende zum Ausdruck. Die IEA schätzt den Bedarf an OPEC-Öl im vierten Quartal nur auf 29,9 Mio. Barrel pro Tag, etwa eine Mio. Barrel pro Tag niedriger als im laufenden Quartal. Aktuelle Umfragen von Reuters und Bloomberg zufolge lag die OPEC-Produktion im Mai bei etwas mehr als 30 Mio. Barrel pro Tag. Saudi-Arabien und andere OPEC-Staaten müssen also eher über eine nochmalige Kürzung der Produktion nachdenken.

In den USA steigt die Öl-Förderung dagegen immer weiter an. Das Land fördert momentan **rekordhohe 12,3 Mio. Barrel pro Tag**, während die Lager in Cushing, Oklahoma weiter gut gefüllt sind.

Rohöl: Produktionsmengen in Mio. Barrel/Tag



Sollte die globale Ölnachfrage im zweiten Halbjahr weniger stark steigen als bislang unterstellt, hätte dies Auswirkungen auf die Marktbilanz. Bei einer schwächeren Nachfrage könnte der Ölmarkt am Ende des Jahres ein Überangebot aufweisen, wenn die OPEC die Produktion auf dem aktuellen Niveau belässt. Möglich erscheint aber, dass es **weitere Produktionskürzungen** gibt bzw. eine Verlängerung des Kürzungsabkommens bis zum Jahresende. Zudem dürfte die **geopolitische Lage** sich vorerst nicht entspannen, was eine gewisse Prämie auf den Ölpreis rechtfertigt. Unter dem Strich halten wir an unserer Jahresprognose von **60 US-Dollar** je Barrel für die Sorte WTI fest.

Revision der Jahresprognosen:

Keine Anpassung des Kursziels von 60 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI.

Maßnahmen:

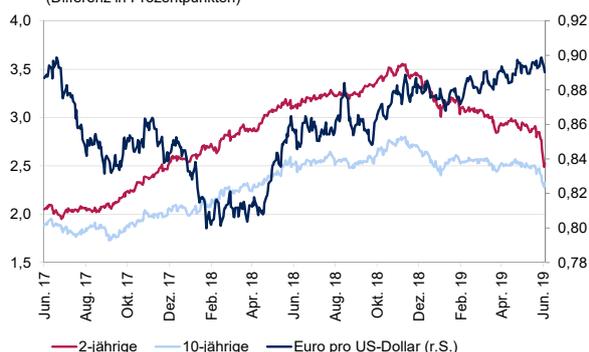
Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Rohöl leicht übergewichtet werden.

LEICHTER GEGENWIND FÜR DEN US-DOLLAR

180-Grad-Wende der Zentralbanken

Die Politikausrichtung der Zentralbanken hat sich seit Jahresanfang radikal geändert. Wurde zunächst noch eine restriktive Geldpolitik erwartet, so sind mittlerweile sowohl die EZB als auch die Fed in ihrer Rhetorik wieder auf den expansiven Pfad zurückgekehrt. Die Zinspolitik wirkt sich auf den EUR/USD-Wechselkurs aus, der kurzfristig unter anderem von den **Zinsdifferenzen zwischen den USA und Europa abhängt**. Tendenziell profitiert dabei die Währung, zu deren Gunsten sich die Zinsdifferenz entwickelt. So hat ein sich immer weiter ausdehnender Spread zwischen den USA und Europa in den letzten Jahren Anlagen in US-Dollar aufgrund der relativ höheren Verzinsung im Vergleich zu Euro-Investitionen immer attraktiver werden lassen und damit den US-Dollar gestützt.

Zinsspread zwischen USA und Deutschland
(Differenz in Prozentpunkten)

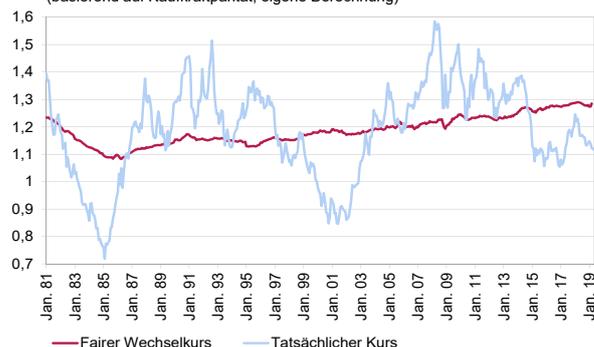


Mit einer Zinsdifferenz von über 3,5 Prozentpunkten im zweijährigen Bereich dürfte diese Entwicklung aber zum Ende des Jahres 2018 ihren Höhepunkt gefunden haben. Bereits in der ersten Jahreshälfte 2019 zeigte sich eine **Einengung des Spreads**. Mittlerweile ist die Politikausrichtung der EZB und der Fed zwar wieder weitgehend synchron, die Fed hat aber deutlich mehr Spielraum in Bezug auf Zinssenkungen. Wir erwarten eine weitere Einengung des Spreads am kurzen Ende, wovon der Euro tendenziell profitieren würde.

Eine **zu starke Aufwertung** des Euro gegenüber dem US-Dollar wird jedoch durch das ökonomische und politische Umfeld **verhindert**. So ist die Wirtschaftsentwicklung zu Beginn des zweiten Halbjahrs 2019 in den USA deutlich dynamischer als in Europa, wo insbesondere das Verarbeitende Gewerbe bereits in einer tiefen Krise steckt. Auch sollten die politischen Risiken innerhalb Europas für andauernde Abschlüge beim Euro-Kurs sorgen. So spitzt sich

zum einen der Budgetstreit zwischen Italien und der EU immer weiter zu und zum anderen ist auch in der Brexit-Thematik weiterhin keine Lösung in Sicht.

EUR/USD tatsächlicher vs. fairer Wechselkurs
(basierend auf Kaufkraftparität, eigene Berechnung)



Sichere Häfen bleiben gefragt

Politische Risiken werden den **Schweizer Franken** und den **Japanischen Yen** trotz der vergleichsweise unattraktiven Verzinsung der Währungen weiter stützen. Die Zuspitzung des Handelsstreits zwischen China und den USA, die innereuropäischen Konflikte sowie eine sich abkühlende Weltkonjunktur erhöhen das Bedürfnis der Investoren nach Sicherheit. Hinzu kommt, dass Divergenzen der Zentralbankpolitik weltweit wieder abnehmen. Demgegenüber dürften Währungen, die im Mittelpunkt der politischen Auseinandersetzungen stehen, eher in Mitleidenschaft gezogen werden. Hierzu gehört das Britische Pfund, das trotz einer fundamentalen Unterbewertung nur im Falle eines weichen Brexits deutlich an Wert zulegen dürfte. Da es hier aktuell eher nach einer Verhärtung der Fronten aussieht, dürften die Abwärtsrisiken beim Britischen Pfund überwiegen.

Revision der Jahresprognosen:

Wir behalten unser EUR/USD-Ziel von 1,12 US-Dollar je Euro bei. Beim Britischen Pfund gehen wir anders als zu Jahresbeginn nicht mehr von einer leichten Aufwertung aus.

Maßnahmen:

Das am Jahresanfang empfohlene US-Dollar-Übergewicht sollte reduziert werden. Das Britische Pfund sollte untergewichtet werden.

IMMOBILIENMARKT: DIE PREISE STEIGEN WEITER

Der Immobilienmarkt sendet zur Jahresmitte 2019 unterschiedliche Signale in Richtung der Investoren. Die Zinswende ist vorläufig aufgeschoben und bei fortgesetzter Unterschreitung der Inflationsziele lässt die Zinspolitik der EZB vorerst auch keine Trendwende erkennen. Konjunkturell geht insbesondere dem Verarbeitenden Gewerbe die Luft aus. Robust zeigt sich dagegen das Dienstleistungsgewerbe, wenngleich die Unsicherheiten im Ausblick auch für den Dienstleistungssektor zugenommen haben.

Gewerbliche Immobiliennachfrage weiter intakt

Für die Nachfrage von Unternehmen nach Büroflächen stehen die Vorzeichen im Grundsatz dennoch weiterhin auf Wachstum, und auch der aufwärts gerichtete Mietrend erhält weitere Unterstützung. Von steigenden Einzelhandelsumsätzen profitiert insbesondere der E-Commerce. Demzufolge wird Logistik als der neue Einzelhandel gepriesen, denn der Warenumsatz funktioniert weiterhin stationär. Vernachlässigt wird dabei, dass neben dem Handel nach wie vor der Automobilsektor ein dominierender Nachfrager für Logistikdienstleistungen in Deutschland ist, und strukturelle Anpassungsprozesse dürften auch Auswirkungen auf die Logistiklandschaft entwickeln. Wenn also die Logistikimmobilie in den letzten Jahren „Investors Darling“ war, auch, weil der Immobilientyp attraktive Verzinsungen verspricht, gilt es doch, genauer hinzuschauen, welchem unterliegenden Zweck die Halle dient.

Wohnungsmarkt mit vorsichtigen Entspannungssignalen

Populistische Forderungen nach Enteignung von Großvermietern und massiven Eingriffen in den Markt dominieren die öffentliche Meinung, wenn es um den Wohnungsmarkt geht. Die jüngsten Marktdaten senden hingegen allererste vorsichtige Entspannungssignale. Das Forschungs- und Beratungsinstitut Empirica meldete für das erste Quartal 2019 für Hamburg und Berlin bei Bestandswohnungen stagnierende Medianmieten und in fünf der führenden sieben deutschen Städte sinkende Angebotsmieten im Neubau. Der Wohn-Index Deutschland des Forschungs- und Beratungsunternehmens F+B weist für den Durchschnitt aller Gemeinden in Deutschland im ersten Quartal 2019 erstmals seit 2005 wieder leicht sinkende Neuvertragsmieten aus. Aus diesen Wasserstandsmeldungen bereits eine grundlegende Trendumkehr abzuleiten, erscheint verfrüht.

Insgesamt steigt aber der Optimismus, dass die Anstrengungen der Kommunen beim Wohnungsneubau mittelfristig zur Entschärfung der Wohnungskrise in den Großstädten beitragen. So hat die Stadt Hamburg im Mai 2019 vermeldet, erstmalig das Neubauziel von 10.000 Wohnungen pro Jahr erreicht zu haben.

Der Empirica-Geschäftsführer Dr. Reiner Braun geht davon aus, dass die Fertigstellungslücke zwischen Zusatzbedarf und Baufertigstellungen zunehmend kleiner wird und auch der Zusatzbedarf selbst zunehmend kleiner wird, weil sich die Wanderungsbewegungen zugunsten der Schwarmstädte und Metropolen abschwächen.

Keine Entlastung für die Immobilienpreise

Bei den Wohnimmobilienpreisen ist allenfalls eine Verlangsamung der Preisanstiege festzustellen. Nach Zahlen von F+B sind die Kaufpreise für Mehrfamilienhäuser im ersten Quartal 2019 geringfügig um 0,2 Prozent und im Vergleich zum Vorjahresniveau um 1,9 Prozent angestiegen. Extrem aggressive Kaufpreisforderungen finden zunehmend jedoch keinen Käufer mehr, hier scheint zumindest wieder ein klein wenig Rationalität Einzug in die Anlageentscheidungen zu finden.

Die gewerblichen Immobilienpreise haben in den führenden deutschen Metropolen ebenfalls weiter zugelegt. Bei Büroimmobilien sanken die Anfangsrenditen im Jahresvergleich noch einmal um 20 Basispunkte. Investitionen in Spitzenimmobilien in den deutschen Bürohochburgen wurden zuletzt vor Erwerbsnebenkosten und vor laufenden Eigentümerlasten noch mit rund drei Prozent p.a. verzinst. Lager- und Logistikimmobilien waren im ersten Quartal erstmals teurer als Shopping Center.

Trotzdem bleibt die Erwartung, dass attraktivere Rentenmärkte einen Teil des heute nach Immobilienanlage suchenden Kapitals aufnehmen, in Folge der ausbleibenden Zinswende unerfüllt. Bei gleichzeitig limitiertem Angebot an Immobilienprodukten ist deshalb auch im Ausblick von stabil hohen bis weiter steigenden Preisen auszugehen. Dies gilt sowohl für die gewerblichen als auch für die wohnwirtschaftlichen Immobilienmärkte.

Zusätzlich treibt eine überhitzende Baukonjunktur in Verbindung mit steigenden Rohstoffpreisen und immer höhe-

ren Anforderungen an das Bauen die Baukosteninflation, sodass aus dieser Richtung demnach ebenfalls keine Entlastung für die Preisentwicklung zu erwarten ist. Das Bauhauptgewerbe meldete für das erste Quartal 2019 ein Auftragsplus von preisbereinigt acht Prozent gegenüber dem Vorjahr. Allein im März wurden in Deutschland Aufträge im Wert von nominal 8,2 Mrd. Euro vergeben, dem höchsten jemals in einem März in Deutschland gemessenen Wert.

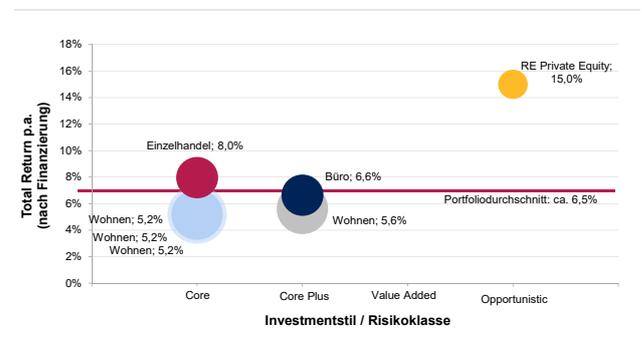
Immobilienstrategie

Wie soll sich nun der Immobilieninvestor aufstellen, um auch im aktuellen Marktumfeld attraktive Gesamtrenditen zu erwirtschaften? Unsere Empfehlungen der letzten Jahre bleiben weiter gültig. Das simple Investieren fertiger Immobilien zu Höchstpreisen ist nicht geeignet, um nachhaltig positive Gesamtrenditen zu erwirtschaften. In reiferen Zyklusphasen müssen Investoren beim Neu-Aufbau eines Portfolios mehr Immobilienrisiko – oder besser formuliert: mehr unternehmerische Arbeit an der Immobilie – übernehmen, um eine angemessene Rendite zu erzielen. Dies bedeutet aber nicht, dass jedes einzelne Investment ein erhöhtes oder hohes Investitionsrisiko birgt.

Portfolioansatz verfolgen

Bereits die Beimischung von aggressiveren Anlagestrategien („Core-Satellite-Strategie“) kann die Portfoliorendite spürbar steigern, und trotzdem kann mit Blick auf das Gesamtportfolio ein ausgewogenes Chancen-Risiko-Verhältnis erhalten werden. Unter einer Core-Satellite-Strategie verstehen wir die Aufteilung eines Portfolios in ein langfristig ausgerichtetes Kernportfolio (Kapitalbindung zwischen 5 und 15 Jahre), das eine Grundrendite auf Basis verlässlicher regelmäßiger Erträge bieten soll, ergänzt um mehrere kurz- bis mittelfristige Satelliteninvestments (Kapitalbindung zwischen ein und fünf Jahre), die für sich genommen jeweils nur einen untergeordneten Anteil am Gesamtportfolio haben. Diese Satelliten sollen die Chance auf Mehrrendite über spezielle Investmentansätze bieten (z.B. antizyklische Investitionen, Exit-orientierte Wertschöpfungsstrategien, opportunistische Investmentansätze, Projektfinanzierungen) und aufgrund geringer Korrelation zu dem Kernportfolio diversifizierend wirken. Ein sinnvoll aufgebautes Portfolio mit Basisinvestments und ergänzt um Satelliteninvestments kann auch heute noch Eigenkapitalrenditen von mehr als sechs Prozent p.a. erwirtschaften, wobei das Gesamtergebnis eine Mischung aus laufendem Cashflow und Wertentwicklung berücksichtigt. Nachfolgende Grafik zeigt exemplarisch, wie un-

terschiedliche Anlagebausteine zum Gesamtergebnis beitragen (jede Blase symbolisiert ein Investment, die Blasengröße symbolisiert das jeweilige Anlagevolumen):



Mit dem Bestand arbeiten

Für den Bestandshalter bietet das vorhandene Portfolio unterschiedlichste Ansätze für eine Optimierung der Ertragsstärke:

Objekt bezogene Stellschrauben

- Optimierung der Mieten
- Optimierung und /oder Schaffung von Mietflächen
- Optimierung der Bewirtschaftungskosten
- Optimierung des technischen Zustandes zur Reduktion der Lebenszykluskosten
- Immobilienmarketing / Positionierung der Immobilie / Markenbildung

Stellschrauben bezüglich der Anlagestruktur

- Optimierung der Finanzierungsstruktur
- Optimierung der Steuerbelastung

Stellschrauben bezüglich des Immobilienmanagements

- Optimierung des operativen Managements (Aufbau- und Ablauforganisation, Kosten)
- Aktives Portfoliomanagement unter Berücksichtigung von Marktphasen

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG

TAKTISCHE GRUNDALLOKATION		Untergewichtung		Neutral	Übergewichtung	
		stark	leicht		leicht	stark
Liquide Anlageklassen	Geldmarkt					
	Renten					
	Aktien					
	Rohstoffe					
	Hedgefonds					
	Illiquide Anlageklassen					
	Immobilien					
	Beteiligungen					

ALLOKATION INNERHALB DER LIQUIDEN ANLAGEKLASSEN		Untergewichtung		Neutral	Übergewichtung	
		stark	leicht		leicht	stark
Renten						
	Staatsanleihen Europa AAA – AA					
	Pfandbriefe					
	Staatsanleihen Europa Investment Grade (< AA)					
	Unternehmensanleihen Europa Investment Grade					
	High Yield Unternehmensanleihen					
	US-Staatsanleihen					
	Schwellenländeranleihen					
	Inflationsindexierte Anleihen					
	Variabel verzinsliche Anleihen / Floater					
	Wandelanleihen					
Aktien						
	Deutschland					
	Europa					
	USA					
	Japan					
	Schwellenländer					
	Discount-Zertifikate					
Rohstoffe						
	Gold					
	Rohöl					
	Industriemetalle					
Hedgefonds						
	Long/Short Equity					
	Marktneutral					
	Credit					
	Multi Strategy					
	Volatilität					
	Managed Futures					

EMPFEHLUNGEN INNERHALB DER ILLIQUIDEN ANLAGEKLASSEN FÜR DIE NEUANLAGE	
Immobilien	Deutsche Wohn- und Gewerbeimmobilien Core untergewichten, Anlagestrategien mit aktiver Wertschöpfung übergewichten.
Beteiligungen	Listed Private Equity untergewichten.

IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Erik Baas, Björn Block, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Dr. Christoph Kind, Maik Rissel

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

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.

MARCARD, STEIN & CO AG · DIE FAMILY OFFICE BANK
Ballindamm 36 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 32099-556 · Fax +49 40 32099-206
family_office@marcard.de

www.marcard.de

Ein Unternehmen der


M.M. WARBURG & CO
BANK