

apoFokus

Wirtschaft und Finanzmärkte im Jahr 2019



Weltordnung im Umbruch

- > Verschärfte Rivalität zwischen den USA und China
- > Wagnis Digitale Revolution
- > Populistischer Kurswechsel in der Wirtschaftspolitik
- > Weltwirtschaftliche Herausforderungen nehmen 2019 zu

Titelfoto: iStocks, Fotograf: Ociacia

Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG (im Folgenden auch apoBank genannt), Düsseldorf, wird beaufsichtigt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt am Main sowie die Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

Die in diesem apoFokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem apoFokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.

Der apoFokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung / Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt. Eine Pflicht zur Aktualisierung besteht nicht.

Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutschen Apotheker- und Ärztebank.

Inhalt

Einleitende Gedanken	4
Anlageempfehlungen auf einen Blick	6
Die Themen des Jahres	7
Rückblick 2018: Politik bremst Kapitalmärkte	8
Der lange Schatten der globalen Finanzkrise	11
Das Ende von „Chimerica“	18
Populismus: Ein vorübergehendes Phänomen?	22
Der frühe Vogel fängt den Wurm: Ein Plädoyer für aktive Anlagestrategien	29
Nehmen uns die Roboter die Arbeitsplätze weg?	33
Die Taktische Asset Allokation zum Jahresstart	38
Prognosen	41

Die Polarisierung schreitet voran: Geraten die Kapitalmärkte tiefer in ihre Fänge?

Liebe Leserinnen und Leser,

die großen Themen der Weltwirtschaft bleiben zum Jahresende dieselben wie zu Jahresbeginn: Globalisierung, Digitalisierung und Automation und der Populismus in ihrer Folge. Aber im laufenden Jahr noch deutlicher geworden ist das Ausmaß der Polarisierung in der Welt, in der wir leben. Das Bewusstsein für den unumkehrbaren Verlust der „alten“ Gewissheiten wächst unaufhörlich und mit ihm die Befürchtungen bezüglich der unklaren wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklungen. Abstiegsangst geht um. Seit dem Fall des Eisernen Vorhangs bis zur Finanzkrise bestimmten die USA als Hegemon die Weltpolitik. Heute gibt es zwei dominante Spieler. China hat die Globalisierung genutzt, zu den USA aufzuschließen. Dabei wirkten die Finanzkrise und ihre Folgen, die die entwickelten Volkswirtschaften am stärksten trafen, als Katalysator. Das heißt, verschärfte Konkurrenz auf weltpolitischer Bühne.



Dieses ist geschehen im weitverbreiteten Glauben, dass die Unternehmensgewinne das Wachstum treiben. Seit 30 Jahren beobachten wir deshalb in den entwickelten Volkswirtschaften einen generellen Trend zu Steuersenkungen für Unternehmen, um das mobilere Kapital anzuziehen und die Konkurrenzfähigkeit der einzelnen Volkswirtschaft zu fördern. Die öffentlichen Hände wurden ärmer, gleichzeitig stiegen die Renditen auf Eigenkapital. Das mobile Kapital, das sich zu internationalen Wertschöpfungsketten verband, verzeichnete die höchsten Wachstumsgewinne. Leidtragend war die am wenigsten mobile Arbeit, die an den Wohlstandsgewinnen kaum teilhatte. Die Zahl der Arbeitsplätze in den alten Industrien reduzierte sich durch Globalisierung und technischen Fortschritt. Die Abgehängten verblieben in den von alten Industrien geprägten Regionen und profitierten nicht von der Attraktivität der neuen Dienstleistungszentren. Dort stiegen Einkommen, aber auch Immobilienpreise und Mieten. Gleichzeitig entstand in den neuen Zentren eine Vielzahl von gering entlohnten Dienstleistungstätigkeiten.

Auch innerhalb der Unternehmenswelt zeigen sich deutliche Divergenzen. Der Löwenanteil der Gewinne und Aktienkursanstiege konzentriert sich auf immer weniger Unternehmen. Geprägt durch die Digitalisierung bilden sich Plattformen, die vielfach ihre Dienstleistungen kostenlos für Nachfrager zur Verfügung stellen, aber gleichzeitig durch Gebühren und erhöhte Preistransparenz die Margen der Anbieter auf der Plattform schmälern. Im Ergebnis beobachten wir ein Auseinanderdriften von Unternehmensgewinnen, von Kapitalrenditen und Arbeitseinkommen, eine Spreizung der Löhne zwischen niedrig und hoch Qualifizierten und zwischen den Vermögenswerten der alten Regionen und den neuen Zentren. In der Folge hat die Ungleichheit der Einkommens- und Vermögensverteilung in den betroffenen Volkswirtschaften deutlich zugenommen. Relativ Abgehängte fühlen eine geringere Wertschätzung – der Nährboden für wachsenden Populismus, der die herrschende Ordnung, national wie international, bedroht.

Die bisherigen politischen Antworten sind wohlfeil: Einerseits nationale Politiken, die versuchen die innere Spaltung abzdämpfen, wie z. B. die Mietpreisbremse oder Mütterrente, und andererseits internationale Politiken, die den Konkurrenzdruck für die heimische Wirtschaft reduzieren, wie beispielsweise Handelsprotektionismus und Industriepolitik. Beide werden die veränderte Einkommens- und Vermögensverteilung als tiefle-

Die Polarisierung schreitet voran: Geraten die Kapitalmärkte tiefer in ihre Fänge?

gende Ursache des Populismus nicht nachhaltig zurückdrehen können. Die Geschichte zeigt, dass Verteilungstrends sehr stabil sind und nur durch tragische Extremereignisse, Kriege, Epidemien, Naturkatastrophen und Revolutionen verändert werden können. Der Eindruck der Populismus-Anhänger, dass der Staat nicht mehr der Vertreter ihrer Interessen ist, vermag aber abgemildert zu werden durch politische Maßnahmen, die die unmittelbaren alltäglichen Herausforderungen angehen. Ausreichend Kindergartenplätze, funktionale Infrastruktur, persönliche Sicherheit durch genügend Ordnungskräfte, ausreichend Lehrkräfte in attraktiven Schulen, bezahlbare Wohnverhältnisse etc.

In diesem herausfordernden Kapitalmarktumfeld werden die meisten deutschen Anleger 2018 erstmals seit Jahren wieder die Erfahrung eines Rückgangs ihres Geldvermögens gemacht haben. Das wird sicher wieder auch für Ihre nicht investierte Liquidität auf den Geldkonten gelten, die wie seit Jahren regelmäßig mehr an Kaufkraft eingebüßt haben wird als sie verzinst wurde - zwei Prozent Kaufkraftverlust für deutsche Anleger. Aber auch Anlagen in Zinspapieren und Aktien werden in den meisten Fällen verloren haben, und das trotz guter Konjunktur. Parallel hat die Volatilität an den Kapitalmärkten auf niedrigem Niveau zugenommen. Sowohl zu Beginn als auch gegen Ende des Jahres verzeichneten die Aktienmärkte deutliche Korrekturen.

Da heißt es als Anleger vom Blick auf den Wert des aktuellen Geldanlagevermögens nicht zu stark beeindruckt zu sein, er führt in die Irre. Am Ende geht es fast nie darum, das gesamte Vermögen zu liquidieren, sondern mit den durchschnittlichen Vermögenserträgen in Form von Dividenden, Coupons und Ausschüttungen die Einkommenslücken zu füllen und damit die beabsichtigten Ausgaben zu finanzieren. Ein Zusammenhang, der unmittelbar an einer fremdgenutzten Immobilie deutlich wird: Möchte man damit z. B. die Pension zur Schließung einer Versorgungslücke anreichern, dann wird der jeweilige Wert der Immobilie zweitrangig. Denn man kalkuliert mit der Einnahme der Miete als zusätzlichem Einkommen. Gleiches gilt für das nächste Auto, den Traumurlaub o. ä. Fast nie benötigt man die Liquidation des kompletten Vermögens, zumeist nur den Vermögensertrag oder einen Teil des Vermögens. Immer dann ist es richtig, investiert zu bleiben und gegebenenfalls einen Teil des Vermögens zu liquidieren und langfristig die Prämie für das zusätzliche Risiko einer höheren Aktienquote zu vereinnahmen. In unsicheren, disruptiven Zeiten ist Diversifikation Pflicht.

Ziel ist der maximale langfristige Ertrag Ihres Vermögens. Verabschieden Sie sich im anhaltenden Niedrigzinsumfeld schrittweise von Ihrer kurzfristigen Liquidität zugunsten eines Aufbaus von Sachwerten, die zwar volatiler, aber börsengehandelt sind, so dass sie jederzeit - wenn benötigt - liquidierbar sind.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen, unseren Kunden, und Ihren Familien frohe Weihnachten und uns allen eine glückliche Hand im Jahr 2019,

Ihr



Dr. Hanno Kühn | Chief Investment Officer | Deutsche Apotheker- und Ärztebank

Anlageempfehlungen auf einen Blick

Kursrückschläge und schwächere Konjunkturdaten trübten in den vergangenen Monaten die Anlegerstimmung. Mit Blick auf zukünftige Finanzmarktentwicklungen gibt der Blick in den Rückspiegel allerdings keine Aufschlüsse, insbesondere weil die Finanzmärkte erwartete Konjunkturentwicklungen einpreisen, längst bevor sie sich realisieren. In diesem Sinne signalisieren uns die Märkte, dass 2019 realwirtschaftlich ein holpriges Jahr werden dürfte. Für die Finanzmärkte sehen wir dennoch Potenzial, wenn auch ein differenziertes.

Konjunktur

Gegenüber dem Vorjahr dürfte sich das globale Wirtschaftswachstum 2019 abschwächen. Für Deutschland und den Euroraum sehen wir insbesondere einen geringeren Außenbeitrag, während die Binnenwirtschaft stützend wirkt.

Aktien

An den Aktienmärkten erwarten wir eine positive, wenn auch unterdurchschnittliche Wertentwicklung und raten für den Jahresbeginn zu einer neutralen Gewichtung mit der Möglichkeit taktischer Anpassungen im Jahresverlauf.

Regionale Empfehlung

Aufgrund attraktiver Bewertungsniveaus und der Erwartung eines marktfreudlichen Ausgangs des italienischen Haushaltsstreits empfehlen wir für den Jahresbeginn eine taktische Übergewichtung deutscher und europäischer Aktien. Darüber sollte jedoch nicht die internationale Diversifikation vernachlässigt werden.

Zinsentwicklung

Nach dem Ende ihrer billionenschweren Anleihenkäufe schickt sich die EZB im Jahr 2019 an, ihre Nullzinspolitik zu beenden. Angesichts der verlangsamten Wachstumsdynamik sind wir allerdings skeptisch und rechnen mit keiner signifikanten Straffung. Mit Blick auf die Fed erwarten wir nach ein bis zwei weiteren Zinsanhebungen um jeweils 0,25 % eine Pause, wenn nicht sogar das Ende des 2015 begonnenen Straffungskurses.

Anleihensegmente

Im Rentenbereich empfehlen wir für den Jahresbeginn eine neutrale Positionierung mit defensiver Ausrichtung. Die Segmente Investment Grade-Unternehmensanleihen, Hochzinsanleihen und Staatsanleihen Emerging Markets gewichten wir unter. Mittelfristig dürften sich im Falle eines Anstiegs der Risikoaufschläge attraktive Gelegenheiten für Übergewichtungen ergeben.

Prognosen 2019

DAX ¹⁾	11.750 Pkt.	Inflationsrate Deutschland ¹⁾	1,7 %
Euro Stoxx 50 ¹⁾	3.300 Pkt.	BIP-Wachstum Deutschland ²⁾	1,1 %
S&P 500 ¹⁾	2.800 Pkt.	BIP-Wachstum Euroraum ²⁾	1,4 %
10j.-Bund-Rendite ¹⁾	0,4 %	BIP-Wachstum USA ²⁾	2,3 %
10j.-Treasuries-Rendite ¹⁾	2,8 %	USD/EUR ¹⁾	1,16

¹⁾ Jahresende

²⁾ Jahresdurchschnittswert

Quelle: apobank

Die Themen des Jahres

**Rückblick 2018: Politik
bremst Kapitalmärkte
(ab Seite 8)**

Das Kapitalmarktjahr 2018 war durch (geld-)politische Ereignisse geprägt. Offene politische Fragestellungen wie der Handelskonflikt zwischen den USA und China oder die Brexit-Verhandlungen sorgten für eine Grundnervosität an den Märkten. Die Kombination der politischen Unsicherheit mit Inflations- und Zinserhöhungängsten in den USA im Februar sowie einem steigenden US-Zinsniveau trotz nachlassender Wachstumsdynamik im Oktober lösten Korrekturen an den internationalen Aktienmärkten aus.

**Der lange Schatten der
globalen Finanzkrise
(ab Seite 11)**

Die wirtschaftlichen Schäden der großen Rezession infolge der Lehman-Pleite vor zehn Jahren sind bis zum heutigen Tag nicht repariert. Noch schwerer wiegen die gesellschaftlichen und politischen Folgen der Krise. Auf die nächste größere Krise scheinen die Weltwirtschaft und das internationale Finanzsystem nicht minder schlecht vorbereitet zu sein als im September 2008.

**Das Ende von „Chimerica“
(ab Seite 18)**

Der eskalierende Handelsstreit in diesem Jahr markiert den Auftakt zum offen ausgetragenen Wettstreit zwischen den USA und China um die globale Vorherrschaft im 21. Jahrhundert. Damit einhergehende geopolitische Risiken werden für die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten in den nächsten Jahren an Bedeutung gewinnen.

**Populismus: Ein vorüber-
gehendes Phänomen?
(ab Seite 22)**

Populistische Parteien haben Konjunktur. Ausgehend von den politischen Rändern haben sie den etablierten Parteien Stimmenanteile abgenommen. In den von der Finanz- und Eurokrise am stärksten betroffenen Ländern stellen sie mittlerweile sogar die Regierung. Populistische Parteien im Parlament sind jedoch kein neues Phänomen. In der Vergangenheit war ihr Verbleib aber meist kurz. Das könnte sich ändern.

**Der frühe Vogel fängt den
Wurm: Ein Plädoyer für
aktive Anlagestrategien
(ab Seite 29)**

Mit dem Wachstum passiver Anlageprodukte in den vergangenen Jahren hat die Frage aktiv vs. passiv erneut an Aktualität gewonnen. Unserer Einschätzung nach haben passive Investmentansätze durchaus ihre Berechtigung. Weniger im Bewusstsein der Anleger sind die deutlichen Schwächen, die mit einer passiven Investition einhergehen. Gerade in Krisenphasen spielen aktive Anlageprodukte ihre Stärke aus.

**Nehmen uns die Roboter die
Arbeitsplätze weg?
(ab Seite 33)**

Technologische Innovationen wirken nicht nur disruptiv auf die Geschäftsmodelle vieler Unternehmen, sie sind zudem der stärkste Treiber von Strukturpassungen in der gesamten Wirtschaft. Und das mit langfristigen Folgen. Anleger sollten sich über die Wirkungen einer zunehmenden Automatisierung bewusst sein und diese in ihren Investmentstrategien berücksichtigen.

Rückblick 2018: Politik bremst Kapitalmärkte

Das Kapitalmarktjahr 2018 war durch (geld-)politische Ereignisse geprägt. Offene politische Fragestellungen wie der Handelskonflikt zwischen den USA und China oder die Brexit-Verhandlungen sorgten für eine Grundnervosität an den Märkten. Die Kombination der politischen Unsicherheit mit Inflations- und Zinserhöhungsängsten in den USA im Februar sowie einem steigenden US-Zinsniveau trotz nachlassender Wachstumsdynamik im Oktober lösten Korrekturen an den internationalen Aktienmärkten aus.

Guter Start ins Aktienjahr 2018 nur von kurzer Dauer

Der Start in das Aktienmarktjahr 2018 war vielversprechend, und der Januar 2018 wird als einer der besten Aktienmonate überhaupt in die Geschichte eingehen. Leider ließ die Ernüchterung nicht lange auf sich warten.

Schwermut im Februar

Ausgelöst durch Inflations- und Zinserhöhungsängste in den USA erlitten die internationalen Aktienmärkte Anfang Februar die stärksten Korrekturen seit Jahren. Allein im Februar lag das Minus bei den US-amerikanischen und europäischen Blue-Chip-Indizes in einer engen Bandbreite um die 5 %-Marke. Von ihren Höchstständen im Januar gaben die Indizes sogar im hohen ein- bzw. niedrigen zweistelligen Prozentbereich nach.

Politik sorgt immer wieder für Nervosität

Trotz politischer Ereignisse wie z. B. dem Gewinn der italienischen Parlamentswahlen durch die populistischen und EU-kritischen Parteien 5-Sterne-Bewegung und Lega oder den andauernden Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China konnten die Aktienmärkte bereits im Frühjahr wieder an Fahrt aufnehmen. Auch wenn die Märkte nervös blieben und die schwierigen Brexit-Verhandlungen die Situation nicht verbesserten, erwies sich die Börsenweisheit „Politische Börsen haben kurze Beine“ wieder einmal als korrekt. Der S&P 500-Index bildete im September 2018 sogar ein neues Allzeit-Hoch aus. Börsenweisheiten sollte jedoch auch eine gesunde Skepsis entgegengebracht werden. Für alltägliche politische Entscheidungen ist diese Aussage sicherlich richtig. Sollten sich aus diesen jedoch strukturelle Veränderungen z. B. für die Wirtschaftsordnung ergeben, können die Folgen auch über einen längeren Zeitraum spürbar sein.

Erneute Korrektur im Oktober

Im Oktober war dann die Kombination aus Sorge vor einem steigenden Zinsniveau in den USA mit gleichzeitiger Skepsis bzgl. der Wachstumsdynamik der restlichen globalen Weltwirtschaft in Verbindung mit den nach wie vor bestehenden politischen Risiken dafür verantwortlich, dass an den Kapitalmärkten

Notenbanken setzen ihren eingeschlagenen Weg fort

der Risk-off-Modus eingeschaltet wurde. Erneute Kursverluste im hohen einstelligen Prozentbereich waren die Folge.

Die US-Notenbank Fed setzte 2018 ihren behutsamen Zinsanhebungszyklus fort und hob den Leitzins im März, Juni und September um jeweils 25 Basispunkte an. Wir gehen davon aus, dass im Dezember ein vierter Schritt folgt, sodass der Leitzins am Jahresende bei 2,5 % liegen wird. Im Gegensatz hierzu verharrt der EZB-Leitzins, wie von uns erwartet, immer noch bei null Prozent. Eine Beendigung ihres QE-Programms mit Beginn des Jahres 2019 gilt jedoch als sicher.

Schwierige Kapitalmärkte erforderten aktives Handeln

Chancenorientiert, aber zugleich auch risikobewusst, so lässt sich unsere Asset Allokation im Jahr 2018 am treffendsten beschreiben. In einem Kapitalmarktumfeld, das sich durch mehrmals wechselnde Favoriten auszeichnete, kein einfaches Unterfangen.

Auf die Kursrücksetzer im Februar reagierten wir mit einer Anhebung unserer Aktienquote, die wir bereits per Mai wegen der deutlichen Kursanstiege wieder in eine Untergewichtung des Aktiensegments überführten. Unter regionalen Aspekten zahlte sich unsere über die Sommermonate bestehende Skepsis gegenüber dem europäischen Aktienmarkt im Vergleich zum US-Pendant aus. Eine weniger glückliche Hand hatten wir allerdings in der Region Lateinamerika. Aufgrund unserer Untergewichtung zu Jahresbeginn verpassten wir hier drei starke Monate. Unsere temporäre Übergewichtung dieser Region im Vorfeld der dortigen Präsidentschaftswahlen war zwar korrekt, konnte aber nur einen Teil der zu Jahresbeginn verpassten Erträge wieder hereinholen.

Im Rentensegment waren wir aufgrund des historisch niedrigen Zinsniveaus und von uns erwarteter Renditeanstiege mit einer Untergewichtung ins Jahr gestartet. Nachdem sich das Zinsniveau in den USA im ersten Halbjahr entsprechend entwickelte und sich unsere Meinung, dass die EZB an der Zinsschraube vorerst nicht drehen wird, festigte, haben wir in der zweiten Jahreshälfte unsere Gewichtung auf Benchmark-Niveau angehoben. Zeitgleich reduzierten wir unsere Positionierungen im Unternehmensanleihen-Segment sowie bei Schwellenländern. Die Gründe hierfür sind, dass wir uns aufgrund der Spätphase des Kreditzyklus sowie der strafferen US-Geldpolitik, die sich insbesondere auf die Kurse der in US-Dollar notierenden Fremdwährungsanleihen der Schwellenländer negativ auswirkt, defensiver aufstellen wollten.

Internationale Ausrichtung zahlt sich aus

Nachdem wir in den letzten neun Jahren mit unseren auf der apoBank-Hausmeinung basierenden Strategien immer eine positive Performance erzielen konnten, werden wir für ein 50:50-Portfolio (Aktien und Renten) im Kalender-

Rückblick 2018: Politik bremst Kapitalmärkte

jahr 2018, sofern es an den Aktienmärkten nicht zu einer überraschenden Jahresendrallye kommt, ein Ergebnis im niedrigen, negativ einstelligen Prozentbereich ausweisen müssen. Zum einen wirkte sich das Rentensegment stabilisierend aus, zum anderen konnten wir dank unserer internationalen Aufstellung im Vergleich zum DAX (per Ende Nov. 2018: -12,9 %) bzw. Euro Stoxx 50 (-9,4 %) eine deutlich bessere Performance im Aktienbereich erzielen. Positive Ergebnisbeiträge kamen insbesondere aus den USA und Osteuropa.

Der lange Schatten der globalen Finanzkrise

Die wirtschaftlichen Schäden der großen Rezession infolge der Lehman-Pleite vor zehn Jahren sind bis zum heutigen Tag nicht repariert. Noch schwerer wiegen die gesellschaftlichen und politischen Folgen der Krise. Auf die nächste größere Krise scheinen die Weltwirtschaft und das internationale Finanzsystem nicht minder schlecht vorbereitet zu sein als im September 2008.

Lehren aus der Geschichte gerieten in Vergessenheit

Die Geschichte der Finanzkrisen, die ihren schillernden Anfang mit dem Tulpenwahn in den Niederlanden im 17. Jahrhundert nahm, schien in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends weitestgehend in Vergessenheit geraten zu sein. Viele Ökonomen waren voller Zuversicht, dass das moderne Finanzsystem so hoch entwickelt sei, dass eine verheerende Finanzkrise wie zuletzt in den dreißiger Jahren des zwanzigsten Jahrhunderts der Vergangenheit angehören oder sich zumindest auf die krisenanfälligeren Schwellenländer beschränken müsste. Weder die Asienkrise noch das Platzen der dot-com Blase vermochten, das Vertrauen in die Stabilität des Weltfinanzsystems nachhaltig zu erschüttern. Und dass durch die Rettung des Hedgefonds Long Term Capital Management 1998 nur in allerletzter Minute eine schwere Krise des globalen Finanzsystems abgewendet werden konnte, schien vielen Beteiligten ebenfalls nicht mehr bewusst zu sein.

Strukturelle Krisenanfälligkeit des Weltfinanzsystems wurde übersehen

Aus dem Blick geriet ganz offensichtlich auch die strukturelle Anfälligkeit des modernen Weltfinanzsystems, das auf einer ungedeckten Geldordnung basiert und zu seinem störungsfreien Funktionieren auf Vertrauen und wirtschaftliche Expansion angewiesen ist. Die dem Weltfinanzsystem innewohnende Fragilität macht das Auftreten von Finanzkrisen eher zu einem berechenbaren Regelfall als zu einer überraschenden Ausnahme. Der weitverbreitete Irrglaube an die Selbstheilungskräfte des Marktes und die Resilienz des globalen Finanzsystems hatte zur Folge, dass Investoren und Ökonomen ebenso wie Politiker und Unternehmenslenker denkbar schlecht vorbereitet waren, als mit dem Kollaps von Lehman Brothers am 15. September 2008 die globale Finanzkrise ihren Auftakt nahm. Es macht auch verständlich, weshalb Queen Elizabeth II in ahnungslosem Gesicht blickte, als sie in eine Runde prominenter Ökonomen hinein fragte: „Why did nobody see it coming?“

Schockwelle ins internationale Finanzsystem

Der Zusammenbruch von Lehman Brothers nach 158-jähriger Firmengeschichte, damals die viertgrößte Investmentbank an der Wall Street mit mehr als 25.000 Mitarbeitern weltweit, war keineswegs der Auslöser für die globale Fi-

nanzkrise und auch nicht ihr Ausgangspunkt. Schon ab Mitte 2006 begannen die Preise am US-Immobilienmarkt nachzugeben und in der Folge Druck auf den Finanzsektor aufzubauen. Das erste bedeutende Opfer war im April 2007 dann New Century Financial, das sich auf die Vergabe von Immobiliendarlehen an Kreditnehmer geringer Bonität spezialisiert hatte. In den folgenden achtzehn Monaten gerieten zunehmend größere Institute in Bedrängnis, darunter BNP Paribas und die Investmentbank Bear Stearns, die später mit Unterstützung der US-Zentralbank vom Rivalen J.P.Morgan übernommen wurde. Spätestens im Herbst 2008 zeichnete sich das wahre Ausmaß der Schieflage im Finanzsystem allmählich ab, als die US-Regierung mehr als 800 Mrd. USD aufwendete, um die beiden Hypothekengiganten Fannie Mae und Freddie Mac zu retten. Paradoxerweise stifteten gerade diese beispiellosen Rettungsaktionen große Zuversicht, dass im Verlaufe des Wochenendes am 13. und 14. September 2008 auch für die drei angeschlagenen Institute AIG, Lehman Brothers und Merrill Lynch eine Notlösung gefunden werden könnte. Und mit Bank of America ließ sich tatsächlich ein Käufer für Merrill Lynch ausfindig machen, auch bei AIG war die US-Regierung zu einer weiteren Rettungsaktion bereit. Für Lehman Brothers allerdings ließ sich kein Interessent finden, und weil sich die US-Regierung gemeinsam mit der US-Notenbank einer weiteren staatlichen Rettungsaktion entgegenstellte, musste Lehman Brothers am folgenden Montag Insolvenz beantragen. Die Schockwelle ins globale Finanzsystem war losgetreten und nicht mehr aufzuhalten.

Die „große Rezession“, die eigentlich eine Depression war

Die verheerenden wirtschaftlichen Folgen der globalen Finanzkrise ließen schnell den Begriff der „großen Rezession“ in Anlehnung an die „große Depression“ in den dreißiger Jahren des zwanzigsten Jahrhunderts aufkommen. De facto gingen die realwirtschaftlichen Schäden nach 2008 jedoch weit über das Maß selbst der ärgsten bis dahin bekannten Rezession hinaus, nicht nur in den USA und Europa, sondern in zahlreichen wichtigen Regionen der globalen Wirtschaft. Mit dem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität in weiten Teilen der Welt und dem gleichzeitigen Zusammenbruch des globalen Handels ergriff die Krise rasch auch die Arbeitsmärkte der betroffenen Länder. Alleine in den USA verloren nach Ausbruch der Krise jeden Monat etwa 800.000 Menschen ihren Arbeitsplatz, bevor im Oktober 2009 die Arbeitslosenzahl bis auf den Höchststand von 10 % anstieg. Eine Massenarbeitslosigkeit wie während der großen Depression, als die Arbeitslosenquote in den USA bis auf 25 % anstieg, konnte dank des entschlossenen Handelns der Regierung und der Zentralbank verhindert werden. Nichtsdestotrotz dürfte die Krise neuesten Studien zufolge in ihrem Verlauf jeden Amerikaner durchschnittlich ungefähr 70.000 US-Dollar

gekostet haben. Andere Schätzungen beziffern die Kosten für den amerikanischen Staat durch geringere Steuereinnahmen und höhere Staatsausgaben in der Zeit von 2008 bis 2010 auf mehr als 2 Bio. US-Dollar, ausgeschrieben als Zahl liest sich das: 2.000.000.000.000 US-Dollar.

Die Last zweier Rezessionen im Euroraum

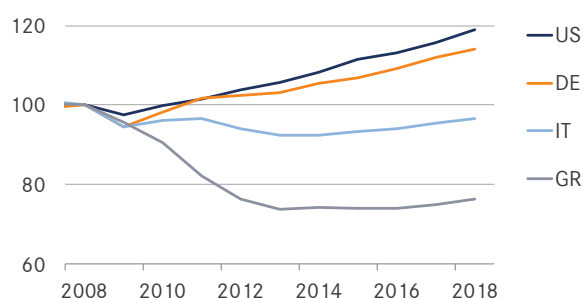
Noch im Januar 2009 hieß es von offizieller Seite der EU, dass die Krise eine rein amerikanische Angelegenheit sei und die europäischen Volkswirtschaften nicht betreffe. Es sollte dies nicht die letzte gravierende Fehleinschätzung auf europäischer Seite in diesen Krisenjahren sein. Wenige Wochen später war nämlich offensichtlich, dass die Wirtschaft im Euroraum in eine Rezession gerutscht war. Die eigentliche Tragödie für den Euroraum sollte aber erst noch folgen. Denn auf die wirtschaftliche Erholung ab 2010 folgte 2011 eine weitere Rezession, von der sich der Euroraum nicht vor 2015 erholen sollte. Die USA hingegen blieben von dieser zweiten Rezession verschont und führten stattdessen ihren Aufschwung, der 2009 begann und übrigens bis zum heutigen Tag anhält, fort.

Versagen des europäischen Krisenmanagements

Diese unterschiedliche Entwicklung in den Krisenjahren dies- und jenseits des Atlantiks lässt sich mit dem schlechteren Krisenmanagement auf dem alten Kontinent erklären. Die EZB muss sich den Vorwurf gefallen lassen, nicht nur später und schwächer als die Fed gehandelt, sondern auch mit der Zinserhöhung im Sommer 2011 einen entscheidenden geldpolitischen Fehler begangen zu haben. Nicht besser war es um die Rolle der Fiskalpolitik bestellt. Die meisten Experten sind sich heute einig, dass die von Deutschland forcierte Austeritätspolitik zur Bekämpfung der Staatsschuldenkrise im Euroraum das Wachstum in den betroffenen Ländern derart stark abwürgte, dass deren Verschuldungsgrade sogar noch weiter anstiegen. Ganze zehn Jahre nach Ausbruch der Krise muss deshalb mit Ernüchterung festgestellt werden, dass Italien als drittgrößte Volkswirtschaft des Euroraums noch immer nicht die wirtschaftliche Leistungskraft von vor zehn Jahren zurückerlangen konnte und Griechenland sogar noch mehr als 20 % hinter seiner Wirtschaftsleistung von 2008 zurückbleibt. Es ist nicht davon auszugehen, dass die enormen Wachstumseinbußen und damit einhergehenden Wohlstandsverluste je wieder aufgeholt werden können, nicht in Italien und Griechenland, aber auch nicht in den USA und Deutschland.

Der lange Schatten der globalen Finanzkrise

Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts (Index, 01.01.2008 = 100)



Quelle: Datastream, IWF, apoBank

Die globale Finanzkrise wirkt weiter fort

Nicht weniger dramatisch als die permanenten wirtschaftlichen Kosten sind die gesellschaftlichen und politischen Folgen der Krise. Wie bei zahlreichen vorherigen Finanzkrisen nahmen auch nach 2008 die politische Polarisierung und Fragmentierung in vielen Gesellschaften deutlich zu und ebneten den Weg für den Aufstieg populistischer Kräfte, sowohl am linken als auch am rechten Rand des politischen Spektrums. Das Brexit-Referendum 2016, der Wahlsieg Donald Trumps im selben Jahr und die Regierungsübernahme durch Lega und 5-Sterne-Bewegung in Italien 2018 stellen einzelne Höhepunkte dieser Entwicklung dar. Aber nicht nur das Ideal einer freiheitlich-demokratischen Grundordnung büßte nach Ausbruch der Krise an Attraktivität und Rückhalt in weiten Teilen der westlichen Welt ein. Auch der Gedanke des freien Handels in einer integrierten Weltwirtschaft verlor viele Fürsprecher. Großen Zulauf fanden stattdessen Verfechter des Protektionismus, die ihren Anhängern vorgaukeln, den nationalen Wohlstand verteidigen bzw. zurückgewinnen zu können, indem sie ihre heimischen Wirtschaften gegen ausländische Wettbewerber abschotten.

Die Frage nach der nächsten Finanzkrise

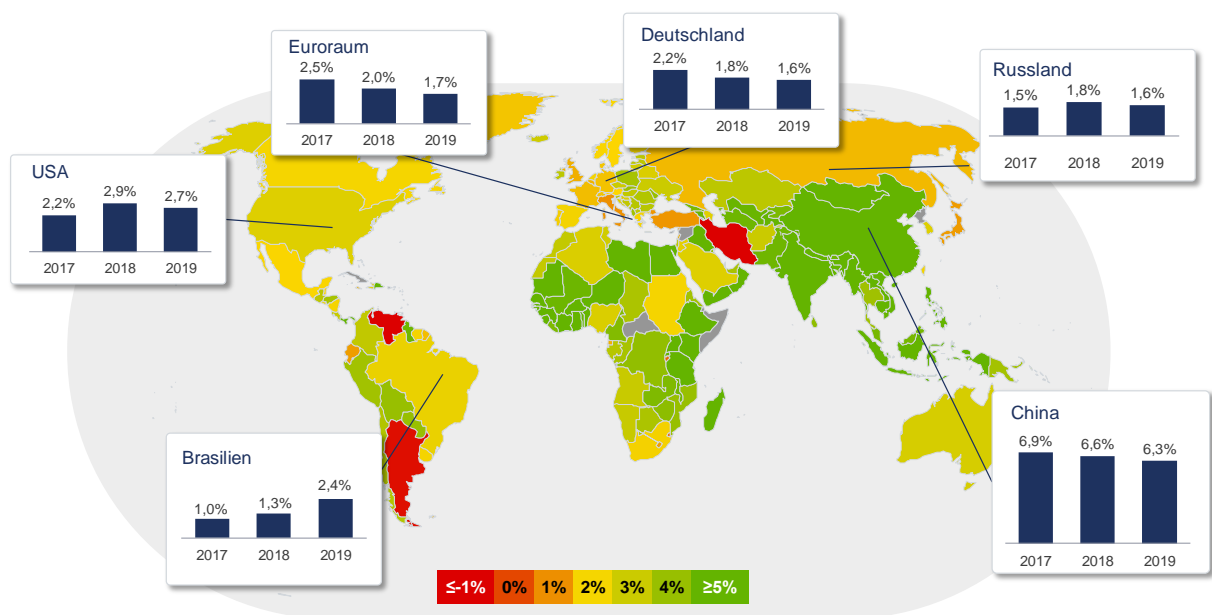
Als ordnungspolitische Reaktion auf die Schwere der globalen Finanzkrise wurden weitreichende Anstrengungen unternommen, um eine Wiederholung dieser Tragödie zu vermeiden. Insbesondere der Finanzsektor in den USA und in Europa wird heute von den Aufsichtsbehörden viel stärker überwacht als damals, zudem sollen zahlreiche neue regulatorische Vorschriften systemische Risiken klein halten. Damit lässt sich zumindest ausschließen, dass die nächste Finanzkrise dieselben Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge aufweisen wird wie die globale Finanzkrise 2008, mehr aber auch nicht. Das Entstehen einer neuerlichen Finanzkrise lässt sich hingegen nicht ausschließen. Denn drei zentrale Lehren aus der Geschichte der Finanzkrisen lauten, dass deren Beginn vorherzusehen nahezu unmöglich ist, dass keine zwei Krisen identisch sind und dass in aller Regel exzessive Verschuldungen im privaten oder öffentlichen Sektor den Weg

in die Finanzkrise bereiten. Gerade der letzte Punkt gibt Anlass zur Sorge, denn die weltweite Verschuldung verzeichnete trotz aller gegensätzlichen Versprechungen der handelnden Akteure seit 2008 im Durchschnitt nochmals rasante Anstiege, vorwiegend bei Staaten und Unternehmen. Fast schon halsbrecherisch verlief der Anstieg der Unternehmensschulden in China. Die global weiter gestiegene Verschuldung ist längst nicht das einzige Problem. Denn die Möglichkeiten zur Krisenbekämpfung im Fall der Fälle seitens der Wirtschaftspolitik haben sich in den letzten zehn Jahren massiv reduziert. So sind der Fiskalpolitik in vielen Ländern aufgrund weiter gestiegener Staatsverschuldungen deutliche Grenzen gesetzt, und auch die Zentralbanken sehen ihre zinspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten in Anbetracht rekordniedriger Leitzinsen eingeschränkt. Zudem besteht heute bei weitem nicht mehr die Bereitschaft zur länderübergreifenden Kooperation zwecks Bewältigung globaler Herausforderungen wie noch vor zehn Jahren. Auf die nächste größere Krise scheinen die Weltwirtschaft und das internationale Finanzsystem also nicht minder schlecht vorbereitet zu sein als im September 2008.

China als Herausforderung für die Weltwirtschaft 2019

Die chinesische Volkswirtschaft ist alleine schon wegen ihrer schieren Größe und ihrer hohen Beiträge zum globalen Wachstum in den letzten Jahren ein natürlicher Ausgangspunkt für einen weltwirtschaftlichen Ausblick auf das bevorstehende Jahr. Dies jedoch umso mehr, da China die Weltwirtschaft 2019 vor nennenswerte Herausforderungen stellt. Die mehrfachen, staatlich verordneten Konjunkturprogramme in den Jahren nach 2008 ließen Chinas Volkswirtschaft zwar vergleichsweise glimpflich durch die Krise kommen, jedoch stieg gleichzeitig der Gesamtverschuldungsgrad in diesen Jahren von 140 % auf 250 % des BIPs an. Den Preis zahlt die Regierung heute. Aus Furcht vor einer Krise des heimischen Finanzsystems rangiert der nachhaltige Schuldenabbau nun ganz oben auf der wirtschaftspolitischen Agenda Pekings. Dies bringt jedoch zusätzliche Einbußen beim sich ohnehin abschwächenden Wachstum Chinas mit sich. Weiterer Druck auf die Wirtschaft rührt vom Handelskrieg mit den USA, bei dem von einer raschen Einigung nicht ausgegangen werden kann und der wegen Vorzieheffekten erst ab 2019 einen deutlichen Rückgang chinesischer Exporte in die USA nach sich ziehen wird. Große Wachstumsimpulse für die Weltwirtschaft lassen sich von China im kommenden Jahr also nicht erwarten, ganz im Gegenteil.

Der lange Schatten der globalen Finanzkrise



Karte: Wachstumserwartung 2019. Quelle: IWF, Consensus Economics, apoBank.

Schwellenländer vor einem schwierigen Jahr

Die Entwicklungen in China verheißen ein schwieriges Jahr für die Schwellenländer, die in engen Wirtschaftsbeziehungen zum Reich der Mitte stehen. Unter ihnen sind die rohstoffexportierenden Länder besonders exponiert. War 2018 bereits geprägt von vereinzelt Krisen in der Türkei, Argentinien und Russland, so fällt der Ausblick für die Schwellenländer auf die kommenden zwölf Monate angesichts der Abschwächung in China erst recht pessimistisch aus. Zwei weitere Faktoren dürften deren wirtschaftliche Entwicklung belasten. Erstens dürfte China eine weitere graduelle Abwertung des Yuan tolerieren bzw. aktiv fördern, um seine eigene Wettbewerbsfähigkeit, auch zu Lasten anderer Schwellenländer, zu erhöhen. Zweitens droht auch von der anderen Wirtschaftsgrößmacht Druck, also von den USA. So dürfte die US-Notenbank ihre Geldpolitik der graduellen Straffung weiter fortsetzen und über höhere Zinsen und einen festen US-Dollar Druck auf die Finanzstabilität in den Schwellenländern ausüben, denn deren Fremdwährungsverbindlichkeiten sind zu 80 % in US-Dollar denominiert. Kapitalabflüsse und Währungsverluste in solchen Ländern mit hohen strukturellen Leistungsbilanzdefiziten und umfangreichen Auslandsschulden dürften deshalb im kommenden Jahr deren Wirtschaftslage prägen.

**Schwächeres Wachstum in
den entwickelten
Industrienationen**

In den entwickelten Industrienationen lassen sich derart gravierende Probleme nicht ausmachen. Zwar dürften die Volkswirtschaften Deutschlands, des Euroraums und der USA im nächsten Jahr weniger dynamisch expandieren. Das prognostizierte Wachstum sollte in diesen Regionen jedoch weiterhin oberhalb bzw. nahe des Potenzialwachstums liegen. Insbesondere für die USA, die 2018 dank ihrer Hochkonjunktur in der Spätphase des Konjunkturzyklus eine Sonderrolle einnehmen, dürfte die hohe konjunkturelle Dynamik erst in der zweiten Jahreshälfte merklich nachlassen. Im Gegensatz dazu wurden Deutschland und der Euroraum bereits im Frühjahr 2018 von einer Abschwächung erfasst. Dennoch bleiben hierzulande die Rezessionsrisiken eher gering. Andererseits ist aber auch nicht von einer plötzlichen Umkehrung des zyklischen Abwärtstrends auszugehen. Größere Risiken im Euroraum stellen ein „no deal“-Brexit und das zuletzt gestiegene Rezessionsrisiko in Italien dar. Beide Risikoszenarien haben zwar das Potenzial, die Konjunktur im Euroraum in eine Rezession zu stoßen. Eine handfeste Krise wie vor zehn Jahren vermögen sie aller Voraussicht nach jedoch nicht auszulösen.

Das Ende von „Chimerica“

Der eskalierende Handelsstreit in diesem Jahr markiert den Auftakt zum offen ausgetragenen Wettstreit zwischen den USA und China um die globale Vorherrschaft im 21. Jahrhundert. Damit einhergehende geopolitische Risiken werden für die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten in den nächsten Jahren an Bedeutung gewinnen.

Beziehungen zwischen den USA und China auf dem Tiefpunkt

Zu keinem Zeitpunkt seit Richard Nixons historischem Treffen mit Mao Zedong 1972 war das Verhältnis zwischen den USA und China so stark beschädigt wie heute. Diplomatische Spannungen bis hin zu krisenähnlichen Situationen kamen zwar immer wieder vor. Jedoch ließ sich stets eine für beide Seiten gesichtswahrende Lösung finden, auch wenn dies teilweise lange und zähe Verhandlungen erforderte. Erleichtert wurde die Konfliktlösung in der Vergangenheit durch zwei Umstände. Zum einen ließ während des Kalten Krieges die Sowjetunion als gemeinsamer strategischer Gegenspieler der USA und Chinas die beiden Staaten trotz aller Differenzen näher zusammenrücken und nach gemeinsamen Positionen suchen. Zum anderen führte die Integration Chinas in die globale Wirtschaft nach dem Ende des Kalten Krieges Anfang der 1990er Jahre zu einer äußerst engen Verflechtung mit den USA. Diese von prominenten Historikern und Ökonomen „Chimerica“ getaufte Symbiose fungierte in den letzten drei Jahrzehnten als Versicherung gegen größere Zerwürfnisse zwischen den beiden Ländern.

Handelsstreit ist nicht Ursache des schlechten Verhältnisses

Dass heute der vorläufige Tiefpunkt in den Beziehungen zwischen den USA und China erreicht ist, liegt keineswegs an dem eskalierenden Handelsstreit, den US-Präsident Trump im Frühjahr durch die Erhebung von zusätzlichen Zöllen auf Importe aus China losgetreten hat. Der Handelsstreit stellt vielmehr ein Ventil dar, das die US-Administration nutzt, um den aufgestauten Druck der vergangenen Jahre abzulassen und China zu einem Kurswechsel in der Wirtschaftspolitik zu zwingen. Tatsächlich sind nämlich nahezu sämtliche Streitpunkte, die die beiden Lager entzweien, schon seit langem bekannt. Dazu gehören eben auch die zahlreichen illegalen Handelspraktiken, die Trump und seine Mitstreiter China im aktuellen Handelsstreit immer wieder vorwerfen. So tauchten dieser und andere Kritikpunkte bereits 2005 in einer vielbeachteten Rede des damaligen Vize-Außenministers Robert Zoellick auf, in der er China gravierende Verstöße in der Handelspolitik vorwarf und zu verantwortungsvollem Handeln in der Außenpolitik aufforderte.

Beschleunigung der Machtverschiebung durch die globale Finanzkrise

Die rapide Verschlechterung des Verhältnisses zwischen den USA und China lässt sich in erster Linie geoökonomisch und geopolitisch erklären. In diesem Zusammenhang spielt die globale Finanzkrise 2008 eine wichtige Rolle. Während die USA nach Krisenausbruch durch die tiefste wirtschaftliche Rezession seit der großen Depression in den dreißiger Jahren des zwanzigsten Jahrhunderts gingen, kam die Volkswirtschaft im Reich der Mitte vergleichsweise glimpflich davon. In der Folge schmolz der wirtschaftliche Vorsprung der USA gegenüber China dahin. So war die US-Wirtschaft noch im Jahr 1980 nach Kaufkraftparität mehr als neunmal so groß wie Chinas Wirtschaft. Die jüngsten Zahlen des Internationalen Währungsfonds zeigen, dass die US-Wirtschaft heute rund zwanzig Prozent kleiner ist als die chinesische Wirtschaft. Diese geoökonomische Machtverschiebung wird nicht nur in der Trump-Administration, sondern in weiten Teilen der amerikanischen Gesellschaft und über alle politischen Parteien hinweg als Aufstieg Chinas verstanden, der mit unlauteren Mitteln errungen wurde und zu Lasten der USA ging.

China rüttelt an bestehender Weltordnung

Neben der massiven Verschiebung des weltwirtschaftlichen Machtgefüges infolge der globalen Finanzkrise 2008 führte auch Chinas demonstratives Auftreten als Großmacht auf der weltpolitischen Bühne zu einer Verschlechterung der Beziehungen zwischen den beiden Staaten. Gleich in seinem ersten Amtsjahr stellte der neue Staatspräsident Xi Jinping unmissverständlich fest, dass andere Länder von „Chinas Weisheit“ profitieren könnten und „bei der Lösung der Probleme der Menschheit dem chinesischen Modell“ folgen sollten. Diese an den Westen und speziell an die USA gerichtete Botschaft stellte nicht weniger als ein Rütteln an der bestehenden Weltordnung und eine offene Kampfansage dar. Den Worten Taten folgen ließ China unmittelbar mit dem so genannten Seidenstraßenprojekt, das die Integration des eurasischen Wirtschaftsraums nach den Vorstellungen Chinas und die Ausdehnung der chinesischen Machtosphäre zum Ziel hat. In eine ähnliche Richtung geht auch das aufsehenerregende Projekt „Made in China 2025“, das zehn Schlüsseltechnologien festlegt, in denen China in den nächsten Jahren zunächst auf dem heimischen und dann auf dem globalen Markt die Vormachtstellung erreichen will. Im kalifornischen Silicon Valley geht deshalb die Sorge um, die USA könnten ihre technologische Führerschaft an China verlieren.

Chinas Aufstieg zur globalen Supermacht nur eine Frage der Zeit

Als Chinas Staatsführer Deng Xiaoping 1978 dem Riesenreich einen tiefgreifenden Reformkurs verordnete und das Land schrittweise der globalen Wirtschaft zuwendete, geschah dies zunächst als Reaktion auf die desaströse Misswirtschaft unter Mao Zedong zuvor. Im Verlauf der darauffolgenden vierzig Jahre konnten mehrere hundert Millionen Chinesen die Armut hinter sich lassen, und

Das Ende von „Chimerica“

das Land sprang auf den zweiten Platz der weltweit größten Volkswirtschaften, direkt hinter den USA. Im Rückblick erscheint Chinas Aufstieg zur globalen Supermacht nicht besonders überraschend, wohl aber dass es erst so spät dazu kam. Denn ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt, dass China in seiner mehr als zweitausendjährigen Geschichte bereits phasenweise diese Rolle einer globalen Supermacht innehatte und dessen militärische und wirtschaftliche Gestaltungskraft die Entwicklungen des gesamten Erdballs nachhaltig prägten. Die Zuspitzung des Wettstreits zwischen der jetzigen Hegemonialmacht USA und dem an die Weltspitze zurückkehrenden China sowie der Kampf um die globale Vorherrschaft in den Bereichen Wirtschaft, Technologie sowie Geo- und Sicherheitspolitik scheinen unausweichlich.

National Capability Index*: Chinas Aufstieg zum global Player



*Der Index quantifiziert die geopolitische Stärke eines Landes. Folgende Faktoren gehen in die Berechnung mit ein: Gesamtbevölkerung, Urbanisierungsgrad, Eisen- und Stahlproduktion, Energieverbrauch, Größe des Militärs, Verteidigungsausgaben.
Quelle: Correlates-of-War-Datenbank von Singer, Bremer and Stuckey, apoBank

Droht Thukydides Falle?

Welchen Verlauf dieser Wettstreit nehmen wird, bleibt vorerst unbestimmt. Ein mögliches Szenario lässt sich aus dem Kampf zwischen den USA und der Sowjetunion im Kalten Krieg ableiten - nämlich die friedliche Koexistenz, bei der militärische Auseinandersetzungen lediglich in Form von Stellvertreterkriegen geführt wurden. Ein alternatives Szenario, das derzeit für reichlich Gesprächsstoff sorgt, wird in dem Buch *Destined for War* von Graham Allison analysiert. Ausgangspunkt für die Analyse des Harvard-Politologen sind dabei die höchstaktuellen Betrachtungen des griechischen Geschichtsschreibers Thukydides über die kriegsträchtige Dynamik einer Situation, in der eine aufsteigende Macht die Herrschaft der bisherigen Vormacht bedroht. Der Kernsatz aus dem griechischen Werk *Der Peloponnesische Krieg* lautet: „Es waren der Aufstieg Athens und die Befürchtungen, die er in Sparta auslöste, die den Krieg unausweichlich machten.“ Er dient Allison für eine Untersuchung vergleichbarer zwischenstaatlicher Rivalitäten in den letzten 500 Jahren. Das ernüchternde Ergebnis lautet, dass in zwölf von sechzehn Fällen Krieg die Folge war. Lediglich in vier Fällen konnte eine friedliche Lösung gefunden werden. Der Wettstreit zwischen den USA und China muss also nicht zwangsläufig in einem militäri-

schen Konflikt enden, historisch war das aber in bedingt vergleichbaren Situationen mehrheitlich der Fall.

Das Ende von „Chimerica“

Zwar erscheint eine direkte militärische Konfrontation zwischen den USA und China derzeit unwahrscheinlich. Vereinzelt Zuspitzungen wie während des Kalten Krieges sind jedoch vorstellbar. Eine nächste Kubakrise in Südostasien, wo China seine regionale Einflussosphäre zum großen Missfallen seiner Nachbarn und der USA weiter ausbaut, stellt bspw. eine naheliegende Möglichkeit dar. Konkreter zeichnet sich der weitere Verlauf der wirtschaftlichen Beziehungen ab, nämlich das Ende von „Chimerica“. Die einstige Symbiose, in der China als billiger Produktionsstandort vieler westlicher Unternehmen fungierte, dürfte sich sukzessive auflösen und durch erhöhten Wettbewerb in einer steigenden Zahl von Branchen und regionalen Märkten abgelöst werden. Wettbewerb statt Symbiose macht einen militärischen Konflikt zwischen den USA und China zwar nicht wahrscheinlicher, aber das Ende von „Chimerica“ lässt gleichzeitig ein wichtiges Sicherheitspfand aus der Vergangenheit erheblich an Bedeutung verlieren. Mit dem Ende von „Chimerica“ zeichnet sich zudem der nächste große Transformationsprozess der Weltwirtschaft ab. Als Folge der wirtschaftlichen Entflechtung zwischen den USA und China wird auch die Gesamtheit der internationalen Handelsbeziehungen, allen voran die globalen Lieferketten, die in den vergangenen drei Jahrzehnten errichtet wurden, aufgebrochen. Was an ihre Stelle treten wird, bleibt schwer abzuschätzen. Ein Art ökonomischer Eiserner Vorhang, der zwei Handelsregionen mit jeweils den USA und China im Zentrum vorsieht, wäre eine vorstellbare Option, ebenso wie eine stärker multipolare Ordnung mit regionalen Einflussosphären und mehreren konkurrierenden Wirtschaftsblöcken. Wie auch immer die Weltwirtschaftsordnung dieses Jahrhunderts aussehen wird, eine weitere Vertiefung der weltweiten Wirtschaftsbeziehungen wie in der Zeit nach Chinas Öffnung erscheint nahezu ausgeschlossen.

Fazit

Die unipolare Weltordnung der letzten dreißig Jahre neigt sich dem Ende zu. Die bisherige Hegemonialmacht USA sieht sich durch die Rückkehr Chinas zur globalen Supermacht bedroht. China wiederum fordert seinen Platz als Großmacht ein und verdächtigt die USA, seinen Aufstieg mit allen Mitteln verhindern zu wollen. Mit dem Handelskonflikt zwischen den USA und China in diesem Jahr zeichnet sich bereits der Wettstreit ab, der die nächsten Jahrzehnte geopolitisch und wirtschaftlich prägen wird. In welche Richtung der laufen wird, bleibt vorerst unbestimmt. Anleger müssen sich darauf einstellen, dass geopolitische Risiken wieder eine wichtigere Rolle an den Finanzmärkten spielen werden als in den letzten dreißig Jahren alleiniger US-Vorherrschaft.

Populismus: Ein vorübergehendes Phänomen?

Populistische Parteien haben Konjunktur. Ausgehend von den politischen Rändern haben sie den etablierten Parteien Stimmenanteile abgenommen. In den von der Finanz- und Eurokrise am stärksten betroffenen Ländern stellen sie mittlerweile sogar die Regierung. Populistische Parteien im Parlament sind jedoch kein neues Phänomen. In der Vergangenheit war ihr Verbleib aber meist kurz. Das könnte sich ändern.

Der Einfluss der Finanzkrise

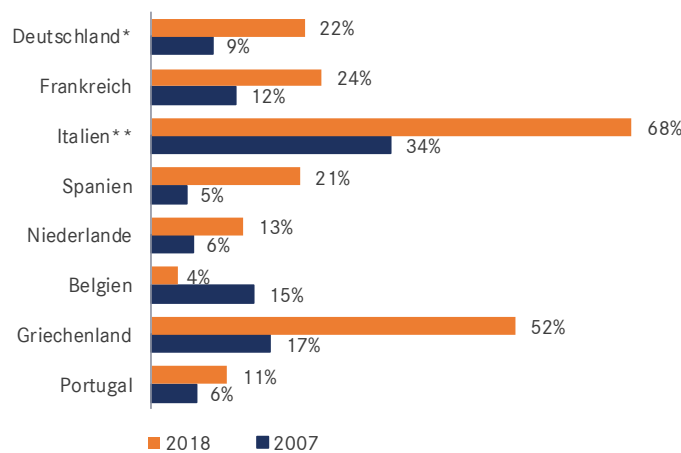
Dass das Erstarken populistischer Parteien zuerst dort beobachtet werden konnte, wo die Folgen der Finanz- und Euro-Krise nach 2008 am stärksten waren, ist kein Zufall. Auch im Nachklang vorheriger Krisen stiegen Parteien an den politischen Rändern in der Wählergunst. Vor allem Wähler, die am stärksten die Auswirkungen der Krisen zu spüren bekamen (und oftmals in die Arbeitslosigkeit rutschten), zogen in der Folge die vorherrschende Politik in Zweifel und suchten nach einer neuen „politischen Heimat“. Beispielhaft hierfür steht unter anderem die seit Mai in Italien mitregierende Lega, die nach der Wirtschafts- und Bankenkrise Italiens der frühen 1990er Jahre 1992 erstmals ins Parlament einzog. Dabei ist sie selbst jedoch auch eine Ausnahme. Denn zumeist hielten sich populistische Parteien nicht lange. So konnten zahlreiche rechtsnationale Kräfte in Deutschland in den späten 1990er Jahren, nachdem die Wiedervereinigung Deutschlands nicht nur Gewinner hervorgebracht hatte, ebenfalls spürbare Stimmenzuwächse verzeichnen (z. B. Republikaner). Doch mit dem Anziehen der Konjunktur in den nachfolgenden Jahren gelang es den meisten Parteien nicht, sich im politischen Alltag zu bewähren. Und hier mag auch der Schlüssel zum anhaltenden Erfolg der italienischen Lega liegen. Während die deutsche Wirtschaft seit den 1990er Jahren deutliche Einkommenszuwächse für einen Großteil der hiesigen Bevölkerung generieren konnte, wuchs der wirtschaftliche Wohlstand vieler Italiener seit dieser Zeit kaum.

Populismus im neuen Gewand

Der Umfang, in dem populistische Parteien in den vergangenen Jahren Erfolge verbuchen konnten, ist seit der Weltwirtschaftskrise der 1920er und 1930er Jahre ungekannt groß. In nahezu allen entwickelten Volkswirtschaften haben sie Hochkonjunktur. Einzige Ausnahmen sind einige angloamerikanische Staaten wie Australien, Kanada und Neuseeland sowie Japan. Dies sind im Wesentlichen auch die Länder, die am wenigsten von den Folgen der Finanzkrise betroffen waren. Doch nicht nur hinsichtlich des Erfolgs unterscheiden sich heutige Populisten von jenen der vergangenen Jahrzehnte. Populistische Parteien lassen sich

heute oftmals schwerlich in das klassische Rechts-Links Schema der Politik einordnen. Waren zuvor in Europa meist rechte Parteien „Gewinner“ der Krisenjahre, während in vielen Schwellen- und Entwicklungsländer linke Populisten zu Machtzuwächsen kamen, so bietet die derzeitige italienische Regierung, in der eine äußerst rechte (Lega) und eine äußerst linke (5-Sterne Bewegung) Partei koalieren, bestes Anschauungsmaterial, dass diese Kategorien für populistische Parteien kaum noch taugen. Viele Parteien eint gegenwärtig vielmehr der Kampf gegen traditionelle Eliten. Trumps Gepolter gegen Washington oder Beschimpfungen gegenüber Brüssel aus einigen europäischen Staaten zeugen von dieser Grundhaltung. Zuletzt zeigten auch viele Parteien Ambitionen, auf internationaler Ebene verstärkt zu kooperieren, was ebenfalls neu ist.

Anteil populistischer/extremistischer Parteien bei den jeweils letzten nationalen Wahlen vor oder in 2007 bzw. 2018



/Timbro klassifiziert „Die Linke“ sowie „Forza Italia“ als populistische Parteien.
Quelle: Timbro, apoBank*

„Populism here to stay?“

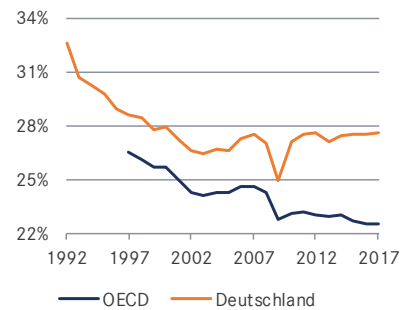
Bisherige Forschungen zeigen, dass es sich bei populistischen Strömungen um solche handelt, die zumeist schnell verebben. Doch die naive Hoffnung, den Populismus einfach „auszusitzen“, dürfte wohl zu kurz greifen. Zwar rücken die Finanzkrise und das damalige Gefühl vieler Bürger, der Staat hätte nur Geld zur Rettung von Banken übrig, als eine Ursache des populistischen Erstarkens zunehmend aus dem Bewusstsein. Jedoch wirken weitere Faktoren, die oftmals mit dem Schlagwort Globalisierung erfasst werden, über die Krise hinaus fort und geben populistischen Strömungen weiter Nahrung. Hinter dem Begriff Globalisierung stehen dabei viele einzelne Entwicklungen, die in Teilen der

Populismus: Ein vorübergehendes Phänomen?

Bevölkerung das Gefühl aufkommen lassen, den Anschluss an die Gesellschaft zu verlieren. Dazu gehört an erster Stelle der immer freiere Welthandel, der in entwickelten Volkswirtschaften ganze Branchen vor Existenzfragen stellt. Viele Unternehmen reagierten auf die Herausforderungen, aber auch auf die damit einhergehenden Chancen, mit der Aufspaltung und Internationalisierung ihrer Wertschöpfungsketten. Nicht selten spielten dabei niedrige Löhne in Schwellenländern eine Rolle bei der Auslagerung. Die mit diesen beiden Entwicklungen einhergehende De-Industrialisierung vieler entwickelter Volkswirtschaften schaffte strukturelle „Verlierer“, die nicht selten im traditionellen Arbeitermilieu zu finden sind. Diese Verluste wurden nur selten von den „Gewinnern“ der Globalisierung, die zumeist in den prosperierenden Zentren der Volkswirtschaften saßen, kompensiert. Damit einher ging und geht der Anstieg der Ungleichheit innerhalb der Volkswirtschaften. Denn selbst wer in der globalisierten Welt Arbeit hat, dürfte im stetig wachsenden Dienstleistungssektor nur sehr bedingt ähnliche Einkommensanstiege verzeichnen wie Fachkräfte in der Industrie. Dieser Trend wird zusätzlich verstärkt durch die Auswirkungen der Digitalisierung bzw. des technischen Fortschritts, der manuelle Tätigkeiten zunehmend rationalisiert und die Globalisierungsverlierer ein zweites Mal trifft. Wer nicht am Fortschritt, der zuletzt an Tempo zulegte, partizipieren kann, der wird umso schneller abgehängt.

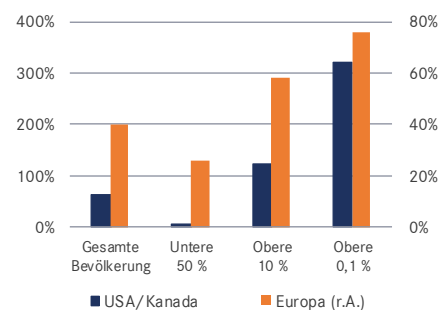
Populistsische Parteien konzentrieren sich jedoch zumeist auf die Globalisierung als Wurzel allen Übels. Dabei kommt dies bei ihren Wählern gut an. Denn diese sitzen zumeist in ländlichen Regionen und bekommen die Auswirkungen von Globalisierung und technischem Fortschritt verstärkt zu spüren, wenn Unternehmen in prosperierende Regionen abwandern und mit Ihnen zumeist junge und gutausgebildete Bevölkerungsteile. So entsteht das Gefühl vom Wohlstandsgewinn der Gesellschaft abgeschnitten zu sein, das populistische Parteien gerne bedienen.

Industrieanteil am BIP
- OECD-Länder



Quelle: OECD, Datastream, apoBank

Reale Einkommenszuwächse (1980-2017)
nach Einkommensklassen



Quelle: World Inequality Report 2018, apoBank

Populismus und wirtschaftlicher Erfolg?

Viele populistische Parteien sind sich dieser Wirkung bewusst. Die darin liegenden Chancen zu heben, ist aber auch ihr Risiko. Solange sie nicht in der Regierungsverantwortung sind, lassen sich populistische Forderungen einfach erheben. Doch sobald sie an der Regierung sind, müssen entsprechende Maßnahmen ergriffen werden, die die „Missstände“ beseitigen. Bisher waren populistische Parteien hierin wenig erfolgreich. Die griechische Regierung unter der linken Protestpartei Syriza, die seit 2015 regiert, sieht sich seit Amtsantritt einer fallenden Beliebtheit gegenüber, da großartige Versprechen bislang nur in kleinen Ansätzen umgesetzt werden konnten. Linke Regierungen in Schwellen- und Entwicklungsländern konnten sich oft nur durch Rückgriff auf autoritäre Mittel länger an der Macht halten. Erfolgreicher scheinen da Populisten vom rechten politischen Rand. Insbesondere in Osteuropa, z. B. Polen oder Ungarn, regieren diese bereits seit mehreren Jahren, was nicht bedeutet, dass diese vor Maßnahmen zurückschreckten, die demokratischen Gedanken entgegenlaufen.

Linkspopulistische Parteien in der Vergangenheit mit wenig wirtschaftlichem Erfolg

Um in demokratischen Staaten an der Regierung zu bleiben, ist eine erfolgreiche Wirtschaftspolitik unverzichtbar. US-Präsident Trump verweist gerne auf sein wirtschaftspolitisches Profil und darauf, dass die Aktienmärkte seine Politik dank steigender Aktienkurse für gut befinden würden. Doch was populistische Wirtschaftspolitik ausmacht, ist kaum zu definieren. Denn die von den jeweiligen Regierungen ergriffenen Maßnahmen reichen von Verstaatlichungen (Ölindustrie Lateinamerika, Autobahnnetz Italien (geplant)) über umfangreiche Ausgabenprogramme (Bürgergeld Italien (geplant)) bis zu Steuersenkungen (US-Steuerreform). Daher lohnt ein Blick auf einzelne Regionen. Vor allem in Lateinamerika sind links-populistische Parteien in der Vergangenheit an der Macht gewesen. Nur selten gelang es diesen, ihren Volkswirtschaften langfristig zu

Rechtspopulisten verfolgen eher altbekannte Wirtschaftspolitikansätze

mehr Wohlstand zu verhelfen. Umfangreiche staatliche Eingriffe in die Märkte führten oftmals in die nächste Krise. Venezuela, Argentinien oder Nicaragua sind aktuelle Beispiele für gescheiterte populistische Regierungen. In Europa, wo linke Populisten bisher wenig bekannt sind, müssen diese sich erst noch beweisen. Die griechische Regierung unter Syriza konnte aufgrund der strikten Auflagen aus Brüssel bislang nur wenige ihrer Politikvorstellungen umsetzen, und auch in Italien dürften der Politik der 5-Sterne-Bewegung sowohl aufgrund Brüssels als auch des Koalitionspartners Grenzen gesetzt sein. Es ist aber kaum vorstellbar, dass die bislang vorgestellten Maßnahmen der italienischen Regierung die grundsätzlichen Probleme in Italien (hohe Bürokratie, Korruption, mangelndes Produktivitätswachstum) beheben dürften.

Bereits erfolgserprobt scheinen hingegen rechtsgerichtete Populisten. Vor allem in Osteuropa können die polnische und ungarische Regierung auf eine gute Entwicklung ihrer Wirtschaften verweisen. Auch die zuletzt starke US-Konjunktur scheint, zumindest teilweise, der US-Regierung zuzuschreiben zu sein. Blickt man auf die Rezepte dieser Regierungen zeigt sich oftmals, dass diese alles andere als revolutionär sind. Steuersenkungen und Ausgabenprogramme für Infrastrukturinvestitionen erinnern eher an die Wirtschaftspolitik unter Ronald Reagan oder Margaret Thatcher. Diese waren jedoch in den 1980er Jahren wesentliche Treiber der Globalisierung, die Populisten heute oftmals geißeln. In dieser Rezeptur der Wirtschaftspolitik dürfte aber auch ihr vermeintlicher Erfolg liegen. Denn solange sich die Agenda vermeintlich wirtschaftsfreundlich gestaltet, trägt die Wirtschaft diese oft lange Zeit mit.

Zwischen den Polen einer liberalen Wirtschaftspolitik einerseits und Protektionismus andererseits navigieren derzeit rechte oder rechts-konservative Parteien. Daher macht der Politik-Mix Populisten zuletzt auch für liberalere Bevölkerungsteile wählbar, die in der staatlichen Bevormundung eine Gefahr zukünftigen Wachstums sehen.

Populistisches Politikdilemma

Doch diese liberale Facette vieler populistischer Parteien macht sie auch verwundbar, gerade beim Thema Protektionismus. Denn hier treffen die Hoffnungen der (zumindest) „gefühlten“ Verlierer des Systems, sich vom Rest der Welt abzuschotten, auf die Erwartung bürgerlich-liberaler Wähler, die mehr Markt fordern. Aus diesem Grund dürften US-Präsident Trumps größte Kritiker seiner Handelspolitik auch in der eigenen Partei zu finden sein. Um diesem Dilemma zu entgehen, weichen viele Parteien daher auf andere Politikfelder aus. So lässt sich erklären, warum die Einwanderungspolitik zuletzt Lieblingsthema populistischer Parteien wurde. Über den Einfluss und die Gestaltungsmöglichkeiten des

technischen Fortschritts als zweites wesentliches Element der Unzufriedenheit großer Bevölkerungsteile schweigt man sich eher aus. Ob sich dies dauerhaft als Erfolgsquelle erweist, dürfte eher als unwahrscheinlich gelten. Das gilt auch für Deutschland, wo die AfD, wohl aus strategischem Kalkül, sich zu wesentlichen Fragen, in denen Liberale und „Globalisierungsverlierer“ kaum Einigkeit zeigen dürften, nur vage positioniert. Das gilt beispielsweise für die Sicherung der Rente, die Ausgestaltung des Wohlfahrtsstaates, die betriebliche Mitbestimmung, Lohnpolitik oder Arbeitsmarktflexibilität.

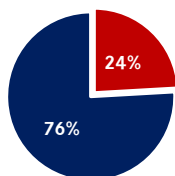
Allen populistischen Politikabsichten gemein ist jedoch, dass sie aus dem Gegensatz „das Volk“ und „die Eliten“ zumeist eine Änderung der bisherigen institutionellen Strukturen herleiten, ob durch die Einschränkung der Medienfreiheit, Schwächung der Unabhängigkeit des Justizwesens oder Änderung der Wahlgesetzgebung. Damit schwächen sie jedoch die Basis des wirtschaftlichen Erfolgs ihrer Volkswirtschaften selbst. Denn wenig ist unter Ökonomen so unumstritten wie der positive Einfluss stabiler staatlicher Institutionen.

Es ist zu erwarten, dass bei den Wahlen zum EU-Parlament im Mai 2019 populistische und EU-kritische Parteien noch einmal deutlich an Sitzen hinzugewinnen können. Doch angesichts ihrer Fragmentierung über den gesamten Kontinent hinweg ist nicht davon auszugehen, dass diese eine starke Fraktion im zukünftigen Parlament bilden werden. Aber bereits jetzt reden Populisten in der EU mit. Denn im Rat der EU-Regierungschefs sitzen schon derzeit mit den Regierungen aus Polen, Ungarn und Italien Populisten am Verhandlungstisch. Das dürfte weitreichende Reformen der EU und der Euro-Zone in naher Zukunft wenig realistisch erscheinen lassen. Denn die EU wird 2019 genug mit dem Entschluss der Briten, die EU zu verlassen, zu tun haben und somit weniger Zeit, sich um eine Reform des eigenen Gefüges zu kümmern. Der Populismus in Europa dürfte damit auch langfristig Auswirkungen auf den gemeinsamen Währungsraum besitzen, auch wenn die jeweiligen Parteien bis dahin aus den gegenwärtigen Positionen ausgeschieden sein dürften.

Zudem sind Populisten keine Leisetreter. Gerade an den Märkten, die oft auf kleinste Signale reagieren, kann das Gepolter von Politikern schnell spürbare Kursbewegungen auslösen. Nicht zufällig stiegen die Renditen italienischer Staatsanleihen unmittelbar nachdem sich herauskristallisierte, dass zukünftig die 5-Sterne-Bewegung und die Lega in Italien gemeinsam regieren werden. Trifft daher die populistische Hochkonjunktur auf eine nicht mehr ganz so dynamische wirtschaftliche Entwicklung, besteht durchaus die Gefahr erhöhter Volatilität und Nervosität an den Märkten. 2019 könnte so ein Jahr werden.

2019 - Stärkung der Populisten?

Anteil populistischer/
extremistischer Parteien*
im Europäischen Parlament



*Klassifikation nach DIE ZEIT
(05.02.15) Quelle: DIE ZEIT,
Europäische Kommission, apoBank

Populismus: Ein vorübergehendes Phänomen?

Denn schon in den letzten Monaten 2018 lag das Marktsentiment oftmals nahe der Stimmung auf der politischen Bühne. Anleger sind daher gut beraten, gerade in einem solchen Umfeld möglichst breit diversifiziert zu sein. Denn unabhängig in welcher Fristigkeit und Richtung sich populistische Einflussnahme an den Märkten und in der Realwirtschaft widerspiegelt, selten ist es vorhersehbar.

Der frühe Vogel fängt den Wurm: Ein Plädoyer für aktive Anlagestrategien

Mit dem Wachstum passiver Anlageprodukte in den vergangenen Jahren hat die Frage aktiv vs. passiv erneut an Aktualität gewonnen. Unserer Einschätzung nach haben passive Investmentansätze durchaus ihre Berechtigung. Weniger im Bewusstsein der Anleger sind die deutlichen Schwächen, die mit einer passiven Investition einhergehen. Gerade in Krisenphasen spielen aktive Anlageprodukte ihre Stärke aus.

Steigende Bedeutung passiver Anlageprodukte

In den vergangenen Jahren ist unter Anlegern kein Segment so stark gewachsen wie passive Investmentprodukte. Maßgeblich dafür verantwortlich war das Aufkommen sog. ETFs („Exchange Traded Funds“). Nach Daten der Bundesbank wuchs der Umfang von ETFs weltweit von 0,7 Bio. USD im Jahr 2009 auf über 5 Bio. USD im ersten Halbjahr 2018. Damit machten diese zuletzt rund 13 % des ausstehenden Volumens aller Investmentfonds aus. Befürworter von ETFs führen dabei zumeist zwei Argumente für ihre Attraktivität ins Feld: Zum einen sind ETFs hoch liquide, da sie anders als klassische Fonds an den Börsen handelbar sind. Zum anderen gelten passive Produkte als kostengünstig. Da ETFs lediglich einen Index nachbilden, entfallen Kosten für Research, um sich in einzelnen Positionen jeweils entgegen den Markt zu positionieren. Im Gegensatz dazu setzen passive Anleger auf Marktportfolien, deren Zusammensetzung den Börsenwert von Unternehmen, Branchen und Ländern proportional widerspiegelt. Die Entscheidungen für oder gegen einzelne Titel oder Subsegmente geben Anleger damit in die Hand des Marktes: Je größer der Börsenwert eines Unternehmens, umso größer ist sein Anteil in einem passiven Portfolio.

Passive Anlagestrategien durchaus berechtigt, aber ...

Ein zentraler Vorteil des passiven Anlegens mittels Indexfonds liegt in den tendenziell niedrigeren Kosten und der Möglichkeit, die passiven Anlagevehikel auch untertägig zu handeln. Allerdings verfügen passive Strategien auch über Schwächen, die in den folgenden Absätzen erläutert werden.

... rein passives Investieren gibt es nicht

Aus Sicht der wissenschaftlichen Finanzmarkttheorie bedarf passives Investieren keinerlei individueller Entscheidung. Der Anleger investiert einfach entsprechend seines Vermögens und seiner Risikoneigung in ein globales Portfolio, das sämtliche Vermögenswerte der Welt proportional widerspiegelt. In der Realität allerdings kann dieses globale Portfolio nur mehr oder weniger gut approximiert werden, etwa indem ein breites Anleihen- und Aktienportfolio gewählt wird. Aber bereits durch diese Wahl verliert die Geldanlage ihren passiven Charakter.

Der frühe Vogel fängt den Wurm: Ein Plädoyer für aktive Anlagestrategien

Effiziente Märkte stellen sich nicht von selbst ein

Denn je nach Abgrenzung und Gewichtung des Anlageuniversums kann es zu deutlichen Unterschieden in der zukünftigen Wertentwicklung kommen. Damit verbunden stellt sich die Frage, inwieweit die Eigenschaften der verfügbaren Benchmark-Indizes zum Risikoprofil des Anlegers passen. So verfügt beispielsweise der unter passiven Anlegern beliebte Aktienindex MSCI World über einen USA-Anteil von über 60 %. Während sich dies dank der starken Performance von US-Werten in den letzten Jahren erfreulich entwickelte, könnte ein derartiges Klumpenrisiko auch leicht schädliche Wirkung entfalten. Wer passiv nicht mit nachlässig gleichsetzt, sollte hier eine bewusste Entscheidung treffen.

Gerade bei Aktienanlagen wird oft argumentiert, dass es dauerhaft kaum möglich sei, durch temporäres Abweichen von Marktindizes mehr Rendite zu erwirtschaften als der Gesamtmarkt. Diese Schlussfolgerung basiert auf der Theorie effizienter Märkte, also dass marktrelevante Informationen sich zu jeder Zeit bereits in den Kursen widerspiegeln. Danach wäre im Durchschnitt die Erzielung von Überrenditen lediglich auf das Glück und nicht die Kompetenz der Investoren zurückzuführen. Doch diese Betrachtung vernachlässigt, wie die marktrelevanten Informationen überhaupt Eingang in die Kursbewegung finden und ob nicht erst spezialisierte Anleger durch ihren Informationsvorsprung zu dieser sog. Markteffizienz beitragen. Das ist vergleichbar mit der Situation an der Kasse eines Supermarkts. Auch hier wählen Kunden aktiv aus mehreren Optionen, um möglichst wenig Zeit in der Schlange zu verbringen. Erst dadurch, dass aktiv gehandelt wird, stellt sich schlussendlich die Situation ein, dass man im Durchschnitt an jeder Kasse ähnlich lange warten muss. An den Finanzmärkten übernehmen aktive Investoren diese Aufgabe und nutzen dabei durch systematische Analysen die sich immer wieder ergebenden Lücken in den „Kassenschlangen“, um so den Marktdurchschnitt zu schlagen.

Je heterogener die Anlageklasse, desto mehr Potenzial für aktive Strategien

Zeichnen sich Marktsegmente durch eine Vielzahl verschiedener Wertpapiere aus, die unterschiedlichen Einflussfaktoren ausgesetzt sind, so ist das Potenzial für aktive Anleger besonders ausgeprägt. Bei zunehmender Komplexität gewinnen Informationsvorsprünge an Bedeutung, da uninformierte Anleger nicht in der Lage sind, umfassende Einschätzungen zu treffen. Zudem sinkt in einem Segment mit vielen unterschiedlichen Titeln der Kostenvorteil passiv gemangelter Anlagevehikel, da zur Replikation der gewählten Benchmarks ein größerer Umfang von Transaktionen durchgeführt werden muss. Zum Teil sind entsprechende Segmente auch weniger liquide. Passive Produkte bergen dann das Risiko, dass in angespannten Marktphasen erhöhte Abschläge zu verkraften sind, wenn innerhalb eines Produkts gezwungenermaßen Umschichtungen in der Benchmark nachzuvollziehen sind, am Markt sich aber kaum Nachfrage für zu verkauf-

fende Titel findet. Das Risiko steigt dabei mit dem Anteil passiver Anleger, da Umschichtungen zunehmend gleichzeitig vollzogen werden müssen. Aktive Manager können entsprechende Marktphasen besser umschiffen, da sie variabler im Anlageverhalten sind.

Passive Produkte agieren prozyklisch

Aktienfonds orientieren sich bei ihrer Titelauswahl oftmals an der Zusammensetzung den zugrundeliegenden Benchmarks. Insbesondere passive Produkte müssen Änderungen der Zusammensetzung zeitnah und konsequent umsetzen, um die jeweils aktuellen Gewichtungen der Indizes abzubilden. Da bei der Berechnung der Indexgewichte in den meisten Fällen die Marktkapitalisierung ausschlaggebend ist, werden Titel mit einer überproportionalen Kursentwicklung in erhöhtem Maß zuge- bzw. verkauft. Dadurch verstärkt sich der kurs-treibende bzw. -belastende Trend. Dies führt durchschnittlich zu einer höheren Volatilität. Aktiv gemanagte Produkte haben höhere Freiheitsgrade und können so diese Kursspitzen durch strategische Entscheidungen ausnutzen. Je höher der Anteil an passiv gemanagten Produkten im Gesamtmarkt ist, desto höher sind die Chancen der aktiven Manager, sich positiv von der Marktentwicklung abzuheben.

Risikomanagement: Am besten systematisch

Eine weitere Schwäche rein passiver Ansätze ist, dass sie keinen Raum für Risikomanagement bieten, da dies aktive Entscheidungen und Abweichungen vom Index bedeuten würde. Das deckt sich mit der klassischen Finanzmarkttheorie, der zufolge jeder Versuch, die Risiken zu steuern, langfristig schädlich ist. Am besten sollte der Anleger der Theorie nach immer investiert sein, keine Gewinne absichern und jegliche Verluste aussitzen. In der Realität aber gibt es durchaus Gründe dafür, steuernd einzugreifen. Dabei sollte man sich nicht von seinen Emotionen leiten lassen. Erfahrene Manager nutzen unterschiedliche systematische Ansätze, um Risiken zu erkennen, zu beurteilen und zu ihrem Vorteil zu nutzen.

Aktiv und passiv: Die Investmentphilosophie der apoBank

Die Investmentphilosophie der apoBank zielt darauf ab, die Vorteile des passiven und des aktiven Anlegens zu kombinieren. Abweichungen von einem rein passiven Ansatz ergeben sich insbesondere in drei Aspekten: Erstens wird für die mittlere Sicht eine strategische Asset Allocation (SAA) festgelegt, die ein globales Portfolio schafft, dabei aber auf eine ausgeglichene regionale Diversifikation setzt, als beispielsweise der MSCI World. Zweitens werden auf kurze Sicht (im Regelfall monatlich) taktische Abweichungen von der SAA vorgenommen. Grundlage dieser aktiven Entscheidungen sind die sogenannten Investmentthesen. Dabei werden immer dann Positionen im Vergleich zur SAA auf- oder abgebaut, wenn auf Grundlage makroökonomischer Analysen Entwick-

Der frühe Vogel fängt den Wurm: Ein Plädoyer für aktive Anlagestrategien

lungen erwartet werden, die noch nicht vom Markt eingepreist werden. Denn den Markt zu schlagen ist langfristig nur möglich, wenn es gelingt, Überraschungen zu antizipieren. Laien begehen oftmals den Fehler, nicht nach Überraschungsmomenten am Markt Ausschau zu halten, sondern lediglich auf die gegenwärtige Lage zu blicken. Passiv handelnde Anleger geraten daher in die Lage, sogar schlechter als der Markt abzuschneiden, da sie immer einen Schritt hinterher sind und ihnen die positiven Handlungsoptionen entgehen. In Analogie zur Supermarktschlange wäre dies so, wie immer zu der Kasse zu gehen, an der sich zuletzt die meisten Leute angestellt haben. Drittens sind die aktiven Anlageprodukte der apoBank darauf ausgerichtet, sich an den Märkten ergebende Chancen zu nutzen und durch bewusste Positionierungen abseits der Indizes langfristig Überrenditen zu erzielen. Jedes aktive Handeln erfordert ein tiefes Verständnis der Kapitalmärkte um erfolgreich zu sein. Ein professionelles Management und eine bewusste Entscheidung für die mit der Investition verbundenen Chancen und Risiken sind daher unerlässlich.

Nehmen uns die Roboter die Arbeitsplätze weg?

Technologische Innovationen wirken nicht nur disruptiv auf die Geschäftsmodelle vieler Unternehmen, sie sind zudem der stärkste Treiber von Strukturanpassungen in der gesamten Wirtschaft. Und das mit langfristigen Folgen. Anleger sollten sich über die Wirkungen einer zunehmenden Automatisierung bewusst sein und diese in ihren Investmentstrategien berücksichtigen.

Die Angst vor der
technologiebedingten
Massenarbeitslosigkeit ...

Der Siegeszug der Roboter und Algorithmen scheint unaufhaltbar. Während frühere technologische Neuerungen zumeist rein körperliche Tätigkeiten ersetzen, dringen die Fähigkeiten von Maschinen zunehmend in Bereiche der autonomen Informationsverarbeitung und Entscheidungsfindung vor. Dies könnte gewaltige Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt haben. Einer aufsehenerregenden Studie der Universität Oxford zufolge sind in den nächsten zwei Jahrzehnten 47 % aller jetzigen Arbeitsplätze durch die fortschreitende Digitalisierung gefährdet. Falls es tatsächlich zu einem Wegfall von Arbeitsplätzen in dieser Größenordnung kommen sollte, wäre dies für die Sozialsysteme kaum zu stemmen und könnte gesellschaftliche Verwerfungen zur Folge haben.

... scheint fast so alt, wie die
Menschheit selbst ...

Allerdings ist diese Sorge alles andere als neu. Die Vorstellung oder sogar Angst, dass durch technologische Fortschritte Arbeitsplätze verloren gehen könnten, scheint fast so alt zu sein, wie die Menschheit selbst. So sprach bereits Aristoteles von Maschinen, die theoretisch jegliche Arbeit überflüssig machen könnten. Von der Erfindung des Webstuhls über die Maschinenstürmer des 19. Jahrhunderts bis zur Gegenwart gab es zahlreiche Phasen, in denen die Menschen ihre Arbeitsplätze durch Maschinen gefährdet sahen.

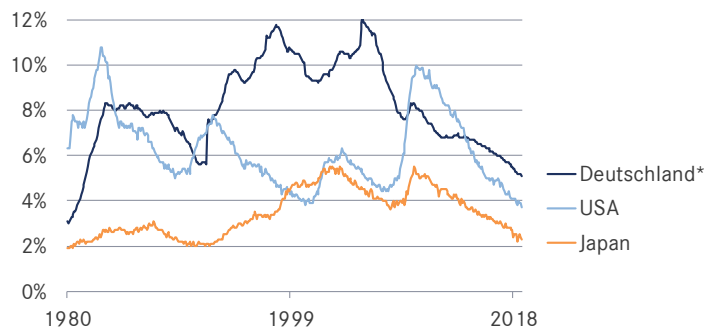
... doch gegeben hat es sie
nie.

Zu langfristigen Anstiegen der Arbeitslosigkeit infolge arbeitssparender Innovationen kam es allerdings nie in der Menschheitsgeschichte. Der Grund liegt in der erstaunlichen Fähigkeit der Wirtschaft, neue Tätigkeitsprofile hervorzubringen und dadurch den Wegfall der Arbeitsplätze zu kompensieren. Ein Beispiel für diese Anpassungsfähigkeit ist der Rückgang der landwirtschaftlichen Beschäftigung. Anfang des 20. Jahrhunderts arbeiteten in den USA 40 % der gesamten Beschäftigten in der Landwirtschaft. Durch massive Effizienzsteigerungen fiel dieser Anteil in den 1950er Jahren auf nur noch 10 % und steht aktuell bei 1,5 %. Partiiell betrachtet ist also eine gewaltige Anzahl an Arbeitsplätzen weggefallen, ebenso wie es die Ergebnisse der Oxford-Studie für die Zukunft erwarten lassen. Allerdings resultierte diese technologische Revolution nicht in Massenarbeitslosigkeit. Es entwickelten sich neue Berufe, und andere Branchen

Nehmen uns die Roboter die Arbeitsplätze weg?

fingen die schrumpfende Bedeutung der Landwirtschaft auf. Es scheint eine Art automatischen Mechanismus zu geben, der dafür sorgt, dass – abgesehen von Krisenphasen mit hoher Arbeitslosigkeit – die große Mehrzahl der Arbeitswilligen arbeiten kann und wegfallende Nachfrage nach Arbeitskräften anderswo kompensiert wird. Und genau das zeigt sich auch aktuell. Trotz eines rasanten Innovationstempos stehen die Arbeitslosenquoten in wichtigen Ländern wie den USA, Deutschland und Japan auf den tiefsten Ständen seit Jahrzehnten.

Arbeitslosenquoten auf Tiefstständen



*Vor 1991 Westdeutschland.
Quelle: Datastream, apoBank

Das Produktivitätsparadoxon

Gemäß der konventionellen ökonomischen Theorie würde man angesichts des technologischen Fortschritts den folgenden Dreiklang erwarten: ein starkes Produktivitätswachstum, eine steigende Arbeitslosigkeit und für die verbleibenden Beschäftigten hohe Löhne, da sie mit wenig Einsatz viel bewegen. Doch mit Blick auf die Daten offenbaren sich in allen drei Aspekten umgekehrte Trends: Das Lohnwachstum fällt in vielen Ländern seit einigen Jahren erstaunlich schwach aus – und dies trotz der niedrigen Arbeitslosigkeit, die den Beschäftigten eigentlich mehr Verhandlungsmacht geben müsste. Zum anderen ist auch das Produktivitätswachstum derzeit extrem niedrig. In der Produktivität, also der durchschnittlichen Wertschöpfung je Arbeitsstunde, müssten sich eigentlich die gewaltigen technischen Umwälzungen widerspiegeln, die überall zu beobachten sind. Blickt man auf die Arbeitsproduktivität in den USA, so zeigt sich, dass ihre Zuwächse innerhalb der letzten Jahre einen Tiefststand über mehrere Dekaden markieren (siehe nachfolgende Grafik).

USA Wachstum der Arbeitsproduktivität – Realer Output pro Stunde, annualisierte durchschnittliche Veränderungsrate der letzten Jahre



Quelle: Datastream, apoBank

Ausweitung des Dienstleistungssektors

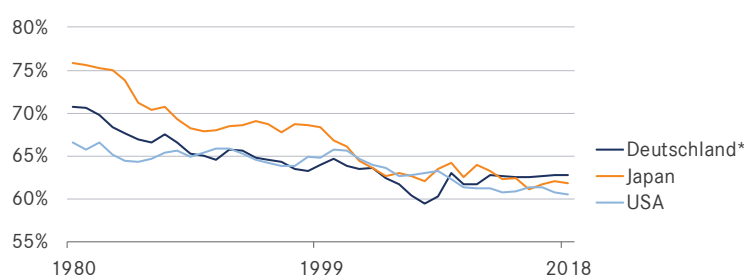
Für diese paradoxe Entwicklung gibt es eine naheliegende Erklärung. In den letzten Jahren waren es besonders gut bezahlte Facharbeiter, deren Arbeitsplätze durch technologische Neuerungen wegfielen. Als Beschäftigungsschwamm wirkten hingegen niedrigproduktive und schlechter bezahlte Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor. Auch wenn im Bereich der Industrie und IT entsprechend hohe Produktivitäts- und Lohnzuwächse zu verzeichnen waren, drückt der wachsende Anteil der niedrigqualifizierten Beschäftigung die Gesamtentwicklung von Löhnen und Produktivität.

Ein kleineres Stück vom Kuchen

Im Einklang mit der schwächeren Lohnentwicklung lässt sich in sämtlichen Industrieländern in den letzten Jahrzehnten ein sinkender Anteil der Arbeitseinkommen an der Wirtschaftsleistung feststellen, während der von Kapital- und Gewinneinkünften stieg. Sicherlich sind für diesen Trend neben der technologischen Entwicklung noch andere Faktoren, wie die Globalisierung und die Deregulierung und Liberalisierung von Märkten, verantwortlich. Falls es nicht zu bedeutenden politischen Umbrüchen kommt, dürfte dieser Trend, getrieben durch den technologischen Fortschritt, auch zukünftig anhalten.

Nehmen uns die Roboter die Arbeitsplätze weg?

Anteil Arbeitseinkommen am Bruttoinlandsprodukt



* Bis 1991 Westdeutschland.
Quelle: EU Kommission, apoBank

Was bedeutet die zunehmende Automatisierung für Anleger?

Aber nicht nur für Arbeitnehmer, sondern auch für Anleger dürfte die zunehmende Automatisierung gravierende Auswirkungen haben. Während in partieller Betrachtung ein höherer Automatisierungsgrad mit einer größeren Profitabilität von Unternehmen verbunden sein sollte, muss dies nicht gesamtwirtschaftlich gelten. Denn auf aggregierter Ebene ist nicht nur die Effizienz der einzelnen Unternehmen entscheidend, sondern insbesondere auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit die Absorption der Produktion.

Anleger sollten stärker diversifizieren ...

Mit Sicht auf Aktieninvestments ist mit einer höheren Spreizung der relativen Wertentwicklung von Unternehmen zu rechnen. Extreme Netzwerk- und Skaleneffekte bei hoher technologischer Dynamik führen tendenziell zu Märkten, in denen sich temporäre Monopole bilden bis erneute Disruptionen andere Unternehmen an die Spitze treiben. Für einen nachhaltigen Anlageerfolg ergibt sich daraus die Notwendigkeit einer hohen Diversifikation des Aktienportfolios, nicht nur um die Risiken zu minimieren, sondern auch um die Chancen zu maximieren. Im Zeitalter der Digitalisierung sind die Gewinner von morgen selten die heutigen.

... und sich auf ein langfristig niedriges Zinsniveau einstellen.

Im Bereich der festverzinslichen Anlagen dürfte die zunehmende Automatisierung tendenziell zu niedrigeren Erträgen führen. Denn die im Durchschnitt schwächere Lohnentwicklung führt zu einem geringeren Inflationsdruck, auf den die Zentralbanken mit niedrigeren Zinsen reagieren. Zwar bewegen sich derzeit die Notenbanken der Industrieländer auf einem Straffungskurs, auf lange Sicht allerdings dürfte das hohe Zinsniveau der 1990er Jahre unerreichbar bleiben. Langfristig orientierte Anleger sollten deshalb verstärkt auf Eigenkapitalanlagen wie Aktien setzen, selbst wenn das primäre Anlageziel allein im Kapitalerhalt liegt.

**Demografische Entwicklung
als Chance**

Um die gesellschaftlichen Folgen der Automatisierung zu steuern, werden derzeit Maßnahmen wie eine Robotersteuer oder das bedingungslose Grundeinkommen diskutiert. Allerdings könnte sich auch auf natürlichem Weg ein Gegengewicht zu den negativen Auswirkungen der digitalen Revolution ergeben: Während die zunehmende Alterung der Gesellschaft vielfach als ökonomisches Problem angesehen wird, sehen einige führende Ökonomen in ihr eine Chance, um die negativen Wirkungen der Automatisierung auf den Arbeitsmarkt zu mildern. Denn ein sinkender Anteil der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter senkt das Angebot an Arbeitskräften auf natürliche Weise. Wenn sich die größere Knappheit an Arbeitskräften in steigenden Löhnen widerspiegelt, würde dies dazu führen, dass Arbeitskräfte nicht nur punktuell, sondern in der Breite produktiver eingesetzt werden. Damit wäre das Produktivitätsparadoxon auf positive Weise überwunden.

Die Taktische Asset Allokation zum Jahresstart

Aktien (Gesamt)



Auch wenn sich das Jahr 2019 aus konjunktureller Perspektive schwächer darstellen dürfte als 2018, spricht dies nicht per se gegen Aktien. Denn diese eilen der realwirtschaftlichen Dynamik einige Quartale voraus. Die Kursrücksetzer des Jahres 2018 dürften daher schon die Wachstumsmoderation vorweggenommen haben. Eine Abkühlung des Wachstums bedeutet jedoch, dass bei den Unternehmen die Gewinne weniger zulegen werden als noch in den Vorjahren. Das Renditepotenzial sollte somit im historischen Vergleich unterdurchschnittlich sein. Zudem stehen auch 2019 politische Risiken auf der Agenda der Märkte, die immer wieder für größere Kursbewegungen verantwortlich sein können. Wir empfehlen daher eine neutrale Positionierung.

Europa



Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte haben politische Entwicklungen den Märkten im Euroraum zugesetzt und bei Investoren zu erhöhter Unsicherheit beigetragen. Darüber hinaus konnte auch die konjunkturelle Entwicklung nicht für eine Stimmungsaufhellung sorgen. Doch der Blick auf die Unternehmen zeigt, dass diese auch 2019 weiter stabile Gewinne einfahren dürften. Sollten, wie von uns erwartet, 2019 die Unsicherheiten zurückgehen, ist der gegenwärtige Zeitpunkt für einen Einstiegsgewinn attraktiv. Wir raten daher zu einer Übergewichtung.

Deutschland



Ähnlich wie für den restlichen Euroraum konnten sich auch deutsche Aktien 2018 nicht der Schwäche europäischer Aktienmärkte entziehen. Sollte sich aber zeigen, dass die Unsicherheiten um die Resilienz des Euroraums keinen Bestand haben, profitieren auch wieder die heimischen Aktienmärkte. Wir empfehlen daher für Deutschland ebenfalls eine taktische Übergewichtung.

USA



Alleinig der US-Aktienmarkt konnte bis Anfang Dezember größere Verluste auf Jahressicht vermeiden. Gestützt blieben die Märkte dabei von der robusten Konjunktur, die ihrerseits Rückenwind durch die Steuersenkungen erhielt. Doch dieser Effekt wird 2019 nachlassen, und weitere Zinsanhebungen der Fed dürften ebenfalls zur Wachstumsmoderation beitragen. Daher erwarten wir zunächst keine Outperformance wie noch 2018 und bleiben bei einer neutralen Gewichtung.

Japan



Japans Zentralbank, so ist zu erwarten, wird 2019 erst gar nicht versuchen, ihre Geldpolitik zu straffen, da die Inflation noch weit von ihrer Zielmarke entfernt ist. Das dürfte die japanische Wirtschaft und den dortigen Aktienmarkt stützen. Zudem ist das Risiko aufgrund einer jetzt bereits verhaltenen Bewertung begrenzt. Allerdings hängt Japans Wirtschaft stark an der Entwicklung der Weltwirtschaft und der seiner ostasiatischen Nachbarn. Da diese 2019 an Schwung

Osteuropa		<p>verlieren dürften, bleiben wir neutral positioniert.</p> <p>Die Performance osteuropäischer Märkte aus Sicht europäischer Anleger wird vor allem durch zwei Faktoren bestimmt: Zum einen dem Ölpreis und andererseits dem Wechselkurs des russischen Rubels. Nach dem neuerlichen Säbelrasseln Russlands gegenüber der Ukraine Ende November besteht die Gefahr, dass erneute Sanktionen die russische Währung unter Druck bringen könnte. In einem solchen Umfeld würde auch ein sich wieder stabilisierender Ölpreis nur sehr begrenzt zu Gunsten der Anleger wirken. Deshalb bleiben wir neutral positioniert.</p>
Lateinamerika		<p>Lateinamerikas Märkte blicken 2019 auf neue politische Rahmenbedingungen. Nach dem Superwahljahr 2018, in dem in den beiden größten Volkswirtschaften, Brasilien und Mexiko, neue Politiker an die Staatsspitze gewählt wurden, sehen diese sich den alten Herausforderungen der Länder gegenüber. Gerade in Brasilien, wo der Markt den neuen Präsidenten Jair Bolsonaro mit Kursgewinnen beglückwünschte, erwarten wir allerdings nicht, dass in der kurzen Frist die strukturellen Defizite beseitigt werden können. Wir bleiben daher neutral gewichtet.</p>
Asien/Pazifik (ex Japan)		<p>Chinas Märkte verzeichneten 2018 die größten Rücksetzer, auch weil US-Präsident Trump chinesische Importe mit Zöllen überzog. Diese Entwicklung dürfte sich 2019 noch einmal verstärken. Doch mittlerweile scheint die chinesische Führung gewillt, sich negativen Auswirkungen mit fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen entgegenzustellen. Da sich die Effekte des Handelsstreits und der fiskalischen Stimuli schwerlich gegeneinander aufrechnen lassen, bleiben wir vorerst neutral positioniert.</p>
Renten (Gesamt)		<p>In vorangegangenen konjunkturellen Aufschwungphasen waren spürbare Zins- und Renditesteigerungen eine Selbstverständlichkeit. In den vergangenen Jahren blieben entsprechende Anhebungen aber aus. Weil sich die Konjunktur zuletzt jedoch wieder abkühlte, gehen wir für 2019 von keiner aufholenden Entwicklung aus, so dass das Risiko, im Rentensegment Kursverluste zu erleiden, begrenzt ist. Allerdings bleibt bei oftmals nur geringem Zinsniveau auch die Attraktivität eingeschränkt. Wir empfehlen daher vorerst eine neutrale Positionierung.</p>
Staatsanleihen Europa		<p>Das Renditeniveau in nahezu allen Ländern Europas ist weiterhin historisch niedrig. Daher lässt sich hierzulande mit entsprechenden Anlagen so gut wie nichts verdienen. Das Verlustrisiko durch Zinsänderungsrisiken ist angesichts anhaltender Unsicherheiten um Italiens Haushaltsabsichten und der konjunkturellen Abkühlung unserer Einschätzung nach gering. Wir bleiben zum Jahresstart daher neutral positioniert.</p>

Die Taktische Asset Allokation zum Jahresstart

Staatsanleihen USA



Auch wenn US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit mittlerweile rund drei Prozent Rendite erzielen, bleiben wir neutral gewichtet. Auch wenn die Renditedifferenz merklich ausgeprägt ist, bleibt ein Wechselkursrisiko zu Ungunsten des US-Dollar. Denn die Wachstumsdifferenz, die 2018 die Stärke des US-Dollar mitunterstützte, dürfte 2019 wohl geringer ausfallen. Dadurch besteht die Gefahr, dass der Renditeunterschied durch Wechselkursschwankungen aufgeessen wird.

Investment Grade Euro



Auch wenn die Konjunktur nicht in eine Rezession abrutschen wird, so bepreisen die Märkte Risiken bei schwächeren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, auch bei Unternehmen guter Bonität, höher. Der jüngste Anstieg der Risikoabschläge bestätigt dies. Unserer Meinung nach wird diese Entwicklung sich 2019 fortsetzen, auch weil die EZB ihr Kaufprogramm, welches auch Anleihen von Unternehmen hoher Bonität umfasst, Anfang 2019 wohl eingestellt werden wird.

High Yield Euro



Noch deutlich ausgeprägter als bei Unternehmen im Investment Grade Segment stiegen im Herbst die Zinsen für Unternehmen schwächerer Bonität. Für die derzeitige Spätphase im Konjunkturzyklus ist dies nicht ungewöhnlich. Gerade auch weil in den vergangenen Jahren die Spreads unter anderem durch die Niedrigzinspolitik historisch gering waren, dürfte der Trend anhalten.

High Yield USD



Die US-Konjunktur ist nun im zehnten Jahr des Aufschwungs. Die US-Geldpolitik ist daher bereits seit 2015 auf einem Straffungskurs, wodurch sich das Zinsniveau mittlerweile wieder nahe des langfristig neutralen Niveaus befindet. Da US-Unternehmen in den letzten Jahren deutlich mehr Kredite aufgenommen haben, befürchten Anleger gerade bei denjenigen schwacher Bonität bei weiter ansteigender Zinslast und nur moderater Wachstumsdynamik erhöhte Risiken. Wir bleiben in der Spätphase des Konjunkturzyklus daher in diesem Segment untergewichtet.

Schwellenländer



Schwellenländer haben sich in der vergangenen Dekade mit neuen Schuldenlasten beladen, nicht selten auch in US-Dollar. Bei einem starken US-Dollar und steigenden US-Zinsen drückt die Schuldenlast daher umso mehr. 2019 dürften die Spreads daher weiter ansteigen, auch weil in vielen Schwellenländern die Abwertung der eigenen Währung mittelfristig zu einer strafferen Geldpolitik beitragen dürfte und dabei die Last auf die Volkswirtschaften weiter erhöht. Wir raten daher dieses Segment unterzugewichten.

Prognosen

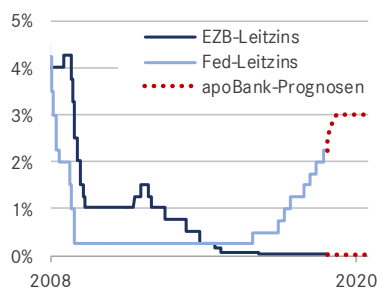
Makroökonomie

Wachstum	2018		2019	
Deutschland	1,5%	1,8%	1,1%	1,6%
Euroraum	2,0%	2,0%	1,4%	1,7%
USA	2,9%	2,9%	2,3%	2,7%

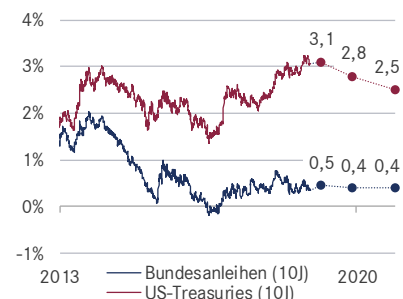
Inflation	2018		2019	
Deutschland	2,0%	1,9%	1,7%	1,9%
Euroraum	1,8%	1,8%	1,4%	1,7%
USA	2,4%	2,5%	2,3%	2,3%

Schwarz: apoBank-Prognose
 Grau: Medianerwartung Consensus Economics

Leitzinsen



Renditeniveau (Prognosen 3M, 12M u. 24M in %)



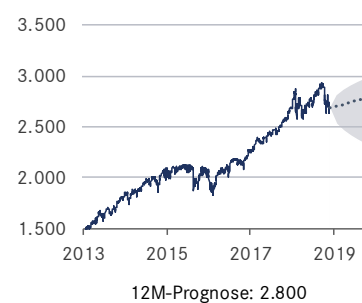
USD-Wechselkurs



DAX



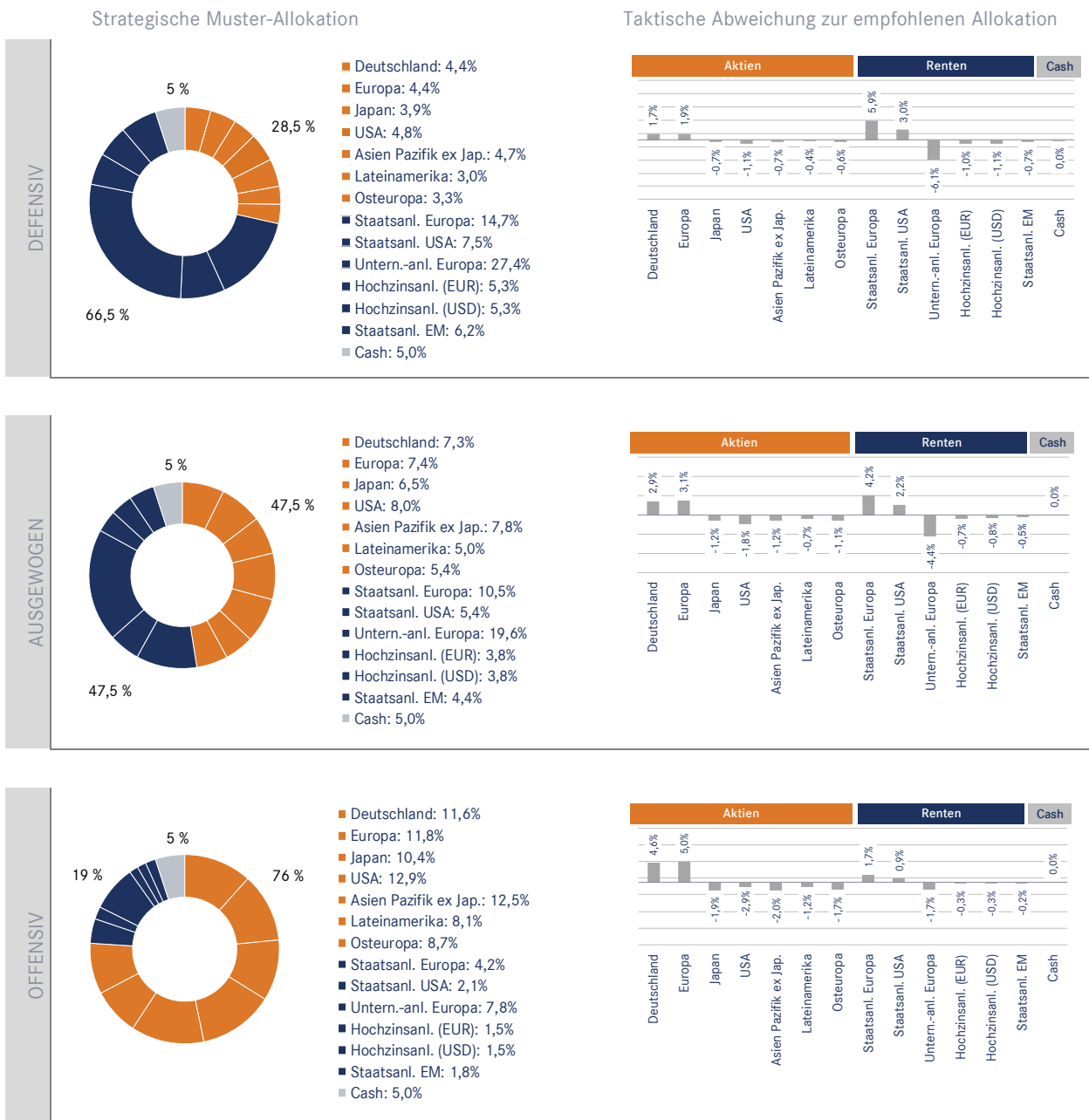
S&P 500



Studie abgeschlossen am
 6. Dezember 2018

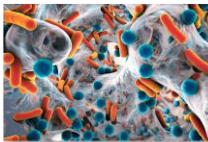
Verfasser:
 Jakob Fiedler, Klaus Niedermeier (CEFA), Dr. Björn Ohl,
 Dr. Manuel Peter

Unsere aktuellen Musterallokationen sehen wie folgt aus:



apoFokus – zuletzt erschienen

November 2018



Antibiotika – Neue Wege finden

- > Antibiotika am Limit
- > Resistenzlage wird immer kritischer
- > Düstere Aussichten oder Schimmer am Horizont?

Mai 2018



Chronic Care - Eine 10 Mrd. Euro Nische!

- > Stoma-, Kontinenz- und Wundmanagement – ein Markt?
- > Oligopolistische Strukturen und hohe Margen
- > Intensiver Wettbewerb um Patienten

Dezember 2017



Wirtschaft und Finanzmärkte im Jahr 2018 – Trotz freier Bahn wachsam bleiben!

- > Beschleunigtes Wachstum der Weltwirtschaft
- > Kein Ende der Niedrigzinsphase in Sicht
- > Neue Dynamik der globalen Wirtschaftsstruktur
- > Höhere Aktiengewichtung bleibt alternativlos

Oktober 2017



Orphan Drugs – Gewinntreiber für Spezialisten

- > Zulassungen von Orphan Drugs steigen
- > Orphan Drugs = Wachstumsmarkt
- > Therapiegebiet ohne Limit?

Mai 2017



Augen auf – Ophthalmologie am Kapitalmarkt

- > Das Auge – Unser wichtigstes Sinnesorgan
- > Marktwachstum – Demografie und Fortschritt
- > Märkte rund um das Auge

Januar 2017



Pharma & Biotechnologie im Jahr 2017

- > Wachstumstreiber der Gesundheitsindustrie
- > Welche Faktoren bewegen den Sektor?
- > Exzellente Voraussetzungen für das Jahr

Unsere bisher erschienenen Ausgaben können Sie im Internet unter <http://www.apobank.de/apofokus> abrufen.

Deutsche Apotheker- und Ärztebank

apoResearch

Richard-Oskar-Mattern-Straße 6
40547 Düsseldorf

Telefon: +49 211 5998 0

Internet: <https://www.apobank.de>

V.i.S.d.P.: Dr. Hanno Kühn

Layout und Produktion: AM Publikationsmanagement

Druck: SD Service-Druck GmbH & Co. KG, Bussardweg 5, 41468 Neuss

