



konzept

13 potenzielle Wendepunkte 2018

13 potenzielle Wendepunkte 2018



12

Februar 2018

Cover story

13 potenzielle Wendepunkte 2018

Entgegen der Erwartung haben sich Volkswirtschaften und Märkte 2017 stark entwickelt. Viele prognostizieren, dass 2018 ein weiteres Rekordjahr werden könnte. In vielen Sektoren ist die Lage jedoch schwieriger geworden, und 2018 könnte das Jahr der Wendepunkte sein und unerwartete Veränderungen bereithalten – sowohl zum Besseren als auch zum Schlechteren. In unserer neuen Konzept-Ausgabe werden wir diesen Wendepunkten auf den Grund gehen und untersuchen, welche Auswirkungen für Gesamtwirtschaft und einzelne Branchen Anleger vielleicht erwarten müssen.

konzept

Editorial

Herzlich willkommen zur neuen Ausgabe unseres Magazins Konzept. In dieser zwölften Ausgabe zeigen wir 13 Wendepunkte auf, die uns 2018 möglicherweise bevorstehen. Wir

haben einen Querschnitt verschiedener makro- und mikroökonomischer Themen zusammengetragen, bei denen unserer Meinung nach derzeit nicht erwartete Entwicklungen zu drastisch veränderten Rahmenbedingungen führen könnten.

Aus makroökonomischer Sicht ist 2018 ein entscheidendes Jahr, denn wir werden voraussichtlich nach sieben Jahren QE eine Zäsur am Rentenmarkt erleben. Seit 2010 haben wir Jahr für Jahr verfolgt, wie der Anteil der Staatsanleihekäufe durch die Zentralbanken der G3-Staaten (USA, Europa und Japan) im Verhältnis zum Nettoemissionsvolumen zugenommen hat. Diese Entwicklung wird sich jedoch allmählich umkehren, sobald die Zentralbanken, allen voran die Fed und bis Jahresende wohl auch die EZB, ihre Quantitative Easing-Programme beenden oder, im Falle der Fed, ihre Bestände an Staatsanleihen abbauen.

Die lockere Geldpolitik hat die Anleihemärkte weltweit verzerrt. Am stärksten ist davon vermutlich Deutschland betroffen. Wird 2018 das Jahr sein, in dem Anleger die deutsche Wirtschaft mit einer nominalen Rate von 4% wachsen sehen und erleben werden, wie die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen, die 2017 lange Zeit unter einem halben Prozent gelegen haben, eine komplette Trendumkehr durchlaufen? Da Anleiherenditen in den letzten Jahren in weiten Teilen der Welt als wichtige Impulsgeber der florierenden Entwicklung der übrigen Märkte fungiert haben, könnten die Auswirkungen höherer Renditen beträchtlich sein.

Der nächste Punkt auf der Agenda ist die Inflation. Die Zentralbanken haben die Leitzinsen und die Anleiherenditen niedrig gehalten und so den Volkswirtschaften zu einem über dem Trend liegenden Wachstum verholfen. Auf diese Weise konnten die krisenbedingten Produktionslücken in den USA geschlossen werden und dürften sich in diesem Jahr auch in Europa schließen. Vor diesem Hintergrund könnte 2018 auch das Jahr werden, in dem die Inflation erstmals stärker als erwartet zulegt. Wir erörtern die konjunkturellen und strukturellen Gründe dafür.

Insgesamt dürfte das niedrige Niveau sowohl der Inflation als auch der Anleiherenditen das Finanzsystem in seiner derzeitigen Form stabilisiert haben, insbesondere angesichts der weltweit hohen Verschuldung. Ein Umschwung in 2018 könnte daher die Stimmung in Volkswirtschaften und an den Märkten weltweit trüben.

Vor diesem sich verändernden makroökonomischen Hintergrund stellen unsere Analysten einige wichtige Themen vor, die sich im kommenden Jahr auf die Einschätzung der Anleger auswirken könnten. Hierzu zählt die zunehmende Verbreitung von Kryptowährungen in regulären Finanztransaktionen, die möglichen Folgen einer Vernachlässigung des Faktors Dividenden für den US-Aktienmarkt, die unmittelbaren Bedrohungen, mit denen sich Vermögensverwalter konfrontiert sehen, das problematische Zusammenspiel von Immobiliensektor und Konsumwachstum in China und die unerwartete Aufwertung von Performance-Fahrzeugen als Wachstumsmotor für den Automobilsektor. Zudem empfehlen wir Ihnen, auf große Fortschritte in den Bereichen künstliche Intelligenz und Augmented Reality zu achten. Für die letztere Technologie hat Apple vor Kurzem ein Betriebssystem auf den Markt gebracht, in dem sich nun Entwickler austoben können. In anderen Bereichen sehen sich europäische Unternehmen durch neue Rechnungslegungsvorschriften gezwungen, ihre Diversitätspolitik offenzulegen. Dies könnte Fonds mit auf Diversität basierenden Strategien einen enormen Auftrieb verleihen und Konsequenzen für diejenigen Unternehmen haben, die im Hinblick auf Diversität schlecht abschneiden.

Wir wünschen Ihnen viel Vergnügen mit unserer Themenauswahl.

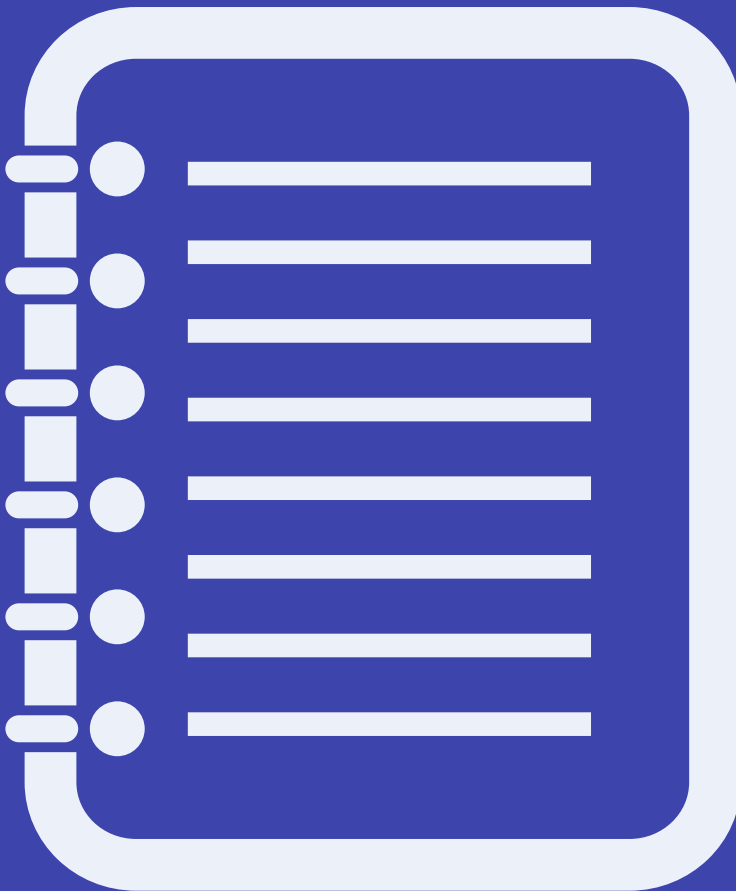
Jim Reid

➤ Wenn Sie Feedback geben oder mit den Verfassern in Kontakt treten möchten, wenden Sie sich bitte zunächst an Ihren Kundenberater der Deutschen Bank oder schreiben Sie an luke.templeman@db.com.

Inhalt

06	In Kürze
10	US-Inflation — Die Zeichen stehen auf Trendwende
14	Blockchain — Was ist dran am aktuellen Bitcoin-Hype?
18	Angaben zur Diversität und ihre Auswirkungen an den Kapitalmärkten
22	Schwellenländer — Der Wind weht von Westen
26	Immobilien in China — Stütze für den Konsum
30	Künstliche Intelligenz — Endlich in der Praxis angekommen
36	Performance-Autos — Der neue Wachstumsmotor
42	Quo vadis, Rentenmarkt? Fünf Indikatoren für Anleger
46	Augmented Reality — Keine Zukunftsvision mehr
50	Vermögensverwalter — Der Vorteil der Unabhängigkeit
54	US-Aktienmarkt: Warnsignal Dividendenentwicklung
58	Ölsektor – DeCAF und die Suche nach Cash Cows
62	Asiatische Technologiewerte – Buchstabensuppe mit besonderer Bedeutung

In Kürze



US-Inflation –
Die Zeichen stehen auf Trendwende
Jim Reid, Craig Nicol

Obwohl die Gefahr einer Deflation nicht mehr unmittelbar besteht, haben sich trotz einer Zentralbankgeldschwemme in seit der Finanzkrise nie zuvor dagewesener Höhe bisher überraschenderweise keine normalen Inflationsraten eingestellt. Ein Wendepunkt könnte jedoch unmittelbar bevorstehen. Zum einen hat sich ein Anstieg bei den Zahlen für das Verarbeitende Gewerbe und das Wirtschaftswachstum abgezeichnet, denen die Inflation grundsätzlich folgt, wenn auch mit zeitlicher Verzögerung. Zudem zeigt ein Blick auf die 1960er Jahre, dass die Inflation plötzlich steigt, wenn die Arbeitslosenquote auf 4% fällt und die Produktionslücke geschlossen wird.

Blockchain –
Was ist dran am aktuellen Bitcoin-Hype?
Ryan J Todd, Ricky Dodds

Während 2017 noch der Bitcoin-Kurs alle Blicke am Markt auf sich gezogen hat, könnten 2018 andere Kryptowährungen in den Vordergrund treten. Noch vor einem Jahr hatte Bitcoin gemessen am Wert bei den Kryptowährungen einen Marktanteil von 90%. Inzwischen ist dieser auf weniger als die Hälfte zusammengeschmolzen. Wichtiger ist jedoch, dass Kryptoinvestment allmählich auch Einzug in die Prozesse von Börsen und Zentralbanken halten. Wenn Zentralbanken Kryptoinvestments nutzen könnten, um eine ordnungsgemäße digitale Währung zu schaffen, die auch an Nichtbanken ausgegeben werden soll, könnten sie die Geldpolitik damit revolutionieren. Für Geschäftsbanken könnte sich dies in der Praxis als zu disruptiv erweisen. Eine Fedcoin der Zentralbank, die sich auf die Abwicklung zwischen Banken am Interbankenmarkt beschränkt, ist jedoch gar nicht so abwegig.

Angaben zur Diversität und ihre
Auswirkungen an den Kapitalmärkten
Luke Templeman

Europäische Anlagen mit Diversitätsfokus könnten 2018 Auftrieb erhalten, da neue Rechnungslegungsvorschriften die europäischen Unternehmen zur Offenlegung ihrer Diversitätspolitik zwingen. Wir beziehen uns hier auf die Erfahrung im Zusammenhang mit der Pariser Klimakonferenz 2015, die dazu geführt hat, dass Nachhaltigkeitsfonds einen enormen Zulauf erlebt haben. Sollte sich dieser „Paris-Effekt“ wiederholen, könnten Fondsvolumen und Beliebtheit von Fonds mit Diversitätsfokus schlagartig zunehmen und diese Fonds zu ernstzunehmenden aktivistischen Anteilseignern werden. Anleger, die diesem

Thema keine Beachtung schenken, könnten schon bald erleben, dass ihre Aktien es an den Kapitalmärkten schwer haben.

Schwellenländer –
Der Wind weht von Westen
Elina Ribakova

In Anbetracht der Tatsache, dass die Industrieländer im vergangenen Jahr als wichtige Impulsgeber für den Wachstumsschub der Schwellenländer fungierten, gehen wir davon aus, dass auch die 2018 potenziell zu erwartenden Wendepunkte in der Entwicklung der Schwellenländer zum Teil auf Impulse aus Industrieländern zurückzuführen sein werden. Konkret geht es dabei um zwei Risikofaktoren: Die mögliche Auferlegung von Sanktionen gegen Russland und die Folgen falscher Prognosen zur Renditeentwicklung von US-Staatsanleihen. Für die Schwellenländer bestehen jedoch auch genügend Möglichkeiten, ihr Schicksal selbst in die Hand zu nehmen. So können sie vor allem von Produktivitätssteigerungen, demografischen Trends und Strukturreformen, insbesondere im Zusammenhang mit Zentralbanken, profitieren.

Immobilien in China – Stütze für den Konsum
Zhiwei Zhang

Als „Ort zum Leben“ hatte Chinas Präsident Xi Jinping Wohnungen auf dem letzten Parteikongress beschrieben. Es war nicht das erste Mal, dass sich das Staatsoberhaupt zu diesem Thema äußerte. Es ist daher nicht verwunderlich, dass mit einer solch klaren Ansage von oben China nun bereits seit mehr als einem Jahr die Kontrollen im Hinblick auf Immobilienspekulationen verschärft. Das Ergebnis: Der Anstieg der Immobilienverkäufe kehrte sich zum Jahresende 2017 ins Negative, während die Immobilienpreise in vielen Städten gesunken sind. Für 2018 steht zu erwarten, dass sich diese Kontrollen nun wirklich empfindlich bemerkbar machen werden – nicht nur am Immobilienmarkt, sondern auch im Gesamtkonsum, der durch den immobilienbasierten Vermögenseffekt gefördert worden war.

Künstliche Intelligenz – Endlich in der Praxis angekommen Ross Seymore

2018 wird das Jahr sein, in dem künstliche Intelligenz den Übergang von der Theorie in die Praxis schafft. Neue Chips, sogenannte anwendungsspezifische integrierte Schaltungen, die dieses Jahr auf den Markt kommen sollen, werden diese Entwicklung voranbringen. Der erste Bereich, dem dies zugutekommen dürfte, ist die industrielle Automatisierung, wo Fertigungsroboter durch schnelles und kollaboratives maschinelles Lernen höhere Erfolgsquoten erzielen. Auch im Bereich autonomes Fahren wird man große Fortschritte machen, sodass eine zunehmende Zahl von Autoherstellern ihre autonomen Fahrzeuge aus der Testphase holen und auf die Straße bringen kann. Intelligente Städte – wie der neue Stadtbezirk in Toronto, der von Alphabet entwickelt wird – werden ebenfalls von den neuen Möglichkeiten der künstlichen Intelligenz und vor allem von der Integration von maschinellem Lernen in Überwachungskameras profitieren.

Performance-Autos – Der neue Wachstumsmotor Tim Rokossa

Performance-Autos sind die heimlichen Gewinntreiber der Autobauer. Und 2018 könnte das Jahr werden, in dem dies auch den Anlegern bewusst wird. 2017 verkaufte Mercedes rund 140.000 Performance-Fahrzeuge der AMG-Linie, ca. ein Drittel mehr als 2016 und das Dreifache der drei Jahre zuvor verzeichneten Verkaufszahlen. Diese Fahrzeuge erzielen Margen, die deutlich über jenen von Mainstream-Automarken liegen. Diese hohe Rentabilität sorgt dafür, dass die AMG-Linie rund ein Drittel des Marktwerts von Daimler ausmacht, und das, obwohl nur eines von 20 produzierten Fahrzeugen ein AMG-Modell ist.

Quo vadis, Rentenmarkt? Fünf Indikatoren für Anleger John Tierney

Die Diskussion am US-Rentenmarkt dreht sich derzeit vorwiegend um die Frage, ob sich Anleihen in einer „Coupon Clipping“-Range bewegen oder auf einen Bärenmarkt zusteuern. Abgesehen davon, dass 2018 vier Zinsanhebungen erwartet werden, ist auch die Renditekurve entscheidend. Doch die Hoffnung, dass wir unmittelbar auf eine Normalisierung zusteuern, besteht schon seit Jahren. Anfang 2018 dürfte es ratsam sein, davon auszugehen, dass es sich bei der Umkehr weniger um eine Rückkehr zur alten Normalität als vielmehr um eine Fortsetzung der neuen Normalität handelt.

Augmented Reality – Keine Zukunftsvision mehr Rob Sanders

Obwohl viel davon geredet wurde, dass Augmented Reality, also die erweiterte Realität, der nächste große Trend werden würde, hat das Scheitern von Google Glass gezeigt, dass die tatsächliche Realität gänzlich anders aussieht. 2018 könnte jedoch das Jahr werden, in dem Augmented Reality richtig durchstartet. Den Anstoß hierfür gibt das neue Betriebssystem von Apple. Dieses kommt mit AR-Funktionen daher, die es Entwicklern ermöglichen, ihrer Fantasie freien Lauf zu lassen und neue Apps zu entwickeln. Für Ende 2018 sowie für 2019 sind noch ausgeklügelte Geräte geplant, und auch Android schließt allmählich zur Konkurrenz auf. Derweil wollen Chiphersteller wie Qualcomm 2018 zahlreiche AR-fähige Chips auf den Markt bringen. Für Zulieferer bietet sich bis 2020 die Chance, Umsätze in Höhe von USD 14 Mrd. zu erzielen.

Vermögensverwalter – Der Vorteil der Unabhängigkeit Kinner Lakhani

Vermögensverwalter sehen sich derzeit mit vier Bedrohungen konfrontiert. 2018 wird voraussichtlich das Jahr sein, in dem sie entweder etwas gegen diese Bedrohungen unternehmen oder über das Thema M&A nachdenken müssen. Günstige passive Produkte werden immer beliebter, die regulatorischen Auflagen nehmen zu, neue Technologien sorgen für mehr Transparenz und es besteht ein ernstzunehmendes Risiko einer Trendwende am breiten Markt. Unabhängige Vermögensverwalter sind aufgrund ihrer geringen Kosten am besten aufgestellt, um dem Sturm standzuhalten. Vermögensverwalter, die zu Banken oder Versicherungen gehören, werden ihre Kosten jedoch senken müssen, indem sie sich entweder vergrößern, spezialisieren oder auf M&A setzen.

US-Aktienmarkt:
Warnsignal Dividendenentwicklung
Luke Templeman

Aktienanleger befürchten, dass der Markt gefährlich überbewertet ist, und verweisen als Begründung auf die schwindelerregend hohen KGVs. Der Blick in die Vergangenheit zeigt jedoch, dass das KGV denkbar schlecht als Kauf- und Verkaufssignal taugt. Die Anleger sollten sich eher darüber Sorgen machen, dass sie 2018 womöglich den Preis für ihre Fixierung auf Dividendenbewertungen zahlen müssen. Ein Renditeanstieg am Rentenmarkt wird dazu führen, dass die Nachfrage nach Bond Proxies, im Zuge derer es die Anleger zu den besonders zuverlässigen Dividendenzahlern hingezogen hat, sinken wird. Diejenigen Unternehmen, die ihre Dividenden unhaltbar stark angehoben haben, um auf diese Weise ein Stück vom Kuchen zu erhaschen, werden von dieser Entwicklung zuerst betroffen sein.

Ölsektor –
DeCAF und die Suche nach Cash Cows
Lucas Herrmann

Natürlich sollte der Ölpreis eine Rolle spielen, sodass trotz rückläufiger Volumina dennoch Wertschöpfungspotenzial besteht. Ganz so einfach ist es jedoch nicht, und 2018 ist das Jahr, in dem sich zeigen wird, welche der großen Ölkonzerne das Potenzial besitzen, sich bei voranschreitender Dekarbonisierung dennoch in Cash Cows zu verwandeln, also in Unternehmen mit hoher Rentabilität trotz vergleichsweise geringer und rückläufiger Volumina. Mindestens drei Faktoren müssen gegeben sein, damit die Ölmultis trotz rückläufiger Volumina rentabel bleiben. Den Unternehmen muss eine striktere Kapitaldisziplin auferlegt werden, Risiken durch Stranded Assets und Kohlenstoffpreise müssen eingedämmt werden und Anleger sollten politische Entscheidungen im Blick behalten, die sich in zunehmendem Maße darauf auswirken, welche Arten von Vorkommen in welchen Ländern erschlossen werden.

Asiatische Technologiewerte –
Buchstabensuppe mit besonderer
Bedeutung
Will Stephens

Es kursiert bereits eine beachtliche Anzahl von Akronymen für Technologietitel: FANGs, FAANMGs, BATs, HATTS, SuNRiSe usw. Man sollte das Phänomen der Akronymbildung jedoch nicht einfach abtun, trägt sie doch zur Bildung spekulativer Blasen bei. Dies dürfte 2018 mit den unter den Akronymen FAANMG und BHATTS zusammengefassten Gruppen von Aktien geschehen – erstere werden voraussichtlich eine Kurssteigerung von zwei Dritteln erfahren, bei letzteren steht sogar eine Verdoppelung ihres aktuellen Kursniveaus zu erwarten. Doch der relativ kleine gemeinsame Nenner der zu dem Akronym zusammengebundenen Aktien stellt ein weiteres Risiko dar. Sie profitieren zwar alle von der Omnipräsenz von Technologie und Internet, aber auf sehr unterschiedliche Weise. Als erfolgreiche Trendtitel gekauft, werden Anlegern bei fallenden Kursen möglicherweise keine Gründe mehr dafür einfallen, warum sie diese Titel weiter halten sollten.

US-Inflation – Die Zeichen stehen auf Trendwende

Noch vor zwei Jahren spielten amerikanische Wirtschaftsexperten mit dem Gedanken einer bevorstehenden Deflation. Obgleich diese Gefahr nicht mehr unmittelbar besteht, haben sich trotz einer Zentralbankgeldschwemme in seit der Finanzkrise nie zuvor dagewesener Höhe bisher überraschenderweise keine normalen Inflationsraten eingestellt. Die Anlegerskepsis war Ende 2017 gestiegen, nachdem das Kerninflationsziel fünfmal in Folge verfehlt wurde. So verwundert es nicht, dass die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen und US-Treasuries nur knapp über ihren Allzeittiefs liegen.

Es scheint jedoch, als stünde ein Wendepunkt bevor, der 2018 endlich zu einem Anstieg der Inflation führen könnte. Zum einen startete das Jahr mit positiver Dynamik. Den Novemberzahlen zufolge lag die annualisierte Kerninflation in den letzten drei bzw. sechs Monaten bei 1,9% und damit zwei Zehntel über dem Gesamtjahresdurchschnitt. Hinzu kommt, dass auch die annualisierte 3-Monats-Rate des von der Fed bevorzugten Inflationsindikators, dem zentralen Index für Konsumausgaben, auf 1,9% und somit auf das Vierfache des im früheren Jahresverlauf verzeichneten Niveaus gestiegen ist, nachdem einige Sonderfaktoren weggefallen sind, die die Preise gedrückt hatten.

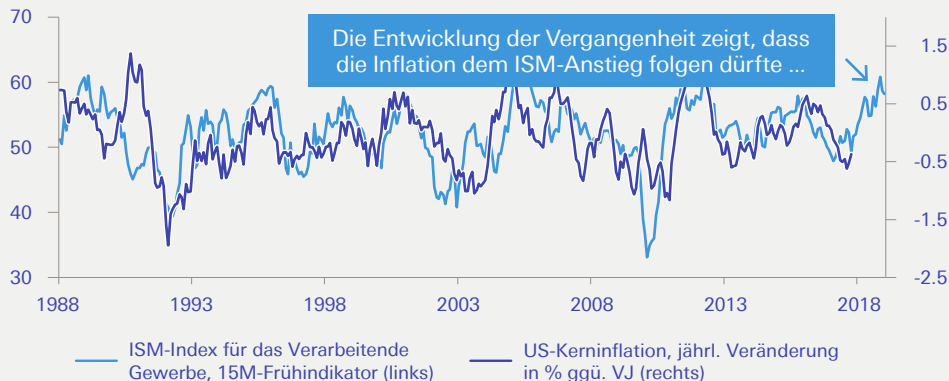
Doch eine positive Dynamik reicht natürlich nicht aus, um ein normales Inflationsniveau vorherzusagen, und vor diesem Hintergrund ist die Tatsache, dass sich der jüngste Anstieg mit einer Reihe von Makromodellen deckt, als vielversprechendes Zeichen zu sehen.

Diese Modelle besagen, dass wichtige Signale wie etwa die steigenden Importpreise, das Wachstum im Verarbeitenden Gewerbe und insbesondere das stärkere Wirtschaftswachstum allesamt den Trend bestätigen. Die beiden nachstehenden Grafiken veranschaulichen den Zusammenhang zwischen diesen Faktoren. Der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe war in der Vergangenheit ein relativ zuverlässiger Frühindikator für die US-Kerninflation fünf Quartale später. Entsprechendes gilt für die reale Wirtschaftsleistung als Richtwert für die Kerninflation in eineinhalb Jahren.

Angesichts der Tatsache, dass das Wirtschaftswachstum 2017 wieder ein stattlicheres Niveau von 2,3% erreicht hat, sollten sich die Kernpreise deutlich über dem Fed-Zielwert von 2% halten, wenn sich der historische Zusammenhang auch diesmal bestätigt.

Vor diesem Hintergrund dürfte eine Begründung für die weitgehend enttäuschende Inflationsentwicklung im vergangenen Jahr das

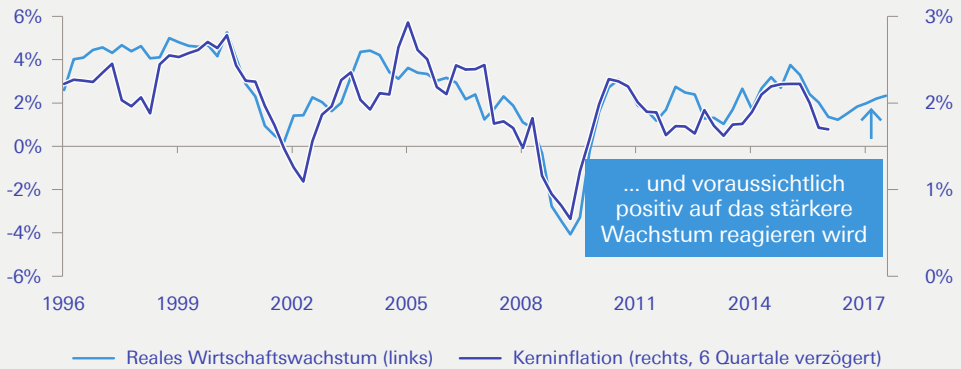
ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe (15-Monats-Frühindikator) und Kerninflation



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

Jim Reid, Craig Nicol

Reale Wirtschaftsleistung und Kerninflationsanstieg USA (18 Monate verzögert)



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

schwache Wachstum Ende 2015 und Anfang 2016 sein, das auf den Einbruch des US-Energie-sektors nach einem massiven Ölpreistrückgang folgte.

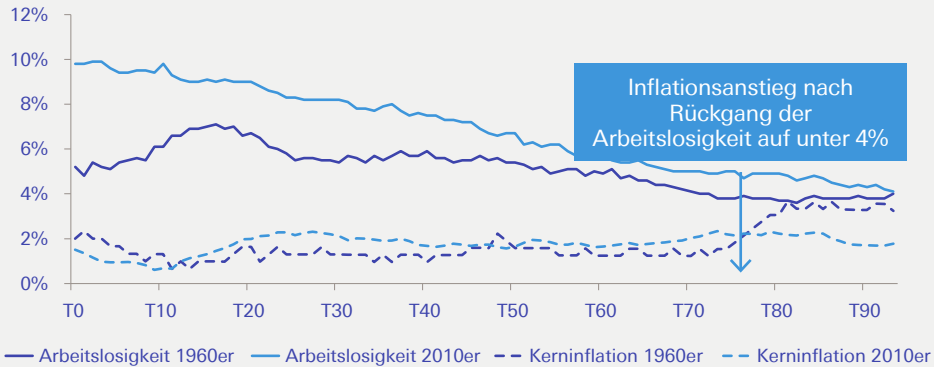
Trotz dieser Anzeichen herrscht nach wie vor große Skepsis bezüglich eines Inflationsanstiegs. Als Erklärung dafür, warum die Inflation niedrig ist und auch bleiben wird, führen die Skeptiker den Bruch in der Phillips-Kurve, die Entwicklung im Technologiesektor und die negativen Auswirkungen des „Amazon-Effekts“ auf die Einzelhandelspreise an. Dennoch: Der vorstehend dargelegte Zusammenhang zwischen dem ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe, dem Wirtschaftswachstum und der Inflation lässt darauf schließen, dass die Inflation lediglich – wie sonst auch – auf die Höhen und Tiefen des Konjunkturzyklus reagiert statt „aus der Reihe zu tanzen“.

Die sich schließenden Produktionslücken in den Industrieländern sprechen für steigende Preise. Die Theorie besagt, dass dies einen Anstieg sowohl der Preismacht der Unternehmen als auch der Löhne zur Folge haben dürfte – beides Faktoren, die sich auf die Inflation auswirken. Der Wendepunkt könnte 2018 überschritten werden. Die Produktionslücken in den USA, Europa und in entwickelten Volkswirtschaften im weiteren Sinne haben sich nach dem krisenbedingten Einbruch wieder in Richtung einer Vollauslastung der Kapazitäten entwickelt, in

einigen Fällen liegen die Zahlen sogar im positiven Bereich. In den USA stellte sich in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres eine positive Produktionslücke ein. Mit anderen Worten: Die USA produzieren nach sage und schreibe zehn Jahren erstmals wieder mit voller Kapazität. Für Europa wird erwartet, dass sich die Produktionslücke 2018 schließt und 2019 in den positiven



Arbeitslosigkeit und Kerninflation in den 1960er und 2010er Jahren (Monate ab Beginn des Jahrzehnts)



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

Bereich wandern wird. Entsprechend dürfte sich auch in anderen entwickelten Volkswirtschaften in diesem Jahr eine positive Produktionslücke einstellen. Tatsächlich könnte es sein, dass das Aufwärtspotenzial angesichts der Ende 2017 verzeichneten Wachstumsdynamik, insbesondere in Europa, unterschätzt wird.

Obgleich die meisten Wirtschaftsexperten nach wie vor die Ansicht vertreten, dass die US-Kerninflation „nur“ einen unteren 2%-Bereich erreichen und dort verharren wird, liefert die Vergangenheit Präzedenzfälle dafür, dass schon bald ein länger anhaltender Anstieg möglich sein könnte. In den 1960er Jahren sank die Arbeitslosenquote kontinuierlich in Richtung 4%, bei zugleich wenigen oder gar keinen Anzeichen dafür, dass die Kerninflation sowie die Lohninflation deutlich über die damals über längere Zeit verzeichneten relativ niedrigen Niveaus hinaus steigen würden.

In Einklang mit der geringen Inflation blieben auch die Erwartungen konstant sehr zurückhaltend. Zudem wurde die Ansicht vertreten, dass die inflationsneutrale Arbeitslosenquote gering sei und womöglich noch weiter fallen werde. Und schließlich verlief die Phillips-Kurve flach, da trotz rückläufiger Arbeitslosigkeit kein Inflationsdruck bestand. All diese Faktoren sind der heutigen Situation verblüffend ähnlich.

Wie heute fiel die Inflation auch in der ersten Hälfte der 1960er Jahre regelmäßig unter 2%. Anfang 1966 kam es jedoch zu einem Wendepunkt und zwar kurz nachdem die Arbeitslosigkeit unter 4% gesunken war. Die vorstehende Grafik zeigt die Inflation ab Januar 1960 bzw. ab Januar 2010. Es dauerte 76 Monate ab Beginn der 1960er Jahre, bis die VPI-Kerninflation dauerhaft über 2% gestiegen war. Das Absinken der Arbeitslosenquote auf unter 4% markierte einen

bedeutenden Wendepunkt, da dies darauf hindeutete, dass die Gesamtnachfrage deutlich über das damalige Potenzialwachstum der Wirtschaft von 4,5% gestiegen war. Darauf folgte ein plötzlicher und nachhaltiger Anstieg der Inflation.

Es stimmt, dass diese Bewegungen teilweise auf einen erheblichen Anstieg der Staatsausgaben im Zusammenhang mit dem Vietnamkrieg zurückzuführen waren. Doch es ist ebenfalls zutreffend, dass sich der Anstieg der Kerninflation auf breiter Front vollzog. Einer der Bereiche mit dem stärksten Inflationsanstieg war die medizinische Versorgung, nachdem 1965 die Versorgungsprogramme Medicare und Medicaid eingeführt worden waren. Die Preise für Gesundheitsleistungen stiegen in den darauffolgenden fünf Jahrzehnten beinahe dreimal schneller als die Verbraucherpreise insgesamt. Begeben wir uns nun zurück in die Gegenwart: Heute wird argumentiert, der Affordable Care Act habe zu dem in den letzten Jahren zu beobachtenden erheblichen Rückgang der Inflation im Gesundheitswesen beigetragen. Angesichts diverser politischer Forderungen, dieses Gesetz ganz oder teilweise aufzuheben, könnten die Gesundheitskosten wieder steigen.

Zweifelloso bestehen Unterschiede zwischen der US-Wirtschaft in den 1960er Jahren und heutzutage. Abgesehen von den kriegsbedingten Ausgaben war die Erwerbsbeteiligung in den 1960er Jahren höher, und die Fed hat heute Lehren aus der Vergangenheit gezogen und setzt verstärkt auf eine präventiv ausgerichtete restriktive Geldpolitik.

Nichtsdestotrotz liefern die 1960er Jahre Anhaltspunkte dafür, welche Faktoren zu einer Normalisierung der Inflationserwartungen beitragen könnten. Zum einen könnte sich die Phillips-Kurve einmal mehr als lediglich „schlum-

Trotz der allgemeinen Auffassung, das Preisniveau werde noch für längere Zeit niedrig bleiben, deutet vieles darauf hin, dass die USA an einem Wendepunkt der Inflationsentwicklung angelangt sind und 2018 eine Phase des strukturellen Preisanstiegs einsetzen könnte.

mernd“ statt „tot“ herausstellen. Die Analyse von Daten auf Bundesstaatenebene deutet darauf hin, dass der durch die Phillips-Kurve beschriebene Zusammenhang solange schwach ist, bis die Arbeitslosenquote deutlich unter das historische Normalniveau absinkt. Bei einem Absinken um mehr als einen halben Prozentpunkt unter das historische Niveau kommt es jedoch zu einer Lohninflation. Des Weiteren könnten konjunkturelle Impulse in Form von Steuersenkungen dafür sorgen, dass das Defizit wieder steigt, während eine Lockerung der Bankenregulierung und Gesundheitsreformen einen mit dem Niveau der späten 1960er Jahre vergleichbaren Preisanstieg zur Folge haben könnten.

Argumente für ein mittel- bis langfristiges Aufwärtspotenzial liefert die demografische Entwicklung. In den letzten 35 Jahren hat der Anteil der Erwerbsbevölkerung in der industrialisierten Welt stark zugenommen. Zu einem besonders starken Anstieg kam es durch die relativ plötzliche Integration Chinas in die Weltwirtschaft in den späten 1970er Jahren. Diese Entwicklungen sorgten in der Kombination

für ein Überangebot an Arbeitskräften und drückten die Lohnentwicklung weltweit.

Inzwischen hat hinsichtlich des steigenden Angebots an Arbeitskräften jedoch ein Umkehrtrend eingesetzt, was wiederum bedeutet, dass Arbeitskräfte unter Umständen zunehmend eine stärkere Preissetzungsmacht ausüben und höhere Löhne verlangen werden. Einige argumentieren zwar, dass Technologien wie etwa künstliche Intelligenz Arbeitskräfte ersetzen und somit die Löhne weiter drücken könnten; der Blick in die Vergangenheit bestätigt einen entsprechenden langfristigen Effekt jedoch nicht. Die technologische Entwicklung dürfte heute wohl genauso rasant voranschreiten wie eh und je und doch herrscht in den Industriestaaten nahezu Vollbeschäftigung. Und das Wachstum wird wahrscheinlich auch künftig für weiteren Bedarf an Arbeitskräften sorgen, wenn auch in neuen Bereichen.

Trotz der allgemeinen Auffassung, das Preisniveau werde noch für längere Zeit niedrig bleiben, deutet also vieles darauf hin, dass in den USA im Jahr 2018 eine Phase des strukturellen Preisanstiegs einsetzen könnte. ●

Blockchain — Was ist dran am aktuellen Bitcoin-Hype?

Kaum ein Phänomen hat in der Finanzwelt im vergangenen Jahr so für Faszination gesorgt wie der Bitcoin-Boom und die dahinterstehende Blockchain (oder Distributed Ledger)-Infrastruktur. Coinbase, eine App, mit der Nutzer Bitcoin kaufen und verkaufen können, avancierte zur meistheruntergeladenen iPhone App in den USA und zählt mittlerweile mehr Konten als der zweitgrößte US-Wertpapierhändler Charles Schwab.

Doch nicht nur Bitcoin-Kunden profitieren von dem Boom. Ein kleines britisches Unternehmen verzeichnete nach der Umfirmierung von „On-line Plc“ zu „On-line Blockchain Plc“ im vergangenen Jahr eine Vervielfachung seines Aktienkurses am Tag nach der Bekanntgabe und damit den größten Kurssprung seit Beginn des Handels mit seinen Aktien vor zwanzig Jahren. Dieser Trend dürfte sich 2018 weiter fortsetzen. In Kanada planen 50 Unternehmen aus dem Bereich Blockchain und Kryptowährungen einen Börsengang.

Wie nicht anders zu erwarten, wird das Thema nach wie vor extrem kontrovers diskutiert. Anhänger dieser Technologie sehen sie als Wegbereiter einer neuen Welle der Dezentralisierung, die Banken, Regierungen und die weltgrößten Internetkonzerne auf den Kopf stellen wird, während Kritiker darin nichts als Betrug sehen und Parallelen zum Tulpenfieber des 17. Jahrhunderts ziehen. Die Wahrheit dürfte irgendwo zwischen diesen beiden Extremen liegen.

Egal welcher Position Sie zuneigen, niemand wird bestreiten, dass sich die Märkte aktuell im Bitcoin-Rausch befinden. Dabei fehlt es indes an einem tieferen Verständnis der wesentlichen Entwicklungen sowohl auf dem Gebiet der Kryptowährungen als auch auf dem der Blockchain-Technologie. Aus diesem Grund könnten viele Menschen einige der 2018 zu



erwartenden entscheidenden Momente dieser Technologie verpassen.

Bevor wir unsere Betrachtungen fortsetzen, wollen wir zunächst klären, was genau sich hinter den Schlagworten Blockchain und Kryptowährungen verbirgt. Blockchain ist eine computerbasierte Netzwerktechnologie zur Generierung digitaler Kontenbücher, in denen bilaterale Transaktionen zwischen Netzwerkteilnehmern erfasst werden.

Eine Kryptowährung – wie Bitcoin als bekannteste Vertreterin dieser Gattung – dient als Tauschmittel in diesem Netzwerk. Ein wesentliches Merkmal der Blockchain-Technologie besteht darin, dass sie ohne zentrale dritte Instanz auskommt. Dies ähnelt einer Barzahlung zwischen zwei Personen, im Gegensatz zu einer Scheckzahlung, die erst bei einer Bank eingereicht und eingelöst werden muss, bevor der Transaktionspartner sein Geld bekommt.

Die erste dezentrale Anwendung dieser Technologie war ein um das Jahr 2010 eingeführtes Peer-to-Peer-Netzwerk, das heute als Bitcoin bekannt ist. Andere Netzwerke können jedoch jederzeit auch Blockchain-basierte Konten-

Ryan J Todd, Ricky Dodds

systeme mit einer eigenen Kryptowährung entwickeln. Solche gibt es bereits. Noch vor einem Jahr hatte Bitcoin bei den Kryptowährungen einen Marktanteil von 90%. Mittlerweile ist dieser auf weniger als die Hälfte zusammengeschnitten. Die Konkurrenz schläft nicht: Ethereum, Litecoin, Z-Coin und andere bieten heute ebenfalls Initial Coin Offerings und Tokens an. Das Initial Coin Offering-Fieber hat 2017 dazu geführt, dass über diesen Kanal USD 4 Mrd. an Kapital aufgenommen werden konnten.

Die mittlerweile etwa tausend Konkurrenzprodukte zu Bitcoin sind aber nicht ganz deckungsgleich mit dem Original. Sie haben unterschiedliche Eigenschaften und können zu verschiedenen Zwecken genutzt werden. Im Kern bilden sie immer die Basis für dezentrale Anwendungen, über die Dienstleistungen wie Zahlungen, Ride Hailing, Anonymität oder soziale Medien angeboten werden, ohne dass es einer zentralen Kontrollinstanz für die Abwicklung bedarf. Da Bitcoin oder die jeweilige Kryptowährung lediglich das Medium zur Teilnahme am dezentralen Netzwerk ist, sollte man eher von Kryptoinvestments als Kryptowährungen sprechen.

Für Menschen ohne Bankkonto sowie Menschen in Ländern mit Hyperinflation, instabilen politischen Verhältnissen und strengen Kapitalverkehrskontrollen sind digitale, dezentrale Währungen ein ganz neuer Königsweg zu Finanzinklusion und Freiheit.

Die Vorteile der Blockchain-Technologie gehen jedoch über die Nutzung als Währung hinaus. So können verteilte Kontenbücher auch dazu genutzt werden, Eigentumsrechte und die Herkunft von Waren und geistigem Eigentum zu dokumentieren. Everledger beispielsweise wird als verteiltes Datenbanksystem dazu genutzt, die Identität von Diamanten nachzuweisen. Die Everledger-Diamanten-Blockchain reicht dabei von Abbau und Veredelung bis hin zu Handel und Versicherung. An einem Markt, auf dem sehr viele gefälschte Papiere im Spiel sind, erleichtert dies die Zuordnung und kann Betrug erschweren.

Die Verwendung von Bitcoin weckt bei Bürgern und Politikern manchmal Assoziationen mit kriminellen Machenschaften und Geschäften im Dark Web wie im Falle der Silk Road. Für digitale Kryptoinvestments gibt es jedoch auch sehr viele legale Verwendungsmöglichkeiten und Nutzer und hier könnten wir 2018 eine Ausweitung sehen.

Ein wichtiger Schauplatz wird in diesem Jahr Australien sein, wo erstmals Distributed Ledger-Technologie für Unternehmen das bisherige Clearingsystem der australischen Börse ablösen soll. Wenn alles nach Plan läuft, kann mit der erfolgreichen Validierung der Nachweis erbracht werden, dass die Technologie die nötige

Skalierbarkeit und Leistungsstärke für den Einsatz bei einer großen Börse besitzt.

Aufmerksam verfolgen wird diese Entwicklung ein Konsortium von Banken, die Ende 2018 mit einer sogenannten Utility Settlement Coin an den Start gehen wollen. Dieses System ermöglicht eine schnellere Abwicklung grenzüberschreitender Wertpapierkäufe, ohne abwarten zu müssen, bis die bisherigen zeitaufwändigen Post Trade-Prozesse abgeschlossen sind. Die Utility Settlement Coin wird auf Distributed Ledger-Technologie basieren und durch Einlagen bei Zentralbanken gedeckt und direkt in Bank-einlagen in wichtigen internationalen Währungen tauschbar sein. Außerdem soll sie ausschließlich für den Interbankenhandel genutzt werden, in der Hoffnung, Transaktionen in Sekundenschnelle abwickeln zu können, während bei der Abwicklung bisher noch in Tagen gerechnet werden muss. Damit sich diese Hoffnungen erfüllen, können nur Wertpapiere, die selbst in einem verteilten Kontenbuch geführt werden, in der Utility Settlement Coin abgewickelt werden.

Dieses ursprünglich von der UBS angestoßene Projekt wird mittlerweile auch von der Deutschen Bank, Banco Santander, HSBC, Barclays und Credit Suisse mitgetragen. Auch wenn es vielleicht noch Jahre dauert, bis Clearinghäuser im Nachhandelsprozess der Abwicklung keine Rolle mehr spielen, spricht es doch Bände, wie schnell ein solches Szenario überhaupt denkbar geworden ist.

Die Begeisterung für die Technologie hat mittlerweile auch die Universitäten erfasst. Es werden bereits erste Kurse zu diesem Thema angeboten. In den USA wird Stanford für 2018 erstmals ein umfassendes Angebot von Veranstaltungen zu Kryptoanlagen und Distributed Ledger-Technologie im Programm haben. Bei Wharton und der Harvard Business School will man noch in diesem Jahr ein ähnliches Programm vorstellen.

Ein weiterer Einsatzbereich für die Distributed Ledger-Technologie könnten die Zentralbanken sein. Einer vor Kurzem veröffentlichten Studie zufolge werden bei 80% der befragten 57 Zentralbanken Möglichkeiten für die Emission von digitalem Zentralbankgeld auf Distributed Ledger-Basis sondiert. Bei zwei Dritteln laufen darüber hinaus derzeit Tests zu Proof-of-Concept-Projekten mit Distributed Ledger-Technologie. 20% gehen von einem Going Live in den nächsten ein bis zwei Jahren aus.

Die Idee von digitalem Zentralbankgeld, Stichwort Fedcoin, ist kein neues Konzept. Schon 2015 haben wir in diesem Magazin einen entsprechenden Vorschlag gemacht.¹ Da die Allgemeinheit Zentralbankgeld nur in Form von Bargeld halten kann, ist ein Bankensystem mit

Einlagen eine zwingende Voraussetzung für einen funktionierenden Finanzmarkt. Wenn die Menschen Zentralbankgeld direkt halten könnten, könnte das gesamte System vereinfacht werden. Schätzungen der Bank of England zufolge könnte eine digitale Währung die Wirtschaftsleistung um drei Prozent steigern.

Während solche Szenarien vor der Finanzkrise nur unter Fachleuten diskutiert wurden, hat die Politik des Quantitative Easing in Reaktion auf die Krise, die in einigen Ländern zu negativen Zinsen geführt hat, eine breitere Öffentlichkeit für dieses Thema sensibilisiert. Negative Zinssätze können jedoch nur auf Mittel innerhalb des Finanzsystems angewendet werden, nicht auf Bargeld. Die große Sorge war, dass negative Zinsen an einem gewissen Punkt einen Bank Run auslösen könnten. Fedcoin als Lösung für diese gesamte Problematik war geboren, und mittels Distributed Ledger-Technologie ließe sich die Fedcoin auch praktisch umsetzen.

Eine digitale Zentralbankwährung hätte mehrere Vorteile für Verbraucher. Erstens wäre das Ausfallrisiko, das von Geschäftsbanken als Gegenpartei ausgeht, eliminiert. Zweitens würden digital verteilte Kontenbücher Transaktionen sicherer machen. Und drittens könnte eine digitale Zentralbankwährung zusätzlich zu den aktuellen Möglichkeiten über Geschäftsbanken den Zugang zur Zentralbankbilanz verbreitern. Wenn Verbraucher Konten direkt bei der Zentralbank unterhielten, hätten die Zentralbanken damit ein weiteres wirksames geldpolitisches Instrument, um Spar- oder Konsumanreize zu setzen.

Welchen Effekt digitales Zentralbankgeld auf die Einlagen bei Geschäftsbanken hätte, hängt letztlich von der Ausgestaltung dieses Instruments ab. Wenn die digitale Währung als direktes Substitut für Bargeld (oder für Buchforderungen gegenüber der Zentralbank) ausgegeben wird und nur großen Instituten im Interbankenmarkt zu Abwicklungszwecken angeboten wird, dürfte dies kaum Auswirkungen auf die Einlagen haben. Wenn die digitale Währung auch an Nichtbanken ausgegeben werden soll und entsprechende Einlagen bei der Zentralbank auch verzinslich sein sollen, könnte es jedoch interessanter werden. Momentan ist das noch eine rein akademische Diskussion, weil die Banken die Negativzinsen in der Nachkrisenphase kaum an ihre Retailkunden weitergegeben haben. Bei der nächsten Krise könnte dies jedoch ganz anders aussehen.

Die zentrale Frage für die Fedcoin-Befürworter sind die Auswirkungen auf das Bankensystem. In unserer aktuellen Welt nehmen Banken Einlagen herein und reichen sie als Darlehen aus. Bei einer großflächigen Verlagerung auf digitales Zentralbankgeld würden Geschäftsbanken plötzlich mit der Zentralbank um Einlagen konkurrieren.

Damit stellt sich dann konkret die Frage nach der Refinanzierung und der Kreditversorgung der Geschäftsbanken. Wenn sich das Bankensystem nicht mehr aus Einlagen refinanzieren kann, könnte sich dies negativ auf die Kreditvergabe auswirken. Banken müssen sich dann am Interbankenmarkt refinanzieren, der in Zeiten einer Liquiditätsverknappung schnell austrocknen kann. In dem Umfang, in dem sich Einlagen von den Geschäftsbanken auf eine Zentralbank verlagern, käme es zwangsläufig zu einem Forderungsabbau im System, da die Zentralbank nur liquide Vermögenswerte hält, während Banken Kredite im Rahmen des Giralgeldsystems vergeben.

Sollte die Entwicklung in naher Zukunft beschleunigt in Richtung Fedcoin gehen, dürfte das digitale Zentralbankgeld auf die Abwicklung zwischen Banken am Interbankenmarkt beschränkt bleiben. Damit müssten im Wesentlichen Zentralbanksysteme zur Verwaltung und Übertragung von Reserven zwischen Banken durch eine Blockchain-Struktur ersetzt werden. Wesentlich schwerer vorstellbar ist es, wie Fedcoin in absehbarer Zeit Bargeld und Bankeinlagen auf breiter Front im Wirtschaftskreislauf ersetzen soll.

Damit sind wir wieder bei dem unauffhaltsam weiter steigenden Bitcoin-Kurs. Es ist problematisch, dass die meisten Käufer Bitcoin nicht kaufen, um damit Zugang zu verteilten Anwendungen zu erlangen. Sie tun dies aus rein spekulativen Gründen, um von Kurssteigerungen zu profitieren. Die dem Bitcoin-Phänomen zugrunde liegende Technologie ist indes wirklich revolutionär. Menschen können Werte überall in der Welt übertragen und aufbewahren, wie volatil der Wert auch sein mag, ohne dass es dazu einer zentralen dritten Instanz bedarf. Die Daten könnten auch nicht zensiert werden. Doch bevor diese Technologie in der heutigen Gesellschaft mehr sein kann als nur ein Instrument der Spekulation, muss noch einiges geschehen: Fortschritte bei dem allgemeinen Wissen über die Technologie, bei Regulierung, Infrastruktur und der Zahl funktionierender Anwendungen. Damit wird es 2018 aller Wahrscheinlichkeit nach vorangehen. ●

1 Siehe Fedcoin—Wie Banken sich gegen Blockchain behaupten können, Konzept #06, November 2015.

Menschen können Wert überall in der Welt übertragen und aufbewahren, wie volatil der Wert auch sein mag, ohne dass es dazu einer zentralen dritten Instanz bedarf.

Angaben zur Diversität und ihre Auswirkungen an den Kapitalmärkten



Mitarbeiterdiversität ist nicht unbedingt ein Thema, von dem im Zusammenhang mit Rechnungslegung häufig die Rede ist. Die vor Kurzem veröffentlichten Prüfungsschwerpunkte der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) rückten jedoch einen interessanten neuen Aspekt in den Blickwinkel. In diesem Jahr wird die ESMA besonders darauf achten, wie Unternehmen eine neue Rechnungslegungsrichtlinie umsetzen, die die Offenlegung verschiedener Informationen zur Mitarbeiterdiversität vorsieht.

Wenn man hier nach der Vergangenheit gehen kann, könnte die Offenlegung dieser Zahlen – im Gegensatz zu vielen anderen Corporate Governance-Informationen, die Unternehmen veröffentlichen müssen – spürbare Auswirkungen haben. Tatsächlich könnten sich Anleger dadurch gar gezwungen sehen, bei ihren Titelanalysen vorrangig auf Nichtfinanzinformationen zu achten.

Konkret verlangen die Vorschriften von den meisten börsennotierten Unternehmen mindes-

tens die Offenlegung ihrer Diversitätspolitik, was einige Unternehmen zweifellos zum Anlass nehmen werden, einschlägige Richtlinien aufzustellen. Unternehmen, die keine entsprechenden Informationen veröffentlichen, dürften in Erklärungsnot geraten. Die Negativschlagzeilen, die mit einer Nichtoffenlegung einhergehen, werden jedoch sicherlich die meisten Unternehmen zu einer Offenlegung bewegen.

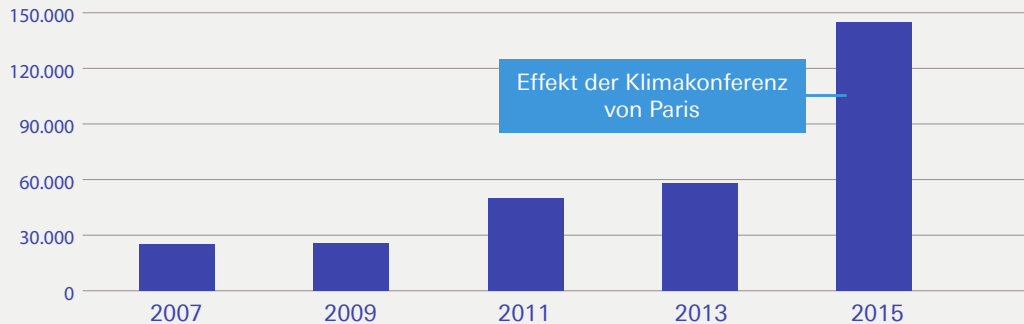
Viele Unternehmen legen bereits jetzt weit mehr als die verlangten Informationen offen, und die zusätzliche Aufmerksamkeit der Anleger in diesem Bereich wird die Unternehmen ohne Zweifel zu einer verstärkten Einhaltung von Best-Practice-Standards veranlassen.

Schon jetzt blickt eine große Zahl der Kapitalgeber auf Nichtfinanzinformationen als wichtiges Kriterium für die Auswahl von Aktien. Eines der bekanntesten Beispiele ist der mehrere Milliarden schwere norwegische Staatsfonds, der weltweit größte seiner Art. Dieser führt eine Liste von Unternehmen, die aufgrund verschiedener nichtfinanzieller Faktoren nicht für ein Investment des Fonds infrage kommen. Auch der GBP 8 Mrd. schwere Stiftungsfonds der Church of England gab kürzlich bekannt, dass er Bergbauunternehmen künftig genauer unter die Lupe nehmen werde.

Wenn wir unseren Blick über Aktien hinausrichten, ist festzustellen, dass sozial verantwortliche Investments enormen Zuwachs verzeichnet haben. Eurosif geht davon aus, dass europaweit Fonds mit einem Vermögen von insgesamt EUR 10 Bio. bewusst Investments ausschließen, die nicht in Einklang mit ihrem Mandat stehen. Fonds mit einem Volumen von EUR 5 Bio. setzen auf normenbasierte Screening-Methoden und Fonds mit einem Volumen von EUR 4 Bio. bringen sich aktiv zu bestimmten Themen ein und nehmen ihre Stimmrechte wahr. Nur um dies ins Verhältnis zu setzen: Der Stoxx 600 und der europäische Markt für Unternehmensanleihen haben zusammen genommen ein Volumen von ca. EUR 11 Bio.

Auf Nachhaltigkeitsthemen basierende Investments könnten einen Anhaltspunkt dafür liefern, wie sich die neuen diversitätsbezogenen Angaben auf die Verteilung des Anlagekapitals

Zunahme von Anlagen mit Nachhaltigkeitsschwerpunkt in Europa – in Mio. €



Quellen: Eurosif, Deutsche Bank

auswirken könnten. Schließlich hat ein bestimmtes vielbeachtetes Ereignis zu einer plötzlichen Kapitalflut in Nachhaltigkeitsinvestments geführt. Dabei gilt es zu beachten, dass in den zwei Jahren bis 2013 Investments mit Nachhaltigkeitsfokus in Europa ein recht moderates Wachstum von gerade einmal 11% jährlich auf EUR 60 Bio. verzeichnet haben. Nach dem Klimagipfel 2015 in Paris hat sich das schlagartig geändert. Die durch diese öffentlichkeitswirksame Veranstaltung entstandene Publicity hat dazu geführt, dass sich Investments im Nachhaltigkeitssektor bis Ende 2015 mit einem Volumen von EUR 145 Mrd. mehr als verdoppelt haben.

Angesichts der stetig zunehmenden Beliebtheit, der sich Investments mit Fokus auf Nachhaltigkeitsthemen seither erfreuen, ist mit großer Wahrscheinlichkeit davon auszugehen, dass Fonds mit Schwerpunkt auf geschlechtsspezifische Diversität (Gender Diversity-Fonds) eine ähnliche Erfolgsgeschichte durchlaufen würden. Zwei der bekanntesten US-Fonds in diesem Bereich, der State Street-Fonds für Geschlechterdiversität und der Pax Ellevest Women's Index, verwalten zusammen genommen inzwischen ein Vermögen von USD 500 Mio.

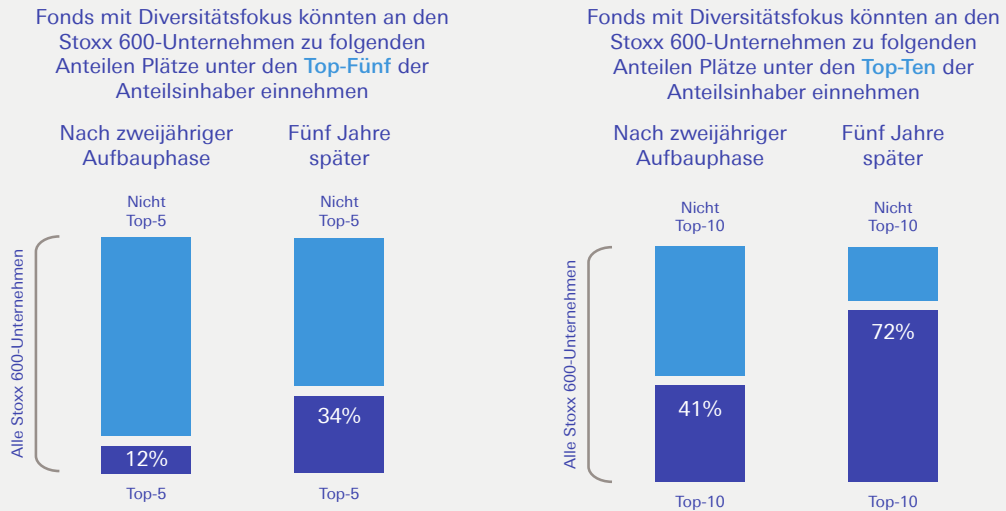
Würde sich die Aufmerksamkeit der Anleger – ähnlich wie im Falle von Nachhaltigkeitsfonds – infolge eines beliebigen Ereignisses besonders stark auf diese Fonds richten, könnten diesbezügliche Anlageaktivitäten explosionsartig zunehmen. Dies ist ein wichtiger Aspekt, da Angaben von New Financial zufolge Unternehmen, die bereits jetzt die Anzahl von Frauen in ihren Führungsgremien veröffentlichen, zu einem Drittel mehr Frauen in ihren Führungsetagen beschäftigen als Unternehmen, die keine entsprechenden Zahlen offenlegen. Mit anderen Worten: Unternehmen, die keine Informationen hierzu veröffentlichen, sind deutlich weniger fortschrittlich als Unternehmen, die entsprechende Angaben

machen. Für Nachzügler könnte dies bald zum Problem werden.

Sollten also die neuen Offenlegungen zum Thema Diversität dazu führen, dass Fonds mit Gender-Fokus einen ähnlichen Kapitalzufluss erfahren wie Nachhaltigkeitsfonds nach dem Pariser Abkommen, dann wäre die spürbare Folge, dass diese Fonds bald nicht nur auf die Unternehmenspolitik, sondern auch auf Aktienkurse und die Fähigkeit der Unternehmen zur Kapitaleinwerbung einen ernstzunehmenden Einfluss ausüben könnten.

Um den Kapitalzufluss in Investments mit Fokus auf Diversitätsthemen abschätzen zu können, ziehen wir die EUR 86 Mrd. heran, die seit der Klimakonferenz in Paris in Nachhaltigkeitsfonds geflossen sind. Wenn wir davon einen Betrag von EUR 13 Mrd. abziehen, der wahrscheinlich aus natürlichem Wachstum (ausgehend von der Zuwachsrates in den zwei Jahren vor dem Klimagipfel) resultiert, kommen wir zu dem Ergebnis, dass EUR 73 Mrd. der in Strategien mit Nachhaltigkeitsfokus investierten Mittel auf den „Paris-Effekt“ zurückzuführen sind.

Davon ausgehend, dass die Offenlegung von Diversitätsangaben Investments in ähnlicher Höhe in Strategien mit Fokus auf Geschlechterdiversität nach sich zieht, würde dies 0,9% des Marktwerts der Unternehmen im Stoxx 600 entsprechen. Wenn wir nun für diese Fonds in den nächsten fünf Jahren ein Wachstum von jährlich 10% annehmen (ausgehend von der Wachstumsrate von Nachhaltigkeitsfonds abzüglich des Fondswachstums am Gesamtmarkt und zuzüglich eines Aufschlags, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass Gender Diversity-Fonds von einer niedrigeren Ausgangsbasis starten), so ergibt sich für diese Fonds fünf Jahre nach der anfänglichen zweijährigen Aufbauphase ein Wert von EUR 120 Mrd. Dies entspricht 1,4% des aktuellen Werts des Stoxx 600.



Quelle: Deutsche Bank

Angesichts der breit gefächerten Eigentümerstruktur der Unternehmen im Stoxx 600 fallen diese EUR 120 Mrd. umso stärker ins Gewicht. Würden die Mittel dieser Fonds auf alle Unternehmen im Verhältnis zu ihrer Marktkapitalisierung aufgeteilt, so würden die Fonds gemeinsam den zwölftgrößten Aktionär eines durchschnittlichen Unternehmens darstellen und bei einem Achtel der Unternehmen zu den fünf größten Aktionären zählen. Fünf Jahre nach der anfänglichen Wachstumsphase wären diese Fonds der siebtgrößte Aktionär in einem durchschnittlichen europäischen Unternehmen. Zusammengefasst heißt das, dass diese Fonds bei jedem dritten Unternehmen unter den Top-Fünf und bei mehr als zwei Dritteln der Unternehmen unter den Top-Ten der Aktionäre rangieren würden. Zudem würden sie bei jedem der 20 größten europäischen Unternehmen zu den zehn größten Aktionären gehören.

Natürlich würde dieser Effekt noch zusätzlich verstärkt, wenn Fonds mit Schwerpunkt auf Diversitätsthemen ihren Fokus auf diejenigen Unternehmen richten, die bei der Diversifizierung ihrer Belegschaft hinterherhinken. Selbstredend gehen wir davon aus, dass diese Fonds sich schwerpunktmäßig auf Aktien konzentrieren werden, was unserer Ansicht nach sinnvoll ist, da dies gemeinhin der beste Weg ist, um Einfluss auf das Management und andere Aktionäre ausüben zu können.

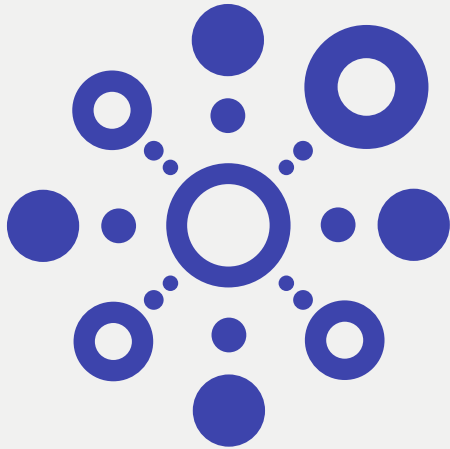
Anleger sollten sich bewusst machen, dass ein Fünftel aller Unternehmen keine Informatio-

nen zur Mitarbeiterdiversität offenlegt. Und die Wahrscheinlichkeit ist sehr hoch, dass genau diese Unternehmen nur einen geringen Frauenanteil in ihren Führungsgremien und Senior Management-Positionen beschäftigen. Falls diese neuen Offenlegungspflichten im Rechnungsbereich dafür sorgen, dass diese Unternehmen stärker in den Fokus rücken und Anleger gleichzeitig dazu veranlasst werden, ihre Investimentsentscheidungen verstärkt auf Grundlage von Diversitätsscreenings zu treffen, könnten diese Unternehmen gegenüber dem breiteren Markt das Nachsehen haben. Im Umkehrschluss bedeutet das: Fließt das Kapital in fortschrittlichere Unternehmen, könnten deren Aktien eine überdurchschnittliche Entwicklung verzeichnen.

Unabhängig davon würde ein verstärkter Fokus auf Diversitätsthemen einen Wandel an den Kapitalmärkten bewirken. Unternehmen, die am Anleihe- oder Aktienmarkt Kapital aufnehmen möchten, werden es leichter haben, potenzielle Anleger für sich zu gewinnen, sofern sie nachweisen können, dass sie ein bestimmtes Maß an Offenlegung erfüllen und Richtlinien zur Förderung der Gleichbehandlung von Mitarbeitern einhalten. Anleger, die Diversitätsthemen bei der Bewertung eines Titels keine Beachtung schenken, würden damit ein ähnliches Risiko eingehen wie mit dem Kauf eines Dieselfahrzeugs in der Hoffnung, dass trotz des nachlassenden öffentlichen Ansehens und der Welle neuer Vorschriften, die Dieselfahrzeuge zunehmend unbeliebter machen, der Wiederverkaufswert erhalten bleibt. ●

Anleger sollten sich bewusst machen, dass ein Fünftel aller Unternehmen keine Informationen zur Mitarbeiterdiversität offenlegen. Und die Wahrscheinlichkeit ist sehr hoch, dass genau diese Unternehmen nur einen geringen Frauenanteil in ihren Führungsgremien und Senior Management-Positionen beschäftigen.

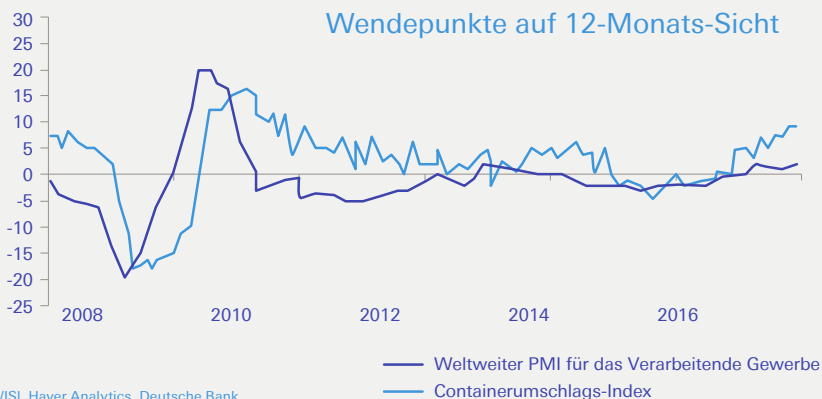
Schwellenländer – Der Wind weht von Westen



Schwellenländer hingen über lange Zeit mehr oder weniger deutlich am Tropf der entwickelten Volkswirtschaften. Derzeit erweist sich diese Abhängigkeit für die Schwellenländer als Vorteil. Die jüngste Wachstumsbelebung in den Schwellenländern ist auf die bessere Entwicklung im Welthandel und vor allem auf die anziehende Nachfrage aus den USA und Europa zurückzuführen. Tatsächlich ist der Containerumschlag in den letzten zwei Jahren aufgrund zunehmender Exportvolumina in den Schwellenländern um nahezu 15 Prozentpunkte gestiegen. Noch vor wenigen Jahren waren in Asien sinkende Umschlagsvolumina zu beobachten – heute werden dort Zuwachsraten von 10% verzeichnet. In Schwellenländern aus der EMEA-Region liegt das Plus bei 7%, und auch in Lateinamerika ist eine positive Wachstumsentwicklung festzustellen, wenngleich das Wachstum hier hinter den anderen beiden Regionen zurückbleibt.

In Anbetracht der Tatsache, dass die Industrieländer als wichtige Impulsgeber für den

Steigendes weltweites Handelsvolumen



Wachstumsschub der Schwellenländer im vergangenen Jahr fungierten, ist auch davon auszugehen, dass die 2018 potenziell zu erwartenden Wendepunkte in der Entwicklung der Schwellenländer auf Impulse aus Industrieländern zurückzuführen sein werden. Konkret geht es dabei um zwei Risikofaktoren: die mögliche Auferlegung von Sanktionen gegen Russland und die Folgen falscher Einschätzungen zur künftigen Renditeentwicklung von US-Staatsanleihen.

Sollte Russland mit Sanktionen belegt werden, wird dies noch sehr viel weitreichendere Folgen für andere Schwellenländer haben. Dies liegt darin begründet, dass sich eine Überbewertung in russischen Staatsanleihen als die am weitesten verbreitete Strategie unter Emerging Markets-Anlegern herausgestellt hat. Die optimistische Haltung gegenüber Russland ist das Ergebnis der umgesetzten Strukturreformen, insbesondere jener, die für eine höhere Glaubwürdigkeit der russischen Zentralbank gesorgt haben. Dabei beeindruckt vor allem, dass es Russland gelungen ist, die Inflationsrate, die 2015 noch bei sage und schreibe 16% gelegen hatte, auf heute unter 3% zu senken. Auf diese Weise konnte der Abwärtstrend bei den Reallöhnen umgekehrt werden. Letztere waren 2015, als sich die Inflationsrate auf ihrem höchsten Stand befand, auf Jahressicht um 10% gefallen. Heute wird indes ein reales Lohnwachstum von 2,5% verzeichnet. Infolgedessen ist der Konsum der privaten Haushalte, eine Haupttriebfeder des Wirtschaftswachstums, um 2,5% gestiegen.

Im Falle einer Auferlegung umfassender Sanktionen birgt dies jedoch das Risiko eines erheblichen Mittelabflusses aus dem Land. Dies würde sich wiederum negativ auf den inländischen Kapitalmarkt und die Fremdkapitalkosten in Russland auswirken.

Neben dem Risiko in Verbindung mit der Sanktionierung Russlands sind die Schwellenländer zudem abhängig von der Renditeentwicklung von US-Staatsanleihen (siehe auch unseren Artikel „Quo vadis Rentenmarkt? Fünf Indikatoren für Anleger“). Wer sich traut, eine Prognose zu der künftigen Entwicklung der Renditen von US-Treasuries abzugeben, ist wahrhaft wage-

mutig. Schließlich weiß jeder, der die Marktentwicklung seit der Finanzkrise beobachtet hat, dass die Bilanz der Wirtschaftsexperten bei der Prognose dieser Renditen sehr zu wünschen übrig lässt. Vor einem Jahr prophezeiten die meisten Experten, die Rendite zehnjähriger Anleihen werde sich 2017 in einer Spanne von 3,0% bis 3,5% bewegen. Tatsächlich verharrte sie über weite Teile des Jahres auf einem Niveau von rund 2,3%. Zudem ist nicht allein die Rendite 10-jähriger Anleihen ein zentrales Kriterium, sondern auch die kurzfristigen Zinsen und somit der Verlauf der Zinsstrukturkurve, hat diese doch Einfluss auf den Dollarkurs und ist ausschlaggebend für die Finanzierungskosten in Schwellenländern.

2018 stellt die künftige Entwicklung von Anleiherenditen ein besonderes Risiko dar, da die Regierungen der Schwellenländer ihre monetären und fiskalischen Spielräume in den letzten Jahren genutzt und damit reduziert haben.

De facto liegt die aggregierte Verschuldung der Regierungen, Unternehmen und privaten Haushalte von Schwellenländern etwa um das 1,6-fache über deren Wirtschaftsleistung. Dieser Wert ist seit der Finanzkrise um 50% gestiegen.

Während diese Kredite zunehmend in Landeswährung aufgenommen wurden, ist die Hälfte der ausstehenden Unternehmensverschuldung in Schwellenländern noch immer in US-Dollar denominated. Dadurch sind die langfristigen Renditen von Unternehmenanleihen in Schwellenländern eng an die weitere geldpolitische Entwicklung in den Industrieländern gekoppelt, während die Renditen im kurzen Laufzeitensegment eher durch die inländische Geldpolitik beeinflusst werden.

Trotz dieser zwei großen Hürden gibt es Anzeichen dafür, dass die Schwellenländer 2018 durch drei Entwicklungen Auftrieb erhalten könnten. Als erster Katalysator für die Wachstumsentwicklung in Schwellenländern könnte sich die Arbeitsproduktivität erweisen. So ist in einigen Emerging Markets-Volkswirtschaften in den letzten Jahren ein Anstieg der Arbeitsproduktivität festzustellen, der sich laut OECD-Daten noch forcieren soll.

Der zweite produktivitätssteigernde Faktor ist die demografische Entwicklung, deren Auswirkungen sich 2018 bemerkbar machen dürften. Insbesondere die in vielen Schwellenländern zu beobachtende Zunahme der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter lässt sich nicht mehr von der Hand weisen. Tatsächlich ist der Anteil der Erwerbsbevölkerung in den weniger entwickelten Ländern seit 2010 um 12% gestiegen, und bis 2030 ist gar mehr als eine Verdoppelung dieser Rate zu erwarten. In den Industrieländern zeigt sich ein gänzlich anderes Bild: Hier hat die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter 2010 seinen Höchststand erreicht, ist seither um 1,6% zurückgegangen und dürfte bis 2030 um weitere 5% fallen. Es wurde viel darüber gesprochen, dass in China die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter 2016 ihren Zenit erreicht hat. Über alle Schwellenländer betrachtet, wird der Höchststand bei der erwerbsfähigen Bevölkerung tatsächlich jedoch erst in vielen Jahrzehnten erwartet.

Und drittens stellen die laufenden Struktur-reformen einen wichtigen Positivfaktor für die künftige Entwicklung der Schwellenländer dar. Alle möglichen Bestrebungen, Veränderungen herbeizuführen, werden mitunter unter dem doch recht schwammigen Begriff der Struktur-reformen zusammengefasst. Dies gilt für die Durchsetzung des politischen Willens der Entscheidungsträger genauso wie für Gesetzesreformen, die Einschränkungen in Bezug auf einen durchlässigeren Arbeitsmarkt vorsehen. Während der Eurokrise wurden Struktur-reformen zunehmend mit jenen Reformen gleichgesetzt, die Gläubigerstaaten Schuldnerstaaten zur Bedingung machten. Aus diesem Grund ist es wichtig zu verdeutlichen, was wir unter diesem Begriff verstehen.

Ein zentrales Element von Struktur-reformen in Schwellenländern ist seit einiger Zeit die Steigerung der Glaubwürdigkeit von Zentralbanken. Hierzu ist es unerlässlich, dass die Zentralbank Maßnahmen zur Erreichung der Inflationsziele sowie Erfolge in der Inflationsbekämpfung nachweisen kann.

Dies ist aufgrund der Unvereinbarkeit von kurzfristiger und langfristiger Zielsetzung (Trade-off) nicht ganz so einfach, wie es klingen mag. Ein Blick auf die Geschichte der Inflationsbekämpfung in den USA macht dies deutlich. Als Paul Volcker die Zinsen im Jahr 1981 auf 20% fast verdoppelte, führte dies bis 1983 zu einem Inflationsrückgang auf 2,5%. Nur drei Jahre zuvor hatte die Inflationsrate noch bei 15% gelegen. Doch was heute weitgehend als Erfolg gewertet wird, war damals mit einem schmerzhaften kurzfristigen Trade-off verbunden.

Auch die Zentralbanken einiger Schwellenländer haben ähnlich schwierige Entscheidungen

getroffen. Hier sind vor allem die Zentralbanken von Russland und Indien zu nennen, die ihre Glaubwürdigkeit durch Inflationszielregelungen erhöht haben. Außerdem werden endlich einige Probleme bezüglich der Finanzstabilität in Angriff genommen. Zu erwähnen ist unter anderem die Rekapitalisierung der in Staatsbesitz befindlichen indischen Banken. In Brasilien hat die Regierung die Abhängigkeit von subventionierten Krediten verringert und schafft nun Anreize für die verstärkte Fremdkapitalaufnahme auf Leitzinsbasis. Es lässt sich nicht abstreiten, dass diese Länder im Hinblick auf die Reformierung anderer Wirtschaftsbereiche noch ein gutes Stück des Weges zu gehen haben. An dieser Stelle sei unter anderem auf die Qualität der Institutionen, die Finanz- und Gütermärkte sowie die vergleichsweise deutlichen staatlichen Eingriffe in das Wirtschaftsgeschehen verwiesen. Doch den Zentralbanken dieser Länder muss man ein Lob aussprechen.

Abgesehen von den Reformbestrebungen der Zentralbanken ist nicht klar, ob von einem allgemeinen Trend zu institutionellen Reformen in Schwellenländern gesprochen werden kann. Eines steht jedoch fest: Diejenigen Länder, die Reformen zur Verbesserung der Qualität ihrer Institutionen, Stärkung ihrer schwachen Finanz- und Gütermärkte und Reduzierung des hohen Grades staatlicher Interventionen in die Wirtschaft vorangetrieben haben, haben davon profitiert. Bei Betrachtung der letzten Dekade bis 2016 kann man einen positiven Zusammenhang zwischen realem Wirtschaftswachstum und Struktur-reformen erkennen. Spitzenreiter bei den Reformbestrebungen sind Hongkong und Singapur. Beide Länder konnten ihre Werte im Struktur-reformindex um bis zu ein Fünftel auf rund 1,5 Punkte steigern und beide haben jedes Jahr ein reales Wirtschaftswachstum zwischen 2,5% und 4,5% erzielt. Im Vergleich dazu sind die entsprechenden Indexwerte von Ländern wie Venezuela und Argentinien weiter in den Negativbereich gefallen und das reale Wirtschaftswachstum dieser beiden Länder belief sich auf lediglich 0% bis 2%.

Die Themen Produktivität, Struktur-reformen und demografische Entwicklung sind 2018 allen Schwellenländern gemein. Darüber hinaus gibt es jedoch einzelne Länder, denen besondere Beachtung gebührt.

Als Erstes ist Brasilien zu erwähnen – ein Land, in das wir große Hoffnungen setzen, dessen aktuelle Reformdynamik jedoch zu schwinden droht. Der vom Konsum getragene Aufschwung läutete 2017 endlich das Ende der Rezession ein und sorgte erfreulicherweise für ein beschleunigtes Wachstum in dienstleistungsorientierten Wirtschaftszweigen. Niedrigere

Die gute Nachricht für die Schwellenländer besteht darin, dass 2018 die Voraussetzungen für Produktivitätswachstum, das als wichtigster Antriebsfaktor für eine langfristig überdurchschnittliche Entwicklung gilt, weiterhin gut bleiben dürften.

Zinsen und eine Stabilisierung am Arbeitsmarkt haben dabei den Konsum begünstigt. Eine geldpolitische Lockerung dürfte den Konsum weiter unterstützen. Ungeachtet dessen sind für Reformen politische Prozesse erforderlich. Eine Kennzahl, die wir als Indikator heranziehen, ist die Investitionstätigkeit. Die Entwicklung dieser Kennzahl lässt weiterhin zu wünschen übrig, dürfte 2018 aber um 2,6% zulegen, sofern die Reformen weiter nach Plan verlaufen.

Ein weiteres Land, das es im Blick zu behalten gilt, ist Kolumbien. Für einen Konjunkturaufschwung in dem Land sind zwar politische Impulse vonnöten, doch das Wachstum scheint die Talsohle durchschritten zu haben und auch die unlängst verzeichnete Stabilisierung der Ölpreise wirkt sich positiv aus. Es stimmt, dass Unternehmen und private Haushalte ihre Kredit- und Investitionsentscheidungen vorerst aufgeschoben haben. Nach den Wahlen in der ersten Jahreshälfte 2018 dürfte die Unsicherheit jedoch schwinden. Der Blick sollte sich unter anderem auf den

Verkauf der ersten von acht Konzessionen im Rahmen des 4G-Infrastrukturprogramms richten, das eine Investitionssumme in Höhe von USD 4,6 Mrd. vorsieht. Doch damit nicht genug: Sollte der Staat Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft auf den Weg bringen, könnten sich weitere Positiveffekte ergeben.

Die gute Nachricht für die Schwellenländer besteht darin, dass 2018 die Voraussetzungen für Produktivitätswachstum, das als wichtigster Antriebsfaktor für eine langfristig überdurchschnittliche Entwicklung gilt, weiterhin gut bleiben dürften. Da die Schwellenländer hinsichtlich ihrer Kapitalversorgung nach wie vor von den Industrienationen abhängig sind, liegt das Zeitfenster für die Umsetzung dieser Reformen jedoch außerhalb ihres Einflussbereiches. Schon mit der nächsten Konjunkturabkühlung in den Industrieländern könnte sich dieses Fenster schließen. Diejenigen Länder, die die aktuelle Ausgangssituation am besten nutzen, werden in den kommenden Jahrzehnten das Feld anführen. ●

Immobilien in China – Stütze für den Konsum



Als „Ort zum Leben“ hatte Chinas Präsident Xi Jinping Wohnungen auf dem letzten Parteikongress beschrieben. Es war nicht das erste Mal, dass sich das Staatsoberhaupt zu diesem Thema äußerte. Es ist daher nicht verwunderlich, dass mit einer solch klaren Ansage von oben China nun bereits seit mehr als einem Jahr die Kontrollen im Hinblick auf Immobilienspekulationen verschärft. Das Ergebnis: Der Anstieg der Immobilientransaktionen kehrte sich zum Jahresende 2017 ins Negative, während die Immobilienpreise in vielen Städten gesunken sind. Für 2018 steht zu erwarten, dass sich diese

Kontrollen nun wirklich empfindlich bemerkbar machen werden – nicht nur am Immobilienmarkt, sondern auch im Gesamtkonsum, der durch den immobilienbasierten Vermögenseffekt gefördert worden war.

So haben beispielsweise die Provinzbehörden in allen Tier-1-Städten (die Metropolen Peking, Shanghai, Shenzhen und Guangzhou) und vielen Tier-2-Städten den Kauf von Zweit- und Drittwohnungen eingeschränkt. Zudem wurden in anderen Tier-2-Städten die Anforderungen in Bezug auf die Anzahlung für Zweitwohnungen erhöht. Die Kontrollen erstrecken sich inzwischen sogar auf Erstkäufe. Im vergangenen April – zwei Tage, nachdem China die Errichtung der neuen Sonderwirtschaftszone Xiong'an auf dem Land

Zhiwei Zhang

etwa 130 Kilometer südlich von Peking verkündet hatte – verbot die Regierung den Verkauf von Immobilien in der Region.

Noch strengere Kontrollen in Bezug auf Immobilien sind wahrscheinlich. Einerseits ist dies eine begrüßenswerte Entwicklung. Der Glaube an eine „sichere Wette“, deren Ergebnis nur der Gewinn sein kann, hat sich in einigen Immobilienbereichen Chinas klar verfestigt.

Zum einen sind die Preise für bestehende Wohnungen seit Mitte 2015 um die Hälfte gestiegen. Laut Marktumfragen stand 2016 etwa ein Fünftel der Wohnungverkäufe in Verbindung mit Investitionsbedarf (Käufer von Zweitwohnungen), womit sich der Durchschnitt zwischen 2012 und 2015 von 6% auf 10% verdoppelte.

Infolgedessen hat sich die Haushaltsverschuldung seit der Finanzkrise mehr als verdoppelt und liegt nun bei 46%. Das ist zwar noch weit unter dem durchschnittlichen OECD-Niveau von 102% des BIP, aber bereits höher als in einigen anderen großen Schwellenländern. Die Hypothekenschulden privater Haushalte könnten sogar noch höher sein, wenn man die von Immobilienentwicklern oder über Schattenbanken aufgenommenen Darlehen für Anzahlungen hinzurechnet. Vereinzelt finden sich Berichte über ausufernde Entwicklungen. So hat sich beispielsweise die Scheidungsrate in Shanghai erhöht, weil sich mit einer Trennung Kaufbeschränkungen umgehen lassen.

Andererseits könnten sich strengere Immobilienkontrollen jedoch als problematisch erweisen, da der Immobiliensektor eine der wichtigen Säulen des chinesischen Konsumwachstums ist. Sollte hier eine Verlangsamung stattfinden, wird sich dies weltweit bemerkbar machen. Aus Handelperspektive war die steigende Nachfrage aus China (ohne Importe von für die Weiterverarbeitung vorgesehenen Waren) 2016 und in der ersten Jahreshälfte 2017 tatsächlich wichtiger als die Nachfrage aus den USA. Daher könnte 2018 ein Wendepunkt erreicht werden, an dem eine Abkühlung des Immobilienmarktes zu einem Nachlassen des Konsumwachstums in China führt.

Für eine solche Entwicklung gibt es stichhaltige Anzeichen. Das Verbrauchervertrauen in China ist jüngst auf ein Zehn-Jahres-Hoch geklettert und hat damit das Niveau von 2009 und 2010 übertroffen. Damals hatte das Wachstum des nominalen BIP bei sage und schreibe 18% gelegen und die Regierung ein USD 4 Mrd. schweres Konjunkturpaket aufgelegt. Die chinesischen Importe sind stark gestiegen und haben den Leistungsbilanzüberschuss des Landes im 2. Quartal 2017 auf 1,2% klettern lassen, was etwa einem Drittel des im Jahr 2010 verzeichneten Niveaus entspricht. Hinzu kommt, dass bei kurzfristigen Verbraucherkrediten ein deutlicher Zuwachs zu verzeichnen ist und diese nunmehr ein Zehntel aller neuen Bankkredite ausmachen, verglichen mit 2% im Jahr 2007.

Doch selbst mit einem solch starken Verbrauchervertrauen und rasant gestiegenen Importen und kurzfristigen Darlehen ist bei den Einzelhandelsumsätzen kein massiver Anstieg, sondern nur ein stabiles Niveau zu beobachten.

Die Importe mögen im vergangenen Jahr um 17% gestiegen sein (verglichen mit einem Rückgang von 5% in 2016 und von 14% im Jahr davor), die entsprechende Zahl für das Wachstum der Einzelhandelsumsätze war im Juli 2017 jedoch mit 10% – dem gleichen Wert wie in den letzten beiden Jahren – lediglich konstant.

Diese Abweichung zwischen Einzelhandelsumsätzen und anderen Kennzahlen deutet darauf hin, dass diese Runde im Konsumboom Chinas vom Vermögenseffekt aus der Immobilienblase getragen wird.

Diese Schlussfolgerung lässt sich zweifellos aus der Tatsache ableiten, dass der Konsumboom stärker auf Luxusgüter als auf Produkte des täglichen Bedarfs ausgerichtet zu sein scheint. Unterstrichen wurde dieser Sachverhalt Anfang des letzten Sommers mit dem bei chinesischen

Verbrauchern festzustellenden „Konsum-Upgrade“. De facto stieg der Konsum bei SUVs und Unterhaltungsprodukten weitaus schneller als die Einzelhandelsumsätze insgesamt.

Unserer Einschätzung nach spiegelt diese

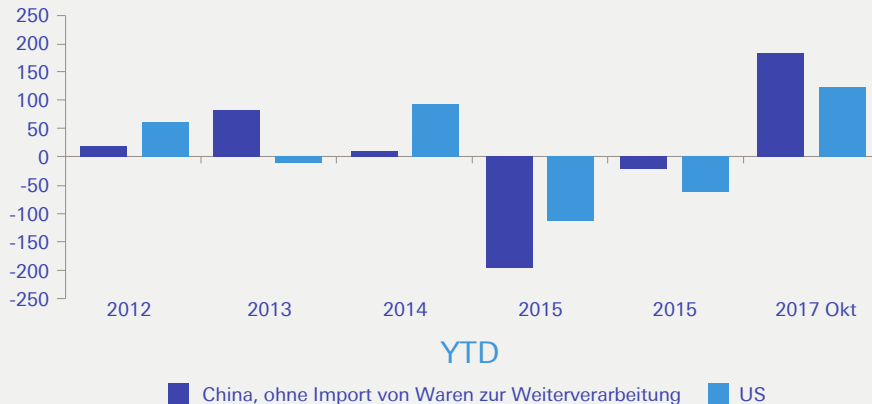
Entwicklung den wichtigsten Faktor in der heutigen wirtschaftlichen Realität Chinas wider: nämlich die Tatsache, dass die Immobilienpreise seit 2010 einen dramatischen „Wohlstand auf dem Papier“ in chinesischen Städten geschaffen haben. Das Verhältnis zwischen Vermögenszuwachs durch Anstieg der Immobilienpreise zu verfügbarem Einkommen im Jahr 2016 war in den größten Städten am stärksten ausgeprägt – 4,9-fach in Tier-1-Städten, 3,8-fach in den wichtigsten Tier-2-Städten, 0,6-fach für Städte im unteren Tier-2-Bereich und 0,8-fach für sogenannte Satelliten-Tier-3-Städte.

Weit davon entfernt sich zu stabilisieren scheint sich der Vermögens Effekt auf Tier-2- und

Tier-3-Städte auszuweiten. In den ersten drei Quartalen des letzten Jahres betrug der immobilienbezogene Vermögens Effekt das 1,9-fache des verfügbaren Einkommens in Städten des unteren Tier-2-Bereichs, das 2,4-fache in Satelliten-Tier-3-Städten und das 1,9-fache in anderen Tier-3-Städten.

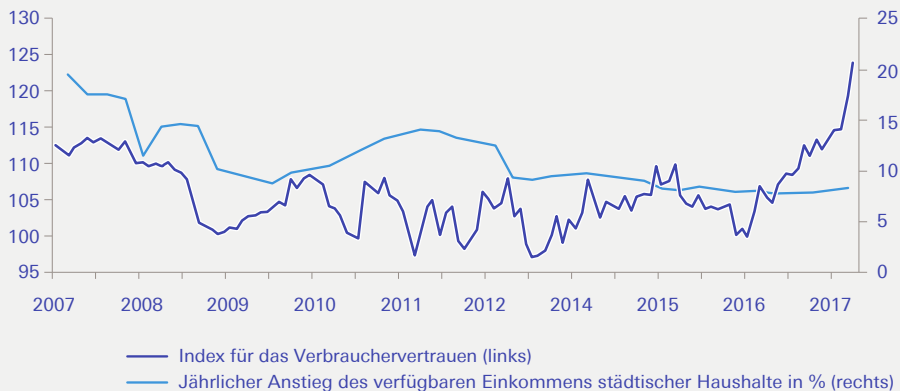
Auch vor fünf Jahren war der Vermögens Effekt in Tier-1-Städten hoch – nicht aber in kleineren Städten. Tatsächlich entsprach das Verhältnis des Vermögenszuwachses zum verfügbaren Einkommen in Tier-1-Städten im Jahr 2013 dem 3,1-fachen. Die Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft waren daher begrenzt, da die Gesamtbevölkerung in Tier-1-Städten

Importwachstum, China vs. USA (in Mrd. USD)



Quellen: Deutsche Bank, Haver Analytics, WIND

Erholung des Verbrauchervertrauens



Quellen: Deutsche Bank, WIND

gerade mal bei 71 Mio. lag. Die Bevölkerung in Tier-2-Städten und Satelliten-Tier-3-Städten ist hingegen weitaus größer und liegt bei circa 250 Mio. Daher ist der aktuelle Vermögenszuwachs auch von weitaus größerer Bedeutung. Die Bevölkerung von Tier-1-, Tier-2- und Satelliten-Tier-3-Städten umfasst zusammengekommen 600 Mio. Menschen bzw. fast drei Viertel der Stadtbevölkerung Chinas.

Eine Möglichkeit, diesen Vermögenseffekt darzustellen, ist eine genauere Betrachtung der Daten auf Städteebene. Wir haben 11 Städte in der Provinz Zhejiang anhand des BIP pro Kopf für 2015 in „reiche“ und „arme“ Gruppen eingeteilt. Sowohl bei reichen als auch armen Städten ist seit 2016 eine Erholung des Verbrauchervertrauens zu beobachten, wobei sich dieser Trend in den vergleichsweise ärmeren Städten deutlich ausgeprägter darstellt. Aus den wirtschaftlichen Fundamentaldaten lässt sich keine Erklärung für die Abweichung im BIP-Wachstum herleiten. De facto war das reale BIP-Wachstum in den reicheren Städten höher als in den ärmeren. Ausschlaggebend war stattdessen die Entwicklung der Immobilienpreise. In vergleichsweise reicheren Städten wurden strengere Beschränkungen für Immobilienpreise auferlegt, wohingegen ärmere Städte einen deutlichen Anstieg der Preise zuließen. Auf dieser Mikroebene scheint sich herauszukristallisieren, dass der Konsum an Vermögenseffekten aus dem Anstieg von Immobilienpreisen gekoppelt ist.

Der Vermögenseffekt der Immobilienblase hat also ganz klar wichtige Folgen für China. Kurzfristig fungiert der Immobilienboom als wichtige Stütze für die Wirtschaft aus Konsumsicht, hat er doch zu einem stärkeren Verbrauchervertrauen, steigenden Importen und mehr kurzfristigen Darlehen geführt und gleichzeitig sogar für stabile Einzelhandelsumsätze gesorgt. Der Effekt wird jedoch wahrscheinlich nicht ewig andauern, da der Konsum nicht durch wirtschaftliche Fundamentaldaten, sondern durch Preissteigerungen gestützt wird. Wenn die Immobilienpreise zurückgehen, werden chinesische Haushalte ihren Konsum möglicherweise zurückfahren müssen. Der Vermögenskanal kann in Abhängigkeit vom jeweiligen konjunkturellen Umfeld die wirtschaftliche Belastung eher verstärken als verringern.

Dies gilt nicht nur für China, sondern für die ganze Welt. Der Vermögenseffekt in China wirkt sich seit 2010 positiv auf die Weltwirtschaft aus, auch wenn sein Beitrag nicht immer anerkannt wurde. Wie bereits zuvor erwähnt, ist die steigende Nachfrage aus China (ohne Importe von für die Weiterverarbeitung vorgesehenen Waren) 2016 und in der ersten Jahreshälfte 2017 wichtiger geworden als die Nachfrage aus den USA.

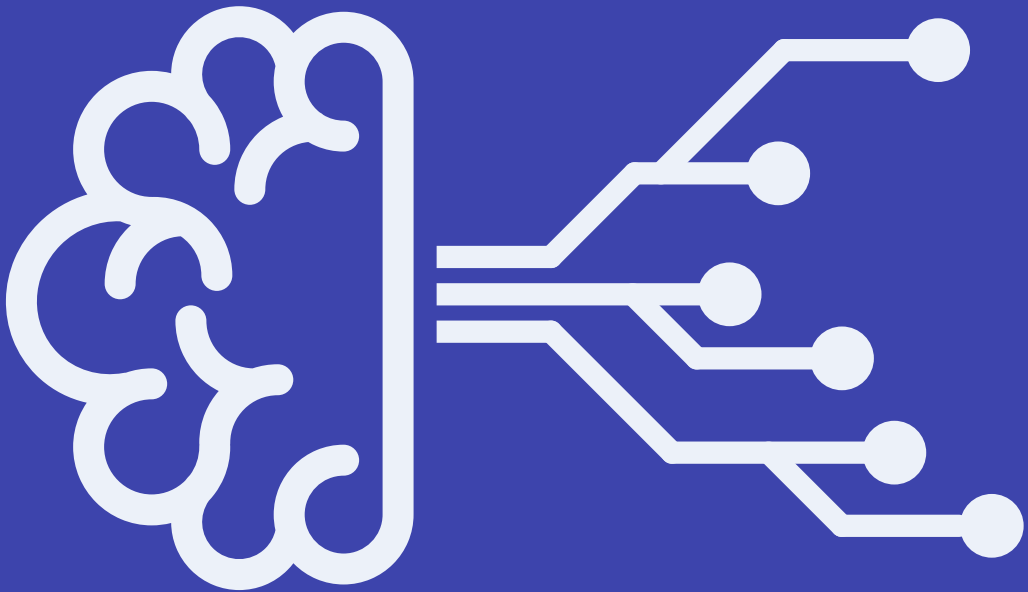
Der Vermögenseffekt hat jedoch auch erhebliche Auswirkungen auf die Leistungsbilanz Chinas und aller anderen Länder. Ein Leistungsbilanzüberschuss ist einfach die Differenz zwischen dem, was ein Land spart, und dem, was es investiert. Der Leistungsbilanzüberschuss Chinas ist aufgrund der anziehenden Binnennachfrage gesunken. Da höhere Konsumausgaben zu weniger Ersparnissen führen, tragen sie auch zu einem rückläufigen Leistungsbilanzüberschuss bei. In den vergangenen vier Quartalen ist der chinesische Leistungsbilanzüberschuss von 9,9% im Jahr 2007 und 3,0% im Jahr 2015 auf 1,2% des BIP zurückgegangen. Wenn die Immobilienpreise weiter anziehen, würde auch der Vermögenseffekt weiter steigen und zu einem sogar noch stärkeren Absinken des chinesischen Leistungsbilanzüberschusses führen.

Dabei müssen die weltweiten Ersparnisse und Investitionen jedoch ins Gleichgewicht gebracht werden. Mehr Ausgaben in China würden rechnerisch betrachtet höhere Ersparnisse im Rest der Welt erforderlich machen. Eine solche Entwicklung würde – unter ansonsten gleichbleibenden Umständen – durch höhere Zinssätze weitergegeben.

Nutzníeßer des Konsumbooms in China sollten daher den Verlauf des chinesischen Immobilienzyklus im Blick behalten. Mit zunehmender strengerer Regularien in diesem Sektor kehrte sich der Anstieg der Immobilienverkäufe zum Jahresende 2017 ins Negative, während die Immobilienpreise in vielen Städten gesunken sind. Der auf Luxusgüter ausgerichtete Konsumboom könnte sich in der ersten Jahreshälfte 2018 abschwächen und die Regierung könnte die Vorschriften im Immobiliensektor zur Jahresmitte lockern, um den Zyklus in der zweiten Jahreshälfte umzukehren.

Die Nachhaltigkeit des Konsumbooms in China ist abhängig von der Nachhaltigkeit der Immobilienpreise. Präsident Xi hat darauf hingewiesen, dass er die Entwicklung eines Mechanismus anstrebt, der langfristig für Nachhaltigkeit im Immobiliensektor sorgen soll. Die Effektivität eines solchen Mechanismus wird spürbare Auswirkungen auf China und die Weltwirtschaft haben. ●

Künstliche Intelligenz – Endlich in der Praxis angekommen



Ende des 15. Jahrhunderts ersann Leonardo da Vinci einen mechanischen Ritter, der mithilfe eines Systems aus Flaschenzügen und Rollen laufen, sitzen und den Kiefer bewegen konnte. Trotz der anhaltenden menschlichen Faszination für künstliche Intelligenz sollte es jedoch noch 500 Jahre dauern, bis die Technologie flächendeckend praktische Anwendung fand, und zwar in Sprachassistenten von Smartphones. Seither hat sich diese Technologie rasant weiterentwickelt und inzwischen sind die gefragtesten Entwickler im Silicon Valley die klugen Köpfe, die ganz neue Möglichkeiten auf dem Gebiet der künstlichen Intelligenz eröffnen. ➤

Inzwischen hat sich die künstliche Intelligenz grundlegend etabliert und 2018 dürfte ein wegweisendes Jahr werden, in dem die Branche sich ein Wettrennen darum liefern wird, wer die neuen Standards setzen und somit die Zukunft der Technologie bestimmen wird. Zudem dürfte sich zeigen, welche Unternehmen am meisten von der künstlichen Intelligenz profitieren.

Der erste Trend, auf den wir in diesem Jahr unser Augenmerk richten sollten, ist der Übergang von der Theorie zur Praxis, eine Schwelle, die inzwischen immer mehr Maschinen überschreiten. Gemeint ist damit, dass man den Maschinen nicht mehr nur beibringt, zu denken, sondern auch, wie man tatsächlich selbstständig Aufgaben ausführt. Neue Chips, sogenannte anwendungsspezifische integrierte Schaltungen, die dieses Jahr auf den Markt kommen sollen, werden diese Entwicklung voranbringen. Dies ist wichtig, da für das Erlernen und das Ausführen von Aufgaben unterschiedliche Arten von Prozessoren benötigt werden. Training und Deep Learning funktionieren beispielsweise am besten mithilfe von Grafikprozessoren wie denen von Nvidia. Dabei handelt es sich um Prozessoren, die ursprünglich entwickelt wurden, um die Grafik von Videospielen zu verbessern, und die in der Lage sind, verschiedene Arten von Rechenprozessen gleichzeitig auszuführen. Im Test mit regulären Computerprozessoren zeigt sich, dass Grafikprozessoren (GPUs) in der Lage sind zu lernen, Menschen aus Filmen wiederzuerkennen. Dabei kosten sie nur ein Prozent vom Preis eines regulären Prozessors.

GPUs sind somit enorm wichtig für den aktuellen Stand der Forschung zur künstlichen Intelligenz, für die ein hohes Datenvolumen erforderlich ist, um die Maschinen mit den Informationen zu füttern, die sie für das Treffen von Entscheidungen benötigen. Im nächsten Schritt müssen diese Entscheidungen jedoch in Handlungen umgesetzt werden. Hierfür ist eine andere Art von Rechenleistung erforderlich, bei der GPUs womöglich eine weniger wichtige Rolle spielen werden als die anwendungsspezifischen integrierten Schaltungen, die von Unternehmen wie Google oder Intel produziert werden. Mit zunehmender Ausrichtung auf die Umsetzung erlernten Wissens steigt auch die Nachfrage nach anwendungsspezifischen integrierten Schaltungen.

Die neuen Chips werden voraussichtlich dazu führen, dass wir in diesem Jahr die Entwicklung der sogenannten Industrie 4.0 erleben werden. Das bedeutet, dass künstliche Intelligenz in ganz alltäglichen Produkten zu finden sein wird. Die erste und offensichtlichste Anwendungsmöglichkeit sind Industrie- und Haushaltsroboter in der Produktionsumgebung. Es werden „intelligente Fabriken“ (Smart Factories) entwickelt, in denen cyber-physische Systeme die physischen Fertigungsprozesse der Fabrik überwachen und dezentral Entscheidungen treffen.

Beispiel: Der führende japanische Roboter-Hersteller Fanuc hat vor Kurzem einen Fertigungsroboter präsentiert, der lernen kann, zufällig angeordnete Objekte aus einem Behälter auszuwählen. Eine Videokamera filmt jeden Versuch und gibt dem System eine Rückmeldung über Erfolg

oder Misserfolg, die in die folgenden Prozesse einfließt. Das Erlernte kann zudem einfach geteilt werden. So können fünf Roboter in einer Stunde gemeinsam dieselben Arbeiten ausführen wie ein Roboter in fünf Stunden. Menschliche Arbeit ist nicht in gleichem Maße skalierbar, da menschliche Arbeitnehmer erlerntes Wissen nicht genauso effizient weitergeben können.

Als weiteres Beispiel sind Laderoboter zu nennen. Nach vier Stunden Training steigt die Erfolgsquote eines Laderoboters beim Teiletransport von 50% auf 70%. Nach zehn Stunden erreicht der Laderoboter eine Erfolgsquote von 90% und damit dasselbe Niveau wie eine geschulte menschliche Arbeitskraft. Darüber hinaus können auf künstlicher Intelligenz basierende Lösungen zur Störungsdiagnose Probleme in einem System bis zu 40 Tage vor dem tatsächlichen Eintreten des Problems aufspüren. Menschen hingegen konnten das Problem erst ermitteln, wenn bereits erkennbar war, dass eine Störung des Systems kurz bevorstand. Einige Wissenschaftler gehen davon aus, dass diese Formen intelligenter Systeme bis 2021 6% der Arbeitsplätze in den USA ersetzen werden.

Zudem werden wir dieses Jahr voraussichtlich die großflächige Einführung von Deep Learning in fahrerlosen Transportsystemen erleben. Hier steht zweifelsohne mehr auf dem Spiel, da Menschenleben involviert sind und kein Computercode sämtliche Eventualitäten berücksichtigen kann. Das bedeutet, dass die künstliche Intelligenz, auf der das System basiert, lernen muss, das Unvorhersehbare vorherzusehen.

Tesla, der Vorreiter auf dem Gebiet der Elektroautos, könnte die Verbreitung dieser Technologie 2018 wesentlich vorantreiben. Derzeit sind rund 100.000 Fahrzeuge von Tesla auf den Straßen unterwegs und das Unternehmen hat angekündigt, dass alle zukünftigen Modelle mit einem bordeigenen „Supercomputer“ ausgestattet sein werden, der in der Lage sein wird, das Fahrzeug vollständig autonom zu steuern. Diese Computer nutzen eine Nvidia-Plattform, die es ihnen ermöglicht, große Datenmengen für Deep Learning-Prozesse zu verarbeiten.

Durch Deep Learning wird es voraussichtlich möglich werden, den letzten der drei Schritte auf dem Weg zu einer großflächigen Einführung autonomer Fahrzeuge zu gehen. Der erste Schritt ist die Wahrnehmung, das heißt die Sensoren identifizieren Objekte und ordnen diese zu. Der zweite Schritt besteht in der Lokalisierung, das heißt der Computer verknüpft die Meldungen der Sensoren mit Landmarken, Karten und Standortinformationen. Die Technologie, die hinter diesen Abläufen steckt, wurde in den letzten Jahren verhältnismäßig gut weiterentwickelt.

Der letzte Schritt, die Streckenplanung, hat sich jedoch als schwierig erwiesen. Hier handelt es sich um den „Umsetzungsschritt“ (während die beiden anderen Schritte „Lernschritte“ sind), der in vielerlei Hinsicht auch der kritischste ist. Wenn die Unternehmen diesen Schritt nicht perfektionieren, bevor sie ihre Fahrzeuge auf die Straße bringen, drohen Unfälle, die sich negativ auf die öffentliche Meinung auswirken und die Politik dazu zwingen würden, dem wachsenden Sektor Vorschrif-

ten aufzuerlegen. Für die Streckenplanung werden die Daten aus den ersten beiden Schritten verwendet, die dann mit dem erlernten Wissen der künstlichen Intelligenz verknüpft werden. Hier fließen dann die Standortkoordinaten des Fahrzeugs und der Zielort ein. Das System kann dann potenzielle Hindernisse umfahren und vorhersagen, wie andere Fahrzeuge reagieren werden und wie sich deren Reaktion auf den verfügbaren freien Raum für das Navigieren des Fahrzeugs auswirkt.

Ein weiterer Katalysator für die sprunghafte Entwicklung im Bereich autonomes Fahren 2018 sind neue Chips und Systeme. Intel und Mobileye haben ein eigenes System entwickelt und Nvidia wird in diesem Jahr das System-on-Chip (SoC) Xavier auf den Markt bringen. Xavier vereint eine GPU, die speziell für das Deep Learning konzipiert wurde, sowie eine reguläre Prozessoreinheit, die sich besser für das Treffen von Entscheidungen eignet. Dadurch wird eine zunehmende Zahl von Autoherstellern ihre autonomen Fahrzeuge aus der Testphase holen und auf die Straße bringen können. Für die Unternehmen, die entsprechende Chips und Systeme produzieren, sind die Auswirkungen enorm. So könnte sich der Zielmarkt in den kommenden vier Jahren jährlich verdoppeln, und bis 2021 werden sich diese Systeme voraussichtlich zu einer milliarden-schweren Branche entwickelt haben.

Künstliche Intelligenz dürfte 2018 noch in einem weiteren Bereich Auftrieb erhalten: intelligente Städte (Smart Cities). Beispielsweise hat Alphabet im vergangenen November eine Kooperation mit der Stadt Toronto zur Planung eines neuen Stadtbezirks am Hafen von Toronto bekanntgegeben. Dies bedeutet einen großen Fortschritt bei der Einführung von Geräten, die sich mit dem Internet der Dinge verbinden können.

In der Vergangenheit sind bekanntermaßen bereits Experimente mit intelligenten Städten fehlgeschlagen, nämlich im chinesischen Dongtan und im südkoreanischen Songdo. Das wesentliche Problem bestand für die Entwickler darin, technologische Infrastrukturen auf städtische Umgebungen zu übertragen, in denen bereits unterschiedliche Systeme zusammengeflochten sind und die so chaotisch angelegt sind, dass niemand bei einer Neuplanung auf eine solche Idee kommen würde. Die Menschen, die bereits in diesen Bezirken leben, haben zudem grundsätzlich andere Vorstellungen davon, wie die Infrastruktur weiterentwickelt werden sollte und können die Entwicklung in der Regel durch lokale Verwaltungsorgane stoppen lassen.

Hier zeigt sich der Vorteil, den der neue Stadtbezirk in Toronto mit sich bringt. Zum einen wird er grundlegend neu geplant, und nicht in eine bestehende Stadt integriert. Wichtiger ist jedoch vielleicht, dass verschiedene Beteiligte an der Planung mitwirken. Mit dieser Vorgehensweise und der Unterstützung durch Alphabet dürfte die Nachhaltigkeit der Bestrebungen zur Entwicklung intelligenter Städte sowie der Systeme und Infrastrukturen, die sie ausmachen, sichergestellt werden.

Das erste, was in intelligenten Städten überall zu finden sein wird, sind Videokameras. Die Verbreitung von Kameras scheint, trotz der

Die Verbreitung von Kameras ist nur einer der Anwendungsbereiche für künstliche Intelligenz, die gerade an einem entscheidenden Wendepunkt angekommen sind.

Bedenken Mancher hinsichtlich ihrer orwellschen Folgen, unvermeidbar. Einige Unternehmen gehen sogar davon aus, dass letztlich eine Milliarde Videokameras in Städten zu finden sein wird. An dieser Stelle sei auf die Kooperation mit asiatischen Unternehmen wie Hikvision und Dahua verwiesen, die zusammengekommen ein Drittel des weltweiten Marktes für Videoüberwachung auf sich vereinen.

Ein weiteres Unternehmen, dass man 2018 im Blick behalten sollte, ist Ambarella. Das Unternehmen ist führend in der Videobildverarbeitung für Überwachungskameras sowie Kameras für Drohnen, Sportkameras oder Körperkameras. In der ersten Jahreshälfte 2018 wird Ambarella seinen ersten „Computer Vision“-Chip auf den Markt bringen, der speziell dazu entwickelt wurde, diesen Geräten Intelligenz einzuhauchen.

Die Kameras können dann die Informationen liefern, die eine künstliche Intelligenz benötigt, um verschiedene Situationen vom Verkehrsfluss bis hin zu Katastropheneinsätzen zu koordinieren.

Die Verbreitung von Kameras ist nur einer der Anwendungsbereiche für künstliche Intelligenz, die gerade an einem entscheidenden Wendepunkt angekommen sind. Wenn sich nur die Hälfte der Vorhersagen für 2018 bewahrheitet, dann führt die praktische Anwendung dieser Technologie dazu, dass sich das Leben vieler Menschen bis zum Ende des Jahres deutlich verändert haben wird. ●

Performance-Autos – Der neue Wachstumsmotor



Tim Rokossa

Als Mercedes im letzten September sein EUR 2,7 Mio. teures Project One-Hypercar auf der IAA in Frankfurt vorstellte, rollten viele Experten mit den Augen. Zwar haben alle 275 Exemplare bereits Abnehmer gefunden und dem Unternehmen so Umsätze von insgesamt EUR 750 Mio. beschert, doch da die Gesamtkosten des Fahrzeugs nicht offengelegt wurden, verwundert es nicht, dass manch einer sich fragt, ob Design und Entwicklung des Wagens nicht übertriebene Ingenieurskunst darstellt. ➤

Die Hintergründe sind jedoch komplexer. Es ist im Endeffekt unerheblich, ob Daimler sein Kapital mit der Entwicklung von Project One im Vergleich zu seinen anderen Baureihen besonders profitabel investiert hat, da die sportlichen Serienmodelle doch ein heimlicher Gewinnstreiber der Autobauer sind und sich solche Pilotentwicklungen sehr positiv auf das Markenimage eben dieser auswirken. Wir glauben, dass 2018 das Jahr werden könnte, in dem dies auch den Anlegern bewusst wird.

Ein Blick auf die Sportwagen von Mercedes, die AMG-Modelle, zeigt das nur eines von 20 Fahrzeugen, die der Mutterkonzern Daimler verkauft, der AMG GmbH entstammt. Dennoch wird hier das größte Wachstum verzeichnet. 2017 wurden rund 140.000 Modelle verkauft, ca. ein Drittel mehr als 2016 und das Dreifache der drei Jahre zuvor verzeichneten Verkaufszahlen. Für 2018 erwarten wir ein ähnlich starkes Wachstum. Der Dauerkonkurrent aus München verzeichnet mit seiner Sportmarke M ebenfalls ein höheres Wachstum als mit den übrigen Fahrzeugen des Konzerns, kann jedoch nicht ganz mit AMG mithalten.

Mit diesem Wachstum sind die Mainstream-Automarken mit ihren Topmodellen den reinen Sportwagenherstellern in puncto Absatzzahlen dicht auf den Fersen. Als Beispiel, noch vor vier Jahren verkaufte AMG 30.000 Modelle, was gerade einmal einem Fünftel des Porsche-Absatzes entsprach. Die von uns für 2018 geschätzten 180.000 AMG-Exemplare werden dann bereits etwa drei Viertel der Produktion von Porsche ausmachen.

Angesichts der hohen Profitabilität von Sportwagen muss diesem Wachstum eine größere Aufmerksamkeit beigemessen werden. Als Vergleich, Porsche erzielt eine EBIT-Marge von 17%, jene von Ferrari liegt sogar mit 20% etwas darüber. Dies entspricht dem Doppelten der Gesamtmarge von Daimler und zeigt, dass Sportwagen durchaus sehr profitabel sein können, wenn die Kunden bereit sind, dafür zu zahlen. Natürlich haben Porsche und Ferrari einen hohen Markenwert und ihre Kunden sind bereit, einen Aufschlag zu zahlen, um eines der beiden Pferde-Logos fahren zu dürfen. Doch sind Liebhaber von Sportwagen auch bereit, einen Aufschlag für ein sportliches Serienmodell zu zahlen, welches nicht von einem auf dieses Segment spezialisierten Autobauer stammt? Denn obgleich Mercedes und BMW bereits seit Langem im Motorsport und insbesondere in der Formel 1 aktiv sind, sind sie doch wahrscheinlich besser für ihre alltagstauglichen Fahrzeuge bekannt.

Um das zu analysieren, haben wir uns zunächst die Listenpreise regulärer Fahrzeuge von Mercedes in den verschiedenen Baureihen angesehen und diese dann mit den Listenpreisen der entsprechenden AMG-Modelle verglichen. Das Einstiegsmodell der A-Klasse mit Fließheck kostet EUR 23.000, das entsprechende Modell in der AMG-Version hingegen fast das Doppelte. Der Vergleich hinkt hier natürlich etwas, da das sportliche Modell naturgemäß einen stärkeren Motor besitzt und üblicherweise mit zusätzlichen Ausstattungsmerkmalen daherkommt. Das allein kann den Preisaufschlag jedoch nicht rechtfertigen.

Wenn wir in den Baureihen nach oben gehen und einen Blick auf die hochpreisigeren Modelle von Mercedes werfen, ist ein ähnliches Muster zu erkennen. Die AMG-Version der C-Klasse kostet mehr als das Doppelte der regulären Variante, das AMG-Modell der E-Klasse ist knapp zweieinhalbmal teurer und für das AMG-Modell der S-Klasse müssen Kunden fast das Zweifache der Standardausführung ausgeben. Der gewichtete durchschnittliche Verkaufspreis eines AMG-Wagens beträgt knapp EUR 90.000.

Ein ähnliches Muster zeigt sich bei BMW. Das M-Performance-Modell des SUV X5 kostet das Doppelte des regulären Modells. Am unteren Ende der BMW-Preisspanne zeigt sich ein ähnliches Bild. Das M2 Coupé kostet mit EUR 60.000 das Doppelte seines nicht dem Performance-Segment angehörenden Pendants. Der gewichtete durchschnittliche Verkaufspreis eines Wagens der BMW M-Reihe beträgt knapp EUR 80.000.

Doch auch wenn von den Performance-Fahrzeugen innerhalb einer Marke eine enorme Preissetzungsmacht ausgeht, ist es wichtig festzuhalten, dass dies nicht notwendigerweise auch zwischen verschiedenen Marken gilt. Wenn wir die Hochleistungs-SUVs von Mercedes, BMW und Audi betrachten und mit den entsprechenden SUV-Modellen von Porsche vergleichen, fällt ein interessanter Unterschied ins Auge. Der Preis von EUR 140.000, den Porsche für seinen SUV aufruft, entspricht in etwa dem des Mercedes AMG-Modells, liegt jedoch 15% über dem Preis seines BMW-Gegenstücks und 30% über dem des Audi-Modells.

Selbstverständlich sind die Kosten für die Entwicklung der Technologien und zusätzlichen Ausstattungsmerkmale der Performance-Fahrzeuge höher als bei herkömmlichen PKW. Am Beispiel von Porsche sieht man allerdings die Margenchance trotz höherer Kosten. Angesichts des Prestige-Aufschlags, den sich Porsche erlauben kann, kann man kaum erwarten, dass das Performance-Segment der Mainstream-Autohersteller mit der 17%-EBIT-Marge von Porsche mithalten kann. Wir würden hier dennoch 15% als eine vernünftige Schätzung beziffern. Natürlich ist die operative Marge nicht unabhängig vom Absatzvolumen zu sehen und Performance-Fahrzeuge von Porsche verkaufen sich häufig besser als die entsprechenden Modelle der Konkurrenz. Doch eine Marge von 15% liefert einen vernünftigen Anhaltspunkt für die Beurteilung der zunehmenden Bedeutung von Performance-Fahrzeugen für die Autoindustrie.

Ausgehend von diesen Annahmen ergibt sich für das Performance-Segment von BMW aktuell ein geschätzter Umsatzbeitrag von 6% und ein EBIT-Beitrag von 9%. Der Ergebnisbeitrag dieses Segments hat sich somit gegenüber dem vor fünf Jahren verzeichneten Wert verdoppelt, was einer der Gründe dafür ist, dass der operative Gewinn des Konzerns in diesem Zeitraum um ein Zehntel gestiegen ist. Bei Mercedes ist dieser Beitrag vermutlich sogar noch größer. Wir schätzen, dass die AMG-Modelle 14% der Umsätze und 20% des Gewinns ausmachen. Ähnlich wie bei BMW hat sich der Anteil des Performance-Segments am Konzernergebnis bei Mercedes verdoppelt.

Diese Zahlen sind zwar beeindruckend, lassen aber einen anderen Punkt noch außer Acht.

Nehmen wir als Beispiel wieder Mercedes. 2017 verkaufte der Konzern circa 140.000 Sportmodelle unter der AMG-Marke. Bei einem geschätzten durchschnittlichen Verkaufspreis von EUR 90.000 pro Stück ergibt sich daraus ein Umsatz von EUR 12,6 Mrd. Bei der angenommenen Marge von 15% und einem Steuerabzug von 30% ergibt sich für die AMG-Sparte von Mercedes somit ein Nettoergebnis von EUR 1,4 Mrd. Legt man nun für Porsche einen Multiplikator in Höhe des 18-fachen des erzielten Gewinns (vor der Konsolidierung des Porsche-Geschäfts in den Abschluss des Volkswagen-Konzerns) zugrunde, beläuft sich der implizite erwartete Marktwert auf EUR 24 Mrd. Dies entspricht rund einem Drittel des Marktwerts von Daimler, obwohl nur eines von 20 produzierten Fahrzeugen von Daimler ein AMG-Modell ist.

Setzt sich das Wachstum im Performance-Segment 2018 fort, werden auch Anleger dieser Entwicklung voraussichtlich bald mehr Aufmerksamkeit schenken. Doch auch wenn die Absatzzahlen in diesem Bereich rasch steigen, tun sie dies ausgehend von einer niedrigen Ausgangsbasis. Daher dürfte sich an dem Markt noch kein Gleichgewicht eingestellt haben. Während also das Segment der Performance Autos 2018 verstärkt in den Fokus der Anleger rücken dürfte, werden die Autobauer voraussichtlich mit stärkerem Wettbewerb zu kämpfen haben. In diesem Fall ist es wohl unvermeidbar, dass der Preisaufschlag der Performance-Modelle sich mit steigendem Wettbewerbsdruck auf ein Gleichgewichtsniveau einpendeln wird. Letztlich werden dadurch die Margen unter Druck geraten, was insbesondere diejenigen Autobauer zu spüren bekommen werden, die in der Entwicklung einer eigenständigen Marke im Performance-Segment hinterherhinken. Diejenigen Hersteller, die sich bereits in dieser Nische etabliert haben, sollten alles daransetzen, ihr derzeitiges Angebot mit neuen Modellen auszubauen, die ihren Vorgängermodellen in puncto sportliches Design in nichts nachstehen, sich aber auch von der Masse abheben. ●

Wir schätzen, dass die AMG GmbH rund ein Drittel des Marktwerts von Daimler ausmachen könnte, und dass, obwohl nur eines von 20 produzierten Fahrzeugen ein AMG-Modell ist.

Quo vadis, Rentenmarkt?

Fünf Indikatoren für Anleger

Selbst wenn die Fed – was wahrscheinlich ist – ihren derzeitigen Kurs fortsetzt, also die Zinszügel weiter strafft und ihr Anleiheportfolio 2018 allmählich abbaut, könnten die Sitzungsprotokolle doch verstärkt Fragen in Bezug auf die mittelfristige Geldpolitik aufwerfen. So ist Marvin Goodfriend bekanntermaßen kein Befürworter des Anleihekaufprogramms. Er könnte einen schnelleren Ausstieg vorantreiben. Andere Kandidaten könnten einem stärker regelorientierten Ansatz beispielsweise auf der Grundlage der Taylor Rule zuneigen.

Außerdem hat bei der Fed eine Diskussion darüber begonnen, ob sie im Rahmen ihres bisherigen Ansatzes von dem Inflationsziel von 2% abrücken und einen höheren Wert festlegen sollte oder ihre Geldpolitik an einer anderen Zielgröße wie dem nominalen BIP-Wachstum ausrichten sollte. Zwar dürfte es im kommenden Jahr aller Wahrscheinlichkeit nach noch keine Veränderungen in diese Richtung geben, eine hitzige Debatte könnte jedoch zusätzlich für Unsicherheit und Volatilität an den Märkten sorgen.

Und dann ist da noch die quälende Frage, was die Fed tun wird, wenn die Inflation ihr 2%-Ziel erreicht. Wird die Notenbank auf die geldpolitische Bremse treten, abwarten, ob sich die Inflation in einer akzeptablen Bandbreite einpendelt, oder lautstarke Diskussionen führen? Alle drei Szenarien sind aus unterschiedlichen Gründen nicht unproblematisch für Anleger.

Ein zweiter wichtiger Indikator ist der Verlauf der Renditekurve. Sowohl für den amerikanischen als auch für den europäischen Rentenmarkt ist damit zu rechnen, dass die Renditekurve steiler wird. Sollte es tatsächlich so kommen, wäre dies eine beruhigende Entwicklung. Die Konjunktur läuft in einem solchen Umfeld erfahrungsgemäß rund, lässt eine steilere Renditekurve doch auf einen expansiven Kurs in der Geldpolitik schließen. Grund zur Sorge besteht hingegen bei einer weiteren Abflachung der Renditekurve. Eine ganz flache oder sogar inverse Renditekurve ist oft Vorbote einer Rezession, da die Notenbank die kurzfristigen Zinsen zu stark erhöht hat.

Ein solches Szenario ist nicht unwahrscheinlich, wenn die Fed den Leitzins weiterhin jedes Quartal erhöht, auch dann, wenn sich die Inflation nur ganz allmählich der 2%-Marke nähert oder gar nicht steigt. Die Fed könnte sich selbst in eine solche Lage manövrieren, denn die Wirtschaft scheint bei der aktuell starken Konjunktur höhere Zinsen verkraften zu können und der Fed ist sehr daran gelegen, das Zinsniveau so stark anzuheben, dass im Falle einer künftigen Rezession Spielraum für Zinssenkungen besteht, ohne wieder die Nullzinsgrenze zu erreichen. Ironie des Schicksals wäre es, wenn sie die Wirtschaft damit in eine Rezession treiben würde, bevor die Wachstumsdynamik trägt.

Noch ein weiteres Szenario ist denkbar. In einigen Ländern im asiatisch-pazifischen Raum und Kanada haben Zentralbanken makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen, um einer Überhitzung an den Immobilienmärkten gegenzusteuern, oft durch Beschränkungen für die Vergabe von Hypothekenkrediten. Ziel war es dabei, die Blasenbildung an den Märkten einzudämmen, ohne die Zinsen zu erhöhen. Wenn die USA die Zinsen anheben, während andere Länder versuchen, diese niedrig zu halten, könnte verstärkt Auslandskapital in US-Anleihen fließen. Tatsächlich sind ausländische Kapitalzuflüsse ein Grund dafür, dass die Zinsen bei den längeren Laufzeiten 2017 nicht gestiegen sind. Eine Abflachung der US-Renditekurve wegen einer Kombination aus Leitzinserhöhungen und steigender Auslandsnachfrage am Rentenmarkt ist nicht unbedingt ein untrügliches Anzeichen einer Rezession – obwohl Märkte und Unternehmen anfangen, so zu agieren, als sei dies mit unvorhersehbaren Folgen der Fall. In jedem Fall wäre die US-Wirtschaft weiterhin anfällig für einen Abfluss dieses Kapitals.

Ein dritter wichtiger Indikator für Anleger ist der Ausstieg der Fed aus QE. Ganz einfach betrachtet kann man dazu gedanklich die letzten sieben Jahre rückwärts ablaufen lassen. Da die Öffnung der Liquiditätsschleusen durch die Notenbank weder die Kreditvergabe stark angekurbelt noch für signifikanten Preisauftrieb gesorgt hat – bezeichnenderweise ist die Umschlagsgeschwindigkeit der Geldmenge M2 um ein Viertel auf das 1,5-fache zurückgegangen –,



ist im Umkehrschluss auch kein Druck auf die Banken zu erwarten, die Kreditvergabe einzuschränken oder ausstehende Darlehen zu kündigen. Ebenso dürfte eine restriktivere Geldpolitik keine großen Auswirkungen auf Inflations- oder Wirtschaftsentwicklung haben. Vielmehr wird sich mit der Verlangsamung des Geldmengenwachstums die Volatilität erhöhen.

Man kann den Ausstieg aus dem QE-Programm auch unter dem Blickwinkel der Entwicklung der Fed-Bilanz oder der Veränderung der Ankaufovolumina betrachten.

Ein Blick auf die globalen rollierenden 12-Monats-Daten (Volumina von Fed, EZB und Bank of Japan zusammengefasst) zeigt, dass die Fed ihre Bilanzsumme schon zweimal reduziert hat, 2014 und 2015. Dies hat damals keinen nennenswerten Anstieg der Volatilität ausgelöst. Die Märkte haben diesen kontinuierlichen Bilanzabbau über zwei Jahre ab Mitte 2014 relativ locker weggesteckt. Ein optimistischer Anleger könnte sich daher die Frage stellen, warum dies 2018 anders sein sollte.

Ein großer Unterschied besteht darin, dass das allmähliche Zurückfahren der Ankäufe (Tapering) vor einigen Jahren weitgehend parallel zur Senkung des staatlichen Emissionsvolumens erfolgte. Tatsächlich lag das Ankaufovolumen bei Staatsanleihen in keinem 12-Monats-Zeitraum über dem Nettoemissionsvolumen. In Europa und Japan war das QE-Programm im Verhältnis gesehen deutlich umfangreicher. Im Jahr 2017 erreichten die Anleihekäufe von EZB und Bank

of Japan mit dem Sieben- bzw. Dreifachen ihres jeweiligen Nettoemissionsvolumens ihren Höhepunkt.

Dieses Niveau ist langfristig nicht haltbar – nicht nur, weil die Zentralbanken ihre Bilanzen wieder verschlanken wollen, sondern auch, weil die Regierungen schon Ausgaben erhöhungen planen, die damit nicht vereinbar sind. Der Vorschlag für die US-Steuerreform, der keine Angaben zur Gegenfinanzierung der Steuer-senkungen enthält, ist nur ein Beispiel. Der jüngste Haushaltsentwurf für Großbritannien ließ ebenfalls eine gewisse Lockerung der Haushaltsdisziplin erkennen. In Deutschland könnte die Bildung einer neuen Koalition mit Ausgabensteigerungen in gewissem Umfang verbunden sein.

Fällt das Tapering zeitlich mit weltweit wieder steigenden Staatsausgaben zusammen, werden die rollierenden Ankaufovolumina der Zentralbanken im Verhältnis zum Nettoemissionsvolumen nach dem Höchststand im Jahr 2017 sicherlich sinken, was sich auf die technischen Daten für Anleihen auswirken wird. Daher könnte 2018 einen grundlegenden Wendepunkt im Hinblick auf die Entwicklung von Angebot und Nachfrage markieren. Dies gilt insbesondere für Europa. Wenn sich herauskristallisiert, dass die EZB den allmählichen Ausstieg aus dem Quantitative Easing-Programm relativ gesehen deutlich schneller vorantreibt als dies in den USA in den Jahren 2014 und 2015 zu beobachten war, könnten die Rentenmärkte anfälliger werden und dürften Volatilitätsspitzen sehr viel häufiger auftreten als bisher.

Kurz gesagt: Ebenso wie in der Anfangsphase des Programms niemand wirklich verstanden hat, wie sich Quantitative Easing auswirken würde, kann auch jetzt niemand mit Gewissheit sagen, welche Auswirkungen der Ausstieg haben wird.

Der vierte Indikator steht in engem Zusammenhang mit der Reduzierung der Bilanzen. Dabei geht es um die Frage, wie die Banken reagieren werden. Vor der Finanzkrise lag das Verhältnis von Krediten zu Einlagen bei US-Banken fast bei eins zu eins, und das seit Jahrzehnten. Nach der Krise war beim Einlagenwachstum bald wieder annähernd das alte Niveau erreicht, doch die Kreditvergabe stagnierte. Heute liegt das Kredit-Einlagen-Verhältnis bei weniger als 80%. Der Großteil dieses Überschusses an Einlagen ist bei der Fed geparkt und finanziert dort das Anleiheportfolio der US-Zentralbank. Doch was passiert mit diesen Einlagen, wenn das Anleihekaufprogramm der Fed ausläuft?

Eine Möglichkeit wäre, dass die Banken in Wertpapiere investieren, die sich nicht mehr im Besitz der Fed befinden. Dies würde im Wesentlichen einer Fortsetzung des QE-Programms

gleichkommen. Als zweite Option könnten die Wertpapiere von Nichtbanken aufgekauft werden, sodass sich die Bankeinlagen in entsprechendem Umfang reduzieren. Die dritte Möglichkeit bestünde darin, dass Banken diese Einlagen für die Kreditvergabe nutzen.

Banken sind nicht mehr so stark durch Kapital- und aufsichtsrechtliche Anforderungen belastet wie zu Anfang der Dekade und sollte das Wirtschaftswachstum solide bleiben, könnte die Kreditnachfrage anziehen.¹ Dies könnte wiederum das Wirtschaftswachstum ankurbeln und für eine höhere Inflation sorgen, was die Fed vor die schwierige Entscheidung stellen würde, wann die Zinsen weiter angehoben werden sollten.

Europäische Banken befinden sich in einer ähnlichen Situation. Die meisten Erlöse aus dem Anleihekaufprogramm der EZB sind in Einlagen bei der EZB geflossen. In der gesamten Eurozone haben sich Kreditportfolios und Einlagevolumina von Banken seit der Krise kaum verändert. Da die EZB vor 2019 wohl kaum damit beginnen dürfte, ihre Anleiheportfolios aufzulösen, besteht hier kein dringender Handlungsbedarf. Doch das solide Wachstum in Europa wirft die Frage auf, ob europäische Banken 2018 wieder verstärkt Kredite vergeben werden und, falls ja, ob es dazu neuer Einlagen bedarf oder auf Überschussreserven zurückgegriffen werden darf.

Der fünfte und letzte wichtige Indikator, den es 2018 im Blick zu behalten gilt, ist der US-Arbeitsmarkt. In den letzten Jahren ist die Erwerbsbevölkerung jährlich um rund 1,2 Millionen angestiegen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass ein größerer Anteil der Generation Y das er-

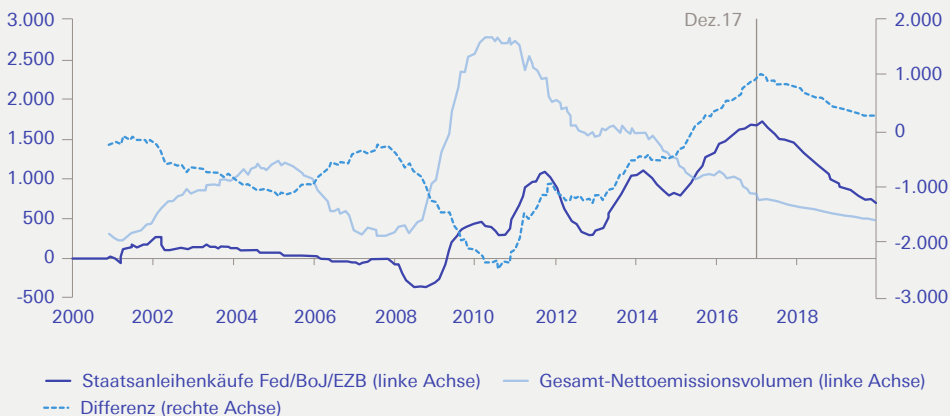
werbsfähige Alter erreicht hat, als Baby-Boomer in den Ruhestand gegangen sind. Es ist möglich, dass das Wachstum der Erwerbsbevölkerung mit steigender Zahl der Verrentungen 2018 auf unter eine Million sinken wird. Während die ersten Baby-Boomer bereits vor knapp zehn Jahren das Rentenalter erreicht hatten, kommen die späteren und mit mindestens 4 Millionen Menschen größten Kohorten (die jetzt zwischen 53 und 60 Jahre alt sind) erst jetzt in das Alter, in dem die Erwerbsbeteiligungsquote stark sinkt. Die Erwerbsbeteiligungsquote für 53-Jährige liegt bei 77%; bei 61-Jährigen beträgt dieser Wert nur noch 65% und bei Personen im Alter von 66 Jahren nur noch 40%.

Wenn die Zahl der Neuzugänge am Arbeitsmarkt und die Zahl der Verrentungen weiterhin dem historischen Trend folgen, könnte sich das Wachstum der Erwerbsbevölkerung auf einen Durchschnittswert von monatlich 85.000 verlangsamen.

Da wir fast Vollbeschäftigung erreicht haben, dürfte die Zahl der neuen Arbeitsplätze in ähnlichem Umfang steigen. Damit liegen wir deutlich unter der in den letzten Jahren verzeichneten Zahl von monatlich 185.000 neu geschaffenen Stellen. Möglicherweise werden mehr

¹ Banken müssen 8% Eigenkapital zur Unterlegung von Krediten vorhalten. Nach der Krise wurden die Eigenkapitalanforderungen für Banken erhöht und die Banken haben mehrere Jahre gebraucht, um ihre Kapitalbasis zu verbreitern. In dieser Zeit verfügten sie nicht über ausreichend Eigenkapital, um ihre Kreditportfolios auszubauen.

Entwicklung QE-Programm in G3-Staaten (USA, EU & Japan) ggü. Nettoangebot an Staatsanleihen – Umkehr des Nachfragetrends bei Anleihen in 2018 (in Mrd. USD)



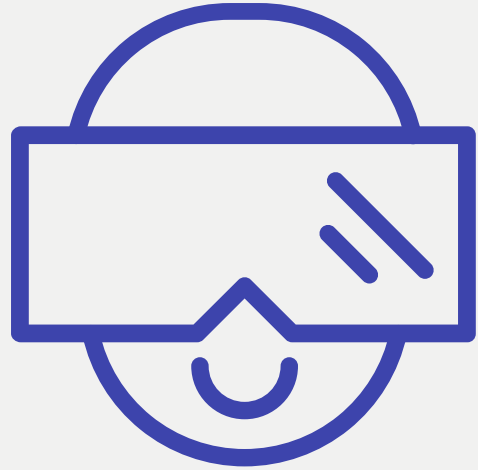
Eine Möglichkeit wäre, dass die Banken in Wertpapiere investieren, die sich nicht mehr im Besitz der Fed befinden. Dies würde im Wesentlichen einer Fortsetzung des QE-Programms gleichkommen.

Arbeitnehmer aus der Baby-Boomer-Generation weiterarbeiten, solange die Wirtschaft floriert. Dies könnte zu stärkeren Schwankungen bei den monatlichen Beschäftigungszahlen führen – mit Monaten mit kräftigen Zuwächsen, gefolgt von Monaten mit stark rückläufigen Zahlen. Der Arbeitsmarkt wäre dann kein so zuverlässiger virtueller Echtzeit-Indikator für die Wirtschaftsentwicklung mehr.

Fazit: Normalisierung ist derzeit ein großes Thema, und nach nunmehr fast einem Jahrzehnt „neuer Normalität“ ist das nur zu begrüßen. Doch die mindestens schon genauso lange bestehenden Normalisierungshoffnungen haben sich bisher nicht erfüllt. Könnte 2018 hier endlich den Durchbruch bringen? Mit dem neuen Team bei

der Fed und in Anbetracht dessen, dass die QE-Volumina bei den drei großen Zentralbanken im Vergleich zu ihren Nettoemissionsvolumina nicht mehr weiter steigen werden, wird es an den Rentenmärkten zu einem harten Bruch in der Entwicklung von Angebot und Nachfrage kommen. Und all dies vor dem Hintergrund verstärkter konjunktureller Impulse in den USA. Dies bedeutet, dass sich die bevorstehende Normalisierung in einem für die Endphase eines Konjunkturzyklus untypischen und damit ungewissen Umfeld vollziehen wird. Dies sind nach einer langen Boomphase negative Vorzeichen für die weitere Entwicklung am Rentenmarkt. Dieser Tatsache sollte man ins Auge sehen. ●

Augmented Reality — Keine Zukunftsvision mehr



Obwohl viel davon geredet wurde, dass Augmented Reality, also die erweiterte Realität, der nächste große Trend werden würde, hat das Scheitern von Google Glass gezeigt, dass die tatsächliche Realität gänzlich anders aussieht. Ein kurzer Blick auf Google Trends – ein etwas erfolgreicherer Google-Produkt – zeigt, dass das Interesse an der Brille von Google etwa im Mai 2013 seinen Höhepunkt erreicht hatte, danach nachließ und inzwischen auf weniger als ein Zwanzigstel des damaligen Niveaus gefallen ist. Auch Microsofts HoloLens 2, deren Markteinführung auf 2019 verschoben wurde, kämpft mit Fehlschlägen. Zuweilen hat es den Anschein, als würde für das Thema Augmented Reality dasselbe gelten wie Charles de Gaulle einst über Brasilien sagte: Es ist „ein Land der Zukunft – und ein Land der Zukunft wird es auch bleiben“.

Die bisherigen Fehlstarts könnten jedoch den Weg für eine technologische Revolution bereiten. Augmented Reality war bislang nicht erfolgreich, weil die Eintrittsbarriere mit Preisen von EUR 1.000 aufwärts pro Gerät zu hoch war. Im Hinblick auf Inhalte hat das zum klassischen Henne-Ei-Problem geführt: Nur wenige Entwickler konnten sich für das Thema begeistern, da sich kaum Kunden dafür begeistert haben, da sich kaum Entwickler dafür begeistern konnten, usw.

Doch für beide Probleme scheint eine Lösung nicht mehr fern. Die Zahl der Geräte dürfte bald exponentiell ansteigen, da die Kosten sinken. Infolgedessen dürfte auch die Zahl der Entwickler

zunehmen. 2018 könnte das Jahr werden, in dem Augmented Reality richtig durchstartet.

Zunächst gilt es jedoch zu verstehen, was genau Augmented Reality eigentlich bedeutet. AR projiziert virtuelle Figuren oder Texte in ein reales Umfeld, das der Nutzer über das Display seines Smartphones oder die Gläser seiner AR-Brille sehen kann. Sie unterscheidet sich daher von der virtuellen Realität, bei der das, was der Nutzer sieht, vollständig ersetzt wird. Diese Technologie wird momentan noch durch schwerfällige Software behindert und die Nutzer klagen häufig über Probleme mit Schwindelgefühlen.

AR-Anwendungen beschränken sich bislang auf einfache Apps für mobile Geräte. Beispiele umfassen das berühmte Spiel Pokémon Go, eine Ikea-App für die Planung der Wohnungseinrichtung (vor dem Besuch bei Ikea), Museumsrundgänge für Bildungszwecke, virtuelle Kleideranproben für Modelfans oder die Navigation durch Einkaufszentren. Eine andere App, Measurekit, ermöglicht es ihren Nutzern, kurze Abstände zwischen zwei Punkten auf einer Fläche auszumessen.

Impulsgeber für die Weiterentwicklung von AR über solch simple Anwendungen hinaus sind die jüngsten Bemühungen von Apple, wo man den gesamten AR-Bereich vorantreiben will. Dass Apple sich im Bereich 3D-Bilderfassung engagiert, einer zentralen Technologie, die zukünftig funktionsreiche AR-Anwendungen ermöglichen soll, zeigt sich insbesondere in seiner Gesichtserkennungssoftware mit dem Namen FaceID. Die Software kommt in Apples neu erschienenem iPhone X zum Einsatz und basiert auf einem 3D-Sensor-Modul. Für die Verbraucher weniger

offensichtlich war, dass das letzte Update des Apple-Betriebssystems im vergangenen Oktober mit der Entwickler-Plattform ARKit einige simple AR-Funktionen für die Smartphone-Palette von Apple bereithielt. Durch diesen Schritt ist die Zahl der AR-Geräte auf einige hundert Millionen angestiegen, wodurch Entwicklern nun Umsätze mit Funktionen winken, von denen viele noch gar nicht abzusehen sind (und die über offensichtliche Anwendungsbereiche wie Spiele und Apps für Heimdekoration hinausgehen). Daher hat es durchaus seine Berechtigung, wenn Craig Federighi, Software-Chef von Apple, behauptet, das iPhone sei auf einem guten Weg, sich bis Ende des Jahres zur weltweit größten AR-Plattform zu entwickeln.

Vielleicht war er damit sogar etwas zu bescheiden. Noch vor dem Start des neuesten Betriebssystems gab es bereits fünfmal mehr ARKit-Demos auf YouTube, als von der Konkurrenz-AR-Plattform Google Tango innerhalb von zwei Jahren hochgeladen wurden. Die Begeisterung unter den Entwicklern ist spürbar.

Bis 2019 wird Apple voraussichtlich noch ausgeklügeltere Hardware für die 3D-Bilderfassung auf all seinen High End-Geräten auf den Markt bringen. Die 3D-Sensoren wandern dann auf die Rückseite des Geräts und ermöglichen so Bewegungsverfolgung und die Erfassung der Umgebung (so könnte ein Pokémon dann beispielsweise um einen Tisch herumlaufen, statt einfach hindurch). Bis 2020 wird Apple die 3D-Sensortechnik nicht nur für seine High End-Geräte anbieten, sondern auf die gesamte Produktpalette ausweiten, wodurch sich die Zahl funktionsreicher AR-Geräte weiter erhöhen wird.

Es ist also nicht verwunderlich, dass Tim Cook, der sonst so sachliche CEO von Apple, im Februar 2017 verkündete: „Ich sehe AR als ein ebenso bedeutendes Konzept wie das Smartphone an. Das Smartphone ist für jedermann; wir glauben nicht, dass das iPhone nur für bestimmte Bevölkerungsschichten, Länder oder einen bestimmten Markt da ist: Es ist für alle. Ich glaube, AR ist genauso bedeutend.“ Im Juni bekräftigte er das und erklärte: „Ich freue mich wahnsinnig darüber [AR], ich möchte es einfach nur noch hinausgeschreien.“

Die Android-Geräte von Google hinken noch hinter den Entwicklungen von Apple hinterher, werden aber voraussichtlich einen ähnlichen Pfad einschlagen. Bei Google reagiert man entsprechend, um im High End-Segment des Smartphone-Marktes Schritt halten zu können. Auf das ARKit von Apple hat Google bereits mit der Einführung von ARCore reagiert, einer Entwickler-Plattform, die auf einigen Samsung Galaxy S8- und Google Pixel-Geräten läuft. Qualcomm wird 2018 voraussichtlich 3D-Sensor-Module für

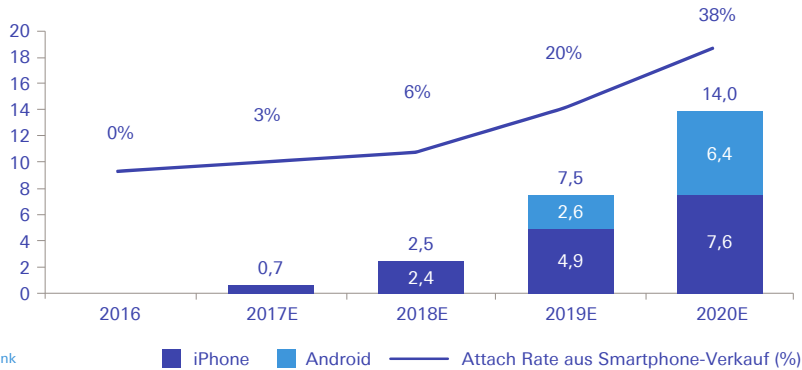
Android-Geräte einführen (unter anderem für Samsung) und Huawei und Xiaomi werden wahrscheinlich ebenfalls eigene Versionen auf den Markt bringen, zunächst jedoch nur für die Gesichtserkennung. Ab 2019 werden, wie bei Apple, voraussichtlich auch 3D-Bilderfassungsfunktionen für AR auf Android-Geräten entwickelt. Der spätere Start führt jedoch vermutlich dazu, dass das AR-Erlebnis auf Android-Geräten dem der Apple-Geräte noch mindestens zwei Jahre lang nicht das Wasser reichen können. Bis 2020 wird Hardware für die 3D-Bilderfassung mit großer Wahrscheinlichkeit flächendeckend im High-End-Smartphone-Segment im Einsatz sein und AR mit vielen Funktionen unterstützen.

3D-Sensor-Module für Smartphones kosten aktuell zwischen USD 15 und USD 20, was im Hinblick auf die Größe des Marktes auf eine riesige Chance für wichtige Zulieferer schließen lässt. Geht man davon aus, dass Technologien für die 3D-Bilderfassung bis 2020 von heute nur knapp 3% auf 38% zunehmen werden, dürften den wichtigsten Zulieferern von Apple und Android rosige Zeiten bevorstehen. Tatsächlich nehmen wir an, dass der Markt, der sich Zulieferern bis 2020 eröffnen wird, ein Gesamtvolumen von USD 14 Mrd. aufweist. USD 1,5 Mrd. davon werden voraussichtlich auf Beleuchtung (Lichtquellen wie VCSELs) entfallen, USD 2,3 Mrd. auf mikrooptische Hardware, USD 1,4 Mrd. auf Polymerlinsen für den Einsatz in entsprechender Hardware, USD 4,7 Mrd. auf Halbleiter und USD 3,6 Mrd. auf die aufwändige Montage.

Was sollten Anleger also tun? Vorerst ist es bei diesem Thema das Sicherste, sich an denjenigen zu orientieren, die mit Apple bereits jetzt gut fahren. Da Apple einen Vorteil als Vorreiter in einem sehr komplexen Feld innehat, dürften es andere Anbieter schwer haben, mit dem von Apple gebotenen AR-Erlebnis mithalten. Bei den Unternehmen, die fester Bestandteil des Apple-Lagers sind, handelt es sich um Mikrooptik-Unternehmen wie AMS, Beleuchtungshersteller wie Lumentum, Anbieter von Polymerlinsen wie Largan, Halbleiterproduzenten wie Tong Hsing und Montagefirmen wie LG Innotek.

Damit die erweiterte Realität richtig durchstarten kann, bedarf es allerdings noch einer „Hammer-App“, die für einen massiven Anstieg der Verbrauchernachfrage sorgt. Es lässt sich nur schwer vorhersagen, in welchem Bereich eine solche App angesiedelt sein könnte. Dies wird sich jedoch in den kommenden Jahren herauskristalisieren, wenn Entwickler Anwendungen für eine möglicherweise einige hundert Millionen umfassende Nutzerbasis schaffen. Mithilfe des scheinbar unerschöpflichen Kapitalvorrats von Apple könnte 2018 das Jahr sein, in dem AR endlich der Durchbruch gelingt.

Chancen im Bereich Hardware für 3D-Bilderfassung (in Mrd. USD)



Die technischen Hintergründe

Wie bereits erwähnt, handelt es sich bei 3D-Sensoren um eine Technologie, mit deren Hilfe Entfernungen ausgemessen oder 3D-Karten realer Umgebungen erstellt werden können. Die Erfassungshardware nutzt zwei Komponenten – einen Lichtsender und einen Lichtempfänger – um Daten zu Tiefe und Entfernung zu sammeln. Als Grundlage für diese Berechnungen dienen drei verschiedene Technologien: Lichtlaufzeit (Time of flight), Strukturlicht (Structured Light) und Stereovision. Bei den beiden ersten handelt es sich um aktive Verfahren (wie sie beispielsweise in der Natur bei Fledermäusen, Walen usw. zu finden sind), bei der Stereovision handelt es sich indes um ein passives Verfahren (das in der Natur beispielsweise bei Menschen, Katzen und Eulen vorkommt). Die aktiven Verfahren sind für AR-Anwendungen tendenziell besser geeignet, da sie genauere Tiefendaten und in Umgebungen mit wenig oder keinem Licht bessere Ergebnisse liefern. Die Entscheidung für eines der aktiven Verfahren gestaltet sich schwieriger. Für das Time-of-Flight-Verfahren wird die Zeit gemessen, die ein Photon benötigt, um von einem in der Umgebung befindlichen Objekt zurückgeworfen zu werden. Beim Structured-Light-Verfahren hingegen wird ein Lichtmuster auf die Umgebung projiziert und beobachtet, wie sich dieses verzerrt, wenn es auf Objekte in einer Umgebung trifft.

Beide Verfahren haben ihre Vor- und Nachteile und die Entscheidung für eines der Verfahren richtet sich nach den genauen Anforderungen sowie Kosten- und Sicherheitserwägungen. Ganz allgemein lässt sich jedoch sagen, dass das Time-of-Flight-Verfahren bessere Ergebnisse über größere Entfernungen – beispielsweise für AR-Anwendungen im Freien – liefert, während das Structured-Light-Verfahren über kürzere Entfernungen von weniger als sechs Metern gut abschneidet und von hoher Präzision profitiert, weshalb es besser für AR-Anwendungen im Innengebrauch und die Gesichtserkennung besser geeignet ist. Letztlich erstreckt sich das Potenzial der Anwendungen für 3D-Sensortechnik bei weitem nicht nur auf Smartphones. Weitere Anwendungsbereiche sind beispielsweise Lidar-Systeme zur Vermeidung von Zusammenstößen im Auto, Industrieroboter, Spiele und die Gestensteuerung. Mögliche neue Funktionen für Smartphones könnten unter anderem Projektionsdisplays sein. So hat Apple bereits Patente für Projektionsdisplays für holografische 3D-Darstellungen und integrierte Projektoren eingereicht (z.B. um Filme oder Präsentationen an die Wand zu projizieren) – eine Technik, mit der der Fernseher eines Tages der Vergangenheit angehören könnte.

Apple hat bereits Patente für Projektionsdisplays für holografische 3D-Darstellungen und integrierte Projektoren eingereicht (z.B. um Filme oder Präsentationen an die Wand zu projizieren) – eine Technik, mit der der Fernseher eines Tages der Vergangenheit angehören könnte.

Vermögensverwalter — Der Vorteil der Unabhängigkeit



Sind Asset Manager zu profitabel? Diese Frage stellten sich die Aufsichtsbehörden, als sie Ende 2016 den Wettbewerb in der britischen Asset Management-Branche untersuchten. Angesichts von satten 36% operativer Marge in den fünf Jahren bis 2015 war die Frage durchaus berechtigt. Zum Vergleich: Facebook, Microsoft und Alphabet verzeichnen Margen von 34%, 33% und 26%. Auch in der breiter gefassten europäischen Investment Management-Branche liegen die Margen bei 29%, vergleichbar mit Tabak- (27%) und Pharmaunternehmen (22%).

In Anbetracht der vier Probleme, die in der Branche derzeit für Margendruck sorgen, ist die Frage jedoch vielleicht die falsche. Negativfaktoren wie die wachsende Beliebtheit passiver Produkte, verstärkte Regulierung und Technisierung und ein möglicherweise bevorstehender Abschwung machen aktive Investments bereits jetzt zunehmend unrentabler.

Damit stellt sich die Frage, was Vermögensverwalter tun können, um auf diese Bedrohungen zu reagieren, und ob 2018 ein Wendepunkt erreicht ist, der dazu führt, dass besonders gefährdete Akteure – Vermögensverwalter, die zu Banken oder Versicherungen gehören und hier als gebundene Asset Manager bezeichnet werden – auf Konsolidierung oder Spezialisierung werden setzen müssen. Der Status quo erodiert jedenfalls zusehends.

Sehen wir uns die Lage genauer an. Ein erster Negativfaktor für die Margenentwicklung bei Asset Managern sind passive Produkte. Wie zu jedem anderen Trend im Finanzdienstleistungsbereich lassen sich auch dazu Prognosen anstellen. Anfang 1995 machten passive Anlageformen gerade einmal 3% des verwalteten Vermögens aus. Bis 2005 war ihr Anteil auf 15% gewachsen und hat sich seither verdoppelt. Die aktuelle Entwicklung deutet darauf hin, dass diese Zahl bis Ende dieses Jahrzehnts bei 40 - 50% liegen dürfte. Die Gebühren würden dadurch weiter sinken und die Gewinne der Branche infolgedessen über die kommenden drei Jahre um weitere 12% schrumpfen. Der Boom der passiven Anlageformen wird sicherlich irgendwann seinen Zenit erreichen, so bald ist dieser jedoch noch nicht in Sicht.

Ein zweiter Negativfaktor ist eine Schwerpunktverlagerung im Aufsichtsrecht in den meisten großen Rechtsräumen. Die Entwicklung geht weg von einer Eignungsprüfung hin zu einer Orientierung an der treuhänderischen Verantwortung. Bei der Eignungsorientierung steht die Frage im Mittelpunkt, ob ein Produkt für einen Kunden sinnvoll ist, beim Treuhandkonzept die Frage, ob es bessere Alternativen gibt. Regulatorische Entwicklungen wie der Retail Distribution Review in Großbritannien sollen eine Reduzierung von Interessenkonflikten bewirken, die sich daraus ergeben können, dass ein Vermögensverwalter seinen Vertrieb dafür vergütet, dass er sein Produkt stärker bewirbt als das eines Wettbewerbers. Selbst das Arbeitsministerium der Vereinigten Staaten beharrt trotz des Deregulierungskurses von Präsident Trump auf der sogenannten Fiduciary Rule, mit der de facto ein Provisionsverbot für Finanzprodukte eingeführt wurde.

Der dritte Negativfaktor ist der Druck, den technologische Entwicklungen, Globalisierung und Regulierung auf viele Branchen ausüben und der diese zu mehr Transparenz zwingt. Eine Anlageplattform nach dem Vorbild von Amazon ist durchaus vorstellbar. Damit würde sich der Margendruck weiter verstärken. Mit der Umsetzung der MiFID II-Richtlinie müssen zudem vermehrt Kosten offengelegt werden, um den Kunden zu ermöglichen, ihre Netto-Anlagerenditen besser zu verstehen. Im Laufe der Zeit

wird somit voraussichtlich auch die erhöhte Transparenz die Gewinne belasten.

Und schließlich wird nach einem acht Jahre währenden Bullenmarkt und damit automatisch steigender Tendenz beim verwalteten Vermögen auch die Zyklicität der Gewinnentwicklung schnell unterschätzt. Man nehme nur 2008/2009 als Beispiel. Die Profite der größten Vermögensverwalter in den USA haben sich damals halbiert. Das Aufwand-Ertrags-Verhältnis (operative Aufwendungen/operative Erträge) stieg von 55% auf 63%, während die Vorsteuermargen von 53% auf 37% fielen. Nach einem lang andauernden Bullenmarkt ist es oftmals schwer, zwischen Alpha und Beta des Branchenzklus zu unterscheiden.

Welche Unternehmen werden angesichts der vier zunehmend virulenten Negativfaktoren für das Asset Management überleben? Die Branche lässt sich zunächst grob in zwei Gruppen unterteilen: unabhängige Unternehmen wie Schroders oder Blackrock und Unternehmen, die zu Banken oder Versicherungen gehören. Betrachtet man die 25 führenden europäischen Vermögensverwalter, die zusammen EUR 24 Bio. verwalten, wird deutlich, dass unabhängige Unternehmen erfolgreicher sind als ihre gebundenen Wettbewerber. Die unabhängigen Anbieter erreichen Vorsteuermargen von durchschnittlich 44%, während ihre Konkurrenten als Teil von Banken und Versicherungen 30 - 33% verzeichnen. Sie zeichnen sich auch durch eine schlankere Kostenstruktur aus. Das Aufwand-Ertrags-Verhältnis unabhängiger Vermögensverwalter liegt bei durchschnittlich rund 58%, für die an Banken und Versicherungen gebundenen Asset Manager hingegen eher bei 70%.

Dieser einfache Vergleich zeigt, dass an Banken gebundene Vermögensverwalter den

Gewinn um ein Viertel steigern und an Versicherungen gebundene Vermögensverwalter ihr Ergebnis um zwei Fünftel verbessern könnten, wenn sie ebenso effizient arbeiten würden wie die unabhängige Konkurrenz.

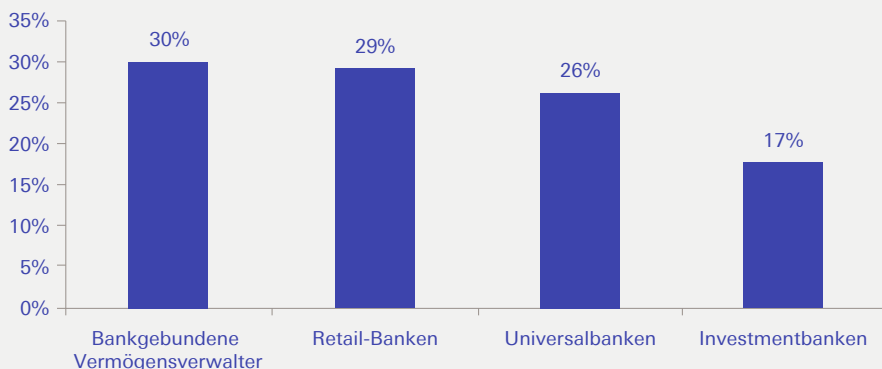
Es gibt daher reichlich Spielraum für Rentabilitätssteigerungen. Dazu müssen sich die gebundenen Unternehmen entscheiden, ob sie größer werden oder ihre Größe reduzieren und sich spezialisieren wollen.

Ironischerweise werden die gebundenen Asset Manager im traditionellen Bankgeschäft gar nicht als gefährdet angesehen, sondern vielmehr für ihre Rentabilität in der Zeit nach der Krise gefeiert. Bei vielen europäischen Banken ist das unternehmenseigene Asset Management mit Vorsteuermargen von durchschnittlich 30% der rentabelste Geschäftszweig. Damit sind die Margen höher als beim Retail Banking mit 29%, im Universalbankengeschäft mit 26% oder im Investmentbanking mit 17%.

Trotz der scheinbar zu geringen Größe könnte sich ein spezialisierteres Angebot als effizienter und rentabler erweisen. Anbieter wie Eurizon (die Asset Management-Tochter von Intesa) und Nordea Asset Management haben sich beispielsweise auf lokale Märkte spezialisiert, sind jedoch mit Kosten von 22% bzw. 29% ihrer Erträge enorm effizient. Auch Legal and General, die sich auf passive Produkte und den heimischen britischen Markt spezialisiert haben, schneiden mit einem Kostenanteil von 50% der Erträge gut ab. Bei den Effizienzkennzahlen spielen diese Unternehmen eher in einer Liga mit globalen unabhängigen Akteuren als mit globalen gebundenen Unternehmen.

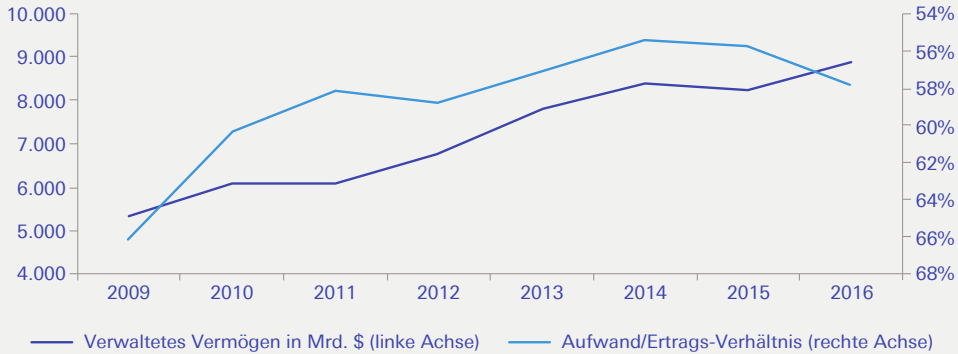
Ein Wandel scheint also besonders bei Vermögensverwaltern notwendig zu sein, die wie Credit Suisse Asset Management, Axia Investment Management und UBS Asset Management Teil

Vorsteuermargen bei an Banken gebundenen europäischen Vermögensverwaltern und Banken im Vergleich



Quelle: Deutsche Bank, Unternehmensdaten

Größe und Effizienz



Quelle: Deutsche Bank, Unternehmensdaten

großer Global Player sind. Die Kosten machen bei diesen drei Unternehmen zwischen 70% und 80% der Erträge aus und liegen damit über dem Branchendurchschnitt von 64%. Diese Firmen können sich entweder von ihrer globalen Präsenz verabschieden und regionale Strategien verfolgen, wie die oben erwähnten kleineren Vermögensverwalter, oder durch Fusionen und Übernahmen auf Größe setzen.

Größe könnte eine Lösung sein. Ein Blick auf die unabhängigen Asset Manager zeigt, dass zwischen Größe und Bruttomargen sicherlich ein Zusammenhang besteht. Zwischen 2009 und 2016 sind die Kosten bei den Unabhängigen von 66% auf 58% ihrer Erträge gefallen, während das verwaltete Vermögen um zwei Drittel auf USD 9 Bill. angewachsen ist. In einer Branche, die von der Commodisierung durch billige Beta-Produkte bedroht ist, scheint es naheliegend, dass Größe dabei helfen kann, Stückkosten zu reduzieren und die Rentabilität zu steigern. Es ist daher nicht verwunderlich, dass viele Unternehmen angesichts der wachsenden strukturellen Herausforderungen einen Konsolidierungskurs eingeschlagen haben. Dies zeigt sich in den jüngsten Unternehmenszusammenschlüssen wie Standard Life-Aberdeen, Henderson-Janus und Amundi-Pioneer. Diese Entwicklung scheint noch lange nicht abgeschlossen zu sein. Im August 2017 gab Prudential den Zusammenschluss von M&G mit seinem Lebens- und Rentenversicherungsgeschäft (Prudential UK and Europe) bekannt. Es wird erwartet, dass diese Verschmelzung jährlich zu Kosteneinsparungen von GBP 145 Mio. führen wird.

Andere Unternehmen gehen andere Wege, um profitabler zu werden. Credit Suisse Asset Management ist ein Beispiel für einen spezialisierteren Anbieter, der durch den Ausbau des bestehenden Geschäfts, die Entwicklung neuer

Angebote, Vertrieboptimierung und eine stärker regionale Ausrichtung auch außerhalb der Schweiz bis 2018 eine Steigerung des Vorsteuerergebnisses um mehr als CHF 200 Mio. anpeilt. Durch eine moderate Vergrößerung dürfte es möglich sein, den Kostenanteil von derzeit über 80% auf 70% der Erträge zu senken, der damit allerdings immer noch über dem Branchendurchschnitt von 64% läge.

Natixis, das sich in Mehrheitsbesitz der französischen Bank BPCE befindet, hat sich bereits vergrößert und muss nun seine Effizienz verbessern. Es war abzusehen, dass das mehrere Partner umfassende Geschäftsmodell von Natixis weniger effizient ist als ein zentralisiertes Geschäftsmodell. Dennoch ist das Unternehmen mehr als ein Fünftel größer als sein amerikanischer Konkurrent, die Affiliated Managers Group, mit einem ähnlichen Geschäftsmodell, aber geringeren Kosten als Natixis.

Egal welchen Weg die Vermögensverwalter wählen, um sich mit den vier Negativfaktoren auseinanderzusetzen, die ihnen derzeit das Leben schwer machen – klar ist, dass sie ihn 2018 gehen müssen, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Wenn sie die Herausforderungen nicht selbst anpacken, wären Fusionen und Übernahmen die logische Konsequenz. Nachdem die Transaktionen unter Vermögensverwaltern 2009 mit einem Volumen von USD 60 Mrd. ihren Höchststand erreicht hatten, läuft der Konzentrationsprozess seither mit einem Transaktionsvolumen von knapp USD 25 Mrd. jährlich eher auf Sparflamme. Sollte sich 2018 als das Jahr erweisen, in dem gebundene Vermögensverwalter beschließen, größer zu werden oder sich zu verschlanken, wird die Zahl der Fusionen und Übernahmen in der Branche wieder ansteigen. ●

Egal welchen Weg die Vermögensverwalter wählen, um sich mit den vier Negativfaktoren auseinanderzusetzen, die ihnen derzeit das Leben schwer machen – klar ist, dass sie ihn 2018 gehen müssen, um wettbewerbsfähig zu bleiben.

US-Aktienmarkt: Warnsignal Dividendenentwicklung

Aktienanleger haben kein leichtes Los. Im vergangenen Jahr sind die warnenden Stimmen angesichts des Höhenflugs am US-Aktienmarkt lauter geworden. Doch noch haben sie Angst, etwas zu verpassen, wenn sie zu früh aussteigen. Ihre Sorge scheint nicht unbegründet. Das KGV im S&P 500 bewegt sich seit drei Jahren fast durchgängig auf einem 10-Jahres-Hoch. Doch was ist, wenn Anleger sich an der falschen Kennzahl orientieren? Was ist, wenn nicht bei den ertragsbasierten, sondern bei den dividendenbasierten Kennzahlen 2018 ein Wendepunkt erreicht ist und sich diese falsche Prioritätensetzung an den Aktienmärkten rächen wird? In diesem Beitrag wollen wir der Frage nachgehen, wie die Vernachlässigung des Faktors Dividenden zu einem unerwarteten Kursrutsch am Aktienmarkt führen kann.

Im Rückblick war die Dividendenkürzung bei GE 2017 vielleicht ein Schlüsselmoment für die weitere Entwicklung am US-Aktienmarkt. Natürlich wurde die Dividendenkürzung von einem CEO vorgenommen, der frisch im Amt ein Zeichen der Erneuerung bei diesem Unternehmen setzen wollte, das seit fast zehn Jahren unter dem Marktdurchschnitt liegt. Doch andere CEOs dürften dies aufmerksam verfolgt haben. Wenn das älteste Unternehmen im Dow Jones Industrial Average erst zum dritten Mal in seiner Geschichte, nach der Weltwirtschaftskrise und der Finanzkrise, die Dividende gekürzt hat, könnten andere nachziehen.

Doch warum sollte ein Unternehmen, das eigentlich die Dividende kürzen will, Hemmungen haben, dies zu tun? Wo doch die Dividendenpolitik eines Unternehmens nach gängiger Lehrbuchmeinung keine Auswirkungen auf dessen Bewertung hat.

Genau deswegen könnten Dividenden der Schlüsselfaktor zum Verständnis der Ursachen für die Blasenbildung am Markt sein.

Zunächst einmal muss man verstehen, warum ein hohes KGV-Niveau nicht zwangsläufig Vorbote eines Kursrückgangs ist: Diese Bewertungskennzahlen liefern keine zuverlässigen Kauf- oder Verkaufssignale. Dies wird exemplarisch am viel zitierten Shiller KGV deutlich, das mit einem Stand von 31 auf Basis des durchschnittlichen



Gewinns der letzten zehn Jahre derzeit doppelt so hoch ist wie im langfristigen Durchschnitt und nur knapp unter dem Niveau kurz vor dem Börsen-crash im Jahr 1929 liegt. Diese Kennzahl hat durchaus ihre Berechtigung, und es besteht zweifelsohne eine Korrelation zwischen niedrigen Bewertungen und hohen künftigen Renditen, und umgekehrt. Der Blick in die Vergangenheit zeigt jedoch, dass das Shiller KGV als Indikator für den richtigen Kauf- oder Verkaufszeitpunkt nicht taugt. Hätte ein Anleger den S&P 500 gekauft, als die Kennzahl unter ihren langfristigen Durchschnitt gesunken ist, und verkauft, als sie wieder über diesen Schwellenwert gestiegen ist, hätte er in den vergangenen drei Jahren nur acht Monate lang Aktien gehalten. Während sich die Gesamttrendite am Markt fast verzwanzigfacht hat, wäre er mehr oder minder weitgehend leer ausgegangen. Selbst wenn man im Rückblick unterschiedliche Kauf- und Verkaufsschwellen definieren könnte, würde man im Ergebnis immer noch wesentlich schlechter abschneiden als der Markt. Wenn ertragsbasierte Bewertungskennzahlen schwindelerregende Höhen erreichen, ist das nicht notwendigerweise ein Warnsignal.

Die Dividendenentwicklung hingegen liefert ein solches Warnsignal. So gibt es Anhaltspunkte dafür, dass die Kursgewinne der letzten Jahre aus überzogenen Dividendenerwartungen gespeist waren, und es gibt Anzeichen dafür, dass sich der Wind 2018 schließlich drehen könnte.

Luke Templeman

S&P 500: Streuung von Ausschüttungsquoten und Dividendenrenditen



Quellen: Fact sheet, Deutsche Bank

Dies lässt sich gut am Beispiel der Dividendaristokraten illustrieren. Es handelt sich dabei um eine Auswahl von rund 50 Aktien, die über einen längeren Zeitraum konstant Dividenden ausgeschüttet und kontinuierlich erhöht haben. Diese Titel haben durchaus Signalwirkung, machen sie doch etwa ein Fünftel der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500 aus und haben sie mit ihrem Aufwärtstrend seit der Krise die Renditeentwicklung am Aktienmarkt maßgeblich mitgetragen. Seit der Krise haben sie gegenüber dem S&P 500 eine Outperformance von 20 Prozent erzielt.

In letzter Zeit schwächeln die Kurse dieser Aktien jedoch. Über den Zeitraum der letzten 18 Monate ergibt sich eine Underperformance von rund 25 Prozent. Einer der Gründe für diese Entwicklung liegt darin, dass sich in Anlegerkreisen allmählich die Erkenntnis durchsetzt, dass die Unternehmen sich nicht noch stärker verschulden können, um sowohl überzogene Dividenden als auch Aktienrückkäufe zu finanzieren. In den zehn Jahren vor der Krise lag die Nettoverschuldung dieser Unternehmen stabil bei einem Drittel des EBITDA. Seither hat sich die Nettoverschuldung im Verhältnis zum Unternehmensgewinn mehr als verdreifacht. Dieser Spielraum zur Finanzierung von Renditen ist irgendwann ausgereizt. Anleger haben diese Aktien jedoch so bewertet, als könnten die Unternehmen dieses Spiel ewig weiterreiben.

Einen weiteren Anhaltspunkt dafür, dass die Dividende bei der Bewertung von Aktien eine immer größere Rolle spielt, liefert die Dividenden-

rendite des S&P 500, die seit der Finanzkrise relativ konstant geblieben ist. Vor allem aber sind die Unterschiede zwischen den Dividendenrenditen geschwunden. Die Streubreite ist kontinuierlich auf den niedrigsten Stand seit fast zwanzig Jahren gesunken.

Dies entspricht einem Rückgang um 15 Prozent gegenüber dem Vorkrisenniveau. Anders ausgedrückt reagieren die Kurse zunehmend sensibler auf Veränderungen bei der Dividendenausschüttung. Da ist es nicht weiter verwunderlich, dass die Dividende für Unternehmen eine wichtige Größe ist und man diese kräftig nach oben geschraubt hat. Kurz vor der Krise haben Unternehmen im Durchschnitt ein Drittel ihrer Gewinne als Dividende ausgeschüttet. Mittlerweile ist es die Hälfte. Die Streubreite bei den Dividendenzahlungen ist dabei gering geblieben, d.h. Unternehmen schauen, was die Konkurrenz tut, und ziehen entsprechend nach.

Manchen Kommentatoren zufolge hat der Trend zu passiven Investments zur Einebnung der Performanceunterschiede zwischen den verschiedenen Unternehmen oder zur Reduzierung der Streubreite beigetragen, da bei passiven Strategien nicht zwischen Unternehmen unterschiedlicher Qualität differenziert wird. Da ein Ende dieses Trends derzeit nicht abzusehen ist, könnte dies noch eine Weile so weiterlaufen. Einige Studien zeigen jedoch, dass der Preis nur für aktive Fonds ein Aktionsparameter ist, nicht jedoch für passive Anleger.

Nicht genug damit, dass viele Unternehmen keinen weiteren Spielraum für Dividendenerhöhun-

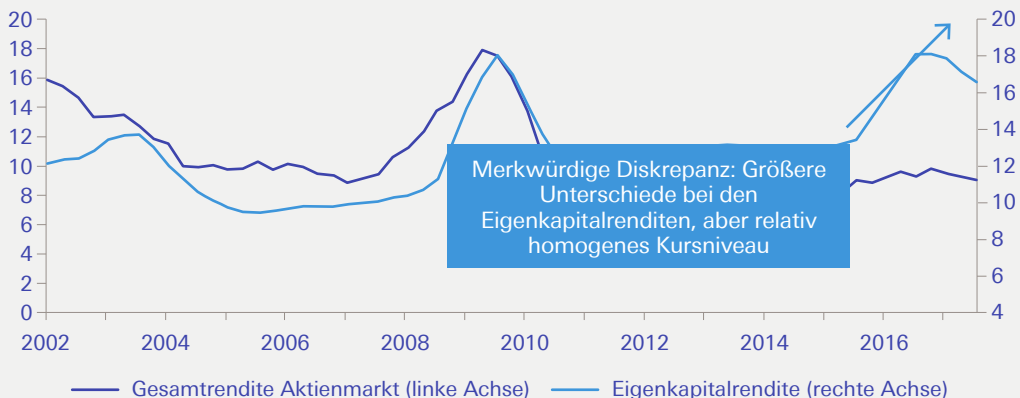
gen im Verhältnis zum Gewinn sehen, könnte sich die Situation für sie durch einige strukturelle Schocks im Jahr 2018 noch weiter zuspitzen. An erster Stelle ist hier wachsender Lohndruck zu nennen, da die Arbeitslosenquote seit mehreren Jahrzehnten immer weiter auf neue Tiefststände sinkt (siehe unseren Beitrag zur Wahrscheinlichkeit eines Inflationsanstiegs in den USA für nähere Einzelheiten). Ein weiterer Faktor ist der anhaltende Preisanstieg bei Öl. Ein Kostenanstieg bei diesen beiden Produktionsfaktoren wird schwächere Unternehmen erheblich unter Druck setzen, da die ohnehin schon geringen Margen bei diesen besonders stark schrumpfen werden.

Wenn dies eintritt, wird Anlegern vielleicht klar, dass sie auf die falschen Unternehmen gesetzt haben. Einen letzten Wendepunkt könnte für dividendenabhängig bewertete Aktien 2018 ein Renditeanstieg am Anleihemarkt markieren. Die Indikatoren deuten nämlich darauf hin, dass die Inflation in diesem Jahr auf ein strukturell nachhaltiges Niveau steigen wird (auch hier sei wieder auf unseren Beitrag zur Wahrscheinlichkeit eines Inflationsanstiegs in den USA verwiesen). Da sich die Renditen von Staatsanleihen jedoch noch immer im Bereich ihrer historischen Tiefststände bewegen, rechnen Anleger nicht mit stark steigenden Preisen und damit Anleiherenditen. Sobald die Anleger am Rentenmarkt die Kerninflation jedoch nachhaltig im Bereich des Zielkorridors sehen, wird es nicht nur zu einem Renditeanstieg kommen, sondern die gesamte Renditekurve wird steiler werden.

Für den Aktienmarkt birgt ein Renditeanstieg am Rentenmarkt das Risiko, dass damit die Nachfrage nach Bond Proxies sinken wird. Das heißt Geld, das Investoren von Anleihen ersatzweise in Aktien mit stabilen Dividenden umgeschichtet hatten, um die niedrigen Anleiherenditen zu umgehen. Zur Veranschaulichung: Vor der Finanzkrise boten 10-jährige US-Staatsanleihen eine Rendite von rund 4 Prozent, die damit vierzig Prozent über der Dividendenrendite der Dividendenaristokraten lag. Im Vergleich zum Gesamtmarkt war die Rendite sogar doppelt so hoch. Seither sind die Kurse am Anleihemarkt kontinuierlich gesunken, sodass die Dividendenaristokraten mit ihren 2,2 Prozent Rendite nur noch knapp unter der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen und deutlich über der Rendite 2-jähriger Staatspapiere liegen. Dies nährt die oben skizzierten Befürchtungen.

Während Aktienanleger weiterhin auf das Kursniveau im Verhältnis zu den Unternehmensgewinnen fixiert sind, sollte eher die unbemerkt weiter wachsende Dividendenblase Anlass zur Sorge geben. Viele Anleger haben sich nur an den immer weiter steigenden Dividenden orientiert. Die Ertragskraft eines Unternehmens ist daneben in den Hintergrund getreten. Damit haben die Anleger die falschen Prioritäten gesetzt, und es ist nur eine Frage der Zeit, bis sich dies rächen wird. Mit Blick auf die sich wandelnden gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen könnte dies früher als erwartet passieren. ●

S&P 500: Streubreite bei den Gesamtrenditen und Eigenkapitalrenditen (%)



Während Aktienanleger weiterhin auf das Kursniveau im Verhältnis zu den Unternehmensgewinnen fixiert sind, sollte eher die unmerkelt weiter wachsende Dividendenblase Anlass zur Sorge geben.

Ölsektor – DeCAF und die Suche nach Cash Cows

Während die einen den Niedergang der Ölnachfrage durch Elektromotoren prophezeien und andere diese durch die Preise für CO₂-Emissionen als Stranded Assets bedroht sehen, liegt der Schluss nahe, dass Ölgesellschaften in den kommenden Jahren ein erhebliches Risiko für Anleger bergen werden. Viele Anleger richten ihren Fokus auf die größten Produzenten, in der Annahme, dass deren Diversifizierung ihnen Vorteile bietet. Die kommende Energiewende muss jedoch keine negativen Konsequenzen für Anleger haben, insbesondere wenn diese realisieren, dass größer nicht unbedingt besser bedeutet.

Der Preis sollte natürlich eine Rolle spielen. Trotz rückläufiger Absatzmengen besteht also dennoch Wertschöpfungspotenzial. Ganz so einfach ist es jedoch nicht und 2018 ist das Jahr, in dem sich zeigen wird, welche der großen Ölkonzerne das Potenzial besitzen, sich bei voranschreitender Dekarbonisierung dennoch in Cash Cows zu verwandeln, also in Unternehmen mit hoher Rentabilität trotz vergleichsweise geringer und rückläufiger Volumina.

Schon heute drehen sich die meisten Diskussionen über die Folgen von Umweltrisiken für integrierte Ölfirmen um das Risiko rückläufiger Absatzmengen. Die Erfahrung der letzten 20 Jahre lehrt jedoch, dass es problematisch sein kann, Volumen mit Wert zu verwechseln. Wie bereits in einer früheren Ausgabe von Konzept¹ erläutert, waren Anleger besser damit beraten, den Branchen mit den größten Umsatzeinbußen den Vorzug zu geben, als auf Branchen zu setzen, die steigende Umsatzvolumina verzeichnet haben. So haben Tabakunternehmen trotz des stetig sinkenden weltweiten Tabakkonsums in den letzten beiden Jahrzehnten eine beachtliche annualisierte Rendite von 13% abgeliefert. Sie liegen damit nicht nur deutlich über den 4,5% des Gesamtmarktes, sondern lassen erst recht die 2,3% des Telekommunikations-Dienstleistungs-

sektors blass aussehen, und dass, obwohl sich die Volumina in diesem Sektor in den G7-Staaten verdreifacht haben.

Mindestens drei Faktoren müssen gegeben sein, damit die Ölmultis trotz rückläufiger Volumina rentabel bleiben. Zunächst muss den größten Ölkonzernen eine striktere Kapitaldisziplin auferlegt werden, um zu verhindern, dass das Angebot noch weiter zunimmt. Zweitens müssen Abwärtsrisiken, die sich aus Stranded Assets, Emissionspreisen und der zunehmenden Verbreitung von Elektrofahrzeugen ergeben, zumindest kurzfristig eindämmbar sein. Und drittens müssen Anleger die Entscheidungen der Politik im Blick behalten.

Die Kräfte, die eine strengere Kapitaldisziplin anstreben, sind bereits am Werk. Durch die relativ niedrigen Ölpreise der letzten Jahre sahen sich die integrierten Konzerne dazu gezwungen, die Umstrukturierung ihrer Portfolios aggressiver voranzutreiben, als sie es vielleicht andernfalls getan hätten.

Zu diesem Zweck haben die Firmen ihre Kapitalbudgets drastisch gekürzt, Kosten gesenkt und Projekte weniger komplex ausgestaltet. Zudem wurde ein stärkerer Fokus auf Kapitalrenditen, Free Cashflow und die Positionierung auf der Grenzkostenkurve gelegt. Außerdem setzen die Konzerne vermehrt auf Erdgas und die Nahfeldexploration statt auf die Exploration in Grenzgebieten von Ölvorkommen, weshalb die entdeckten Ressourcen schneller als bisher zu Geld gemacht werden können. Ganz ohne Zweifel sind die Unternehmen heute sehr viel besser aufgestellt als noch vor ein paar Jahren, als Öl zu einem Preis von über USD 100 je Barrel gehandelt wurde.

Nun, da die Branche mit einer vergleichsweise größeren Kapitalknappheit zurechtkommen muss, müssen sich die Unternehmen stärker darum bemühen, mit diesem Kapital Renditen für ihre Anleger zu erwirtschaften. Eine Möglichkeit ist, dies als einen Umkehrtrend zu sehen: von einem Umfeld mit einer großen Menge an verfügbarem Kapital für relativ knappe Ressourcen zu einem Umfeld, in dem genau das Gegen-

teil der Fall ist. Dementsprechend können die größten Konzerne in der Welt der neuen Energien gute Anlagechancen bieten, da die Abwärtsrisiken in Bezug auf ihre bestehende Vermögensbasis weniger hoch sind.

Betrachten wir das Risiko der Stranded Assets, also „gestrandeter Vermögenswerte“. Hiervon spricht man, wenn Ölvorkommen nicht mehr gefördert werden. Bei dem Begriff denkt man unweigerlich an verrottende Anlagen, die aufgrund unvorhergesehener Abschreibungen nicht mehr genutzt werden können. Eine Analyse der nachgewiesenen Reserven von Ölunternehmen zeigt jedoch, dass dem nicht so ist. Die durchschnittliche Nutzungsdauer der Ölvorkommen liegt bei etwas weniger als zehn Jahren. Zwei Drittel der Vorkommen wurden bereits erschlossen, ein Drittel wird innerhalb der nächsten fünf Jahre erschlossen werden. Da diese Ressourcen effektiv bereits als kommerziell genutzt gelten, durch eine entsprechende Infrastruktur gestützt werden oder für die kommerzielle Erschließung auf Basis der aktuellen Preise vorgesehen sind, ist es äußerst unwahrscheinlich, dass diese Reserven nicht gefördert werden.

Bei den wahrscheinlichen Reserven, den sogenannten P2-Reserven, erstreckt sich die Nutzungsdauer sogar auf 20 Jahre für Ölvorkommen und 25 Jahre für Gasvorkommen – das Risiko, dass diese als Stranded Assets enden, mag auf den ersten Blick somit größer erscheinen. Doch auch diese Reserven sind bereits weitestgehend durch entsprechende Infrastrukturen gestützt oder werden derzeit erschlossen. Tatsächlich wurden nur für 10% der bestehenden P2-Öl- und Gasvorkommen noch keine endgültigen Investitionsentscheidungen getroffen. Bei einem aktuellen Barwert von USD 20 Mrd. entspricht das gerade einmal 2% des Marktwerts der Ölmultis.

Das von den Emissionspreisen ausgehende Risiko ist höher. Gehen wir jedoch von der Markterwartung aus, dass Emissionen mit Kosten von rund USD 40 je Tonne belegt werden und diese Kosten zudem steuerlich abzugsfähig sind,



ergibt sich daraus, basierend auf dem zehnjährigen Nettobarwert, ein Abwärtsrisiko von lediglich 8%. Der Konzern Statoil, der bereits der norwegischen Emissionssteuer unterliegt, ist für dieses Risiko am wenigsten anfällig, während Exxon am stärksten gefährdet ist. Bei dieser groben Analyse haben wir jedoch den Umstand außer Acht gelassen, dass nicht jedes Ölförderland gleichermaßen daran interessiert ist, die produzierenden Unternehmen zu besteuern. Ist es denn realistisch anzunehmen, dass Saudi-Arabien mit genauso hoher Wahrscheinlichkeit eine Abgabe auf CO₂-Emissionen einführen wird wie zum Beispiel Großbritannien? Das Risiko ist hier sicherlich sehr unterschiedlich.

Durch die Berücksichtigung von Länderrisiken reduziert sich das Risiko auf etwa 4%, da die

➤ Das Carbon Alignment Framework der Deutschen Bank (DeCAF) wurde 2017 eingeführt. Weitere Informationen finden Sie in Konzept #10 unter www.dbresearch.de oder in unserem ausführlichen Research-Bericht zu DeCAF, den Sie auf Anfrage erhalten.

meisten Unternehmen vorwiegend in den westafrikanischen Ländern und insbesondere im Nahen Osten aktiv sind, wo ein geringeres Risiko besteht.

Mittel- bis langfristig gesehen besteht eine der dringendsten Sorgen der größten Ölkonzerne – neben Stranded Assets und dem Preis für CO₂-Emissionen – jedoch in der Elektrifizierung von einer Milliarde PKW. Solange keine wettbewerbsfähige Alternative für den internen Verbrennungsmotor existierte, schien ein auf Öl basierender Antrieb die einzige dauerhafte Lösung für die Sicherstellung von Mobilität zu sein. Da sich die Batterietechnik jedoch (langsam) verbessert, ihre Reichweite somit (langsam) zunimmt und die Fahrzeuge erschwinglicher werden, rückt eine Zukunft, in der die Fahrzeugflotte vollständig aus Elektroautos besteht, immer mehr in den Bereich des Vorstellbaren.

Doch trotz der aktuellen Trends dürfte frühestens Anfang der 2030er Jahre klar werden, ob die Nachfrage nach Benzin nachlassen wird. Um nachzuvollziehen, welches Risiko von Elektrofahrzeugen ausgeht, legen unsere Modelle die Annahmen der International Energy Agency zugrunde, die eine Konzentration von Treibhausgasen in der Atmosphäre von ca. 450 ppm anvisiert. Dies führt zu der Prognose, dass bis 2040 ein Drittel aller Fahrzeuge weltweit – also rund 700 Millionen – Elektrofahrzeuge sein werden. Das Modell sagt voraus, dass bis 2020 jeder zehnte verkaufte Neuwagen ein Elektrofahrzeug sein wird und bis dahin bereits rund 20 Millionen Elektrofahrzeuge die Straßen bevölkern werden. Angesichts der aktuellen Ausgangsbasis von weniger als zwei Millionen Fahrzeugen ist dies eine sehr ambitionierte Prognose.

In einem solchen Szenario steigt die Ölnachfrage von 19 Millionen Barrel pro Tag im Jahr 2015 bis Ende der 2020er-Jahre auf einen Höchststand von 23 Millionen Barrel täglich und geht von da an Jahr für Jahr kontinuierlich zurück. Trotz der angenommenen aggressiven Marktdurchdringung fällt auf, dass die Verbreitung von Elektrofahrzeugen erst ab 2025 wirklich für eine allmählich schrumpfende Ölnachfrage sorgen wird. Ein Faktor, der bis in die 2030er hinein einschneidendere Auswirkungen haben wird, ist die Effizienz. Während die Ölnachfrage bis 2030 pro 100 Millionen neuer Elektrofahrzeuge um 1,3 Millionen Barrel täglich sinken wird, drückt jedes

einzelne Prozent an Effizienzsteigerung bei Motoren die Nachfrage um rund drei Millionen Barrel pro Tag nach unten.

Während die Abwärtsrisiken, die von Elektrofahrzeugen, Stranded Assets und den Kohlenstoffpreisen ausgehen, jedoch zumindest mittelfristig zu bewältigen sind, stellt die Energiepolitik eine größere Herausforderung dar. Betrachten wir die Problematik am Beispiel Erdgas. In der Branche herrscht Konsens darüber, dass Erdgas besonders vom Trend zu mehr ökologischer Nachhaltigkeit profitieren wird, da es eine geringere Kohlenstoffintensität aufweist als Öl.

Genau wie Öl kann es ebenfalls sowohl für die Stromerzeugung in der Grundlast als auch für die Fahrzeugmobilität eingesetzt werden. Die meisten großen integrierten Ölkonzerne haben ihre Ressourcen dementsprechend in den vergangenen Jahren vermehrt auf Erdgas verlagert.

Die Fundamentaldaten geben ihnen hierbei gewiss Recht. Betrachtet man nur die Entwicklung von Angebot und Nachfrage, ergibt sich für die Erdgasproduktion, trotz der aktuellen Flaute bei den US- und internationalen Gaspreisen, für die nächste Dekade ein deutlich optimistischeres Bild als für Öl. Zum Glück für die Produzenten zeigen alle Szenarien bis 2020 auf Grundlage des aktuellen Geschäftsportfolios Angebotslücken auf. Trotz des in Nordamerika erwarteten Angebotswachstums um ein Drittel ergibt sich daraus eine Notwendigkeit, auch in Zukunft weiterhin neue Regionen, beispielsweise in Ostafrika und Russland, sowie unkonventionelle Ölvorkommen weltweit zu erschließen. Die Erschließungsaktivitäten angesichts der eventuell gedämpften Aussichten für die künftige Nachfrage herunterzufahren, scheint daher ein voreiliger Schritt zu sein.

Doch auch die Politik spielt eine Rolle. So würde die Einführung eines Mindestpreises für CO₂-Emissionen Gas einen deutlichen Vorteil gegenüber Kohle verschaffen. Gas setzt im Vergleich zur Stromerzeugung pro Stunde weniger als die Hälfte an CO₂ frei. Zudem bietet Gas weitere ökologische Vorteile gegenüber Kohle, beispielsweise werden bei der Verbrennung deutlich weniger Feinstaub und giftige Gase freigesetzt.

Würde also eine CO₂-Steuer von beispielsweise USD 40 pro Tonne eingeführt, dann würde

Gas trotz des Preises von USD 7 - 8 selbst bei den aktuell niedrigen Preisen für Kraftwerkskohle von USD 60 - 70 je Tonne weiterhin wettbewerbsfähig bleiben. Dieser Preis entspricht in etwa dem Preis, der für die künftige wirtschaftliche Erschließung eines Großteils der bislang unerschlossenen Vorkommen für den asiatischen und europäischen Endmarkt benötigt wird.

Die Politik könnte natürlich ebenso einen anderen Kurs einschlagen. Betrachten wir dies am Beispiel von Großbritannien und Deutschland. In beiden Ländern ist der Anteil erneuerbarer Energien am Strommix sehr stark gestiegen und bei der Marktdurchdringung war ein Plus von rund zehn Prozentpunkten zu verzeichnen. Während in Großbritannien aufgrund des wachsenden Anteils erneuerbarer Energien in Kombination mit der stärkeren Besteuerung von CO₂-Emissionen Kohle insgesamt zurückgedrängt wurde, ging diese Entwicklung in Deutschland zulasten von Gas.

Ohne Zweifel spielt hier auch der Gaspreis eine Rolle, der in diesem Zeitraum meist höher war als der Kohlepreis. Doch auch die Politik rund um Kohle, die Arbeitsplätze schafft und eine einheimische Energiequelle darstellt, wirkt sich hinderlich aus. Während in Großbritannien gerade einmal 3.000 Bergleute ihr Geld mit Kohle verdienen, sind es in Deutschland 30.000, die zum Teil in kleineren Wahlbezirken leben. Deutschland ist zudem stark von Russland als wichtigstem Gaslieferanten abhängig. Deutsche Politiker haben daher schwerere wirtschaftliche Entscheidungen zu treffen als ihre britischen Kollegen.

In den USA kann man zwar davon ausgehen, dass Gas im Hinblick auf den Preis im Vergleich zu Kohle weiterhin wettbewerbsfähig bleiben wird. Jedoch besteht hier das Risiko, dass die Stilllegung

der Kernkraftwerke sich hinauszögern könnte. Da Kernenergie und Gas mit Blick auf saubere Energien eher austauschbar sind als Kernenergie und Kohle, könnte diese politische Entwicklung das Wachstum der Gasnachfrage stärker behindern als die Nachfrage nach Kohle. Die Politik hat die Entwicklungen am Energiemarkt schon seit jeher entscheidend beeinflusst und in dieser Situation ist das nicht anders.

Letztlich stellt niemand infrage, dass eine Energiewende mit großen Risiken verbunden ist. Eine mehrere Jahre währende Übergangsphase ohne eindeutiges Ende stellt eine enorme strategische Herausforderung dar, was nicht nur daran liegt, dass die Entwicklung neuer Technologien zu dramatischen und disruptiven Veränderungen führen kann. Auch jede Veränderung bezüglich der voranschreitenden globalen Erwärmung könnte wirtschaftliche oder politische Folgen für den Energiesektor haben. In einer Branche, in der große Kapitalbeträge über mehrere Jahre hinweg in Investitionen gebunden werden, gab es selten eine Zeit, in der die Zukunft so ungewiss und schwer vorherzusehen gewesen wäre.

Dennoch ist auch ein Szenario denkbar, in dem die Branche die Herausforderungen, die die eigene Kostenstruktur, externe Abwärtsrisiken und die Politik bergen, überwindet und – ähnlich wie die Tabakkonzerne in den vergangenen zwei Jahrzehnten – auf den Erfolgspfad zurückkehrt. Über die eigene Sterblichkeit nachzudenken, hat schon viele Menschen dazu veranlasst, sich zu ändern und nach neuen Gelegenheiten Ausschau zu halten. Die Energiewende könnte sich für die großen Ölkonzerne als eine ähnliche Chance herausstellen. ●

Asiatische Technologiewerte – Buchstabensuppe mit besonderer Bedeutung



Will Stephens

Es kursiert bereits eine beachtliche Anzahl von Akronymen für Technologietitel: FANGs (Facebook, Apple, Netflix und Google), FAANMGs (Facebook, Amazon, Apple Microsoft, Alphabet), BATs (Baidu, Alibaba, Tencent), HATTS (Hon Hai, Alibaba, Tencent, Taiwan Semiconductor Manufacturing Company und Samsung Electronics), SuNRiSe (Softbank Group, Nintendo, Recruit Holdings und Sony), um nur einige Beispiele zu nennen. Man könnte meinen, manche Analysten hätten angesichts der historisch niedrigen Volatilität am Aktienmarkt zu viel Zeit.

Dennoch sollte man das Phänomen der Akronymbildung nicht einfach abtun, nicht nur weil Akronyme ein Bewusstsein für den gemeinsamen Nenner der Bestandteile schaffen, sondern auch weil das Akronym ein Eigenleben entwickelt. Robert Shiller, Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Yale University, hat im Zusammenhang mit seiner Theorie der „Narrative Economics“ die Rolle von Geschichten für die Bildung spekulativer Blasen am Markt thematisiert. Wenn sich diese Schlagwörter und Geschichten in den Köpfen festsetzen, werden sie zu Konstrukten des Marktes, die die Realität nicht nur widerspiegeln, sondern auch beeinflussen. Dies dürfte 2018 mit den unter den Akronymen FAANMG und BHATTS zusammengefassten Gruppen von Aktien geschehen – erstere werden voraussichtlich eine Kurssteigerung von zwei Dritteln erfahren, bei letzteren steht sogar eine Verdoppelung ihres aktuellen Kursniveaus zu erwarten.

Dies ist kein neues Phänomen. In der jüngeren Marktgeschichte markiert der TMT (Technologie, Medien und Telekommunikation)-Boom in den späten 1990er Jahren den Beginn der Akronymverwendung, gefolgt vom BRICS (Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika)-Boom Anfang bis Mitte der 2000er.

Mit diesen Akronymen wurden Bereiche für Kapitalanlagen abgesteckt. Während der Zeit der TMT-Blase legte der Nasdaq in den zwei Jahren bis März 2000 um sage und schreibe mehr als 400% zu. Die BRICS-Euphorie führte dazu, dass der MSCI Emerging Markets Index in der Zeit von März 2003 bis November 2007 ebenfalls einen enormen Wertzuwachs von über 400% verzeichnete. In beiden Fällen konnte man anschließend eine Umkehr dieser historisch rasanten Aufwärtsbewegungen beobachten: So sind der NASDAQ 100 und der MSCI EM von ihrem darauffolgenden Höchststand wieder um 83% bzw. 67% abgestürzt. Vor dem Hintergrund dieser Höhen und Tiefen birgt die „Buchstabensuppe“, die wir momentan serviert bekommen, sowohl Chancen als auch Risiken.

Es ist sicher richtig, dass die aktuelle Phase zunehmend von Akronym-Aktien bestimmt wird, insbesondere in Asien. Tatsächlich verzeichneten führende asiatische Tech-Aktien wie BATs und HATTS in letzter Zeit sehr viel kräftigere Kurszuwächse als ihre US-Pendants der FANG-Gruppe. Betrachtet man die singulären Bestandteile von BAT und HATTS zusammen, verzeichnete die Gruppe im letzten Jahr eine beeindruckende Rendite von 59% – 25% mehr als die FAANMG-Aktien. Natürlich darf man dabei nicht außer Acht lassen, dass die FAANMG-Aktien ein Plus von rund USD 1 Bio. bei der Marktkapitalisierung vorzuweisen haben. Bei den asiatischen Akronymen lag dieser Zuwachs nur bei USD 600 Mrd. Allerdings starteten diese von einer höheren Ausgangsbasis.

Einer der Aspekte, die in Bezug auf den US-Bullenmarkt für Skepsis sorgten, war die starke Konzentration der Renditen. So machten die FAANMG-Aktien ein Viertel der Wertentwicklung des S&P 500 aus. In Asien ergibt sich ein noch extremeres Bild: Auf die BHATTS entfiel ein Drittel der 1-Jahres-Rendite des MSCI Asia ex-Japan Index.

Die Bedeutung von Technologietiteln für asiatische Indizes steht daher außer Frage. Asiatische Indizes bestehen heute nicht mehr aus den stark zyklischen Old Economy-Unternehmen der 1990er Jahre, einer bunten Mischung aus National Champion-Banken und staatseigenen Rohstoffunternehmen. Mittlerweile machen in der Informationstechnologie tätige Unternehmen ein Drittel des MSCI Asia ex-Japan Index aus. Vier der fünf größten Unternehmen im Index sind heute Technologiewerte. Finanztitel stellen mit 23% immer noch den zweitgrößten Sektor im Index. Vor fünf Jahren sah das Bild noch etwas anders aus: Damals hatten Technologiewerte lediglich einen Gewichtsanteil von 18% in dem Index und waren damit wesentlich schwächer vertreten als Finanztitel mit einem Anteil von 25%.

Diese Veränderung ist zu einem Großteil auf die Aufnahme von an US-Börsen notierten American Depositary Receipts (ADRs) in den Index zurückzuführen. Mit diesem im November 2015 vollzogenen Schritt hielten an Börsen in den USA gelistete asiatische Tech-Werte wie Baidu und Alibaba Einzug in asiatische Indizes. Seither ist die Gewichtung von Technologietiteln im MSCI Asia ex-Japan von 22% auf den aktuellen Stand von 33% angestiegen, was einem Zuwachs von sage und schreibe 44 Basispunkten pro Monat entspricht. Die Transformation asiatischer Indizes durch die wachsende Bedeutung von Technologiewerten ist eine spannende Entwicklung, die aber durchaus auch mit Risiken verbunden ist. Begleiterscheinung dieses Prozesses war ein Anstieg der durchschnittlichen Bewertungen, der zum einen der starken Kursentwicklung bei den wichtigen Technologiewerten und zum anderen der Tatsache zuzuschreiben ist, dass niedriger bewertete Old Economy-Unternehmen durch die höheren Gewichtungen dieser Titel aus dem Index verdrängt wurden. Wenngleich der Index damit wohl die Dynamik der breiter gefassten asiatischen Wirtschaft besser widerspiegelt, schrumpft jedoch auch das Bewertungsspolster für Anleger, wenn das eine oder andere dieser Unternehmen ins Straucheln gerät.

Der relativ kleine gemeinsame Nenner der zu dem Akronym zusammengeordneten Aktien stellt ein weiteres Risiko dar. Als erfolgreiche Trendtitel gekauft, werden Anlegern bei fallenden Kursen möglicherweise keine Gründe mehr dafür einfallen, warum sie diese Titel weiter halten sollten. Betrachten wir die Problematik am Beispiel des US-Akronyms FAAMNG: Dieses steht für die Unternehmen Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Netflix und Google. Die Gruppe hat in Summe eine Marktkapitalisierung von USD 3,4 Bio. (bzw. 12% des Wertes des US-Aktienmarktes). Was aber haben diese Unternehmen gemeinsam? Vor vielen Jahren wäre wohl noch „das Internet“ ein solcher gemeinsamer Nenner gewesen. Ganz so einfach ist die Sache heute jedoch nicht mehr. Eigentlich handelt es sich bei diesen Unternehmen um eine Mischung aus Software-, Hardware- und Content-Anbietern, Internethändlern und Logistikfirmen. Was den Mehrwert für ihre Kunden anbelangt, gibt es recht große Unterschiede.

Sie profitieren zwar alle von der Omnipräsenz von Technologie und Internet, aber auf sehr unterschiedliche Weise. So agieren Apple und Amazon noch immer in einer realen Welt, die Kosten verursacht und in der es um handgreifliche Produkte geht: Bei Lieferstörungen und logistischen Problemen leidet auch die Kursentwicklung. Während Netflix von vergleichsweise geringen Grenzkosten für die Neukundenakquise profitiert, steigen die Kosten des Unternehmens für die Content-Erstellung stetig an. Microsoft und Google sind in einer Vielzahl von Geschäftsfeldern aktiv, der Erfolg ihres Kerngeschäfts beruht jedoch weitgehend darauf, dass ihre Produkte ohne Grenzkosten

zum Kunden kommen. Facebook und Google profitieren in erheblichem Umfang von Netzwerkeffekten. Außerdem kommen Facebook und der Google-Tochter YouTube die Null-Grenzkosten-Struktur des Internet zugute. Hinzu kommt, dass die Inhalte bei beiden fast ausschließlich von den Nutzern selbst erstellt werden. Kurz gesagt: Bei den Wachstumstreibern und den für die Geschäftsentwicklung maßgeblichen Faktoren bestehen erhebliche Unterschiede zwischen diesen Unternehmen. Die überdurchschnittliche Bewertung der Titel ergibt sich (neben ihrer enormen Größe und hervorragenden Renditen) aus den im Venn-Diagramm erkennbaren Überschneidungen.

In Asien gibt es die „BATs“: Das Akronym steht für die Firmen Baidu, Alibaba und Tencent. Eine weitere Gruppe von Aktien, die sich mit der vorgenannten überschneidet, sind die „HATTS“: Hon Hai, Alibaba, Tencent, TSMC und Samsung Electronics. Um die Verwirrung komplett zu machen: Im Marktjargon werden diese beiden Gruppen auch zusammengefasst zu BHATTS. Dieses Akronym steht dann für die HATTS-Aktien plus Baidu. Doch was hat das für einen Sinn? Diese asiatischen Titel weisen Ähnlichkeiten mit einigen Titeln der FANG-Gruppe auf, sind gleichzeitig aber auch Wettbewerber und Zulieferer für FANG-Unternehmen. BHATTS steht für eine Suchmaschine, einen Mobiltelefonhersteller, eine e-Commerce-Plattform, eine Chat-/Gaming-Plattform, einen Halbleiterhersteller und einen integrierten Hersteller von Mobiltelefonen, Verbraucherelektronik und Halbleitertechnik. Baidu und Alibaba können praktisch als chinesische Pendanten von Google und Amazon betrachtet werden. Hon Hai, TSMC und Samsung zählen alle drei zu den großen Zulieferern von Apple. Samsung ist darüber hinaus der größte Wettbewerber des amerikanischen iPhone-Herstellers. Insgesamt ist Samsung jedoch stärker auf Mobilgeräte ausgerichtet und gleichzeitig weniger abhängig von Medien und Werbung als Apple. Titel wie Tencent und Alibaba haben zudem über WeChat Pay und Ant Financial ein erhebliches Exposure in Bezug auf den Finanzdienstleistungssektor. Darüber hinaus sind viele dieser Unternehmen über Beteiligungen stark bei anderen Unternehmen im Hardware-, Internet-, Entertainment- und FinTech-Sektor in Asien engagiert. Natürlich weisen diese Unternehmen ebenso viele Unterschiede wie Gemeinsamkeiten auf.

Die Akronyme bilden zwar nicht die ganze Komplexität ab, geben Anlegern jedoch eine grobe Orientierungshilfe im Nebel des Marktgeschehens. Die Akronyme an sich haben keine Bedeutung – bis sie künstlich mit einer bestimmten Bedeutung aufgeladen werden. In einer von Themenfonds, gehebelten börsengehandelten Fonds und hinsichtlich komplexen Derivaten geprägten Welt können Akronyme sogar zu einer festen Größe werden. Mit der Einnistung des Akronyms im kollektiven Bewusstsein der Finanzwelt entwickelt sich ein gerichtetes Marktinteresse an dieser Gruppe von Aktien, das entsprechend Anlagekapital in diese Titel fließen lässt. Dies wiederum führt zu einer höheren Korrelation dieser Aktien und verstärkter Konzentration von Anlagekapital. Mit dieser Verselbstständigung des Akronyms entsteht ein Risiko. Werden die Anleger im Falle einer Neubewertung dieser Titel am Markt überhaupt noch wissen, warum diese Aktien ursprünglich zu einer Gruppe zusammengefasst wurden? Momentan gehen Analysten allgemein davon aus, dass der Trend weiter nach oben geht: So wird für die FAANMG-Aktien im Laufe des nächsten Jahres ein Kursanstieg von 63% erwartet. Bei den BHATTS wird ein Zuwachs von fast 100% erwartet, die Konsensschätzungen gehen von einem Plus von 88% aus. Angesichts solcher Markterwartungen scheinen die Akronyme Anleger wohl bereits von ihrer Bedeutung überzeugt zu haben. ●

Disclaimer

Originalveröffentlichung in englischer Sprache: 15. Januar 2018.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Die Deutsche Bank kann geschäftliche Transaktionen in Wertpapieren, als Eigenhandelsgeschäft oder für Kunden, durchführen, die nicht mit der in diesem Researchbericht dargestellten Sichtweise übereinstimmen.

Das Risiko von Verlusten bei Termin- und Optionsgeschäften kann weitgehend sein. Wegen des hohen Ausmaßes einer Fremdmittelfinanzierung der Termin- und Optionsgeschäfte können die auflaufenden Verluste höher sein als die ursprünglich in die Geschäfte investierten Beträge.

Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In den Vereinigten Staaten von Amerika wird dieser Researchbericht verantwortet und verbreitet von der Deutschen Bank Securities Inc., Mitglied der FINRA. In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jéglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Dieser Researchbericht darf nicht ohne vorherige Erlaubnis der Deutsche Bank AG vervielfältigt, verbreitet und/oder veröffentlicht werden. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

