



M. M. WARBURG & CO
1798



JAHRESAUSBLICK 2018

Aufschwung hält politischem Gegenwind stand

INHALT

3	Vorwort	22	Währungen
4	Zusammenfassung	24	Rohstoffe
8	Konjunktur	26	Immobilien
12	Deutsche Automobilindustrie	28	Beteiligungen
14	Politik und Notenbanken	30	Im Gespräch
18	Aktien	31	Impressum
20	Anleihen		

Mit Optimismus in das Jahr 2018



Sehr geehrte Damen und Herren,
lässt man das Jahr 2017 Revue passieren, sind es vor allem politische Nachrichten, die vielen von uns als Erstes in den Sinn kommen. Seien es die Schlagzeilen rund um Donald Trump, der Konflikt zwischen den USA und Nordkorea,

die französische Präsidentschaftswahl, Separationsbestrebungen in Katalonien oder auch die schwierige Regierungsbildung in Deutschland: Monat für Monat gab es überraschende und oft beunruhigende Entwicklungen. Doch keine dieser Schlagzeilen hatte einen nachhaltigen negativen Einfluss auf die Wirtschaft oder auf die Kapitalmärkte. Das Gegenteil ist der Fall: Die Weltwirtschaft ist dank eines immer stärker werdenden Aufschwungs in den Industrie- und Schwellenländern in einer sehr robusten Verfassung. Deutschland wächst so stark und anhaltend, wie es noch vor Kurzem nicht für möglich gehalten wurde, und die Börsen befinden sich in Rekordlaune. Diese erfreuliche Kursentwicklung hat in diesem Jahr viele Anleger auf dem falschen Fuß erwischt, die angesichts der politischen Nachrichtenlage kein gutes Börsenjahr erwarteten.

Doch wie soll man sich als Anleger nun für das neue Jahr positionieren? Dieser Frage gehen meine Kollegen und ich im vorliegenden Jahresausblick 2018 nach. Dabei haben wir uns auch nicht gescheut, klare Aussagen und Jahresendprognosen zu treffen. Uns ist bewusst, dass den Vorhersagen für die verschiedenen Anlageklassen Grenzen gesetzt sind. Punktprognosen zum 31. Dezember 2018 lesen sich zwar gut, sollten von Ihnen aber in erster Linie als Richtungseinschätzung verstanden werden, um sich ein klares Bild über Chancen und Risiken machen zu können.

Auch im Jahr 2018 wird die Politik wieder eine große Rolle in unserer Wahrnehmung spielen. Ähnlich wie in diesem

Jahr dürfte es erneut darauf ankommen, sich als Anleger hiervon nicht zu sehr beeinflussen zu lassen. Die spätestens Ende Mai 2018 stattfindende Parlamentswahl in Italien oder auch die Wahlen für den Senat und das Repräsentantenhaus in den USA im November 2018 haben das Potenzial, Anleger zu verunsichern. Landtagswahlen in Bayern und in Hessen werden ab Herbst des kommenden Jahres ein neues Schlaglicht auf die politische Stimmung in Deutschland werfen. Wir erwarten jedoch keinen nachhaltigen Gegenwind durch die politische Nachrichtenlage. Stattdessen sollte der anhaltende konjunkturelle Aufschwung den Anlageklassen mit höheren Risiken im kommenden Jahr weiteren Rückenwind verleihen. Viele Anleger sorgen sich, dass Aktien zu hoch bewertet sind, übersehen dabei aber, dass mittlerweile alle Anlageklassen teuer geworden sind. Dies gilt auch für Staats- und Unternehmensanleihen sowie für viele Immobilien und erst recht für Kunst, Oldtimer oder Kryptowährungen wie Bitcoin. Der Grund hierfür ist die äußerst expansive Geldpolitik der Notenbanken. Solange sich hieran nichts Grundsätzliches ändern wird – und davon gehe ich für das Jahr 2018 fest aus – sollte sich die positive Marktentwicklung bei risikobehafteten Anlagen fortsetzen können.

Möchten Sie unsere Markteinschätzung mit uns diskutieren? Oder fragen Sie sich, wie die für Sie passende Anlagestrategie aussehen kann? Dann wenden Sie sich an meine Kollegen oder an mich. Wir stehen Ihnen gerne mit Rat und Tat zur Verfügung.

Für das Jahr 2018 wünsche ich Ihnen viel Glück, Gesundheit und Erfolg. Bleiben Sie optimistisch!

Carsten Klude, Chefvolkswirt
Hamburg, Dezember 2017

Taktische Positionierung: Offensivere Investments bevorzugen

Der Anlagenotstand hat sich im Verlauf des Jahres 2017 weiter verschärft. Inzwischen bieten auch viele Unternehmensanleihen mit einem guten Rating spätestens nach Transaktionskosten für den Privatanleger keinen positiven Ertrag mehr. Gleichzeitig haussieren viele Anlagesegmente, wie z. B. deutsche Wohnimmobilien in guten Lagen oder Technologieaktien, sodass die Bewertungen schon sehr hohe Niveaus erreicht haben. Für den Anleger wird es immer schwieriger, die noch vorhandenen Perlen im Anlageuniversum zu finden. Dabei hat gerade das Jahr 2017 gezeigt, dass einige Anlagenischen, wie Nachranganleihen oder Schwellenländeraktien, hohe Wertsteigerungen erzielen können.

Im Jahr 2018 werden die besonders erfolgreichen Anlage-segmente wohl wieder aus dem Bereich der Anlageklassen mit höherem Risiko kommen. Grund hierfür sind die ausgesprochen günstigen Rahmenbedingungen. Die Konjunktur beschleunigt sich nicht nur in den großen Wirtschaftsräumen wie den USA und der Eurozone, sondern auch fast alle Schwellenländer befinden sich in einem dynamischen Aufschwung. Gleichzeitig bleiben die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Staaten dank moderater Inflationsraten und dementsprechend weiterhin niedriger Zinsen außergewöhnlich günstig. Hinzu kommt noch die Chance auf Steuerentlastungen in den USA.

AKTIEN UND NACHRANGIGE ANLEIHEN MIT DEN BESTEN AUSSICHTEN

Dieses Umfeld bildet ein solides Fundament für Gewinnsteigerungen bei Unternehmen, eine minimale Zahl an Insolvenzen oder Ausfallraten bei Staaten und Unternehmen sowie für hohe Erträge und Ausschüttungen bei Beteiligungen. Aktien bleiben im Jahr 2018 die attraktivste Anlageklasse. Die konjunkturellen Frühindikatoren lassen einen Gewinnanstieg der Aktiengesellschaften um rund zehn Prozent erwarten, sodass auch ohne höhere Bewertungen

spürbare Kursanstiege möglich sind. Wir sehen in allen Regionen gleichermaßen Chancen und würden kein regionales Investment besonders präferieren, sondern für eine möglichst breite Diversifikation plädieren.

Bei den Renteninvestments bevorzugen wir Unternehmensanleihen mit einem niedrigeren bis mittleren Rating und einer entsprechend höheren Verzinsung sowie Schwellenländeranleihen. Das Segment der Anleihen, die im Fall einer Insolvenz gegenüber anderen Anleihen nachrangig bedient werden, ist angesichts einer sehr gering erwarteten Ausfallrate besonders attraktiv. Bei Staatsanleihen bleiben wir insgesamt äußerst selektiv. Spanien und Portugal erscheinen uns aus der Eurozone noch am attraktivsten. Im Fokus stehen wegen einer attraktiven Rendite bei einer mäßigen Staatsverschuldung besonders Anleihen aus osteuropäischen Ländern.

Bei den Fremdwährungen empfehlen wir, das Britische Pfund solange zu meiden, bis zumindest eine Übergangslösung für die Zeit nach dem formalen Austritt Großbritanniens aus der EU gefunden ist. Beim US-Dollar könnte mit den steigenden US-Zinsen der Kapitalabfluss aus den USA nachlassen, sodass der Greenback gegenüber dem Euro wieder etwas aufwerten sollte.

Industriemetalle und Rohöl dürften angesichts der dynamischen Weltkonjunktur von einer anziehenden Nachfrage profitieren. Der Rohölpreis hat allerdings nur begrenztes Preissteigerungspotenzial, da jeder stärkere Preisimpuls zu einer zeitnahen Angebotsanpassung durch die Fracking-Industrie führt. Gold dürfte allenfalls in unterjährigen Unsicherheitsphasen stärker gesucht sein. Insgesamt leidet der Goldpreis unter leicht steigenden Zinsen, denn damit sinkt die relative Attraktivität des Edelmetalls.

PROGNOSEN 2018

		MMW-PROGNOSE	KONSENS
Wirtschaftswachstum	Deutschland	2,7%	2,0%
	Eurozone	2,1%	1,9%
	USA	2,6%	2,5%
	Industrieländer	2,3%	2,2%
	Schwellenländer	5,2%	4,9%
	Welt	4,0%	3,7%
Inflation	Eurozone	1,2%	1,3%
	USA	1,8%	2,1%
Zinsen und Kapitalmarktrenditen	EZB Hauptrefinanzierungssatz	0,0%	0,0%
	FED Funds Rate	2,1%	1,9%
	Rendite 10-jähriger Bunds	0,7%	0,9%
	Rendite 10-jähriger US-Treasuries	2,8%	2,9%
Aktienmärkte	DAX	14.500	14.100
	Euro Stoxx 50	4.100	3.900
	S&P 500	2.850	2.800
Wechselkurse	EUR/USD	1,13	1,21
	EUR/GBP	0,95	0,92
Rohstoffe	Gold (USD)	1300	1288
	Rohöl Sorte Brent (USD)	65	56
Immobilien	Büroimmobilien (Wertzuwachs)	3,3%	-
	Wohnimmobilien (Wertzuwachs)	2,9%	-

DER IMMOBILIENBOOM HÄLT AN

Immobilieninvestments steht vor dem Hintergrund des weiterhin niedrigen Zinsniveaus erneut ein positives Jahr bevor. Wir bevorzugen Büro- gegenüber Wohnimmobilien wegen der höheren Ertragsaussichten. Die Nachfrage nach Büroflächen übersteigt das Angebot deutlich. Wohnimmobilien bieten jedoch mittelfristig eine größere Wertstabilität, da die Nachfrage nach Wohnungen weniger stark schwankt.

Bei den Beteiligungen dürften bestehende Private-Equity-Investments von dem Trend zu höheren Bewertungsmultiplikatoren profitieren. Für besonders interessant halten wir die in Deutschland weniger bekannte Anlageklasse Private Debt, also nicht von Banken an Unternehmen, sondern privat vergebene Kredite. Diese Kredite haben den Vorteil, dass sie zum einen höhere Renditen bieten und zum anderen einen variablen Zinssatz haben, also nur geringe Zinsänderungsrisiken aufweisen.

NUR LEICHT ERHÖHTE SYSTEMRISIKEN

Das vielleicht größte Risiko besteht darin, dass fast alle Anleger aktuell auf eine Fortsetzung der Kombination aus hohem Wirtschaftswachstum und niedrigen Inflationsraten setzen. Sollte es z. B. unerwartete Preissteigerungen geben, könnten die hoch bewerteten Anlageklassen eine deutliche Korrektur erfahren. US-Präsident Donald Trump bleibt zudem ein Unsicherheitsfaktor. Dazu gehört neben seiner Nordkoreapolitik auch seine Handelspolitik. Aber auch die US-Innenpolitik kann die Märkte bewegen. Allerdings dürfte ein mögliches Scheitern der Steuerreform wohl eher kurzfristig für Aktienkursrückgänge sorgen, da die US-Wirtschaft auch ohne fiskalischen Impuls reichlich Dynamik entfalten sollte.

Bei den Verhandlungen über den Brexit werden beide Seiten hoch pokern müssen, sodass es im Laufe des Jahres 2018 auf

einen Showdown hinauslaufen dürfte. Zwar ist das Ergebnis noch völlig unklar, aber wir sehen die Wahrscheinlichkeit für ein komplettes Scheitern als gering an, da beide Seiten von einem Kompromiss profitieren würden. Etwas größere Risiken gehen von der Italien-Wahl im Frühjahr aus. Die Fünf-Sterne-Bewegung hat berechnete Chancen auf einen Wahlerfolg. Ob sie allerdings eine Parlamentsmehrheit stellen kann und ob sie dann ein Referendum über den Euro abhält, erscheint zum heutigen Zeitpunkt weniger wahrscheinlich. Dennoch ist bei dieser Thematik höchste Wachsamkeit angebracht. Hierfür haben wir ein Systemrisikomodell entwickelt, mit dem insbesondere ein zunehmendes Risiko für einen Zusammenbruch des Euro frühzeitig erkannt werden kann. Derzeit liegt der Wert des Modells bei +0,36 Punkten auf einer Skala von -1,00 (Zusammenbruch des Zahlungssystems) bis +1,00 (keine Systemrisiken). Damit werden im Unterschied zur Finanzmarktkrise und zur europäischen Schuldenkrise aktuell nur ganz leicht erhöhte Systemrisiken gemessen.

Trotz einer aktuell günstigen Lage kann es im Laufe des Jahres zu überraschenden Entwicklungen in der Politik oder auch bei den Konjunkturdaten kommen. Wir sind darauf eingestellt, in diesen Fällen sehr zeitnah und konsequent die taktische Positionierung den neuen Gegebenheiten anzupassen.

Vor dem Hintergrund der sehr günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen empfehlen wir, offensivere Investments zu bevorzugen. Vor allem Aktien, Beteiligungen und spekulative Anleihen bieten noch Potenzial. Das Systemrisikomodell zeigt zum Jahreswechsel keine größeren Gefahren an.

TAKTISCHE POSITIONIERUNG FÜR DEN START IN DAS JAHR 2018

	STARK UNTER- GEWICHTEN	LEICHT UNTER- GEWICHTEN	NEUTRAL	LEICHT ÜBER- GEWICHTEN	STARK ÜBER- GEWICHTEN	
Aktien	Aktien Europa				✓	
	Aktien USA				✓	
	Aktien Asien/Ozeanien			✓		
	Aktien Schwellenländer				✓	
	Discountzertifikate				✓	
Anleihen	Staatsanleihen	✓				
	Pfandbriefe	✓				
	Unternehmensanleihen				✓	
	High Yield Unternehmensanleihen			✓		
	Schwellenländerstaatsanleihen				✓	
	Hartwährungsanleihen		✓			
	Nachranganleihen					✓
	Wandelanleihen				✓	
Alternative Anlageklassen	Absolute Return Aktien		✓			
	Absolute Return Anleihen			✓		
	Offene Immobilienpublikumsfonds			✓		
	Wohnimmobilien Direktanlage				✓	
	Gewerbeimmobilien Direktanlage					✓
	Gold		✓			
	Rohöl			✓		
	Industriemetalle				✓	
	Private Equity				✓	
	Private Debt					✓
	Sonstige Beteiligungen			✓		

Der Aufschwung geht in die zehnte Runde

Obwohl der Aufschwung mittlerweile schon mehr als 100 Monate anhält und es bei der Betrachtung der durchschnittlichen Länge eines Konjunkturzyklusses der letzten 70 Jahre längst an der Zeit für einen neuen Abschwung wäre, hat die Konjunkturdynamik sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern im Jahresverlauf 2017 positiv überrascht. Für 2018 rechnen wir mit einer Fortsetzung dieser erfreulichen Entwicklung. Bislang gibt es keine Anhaltspunkte, die auf ein absehbares Ende der guten Konjunktur hindeuten. Im Gegenteil: Weltweit haben sich fast alle wichtigen konjunkturellen Frühindikatoren im Laufe der vergangenen Monate verbessert.

Der Internationale Währungsfonds geht in seiner jüngsten Prognose davon aus, dass sich das globale Wachstum im nächsten Jahr von 3,6 auf 3,7 Prozent beschleunigt. OECD und Weltbank rechnen ihrerseits ebenfalls mit einer leichten Zunahme der wirtschaftlichen Dynamik im Jahr 2018. Unseres Erachtens ist es aufgrund der derzeit zu beobachtenden starken Konjunkturdynamik sehr wahrscheinlich,

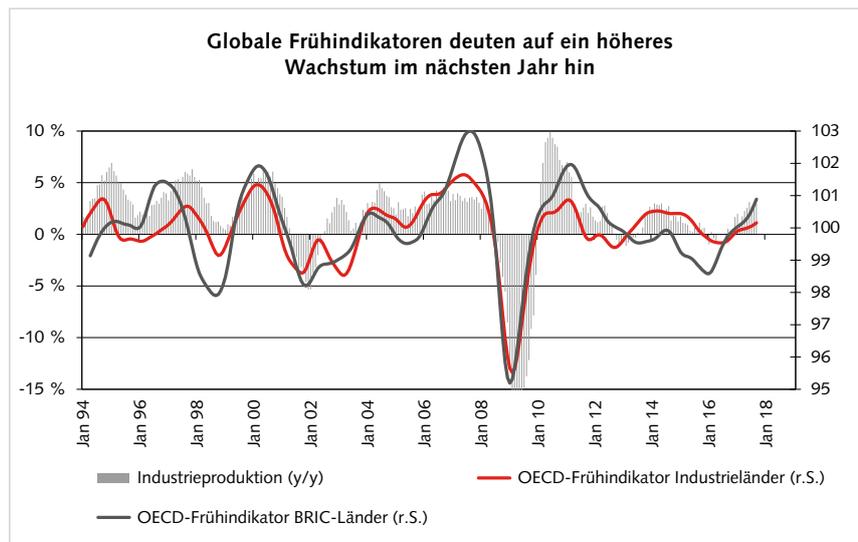
Die vorsichtige Haltung vieler Prognostiker ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Wachstumserwartungen in den Jahren nach der Finanzkrise fast immer zu optimistisch waren. Doch diese Vorsicht führt für das Jahr 2018 in die Irre. Wir rechnen mit einem globalen Wirtschaftswachstum von vier Prozent.

WACHSTUM IN DEN SCHWELLENLÄNDERN BESCHLEUNIGT SICH

In fast allen Schwellenländern haben sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den vergangenen Monaten verbessert. Für 2018 prognostiziert der Internationale Währungsfonds nur noch für fünf dieser Länder eine Rezession, dies ist die geringste Anzahl seit 1980.

Wir halten es für wahrscheinlich, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern im nächsten Jahr weiter beschleunigt und bei etwas mehr als fünf Prozent liegen wird. An dieser erfreulichen Entwicklung hat China einen

entscheidenden Anteil, obwohl sich für 2018 eine etwas geringere Konjunkturdynamik abzeichnet als in diesem Jahr. Dies ist vor allem auf die von der Regierung bewusst herbeigeführte Abschwächung des Immobilienmarktes zurückzuführen. Allerdings könnten die Zügel nach den jüngsten Preisrückgängen im Verlauf des nächsten Jahres schon wieder etwas gelockert werden, sodass sich das Wirtschaftswachstum nur moderat verlangsamen sollte. Der IWF prognostiziert für 2018 eine Wachstumsrate von 6,5 Prozent, wobei China in



dass die tatsächliche globale wirtschaftliche Entwicklung 2018 wie schon in diesem Jahr besser ausfallen wird, als es in den meisten Prognosen derzeit zum Ausdruck kommt.

den vergangenen Jahren regelmäßig etwas stärker wuchs, als vom Währungsfonds ursprünglich erwartet wurde. Dies könnte 2018 erneut der Fall sein.

In den anderen drei großen Schwellenländern Indien, Brasilien und Russland dürfte sich das Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr beschleunigen. In Indien wurde das Wachstum in diesem Jahr durch die Ende letzten Jahres von der Regierung beschlossene Bargeldreform sowie von der zur Jahresmitte umgesetzten „großen“ Steuerreform, der Einführung einer neuen und einheitlichen Mehrwertsteuer, gebremst. Die Planungsrisiken für die Ausgaben der Unternehmen sollten jedoch abebben, sodass die indische Wirtschaft 2018 wieder um mehr als sieben Prozent gegenüber dem Vorjahr wachsen wird. Russland und Brasilien als Hauptprofiteure der anhaltenden Erholung der Rohstoffpreise werden ihre wirtschaftliche Aufholjagd nach den schweren Rezessionsjahren 2015 und 2016 im kommenden Jahr fortsetzen. Wir erwarten für beide Länder

ein beschleunigtes BIP-Wachstum von jeweils mindestens zwei Prozent. So wachsen im Moment in beiden Ländern die Exporte mit rund 20 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die sinkende Arbeitslosigkeit und die gleichzeitig zurückgehenden Inflationsraten erhöhen darüber hinaus die Kaufkraft der Konsumenten. Zudem stützt die expansivere Geldpolitik der Zentralbanken Russlands und Brasiliens das Wachstum.

USA: MEHR SCHWUNG IM NÄCHSTEN JAHR

Die Wachstumsrate der US-Wirtschaft hat sich in diesem Jahr erwartungsgemäß auf 2,3 Prozent erhöht. Aufgrund der anhaltend guten Finanzierungsbedingungen und der deutlich verbesserten Stimmungslage bei Unternehmen und Privathaushalten rechnen wir für 2018 mit einem noch etwas stärkeren Plus von 2,6 Prozent. Der Aufschwung in

den USA, der laut National Bureau of Economic Research im Juni 2009 begonnen hat, geht im Sommer 2018 damit in sein zehntes Jahr. Nachdem sowohl der US-Senat als auch das Repräsentantenhaus einen neuen Haushaltsentwurf für das Budget des Jahres 2018 verabschiedet haben, wurde zuletzt ein Gesetzentwurf zu einer umfassenden



Steuerreform vorgelegt. Hauptprofiteure der Steuerreform werden die Unternehmen sein, sodass die Investitionen im kommenden Jahr wohl um mehr als fünf Prozent gegenüber dem Vorjahr ausgeweitet werden dürften. Zudem wird die USA-Wirtschaft vom starken und beständigen Wachstum des privaten Verbrauchs gestützt. Dank der sehr niedrigen Arbeitslosenquote, die im nächsten Jahr die Marke von vier Prozent deutlich unterschreiten wird, und der rekordhohen Beschäftigung wird der private Verbrauch auch in den nächsten Quartalen mit einer auf das Gesamtjahr hochgerechneten Rate von etwa drei Prozent wachsen. Ein noch etwas stärkerer Zuwachs wäre möglich, wenn die Löhne stärker steigen würden, als es bislang der Fall ist.

Die These, dass allein schon die Länge der Konjunkturerholung ein Signal für sein baldiges Ende sei, halten wir für falsch. Der bislang längste Aufschwung der US-Geschichte

(seit 1950), der von März 1991 bis Februar 2001 anhielt, dauerte immerhin 120 Monate. In der Vergangenheit hat in den meisten Fällen eine zu restriktive Geldpolitik der US-Notenbank zu einer Rezession geführt. In den 1970er und 1980er Jahren waren es darüber hinaus stark steigende Ölpreise, die die Konjunktur abgewürgt haben. Im Moment spielt weder der eine noch der andere Faktor eine große Rolle. Von daher könnte es gut sein, dass der derzeitige Aufschwung eine neue Rekordmarke setzt und mehr als 120 Monate anhält.

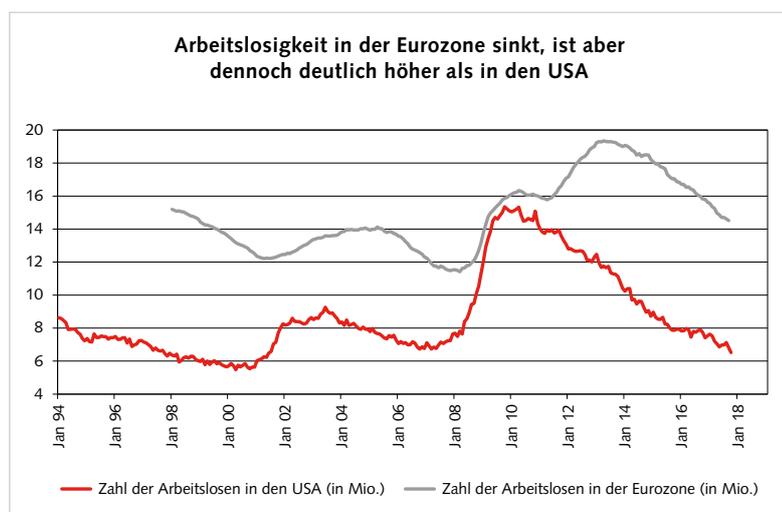
EUROZONE: POLITISCHE UNSICHERHEITEN RÜCKEN IN DEN HINTERGRUND

Die wirtschaftliche Belebung in der Eurozone hat mittlerweile alle Länder erreicht. Selbst ehemalige Krisenländer wie Griechenland oder Portugal sorgen wieder für positive Schlagzeilen. Ähnliches gilt für die langjährigen „Sorgenkinder“ Frankreich und Italien. Für alle Länder signalisieren die Frühindikatoren für die nächste Zeit eine anhaltende Konjunkturerholung. Somit sollte das reale Bruttoinlandsprodukt nach 2,3 Prozent in diesem Jahr 2018 nochmal in

Geschäftserwartungen verbessert. Im Unterschied zu den USA ist die Konjunkturerholung noch nicht sehr weit fortgeschritten. Dies zeigt sich insbesondere an der zwar gesunkenen, aber immer noch hohen Arbeitslosigkeit. So sind in der Eurozone derzeit rund 14,5 Millionen Personen arbeitslos gemeldet. Trotz guter Fortschritte ist die Arbeitslosigkeit vor allem in Griechenland, aber auch in Spanien immer noch deutlich höher als es vor dem Jahr 2008 der Fall war. Im Unterschied dazu haben sich die Arbeitsmärkte in Portugal und in Irland vollständig erholt. In Deutschland ist die Arbeitslosigkeit heute sogar deutlich niedriger als vor Krisenbeginn. Da sich diese positive Entwicklung fortsetzen dürfte, wird der private Verbrauch in der Eurozone 2018 um gut zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr zunehmen und damit etwas stärkere Wachstumsimpulse liefern als es in den vergangenen Jahren der Fall war.

„GOLDENE ZEITEN“ FÜR DIE DEUTSCHE WIRTSCHAFT

Die deutsche Wirtschaft hat 2017 ein beeindruckendes Wachstumstempo vorgelegt. Da der Ifo-Geschäftsklima-



derselben Höhe zulegen. Getragen wird der Aufschwung bislang vor allem von den Exporten, aber auch die Investitionstätigkeit hat sich angesichts niedriger Zinsen und guter

index als wichtigster Frühindikator für die deutsche Wirtschaft jüngst einen neuen Rekordwert erreicht hat, spricht zunächst alles dafür, dass sich die konjunkturelle Dynamik mit hohem Tempo fortsetzen wird. Frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2018 könnte die Konjunktur wieder eine etwas langsamere Gangart einlegen. Wir rechnen deshalb für 2018 mit einem realen BIP-Wachstum von 2,7 Prozent. Obwohl die Jamaika-Koalitionsverhandlungen geplatzt sind, könnten von der nächsten Regierung Steuersenkungen und eine expansive Fiskalpolitik beschlossen werden, die einen zusätzlichen Wachstumsimpuls in den Jahren 2018 und 2019 bringen würden. Niedrigere Steuern und eine stärkere finanzielle

Förderung von Familien würden sich positiv auf den privaten Konsum auswirken. Dieser profitiert zudem von der guten Arbeitsmarktsituation. In den vergangenen zwei Jahren ist die Bruttolohnsumme um mehr als vier Prozent pro Jahr angestiegen. Der Zuwachs der verfügbaren Einkommen fiel aufgrund der Steuerprogression mit rund drei Prozent nicht ganz so stark, aber immer noch beachtlich aus. Da die durchschnittliche Arbeitslosenquote von 5,9 Prozent in diesem auf 5,7 Prozent im nächsten Jahr sinkt, wird die Bruttolohnsumme auch nächstes Jahr vergleichsweise stark zulegen. Aufgrund der zurückgehenden Inflationsrate werden die Privathaushalte real mehr Geld im Portemonnaie haben als 2017, zumal die Sozialversicherungsbeiträge im kommenden Jahr leicht sinken und die Renten um rund drei Prozent steigen dürften. Der private Konsum 2018 wird von daher um zwei Prozent und damit ähnlich stark zunehmen wie im Jahr 2017.

Im Unterschied zu den Bauinvestitionen wurden die Ausrüstungsinvestitionen in den vergangenen drei Jahren nur sehr verhalten ausgeweitet. Dies war vor allem auf die hohen politischen Unsicherheiten zurückzuführen, die die Investitionsbereitschaft gebremst haben. Doch nun wendet sich das Blatt. So haben sich die Geschäftserwartungen der Investitionsgüterindustrie in jüngster Zeit merklich aufgehellt, und vor allem der deutsche Maschinenbau schaut so optimistisch wie selten zuvor auf die kommenden Quartale. Die Ausrüstungsinvestitionen sollten im Jahr 2018 um gut sechs Prozent zunehmen. Abgerundet wird das positive konjunkturelle Gesamtbild für die deutsche Wirtschaft von den Exporten. Von der 2018 stärker expandierenden Weltwirtschaft profitieren die deutschen Unternehmen überdurchschnittlich stark. Zwar bremst die Euro-Aufwertung die

Entwicklung des Außenhandels ein wenig, die anhaltend optimistischen Exporterwartungen der deutschen Unternehmen deuten aber darauf hin, dass die Absatzchancen

**Deutsche Wirtschaft wächst 2018
noch stärker als in diesem Jahr**

Wirtschaftswachstum Deutschland
Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes ggü. Vorjahr

	2016	2017	2018
Privater Konsum	2,1 %	2,1 %	2,0 %
Staatlicher Konsum	3,7 %	1,2 %	1,7 %
Ausrüstungsinvestitionen	2,2 %	4,3 %	6,4 %
Bauinvestitionen	2,5 %	4,3 %	2,2 %
Sonstige Anlagen	5,5 %	3,9 %	4,3 %
Exporte	2,6 %	4,4 %	5,5 %
Importe	3,9 %	4,9 %	6,0 %
Bruttoinlandsprodukt	1,9 %	2,3 %	2,7 %

nicht vorrangig von der Währungsentwicklung abhängen. Von daher werden die deutschen Ausfuhren im kommenden Jahr um gut fünf Prozent über dem Niveau des Jahres 2017 liegen. Die Importe dürften aufgrund der starken deutschen Binnennachfrage sogar noch stärker ausgeweitet werden, wovon vor allem die Nachbarländer in der Eurozone profitieren. Aufgrund des Zuwachses bei den Einfuhren von rund sechs Prozent wird vom Außenhandel nur ein geringer positiver Wachstumsbeitrag zu erwarten sein.

Die Weltwirtschaft wird 2018 mit noch mehr Dynamik als in diesem Jahr wachsen. Sowohl in den Industrie- als auch in den meisten Schwellenländern haben sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen bis zuletzt verbessert, sodass sich die Weltwirtschaft erstmals seit Langem in einem global synchron verlaufenden Aufschwung befindet. Dieser hat die Tendenz, sich selbst zu verstärken, sodass das globale Wachstum im kommenden Jahr positiv überraschen dürfte.

Die Zukunft der deutschen Automobilindustrie: Nicht zu viel Angst vor Tesla!

Deutschland ist wie kaum eine andere Volkswirtschaft der Welt auf die Produktion von Autos spezialisiert. Aus diesem Grund ist es mehr als verständlich, wenn angesichts des VW-Dieselskandals sowie technologischer Herausforderungen im Bereich der Elektromobilität und des autonomen Fahrens nun die Frage aufkommt, ob die deutsche Dominanz in diesem Sektor auch in den nächsten Jahrzehnten noch Bestand haben wird. Betrachtet man das Verhalten vieler DAX-Vorstände im Automobilssektor, erscheinen tatsächlich manche Sorgen gerechtfertigt. Das Management macht nicht selten einen zögerlichen und wenig unternehmerischen Eindruck; der Fokus liegt mehr auf dem Erhalt der kurzfristigen Gewinnmarge und weniger im Ausbau langfristig notwendiger Kernkompetenzen.

LIEGT DIE ZUKUNFT IN DEN USA?

Man sollte allerdings auch nicht glauben, dass die Zukunft der Automobilindustrie zwangsläufig in den USA liegt, so wie dies teilweise den Anschein hat. Das ungläubige Staunen in Richtung Tesla, Apple und Google ist aus fachlicher Sicht nicht begründet. Die Begeisterung über selbstfahrende Elektroautos aus den USA ist zu einem gewissen Grad einfach nur das Ergebnis sehr guter Marketing-Kampagnen. Wenn man den technologischen Fähigkeiten auf den Grund geht, leuchten viele US-Unternehmen nicht mehr so hell, wie von vielen vermutet. Denn von den weltweit angemeldeten Patenten im Bereich des autonomen Fahrens seit dem Jahr 2010 kommt etwa die Hälfte von deutschen Firmen wie Bosch, Audi, Continental, Volkswagen, Daimler oder BMW. Tesla taucht in der Top-10-Liste noch nicht einmal auf, was übrigens kein Wunder ist. Dort beschränkt man sich eher darauf, Hard- und Software einzukaufen und dann Software-Fähigkeiten freizuschalten, die bei anderen Herstellern aus Vorsicht noch zurückgehalten werden. Wohlwollend betrachtet ist das mit mutigem unternehmerischen Pioniergeist in Verbindung zu bringen – mit singulärem technologischen Fortschritt und einer einzigartigen technischen Expertise hat

das aber nur bedingt etwas zu tun. Der Grad an Fähigkeiten, sich mit einem Auto im Verkehr autonom zu bewegen, wird international im Rahmen einer Klassifikation auf einer Skala von 1 bis 5 gemessen. Autos, die mit Technik der Stufe 2 ausgestattet sind, können unter bestimmten Bedingungen kurzfristig autonom fahren. Sämtliche Teslas sowie viele andere Oberklassewagen weisen diese Stufe 2 auf. Das einzige Auto auf der Welt, das schon jetzt über die viel anspruchsvollere Technik der Stufe 3 verfügt, ist der neue Audi A8. Es ist erstaunlich, dass dies nahezu unbekannt ist, während Tesla unreflektiert immer wieder als großer und fast alleiniger Innovator dargestellt wird. Wenn Sie demnächst auf der Nordschleife des Nürburgrings von einem Auto mit 300 km/h überholt werden, stehen die Chancen übrigens ganz gut, dass es sich auch dabei um einen fahrerlosen Prototypen deutscher Provenienz handeln dürfte. Es zeigt sich auch hier, dass die Defizite in der deutschen Automobilwirtschaft trotz aller Mängel und Probleme nicht im technologischen Bereich liegen, sondern vielmehr im unternehmerischen Selbstbewusstsein. Das gilt übrigens auch für die Wahl vermeintlich neuer Technologien. Liest man die Presse und lauscht den Politikern, scheint kein Weg an batteriebetriebenen Fahrzeugen vorbeizugehen. Doch ist das tatsächlich die geeignete Lösung für das 21. Jahrhundert?

Aus einiger Entfernung betrachtet gleicht der Hype um die Elektromobilität ein wenig den Hoffnungen, die man in den 1970er Jahren mit der Kernkraft verband. Zudem sind batteriebetriebene Fahrzeuge nun wirklich kein Novum mehr. Schon vor 100 Jahren existierten batteriebetriebene Autos mit erstaunlichen Fahrleistungen, und man fragt sich zuweilen, wo hier überhaupt der technologische Fortschritt geblieben ist, wenn schon 1898 ein Porsche rein elektrisch 50 Kilometer mit einer Spitzengeschwindigkeit von bis zu 50 km/h fuhr und im Jahr 1900 rein elektrisch die „Schallmauer“ von 100 km/h durchbrochen wurde. Aus physikalischer Sicht ist übrigens relativ leicht erklärbar, warum der technologische Fortschritt nicht so rasant verläuft, denn

aufgrund physikalisch-chemischer Grundgesetze ist die Energiedichte von Batterien begrenzt. Kleine und kleinste Fortschritte lassen sich inzwischen nur noch mit enormem Aufwand erzielen. Wenn berücksichtigt wird, welche Unmengen von CO₂ allein bei der Produktion von Autobatterien entstehen und wie viel Strom gerade in Deutschland nach dem Kernkraftausstieg aus klimaschädlichen Kohlekraftwerken stammt, dann ist auch die Klimabilanz von Elektroautos schwach. Vermutlich wird man sich in einigen Jahrzehnten auch darüber die Augen reiben, wie man in massivem Umfang Kinderarbeit bei der Förderung von Kobalt zulassen konnte. Wir sind uns daher ziemlich sicher, dass die Zukunft nicht in klassischen batteriebetriebenen Fahrzeugen auf Basis der Lithium-Ionen-Technologie liegt, sondern in der Entwicklung synthetischer, CO₂-neutraler Kraftstoffe, wasserstoffbasierter Antriebe und ganz neuer Batterietechniken wie der Glasbatterie.

IST FLIEGEN DAS NEUE FAHREN?

Und wer bei autonomer Fortbewegung immer nur an Autos denkt, liegt vermutlich schon wieder falsch, denn die Zukunft dürfte angesichts verstopfter und schlechter Straßen eher dem Fliegen als dem Fahren gehören. Wer einen Blick in diese Zukunft werfen möchte, kommt derzeit an den süddeutschen Start-Ups Volocopter und Lilium nicht vorbei. Während Volocopter eher auf ein klassisches Drohnendesign setzt, ist es Lilium gelungen, einen elektrisch angetriebenen Senkrechtstarter zu bauen, der auf kleinen Parkplätzen landet und startet und eine Reisegeschwindigkeit von bis zu 300 km/h erlaubt – und das ganz autonom und ohne Pilot. Wer hier an Szenen aus Star-Wars-Filmen denkt, liegt nicht so falsch. Vermutlich muss man hier aber nicht mehr einige hundert

Jahre warten, um die Serienreife zu erleben. Wenn der rechtliche Rahmen geklärt ist, dürfte einer Realisierung innerhalb der nächsten zehn Jahre nur wenig im Weg stehen.



Statt immer nur staunend Richtung USA zu schauen, wäre die deutsche Industrie daher gut beraten, den Blick nach vorne zu richten, einfach mal die Ärmel hochzukrempeln und selbst wieder zukunftsweisende Standards zu setzen – und zwar mit dem Pioniergeist eines Gottlieb Daimler, eines August Otto oder eines Rudolf Diesel. Die technischen Fähigkeiten sind vorhanden. Was fehlt, ist eine Unternehmens- und Führungskultur, in der dieser Pioniergeist auch explizit gewollt ist und tatsächlich gelebt wird. Deutsche Unternehmen haben nach wie vor beste Chancen, im Wettbewerb ganz vorne mitzumischen. Ein bequemes „weiter so“ wird dafür aber nicht mehr reichen.

Technologisch ist die deutsche Automobilwirtschaft nach wie vor gut aufgestellt. Die Perspektiven hängen eher daran, ob man im Management auch die Zukunft unternehmerisch und mutig gestalten kann und will.

Die Notenbanken gehen langsam vom Gas

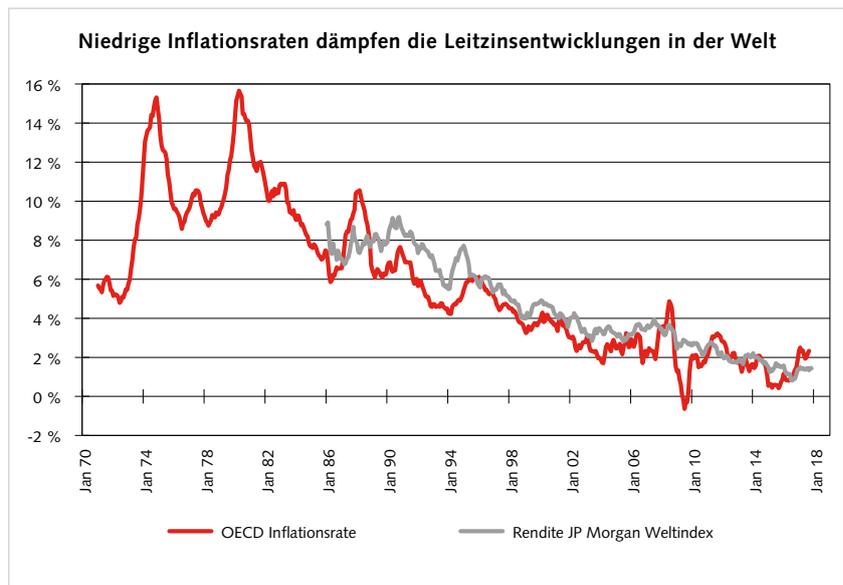
Die Mehrzahl aller Rezessionen der Nachkriegsgeschichte wurde durch zu hohe oder zu schnell steigende Zinsen in den USA ausgelöst. Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass für den weiteren Trend an den Kapitalmärkten insbesondere das Handeln der Notenbanken von zentraler Bedeutung ist. Im vergangenen Jahr wurde die Geldpolitik in den Industrieländern das erste Mal seit langem nicht noch expansiver. Lediglich in einer Reihe von Schwellenländern besteht aufgrund der teilweise rückläufigen Inflation weiteres Zinssenkungspotential.

Der Handlungsdruck auf die Notenbanken durch die Preissteigerung ist trotz der vorzüglichen konjunkturellen Situation aktuell geringer als in früheren Zeiten. Unklar ist dabei, ob es sich nur um ein temporäres Phänomen handelt oder ob strukturelle Veränderungen zu einer dauerhaft niedrigeren Inflation führen werden. Unabhängig von diesen grundsätzlichen Überlegungen gehen wir davon aus, dass die Inflationsrate in Deutschland von 1,6 Prozent in diesem auf 1,3 Prozent im Jahr 2018 sinken wird. Dies ist vor allem der geringeren importierten Inflation wegen des stärkeren Euro zu verdanken. Im ersten Halbjahr könnte dies sogar zu einer noch geringeren Inflation von rund einem Prozent führen.

WEITER SO: DER NEUE US-NOTENBANKPRÄSIDENT

Davon wenig beeindruckt ist die US-Notenbank auf dem Weg zu einer geldpolitischen Normalisierung ihren Pendanten in Europa und Japan um einiges voraus und hat zumindest bisher auch keine Kollateralschäden erzeugt. Nach nunmehr vollzogener Beendigung der Anleihekäufe und vier vorsichtigen, ersten Leitzinsanhebungen um insgesamt 100

Basispunkte beginnt die Federal Reserve (Fed) nun mit dem sukzessiven Abbau der Anteilebestände und der damit verbundenen Bereinigung der Bilanz. Angesichts einer Summe von 4.500 Milliarden USD wird es allerdings sehr lange



dauern, bis das Vorkrisenniveau von weniger als 1.000 Milliarden USD wieder erreicht wird. Der designierte Präsident der Fed, Jerome Powell, dürfte die Politik seiner Vorgängerin nahtlos fortsetzen. Schließlich gehört er dem Gremium bereits seit fünf Jahren an und hat in der Vergangenheit alle geldpolitischen Beschlüsse mitgetragen. Anders als fast alle seine Vorgänger ist Powell Jurist und kein Ökonom mit guter akademischer Reputation. Mutmaßungen über den möglichen Einfluss seiner Jahre an der Wall Street, wo er als Partner der renommierten Beteiligungsgesellschaft Carlyle tätig war, machen ebenso die Runde wie die spärlichen Statements aus den 1990er Jahren, als er unter Präsident George H.W. Bush im Finanzministerium tätig war. Daraus lassen sich jedoch keine wirklich belastbaren Rückschlüsse für sein künftiges Agieren als Präsident der wichtigsten Notenbank der Welt ableiten. Dass er bereits von Barack Obama zur Fed gerufen wurde und zuvor einige Jahre in einem überparteilichen Think Tank tätig war, dürfte ihm auch außerhalb des Lagers

der Trump-Anhänger zu Akzeptanz verhelfen. Hilfreich für seine Stellung in der Notenbank könnte sein, dass Janet Yellen nicht nur die Präsidentschaft der US-Notenbank abgibt, sondern im Februar 2018 komplett aus der Führungsriege ausscheidet.

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird dagegen ab Januar 2018 mindestens bis zum September ihre Wertpapierkäufe in verminderter Höhe fortsetzen (30 Mrd. statt 60 Mrd. EUR monatlich). Ein Datum für das Ende des Anleihekaufprogrammes wurde nicht genannt, wir gehen jedoch von einem Auslaufen erst im Jahr 2019 aus. Eine erste Zinserhöhung, die nach Aussagen der Notenbank weit nach dem Ende des Kaufprogramms stattfinden dürfte, erwarten wir frühestens im Sommer 2019.

Der sehr positiven Entwicklung vieler Früh- und Konjunkturindikatoren sowie der akkommodierenden Notenbankpolitik stehen auf der anderen Seite erhöhte politische Risiken gegenüber. Dazu zählen die Unsicherheiten, die mit dem Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union (Brexit) einhergehen, ebenso wie die etwaige Abspaltung

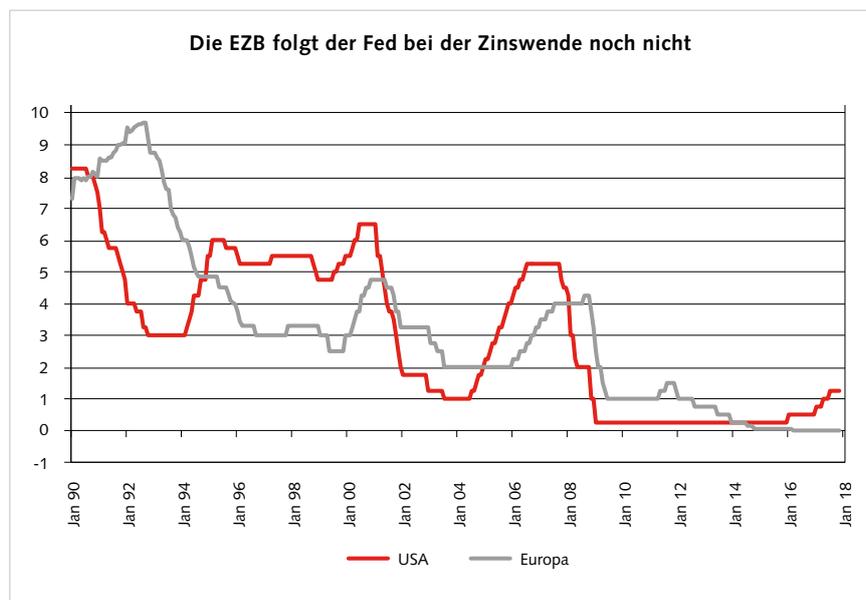


„In der Politik ist es wie im täglichen Leben: Man kann eine Krankheit nicht dadurch heilen, dass man das Fieberthermometer versteckt.“

Yves Montand

Kataloniens von Spanien und davon ausgehende Signale für ähnliche Bewegungen in ganz Europa. Auch der Konflikt zwischen Nordkorea und den USA, die anhaltenden

Auseinandersetzungen in vielen arabischen Ländern und das abgekühlte Verhältnis des Westens gegenüber Russland bergen kaum zu beziffernde Sprengkraft. Die wachsende Unzufriedenheit der europäischen Bevölkerung bezüglich



des Umgangs der Regierungen mit der Migration führt zu politischen Polarisierungen, die unberechenbare Wahlausgänge ergeben.

BEWÄHRUNGSPROBE: WAHL IN ITALIEN

Die bevorstehende Parlamentswahl in Italien, deren ungewisser Ausgang die Stabilität der Eurozone stärker als bisher vermutet belasten könnte, gehört ebenfalls in diese Liste möglicher Gefahren. Die Einführung einer Kombination aus Mehrheits- und Verhältniswahlrecht mit einer Drei-Prozent-Hürde für Parteien und einer Zehn-Prozent-Hürde für potentielle Koalitionen könnte die Regierungsbildung in Rom weiter erschweren. Viele kleinere Parteien fühlen sich benachteiligt. Gleiches gilt für die populäre Fünf-Sterne-Bewegung von Beppe Grillo, die sich durch eine ausgeprägte EU-Skepsis und ihr Engagement für mehr

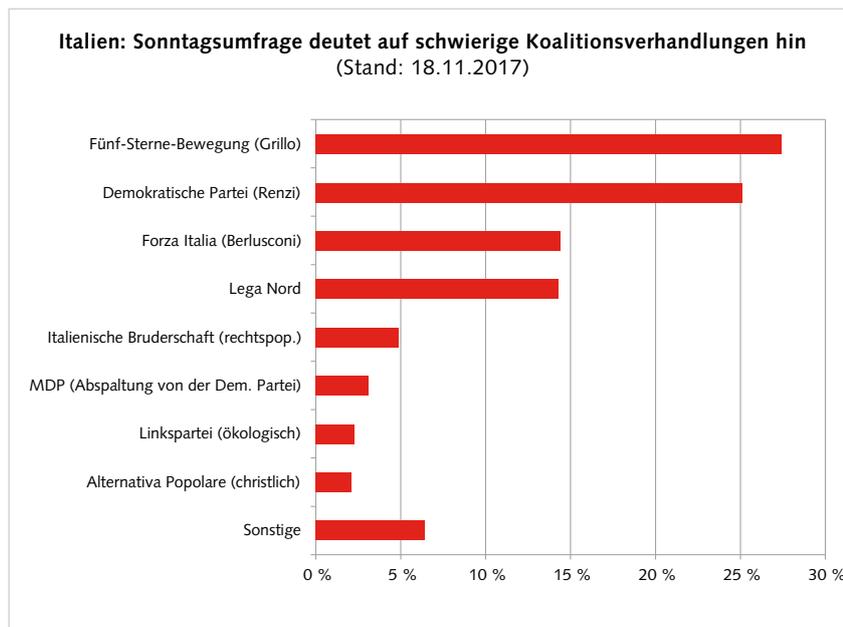
direkte Demokratie von den anderen Parteien unterscheidet und darüber hinaus jede Koalitionsbildung ablehnt. Den aktuellen Umfragen zufolge steht das Land vor einer politischen Pattsituation, da keines der denkbaren Bündnisse eine Regierungsmehrheit zustande bringen würde. Drei Blöcke mit jeweils einem Drittel der Stimmen stehen sich ideologisch unversöhnlich gegenüber und sind überdies intern zerstritten. Wir rechnen aufgrund der etwas verbesserten konjunkturellen Lage und erster Erfolge der Reformen des ehemaligen Ministerpräsidenten Matteo Renzi

europafreundlichen Kräfte dem Druck des Faktischen gehorchen und tragfähige Kompromisse finden.

EINMAL JAMAICA UND ZURÜCK

In Deutschland wurde bereits gewählt und wir befanden uns eine bleierne Zeit lang auf dem Weg nach Jamaika. Der ohne Zweifel schwierige Annäherungsprozess der vier potentiellen Koalitionspartner zeigte neben den üblichen Geplänkeln bei genauem Hinsehen auch erhebliche Chancen für eine

mögliche zusätzliche konjunkturelle Stimulierung. Niedrigere Steuern, höhere Staatsausgaben für die Infrastruktur und eine stärkere finanzielle Förderung von Geringverdienern und Familien schienen in Reichweite, doch die Verhandlungen scheiterten. Aus unserer heutigen Sicht wäre eine Minderheitsregierung nicht die schlechteste aller Optionen. Die permanente Suche nach Mehrheiten könnte sich analog zu den Erfahrungen in Skandinavien sogar langfristig wegen der Integration von Teilen der Opposition als fruchtbar erweisen. Bei größeren Personalrochaden ist



in den kommenden Monaten bis zur Wahl mit Rückenwind für die regierende Demokratische Partei (Partito Democratico). Ob dies reicht, auch den von Matteo Renzi verprellten linken Parteiflügel wieder ins Boot zu bekommen, ist jedoch mehr als fraglich. Politische Unsicherheit ist für Italien der Normalzustand. Früher hat dies den Rest Europas eher amüsiert. Seit der Einführung der gemeinsamen Währung und einer immer stärkeren Verzahnung der drittstärksten Volkswirtschaft mit der restlichen Eurozone trägt die mögliche Hängepartie aber nicht mehr zum Amusement, sondern zur wachsenden Sorge über die schwächste der großen Volkswirtschaften Europas bei. Es bleibt zu hoffen, dass die

auch eine Fortsetzung der großen Koalition denkbar. Neuwahlen werden offenbar nur von wenigen präferiert. Zu stark ist die Angst vor weiteren herben Verlusten einerseits und Gewinnen der Populisten andererseits.

Die bisherige Reaktion der Kapitalmärkte auf das Scheitern der Regierungsbildung hat klar gemacht, dass Deutschland trotz der Hängepartie weit entfernt ist von Instabilität und Führungsvakuum. Demokratische Strukturen vom Bundespräsidenten über das Parlament bis hin zum Bundesrat und der kommissarisch weiter arbeitenden Regierung sorgen für Handlungs- und Arbeitsfähigkeit. Politische

Reformen und weitreichende Initiativen für die Zukunftsfähigkeit Deutschlands sind jedoch auf dieser Basis nicht zu erwarten.

Nicht zuletzt für die Bekämpfung der Erosionstendenzen in Europa ist neben dem wirtschaftlichen Erfolg auch politische Stabilität gefragt. Der junge französische Präsident Emmanuel Macron ist Willens und bereit für neue weitreichende Impulse gemeinsam mit dem deutschen Partner. Die Notwendigkeit solcher Führung geht weit über die bereits diskutierten Pläne für eine gemeinsame europäische Verteidigung hinaus.

CHANCEN UND RISIKEN DURCH DONALD TRUMP

Nachdem in den Vereinigten Staaten Senat und Repräsentantenhaus den umstrittenen Haushaltsentwurf für das Budget 2018 verabschiedet haben, sind dort auch die Weichen für eine umfassende Steuerreform gestellt worden. Vorgesehen ist u. a. eine Senkung der Körperschaftssteuer für Unternehmen von 35 Prozent auf nur noch 20 Prozent. Bisher im Ausland gehaltene Guthaben sollen mit lediglich 12 Prozent versteuert werden, um ihre Rückführung in die USA zu erleichtern. Die Tarifstufen der Einkommenssteuer sollen auf vier verringert und steuerliche Freibeträge deutlich ausgeweitet werden. Alles in allem ist dies ein zusätzlicher Turbo nicht nur für die US-Wirtschaft, von dessen potenzieller Wirkung in den aktuellen Prognosen für das Wachstum und die Kapitalmärkte noch wenig enthalten ist. Andererseits bleibt die Agenda des US-Präsidenten weiter unberechenbar. Protektionistische oder geopolitische Abenteuer könnten die aktuell sehr positive Entwicklung von Weltwirtschaft und Welthandel empfindlich stören.

In China hat die Kommunistische Partei auf dem 19. Parteitag weitere Weichenstellungen in Richtung einer stärkeren Binnenorientierung und eines Abbaus der Abhängigkeit von den Außenmärkten getroffen. Eine Steigerung der

Produktivität und die Förderung von Innovationen waren neben beschlossenen Maßnahmen zum Schuldenabbau bei Staatsunternehmen die zentralen Themen. Wachstumseinbußen während des Transformationsprozesses sind bisher in geringerem Umfang eingetreten als befürchtet und die Entwicklung in den letzten Quartalen deutet eher auf ruhiges Fahrwasser und eine anhaltende politische Stabilität hin.

In Japan haben die letzten Wahlen für eine stabile Mehrheit der regierenden Liberaldemokraten und eine berechenbare Fortsetzung der stimulierenden Politik von Notenbank und Regierung gesorgt. Reformen werden zwar immer noch zu zaghaft durchgeführt und lassen oftmals an Nachhaltigkeit zu wünschen übrig. Die Unternehmen haben jedoch die letzten Jahre für eine Entschuldung, Modernisierung und Stärkung Ihrer Position auf den Weltmärkten genutzt. Dies zahlt sich inzwischen auch gesamtwirtschaftlich aus.



„Ein Kompromiss ist die Kunst, einen Kuchen so zu teilen, dass jeder meint, er habe das größte Stück bekommen“

Ludwig Erhard

Robustes Wirtschaftswachstum, Erfolge bei der Bekämpfung der Deflation und eine geringe Arbeitslosigkeit sorgen insgesamt für Stabilität im Land der aufgehenden Sonne.

Wir gehen aktuell von drei weiteren Leitzinssteigerungen in den USA im Jahr 2018 aus. In Europa und Japan dürfte davon noch keine Rede sein. Wesentlich schwieriger ist eine Vorhersage möglicher politischer Chancen und Risiken. Neben den bekannten Themen Trump, Brexit und Italien-Wahl könnten vor allem Ereignisse, die unerwartet eintreten, die Kapitalmärkte bewegen.

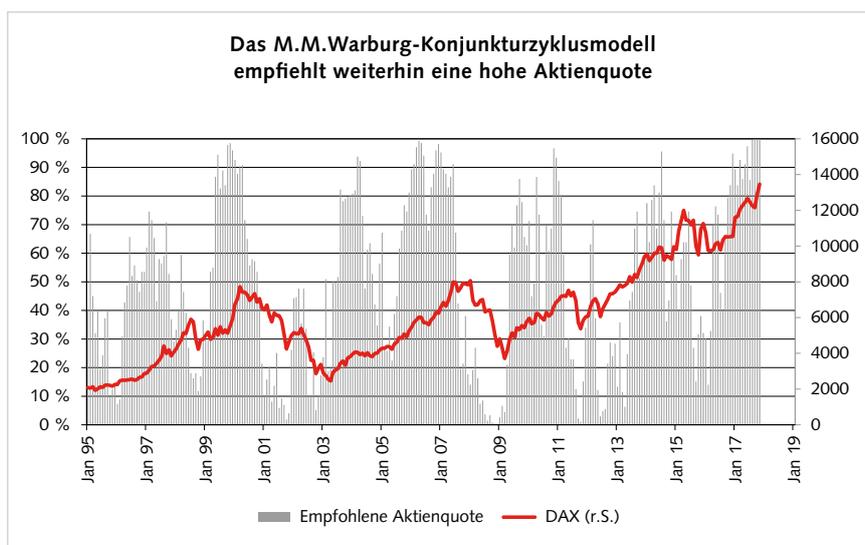
Boomende Konjunktur führt zu weiteren Kursgewinnen

Risikobehaftete Anlagen profitieren von einem wirtschaftlichen Aufschwung überdurchschnittlich stark. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Profitabilität der meisten Firmen in einem günstigen konjunkturellen Umfeld zunimmt, während negative und möglicherweise existenzbedrohende Nachrichten weniger wahrscheinlich sind. Der wichtigste und für den Aktienkurs entscheidendste Einflussfaktor ist dabei der Gewinn je Aktie. Nachdem die Unternehmensgewinne 2017 kräftig angestiegen sind, sollte sich dies im kommenden Jahr angesichts der guten konjunkturellen Rahmenbedingungen fortsetzen. So werden für fast alle Märkte Gewinnsteigerungsraten im prozentual hohen einstelligen oder niedrigen zweistelligen Bereich erwartet. Bewahrheiten sich diese Einschätzungen, dürfte 2018 erneut ein gutes Aktienjahr werden.

DAX: ANSTIEG RICHTUNG 15.000 PUNKTE

Die Kurse deutscher Aktien sind in den vergangenen Jahren kräftig angestiegen. Seit 2009 hätte ein DAX-Investment durchschnittlich neun Prozent Rendite im Jahr erbracht. Da die deutsche Wirtschaft 2018 erneut stark wachsen wird und auch die Weltwirtschaft mitspielt, sollte sich diese Erfolgsserie fortsetzen. Eine genaue Analyse der verschiedenen Aktienindizes zeigt, dass sich Indizes aus Ländern mit einer sehr guten Konjunktur- und Gewinnentwicklung am erfolgreichsten entwickeln. Unternehmen aus den USA und aus Deutschland haben deswegen in den letzten Jahren immer neue Rekordmarken bei den Gewinnen erreicht. Firmen aus anderen europäischen Ländern litten dagegen unter den dort schlechteren ökonomischen Rahmenbedingungen. Dank der guten Gewinnentwicklung ist der DAX trotz der hohen

Kurssteigerungen der vergangenen Jahre nicht übermäßig hoch bewertet. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate beträgt 13,5, der langjährige Durchschnitt liegt dagegen bei 15.



Multipliziert man den derzeitigen Wert mit den Gewinnerwartungen für das Jahr 2019, errechnet sich ein Kursziel von 14.500 Punkten. Analog zu dieser Vorgehensweise lassen sich Kursziele von rund 4.100 Punkten für den Euro Stoxx 50 und von 2.850 Punkten für den S&P 500 herleiten. Eine Veränderung im Kurs-Gewinn-Verhältnis um nur einen Punkt würde dazu führen, dass sich das Kursziel für den DAX um rund 1.000 Punkte verändert. Unterstellt man, dass deutsche Blue Chips im nächsten Jahr noch etwas teurer werden, wäre sogar ein Kursziel von 15.000 Punkten erreichbar.

AKTIEN AUS ZYKLISCHEN SEKTOREN BLEIBEN FAVORISIERT

Angesichts der konjunkturellen Rahmenbedingungen favorisieren wir weiterhin Aktien aus zyklischen Branchen, bei denen die Gewinnentwicklung vom positiven wirtschaftlichen Umfeld unterstützt wird. Im S&P 500 sollten die Branchen Energie und Rohstoffe die höchsten

Zuwachsraten erzielen. Auch Technologieunternehmen bleiben interessant. Viele US-Firmen sind Weltmarktführer auf ihrem Gebiet und daher in der Lage, hohe Margen durchzusetzen. Zu den drei genannten Branchen kommt noch der Finanzsektor hinzu, der neben der guten Konjunkturlage von der erwarteten Deregulierung und etwas höheren Zinsen profitieren wird. Bei den prognostizierten Ertragssteigerungen für das Jahr 2018 im Stoxx 600 sind es die Versicherungen, die ganz oben stehen. Zuversichtlich sind wir auch für die Sektoren Industrie und Bau, die ihre Profitabilität dank der hervorragenden Konjunkturlage steigern sollten.

WO LIEGEN DIE RISIKEN?

Wie immer gibt es eine Reihe von Risiken, die dazu führen könnten, dass es am Ende doch anders kommt als gedacht. Anleger müssen vor allem die Konjunkturlage im Blick behalten. Daneben könnten auch geopolitische



„Das größte Risiko unserer Zeit liegt in der Angst vor dem Risiko.“

*Helmut Schoeck,
österreichisch-deutscher
Soziologe und Publizist*

Unsicherheiten zum Spielverderber werden, wobei diese Risiken recht diffus erscheinen. Das vielleicht größte Risiko geht davon aus, dass fast alle Anleger im Moment auf das sogenannte „Goldilocks“-Szenario setzen, also eine Fortsetzung der Kombination aus hohem Wirtschaftswachstum und niedrigen Inflationsraten. Sollte die Inflation dagegen ein unerwartetes Comeback feiern, könnten die Zinsen stärker ansteigen als erwartet und damit zum Problem für die Aktienmärkte werden. Eine mögliche Korrektur könnte umso schärfer ausfallen, je mehr Akteure in Aktien investiert und je höher Aktien bewertet sind.

AKTIEN SIND TEUER, ABER NICHT GENERELL ÜBERBEWERTET

Nicht nur bei Technologieaktien sind viele Anleger wegen der vermeintlich hohen Bewertungen skeptisch. Ob eine Bewertungsblase vorliegt, lässt sich häufig erst dann erkennen, wenn sie geplatzt ist. So gab es in der Vergangenheit zum Teil sehr lang anhaltende Phasen von Überbewertungen. Es braucht aber immer einen konkreten Auslöser, der eine Blase zum Platzen bringt. Solange die ökonomischen Rahmenbedingungen gut sind, gibt es Gründe, die eine höhere Bewertung rechtfertigen. Im internationalen Vergleich sind insbesondere US-Aktien teurer. Da sich das Wachstumstempo der US-Wirtschaft aber beschleunigt, gibt es gute Gründe, auch im nächsten Jahr auf steigende Aktienkurse in den USA zu setzen. Im Unterschied zu den USA sind fast alle anderen internationalen Aktienmärkte vergleichsweise moderat bewertet. Dies gilt sowohl für die Börsen in Europa und in Japan als auch für die meisten Aktienmärkte in den Schwellenländern. Von einer generellen Überbewertung von Aktien kann daher noch nicht gesprochen werden.

Die erfreuliche Kursentwicklung an den Aktienmärkten wird zunächst anhalten. Anleger, die in Dividendenpapieren investiert sind, sollten ihre Aktienquote solange hoch halten, bis sich ein wirtschaftlicher Abschwung abzeichnet. Dies ist noch nicht der Fall. Deswegen können diejenigen, an denen die Rallye bisher vorbeigegangen ist, auch noch mit auf den fahrenden Zug aufspringen.

Zinsniveau bleibt niedrig – Mut zum Risiko wird belohnt

Seit der Finanzkrise werden die Anleihemärkte maßgeblich von der sehr expansiven Geldpolitik der beiden wichtigsten Notenbanken der Welt, der Federal Reserve aus den USA und der Europäischen Zentralbank (EZB), beeinflusst. Daran ändert sich auch im kommenden Jahr nur wenig. Allerdings sind Unterschiede zwischen der geldpolitischen Ausrichtung in den USA und in Europa spürbar. Während die Federal Reserve die Leitzinsen behutsam erhöht und die Anleihebestände langsam abbaut, ist aus Sicht der EZB noch lange nicht an Zinserhöhungen zu denken.

Zudem werden von der EZB im Jahr 2018 noch in großem Umfang Anleihen erworben und sämtliche Fälligkeiten wieder angelegt. Diese Divergenz in der Notenbankpolitik führt dazu, dass zum einen die Zinsdifferenz zwischen den Staatsanleihen in den USA und in Deutschland immer neue Höchststände erklimmt und zum anderen die Zinskurve in den USA deutlich flacher bleibt als in Europa. Wir erwarten, dass die Federal Reserve aufgrund der guten konjunkturellen Entwicklung und der ausgezeichneten Situation am Arbeits-

„Die Leitzinsen wurden nicht verändert und wir gehen davon aus, dass sie noch für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen Niveau bleiben werden, und auch noch lange nach dem Ende des Anleihekaufprogramms.“

EZB-Präsident Mario Draghi, 26. Oktober 2017

markt die Leitzinsen nach der vom Markt schon eingepreisten Erhöhung im Dezember im kommenden Jahr noch drei Mal um jeweils 25 Basispunkte anheben wird. Im Gegensatz dazu bleiben die Leitzinsen in Europa unverändert. Die Anleihekäufe werden bis September 2018 monatlich 30 Mrd. Euro betragen, und es wird auch kein abruptes Ende der Käufe geben. Wir gehen davon aus, dass das Kaufprogramm nicht vor 2019 beendet sein wird. Und auch danach wird die EZB durch die Wiederanlage der Fälligkeiten den Anleihemarkt weiter stützen. Vor diesem Hintergrund

erwarten wir, dass das Zinsniveau im kommenden Jahr sehr niedrig bleiben wird. Erst wenn die gute konjunkturelle Entwicklung sich in einer anziehenden Kerninflation bemerkbar macht, wovon wir für 2018 noch nicht ausgehen, wird der Zeitpunkt für die EZB gekommen sein, die Leitzinsen zu erhöhen. Wir erwarten, dass die Renditen im kommenden Jahr nur sehr moderat und in Europa ausschließlich bedingt durch die sehr gute konjunkturelle Lage steigen werden. Unsere Jahresendprognose für die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen liegt bei 0,70 Prozent und für zehnjährige US-Treasuries bei 2,80 Prozent.

Im Bereich der Staatsanleihen setzen wir bei der Anlage auf Länder, die neben der Notenbankpolitik auch durch andere Faktoren unterstützt werden. Dies sind Spanien, Portugal und Zypern. Hier gehen wir davon aus, dass die Ratingagenturen ihren Trend zu Rating-Heraufstufungen beibehalten werden. Spanien könnte bei einer Deeskalation der Katalonien-Krise heraufgestuft werden. Bei Portugal erwarten wir zeitnah Investmentgrade-Ratings von Moody's und Fitch, was eine nochmals verstärkte Nachfrage von Index-Investoren zur Folge hätte. Für Zypern vergeben alle drei großen Ratingagenturen derzeit positive Ausblicke, sodass bei einer Fortsetzung der positiven fundamentalen Entwicklung auch hier mit Heraufstufungen zu rechnen ist.

Darüber hinaus sind mit Polen, Rumänien, Bulgarien, Mazedonien, Kroatien und Ungarn Nationen aus Osteuropa attraktiv, da sie nicht maßgeblich von der Geldpolitik der EZB beeinflusst werden. Vielen Volkswirtschaften aus Osteuropa ist es in den letzten Jahren gelungen, beeindruckende Wachstumsraten zu erwirtschaften. Und im Vergleich zu den Ländern aus der Eurozone ist die Staatsverschuldung in vielen dieser Länder deutlich geringer und liegt teilweise unter der in Maastricht vereinbarten Grenze von 60 Prozent gemessen am Bruttoinlandsprodukt. Osteuropäische Staatsanleihen sollten im kommenden Jahr davon profitieren, dass sie deutlich attraktivere Renditen aufweisen als die meisten

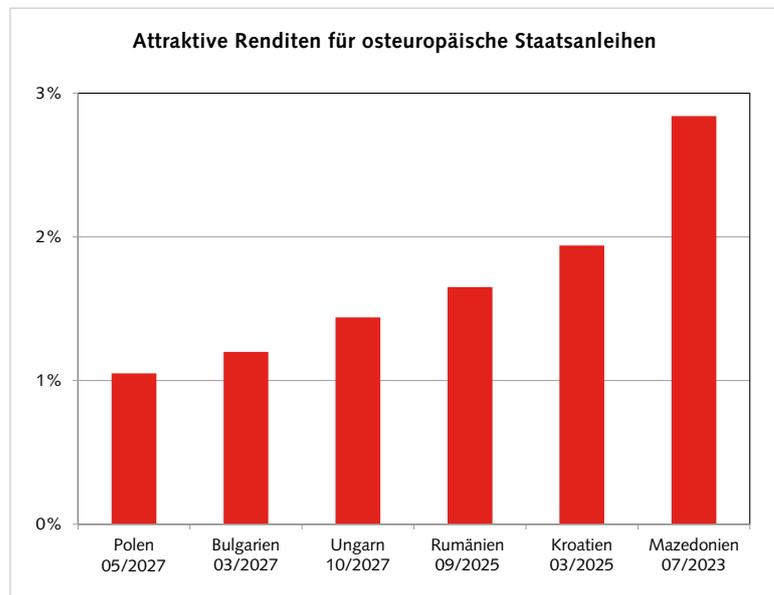
Anleihen aus der Eurozone und dass eine perspektivische Beendigung oder weitere Reduzierung des Anleihekaufprogramms keine Nachfragerückgänge induziert.

Wie im Jahr 2017 liegt aber der Schwerpunkt unserer Portfolioinvestitionen im Bereich der Unternehmensanleihen. Dies hat vor allem zwei Gründe: Erstens erwarten wir, dass der Großteil der Reduzierung der Anleihekäufe den Staatsanleihen-Sektor betrifft, da hier die Knappheitsfaktoren am deutlichsten spürbar sind. Dagegen werden Unternehmensanleihen weiterhin in einem signifikanten Umfang von der EZB gekauft. Zweitens sorgt neben der EZB die gute wirtschaftliche Situation in Europa und in den USA dafür, dass die Ausfallraten außerordentlich gering sind und deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt liegen.

Wir halten neben einer relativen Übergewichtung von Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Rating gegenüber Staatsanleihen insbesondere Nachranganleihen sowohl von Industrie- als auch von Finanzunternehmen für besonders interessant. Denn Nachranganleihen beinhalten nur beim Ausfall des Emittenten ein höheres Risiko als erst-rangige Unternehmensanleihen. Aktuell weisen Nachrang-anleihen ein deutlich attraktiveres Risiko- und Ertragsverhältnis auf als erst-rangige Unternehmensanleihen, da die Emittenten aufgrund der Nachrangigkeit und der Möglichkeit der Anrechnung dieser Anleihen auf das Eigenkapital bei der Emission dieser Anleihen deutlich höhere Risikoaufschläge bezahlen.

Abschließend möchten wir noch das Segment der Schwellenländeranleihen hervorheben. Neben den guten fundamentalen Rahmendaten stimmt uns hier zuversichtlich, dass aufgrund der immer noch sehr attraktiven Renditen

und der deutlichen Entspannung in Bezug auf die Außen- und Handelspolitik von US-Präsident Trump der Zufluss an Geldern in dieses Segment anhält. Dabei fokussieren wir uns neben Staatsanleihen auch auf Unternehmensanleihen aus dieser Region. Wir investieren hier aber ausschließlich in den Währungen Euro und US-Dollar. Denn die Währungen der Schwellenländer weisen zum Teil eine derart



hohe Volatilität auf, dass ein Investment in Lokalwährung, also z. B. in Brasilianischen Real oder Mexikanischen Peso, eher einem Währungsinvestment gleicht. Dieses Risiko wollen wir aber bei der Anlage in den Schwellenländern nicht eingehen.

Das Hauptaugenmerk bei der Anlage im Anleihebereich sollte auf der Allokation von Kreditrisiken liegen. Vor dem Hintergrund der niedrigen Ausfallraten und der sehr guten fundamentalen Rahmendaten raten wir zu einer Übergewichtung von Staatsanleihen aus Osteuropa und den Schwellenländern sowie nachrangigen Unternehmensanleihen.

US-Dollar: Das Comeback des Greenback

Der US-Dollar wird zum Jahreswechsel maßgeblich von der Zinsentwicklung und von spekulativen Kapitalflüssen beeinflusst. Die außergewöhnlich hohe Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone hat seit dem Sommer 2014 dazu geführt, dass sich die US-amerikanische Währung weit von ihrer Kaufkraftparität bei 1,32 EUR/USD entfernt hat. In den vergangenen Monaten haben jedoch Spekulanten die günstige Lage ausgenutzt, dass sich in den meisten Anlegerportfolios nach der fast dreijährigen US-Dollar-Hausse außergewöhnlich hohe US-Dollar-Positionen befanden. Mit dem Rückenwind der von US-Präsident Donald Trump ausgelösten Unsicherheit über die politische Entwicklung in den Vereinigten Staaten erwiesen sich die Spekulationen auf eine Schwäche des Greenbacks als erfolgreich, da viele Anleger aus Risikoaspekten keine weiteren Investitionen in die US-amerikanische Leitwährung eingehen konnten oder wollten. Die überraschend positive Entwicklung der europäischen Konjunkturdaten und die zumindest temporäre Entspannung der politischen Lage in der EU machte den Euro weltweit zum attraktivsten Ziel der Kapitalzuflüsse.

Gibt es daher nach gut drei Jahren starker Abweichung eine Rückkehr des US-Dollar zur Kaufkraftparität? Vieles spricht eher dafür, dass die jüngste Schwäche des Greenback nur eine kurze Gegenbewegung und keine grundlegende Trendumkehr darstellt. So sind die Erwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung Europas bereits sehr hoch und lassen kaum noch positives Überraschungspotenzial offen. Eher könnte die US-Wirtschaft gemäß den jüngsten Frühindikatoren auch

ohne politische Reformen eine höhere Gangart als erwartet einschlagen. Zudem weitet sich die Zinsdifferenz mit drei zu erwartenden Leitzinserhöhungen der US-Notenbank im Jahr 2018 nochmals aus. Schließlich ist die Positionierung der Spekulanten schon so exponiert, sodass ihnen langsam die Luft für weitere Angriffe auf den US-Dollar ausgehen könnte. Mit der näher rückenden Italien-Wahl im Frühjahr 2018, die Unsicherheit über die Entwicklung in der Eurozone mit sich bringen dürfte, könnte der US-Dollar daher wieder an Wert gewinnen.



Trotz dieser veränderten Rahmenbedingungen ist kein erneuter Anlauf auf die Parität zwischen den beiden Währungen zu erwarten. Denn noch immer ist der Anteil der US-Investments in den Portfolios auf einem historisch hohen Niveau, sodass die Kapitalflüsse in Richtung USA im Jahr 2018 wohl nicht mehr das Niveau der Jahre 2015 und 2016 erreichen werden. Darüber hinaus ist die Europäische Zentralbank zwar noch weit von Zinsanhebungen entfernt, liefert aber durch das abnehmende Ankaufvolumen bei den Anleihen weniger zusätzlichen Nährboden für Kapitalexperte in andere Währungsräume. Denn ein zwar nicht offiziell genanntes, aber wohl doch wesentliches Ziel

der EZB-Geldpolitik war es, durch Anleihekäufe und Strafzinsen den Euro zu schwächen.

Gegen Jahresende 2018 dürfte sich das Auslaufen der EZB-Anleihekäufe abzeichnen und sich daher die fundamentale Schwäche des Euro im Vergleich zur Kaufkraftparität erneut etwas verringern. Wir erwarten für Ende 2018 einen Wechselkurs von 1,13 EUR/USD. Unterjährig kann die Marke von 1,10 EUR/USD unterschritten werden.

DAS BRITISCHE PFUND LEIDET UNTER DER BREXIT-VERHANDLUNGSSTRATEGIE

Als zweite große Notenbank nach der Federal Reserve erhöhte die Bank of England im November 2017 erstmals wieder den Leitzins. Mit diesem Schritt konnte sie den schleichenden Wertverfall des Britischen Pfund stoppen. Dabei agierte die Notenbank weniger aus einer Position der Stärke, sondern eher aus einer Zwangslage heraus. Denn nicht eine boomende Konjunktur, sondern die durch das schwache Britische Pfund verstärkte Inflationsentwicklung veranlasste sie zu diesem Schritt.

Was kurzfristig der Wechselkursstabilisierung nützt, kann langfristig schaden, denn höhere Zinsen dämpfen die Investitionstätigkeit. Helfen würde dem Britischen Pfund mehr Klarheit über die Art und Weise, mit der Großbritannien aus der EU aussteigt. Doch das Vereinigte Königreich befindet sich in einer ungünstigen Verhandlungsposition. Das einzige wesentliche Faustpfand der Briten, die Begleichung der finanziellen Verpflichtungen gegenüber der EU aus den bestehenden Verträgen, steht gleich zu Beginn der Austrittsverhandlungen auf der Agenda. Ein frühes politisches Nachgeben in dieser Frage würde die Verhandlungsposition der Briten schwächen. Die Politiker des Inselstaates sind daher gezwungen, hoch zu pokern. Da es nicht nur um sehr viel Geld, sondern auch um die politische Zukunft von Theresa May und anderen führenden

Politikern geht, erscheint ein Ringen bis zur letzten Minute unausweichlich.

Der Preis dieser Verhandlungsstrategie wird eine Investitionszurückhaltung der Unternehmen sein. Solange das Risiko eines ungeordneten Austritts besteht, wird kaum ein Unternehmenslenker größere Investitionen vor Aktionären und anderen Interessensvertretern rechtfertigen können. Wesentliche Investitionsvorhaben werden entweder verschoben oder in die EU verlagert. Schon im zweiten Quartal des Jahres 2017 stiegen die Investitionen in der EU mit 2,0 Prozent gegenüber dem Vorquartal stärker als in Großbritannien (0,6 Prozent). Im dritten Quartal hat sich die Wachstumsdifferenz den ersten Daten zufolge noch weiter ausgeweitet. So verzeichnete das Vereinigte Königreich nur noch einen kleinen Zuwachs von 0,2 Prozent, während die Investitionen in Deutschland (+0,4 Prozent) und Frankreich (+0,8 Prozent) stärker zulegen. Diese Investitionszurückhaltung sollte sich noch verschärfen und sich gleichzeitig bei Immobilien und bei Industrieanlagen bemerkbar machen.

Wir erwarten im Jahresverlauf eine deutliche Schwächung des Britischen Pfund. Selbst die Parität zum Euro ist möglich. Erst nach einer wahrscheinlichen Einigung in letzter Minute auf eine Übergangszeit bis zur endgültigen Abkopplung von der EU kann sich das Pfund wieder auf 0,95 EUR/GBP zum Jahresende etwas erholen.

Die Spekulationen gegen den US-Dollar dürften aufgrund der zu erwartenden Zinsanhebungen der US-Notenbank ein Ende finden. Der US-Dollar wird zunächst spürbar aufwerten. Das Britische Pfund leidet darunter, dass die britischen Politiker bis zur letzten Minute pokern müssen, um dem innenpolitischen Druck zu begegnen, sodass eine Abwertung bis zur Parität möglich ist.

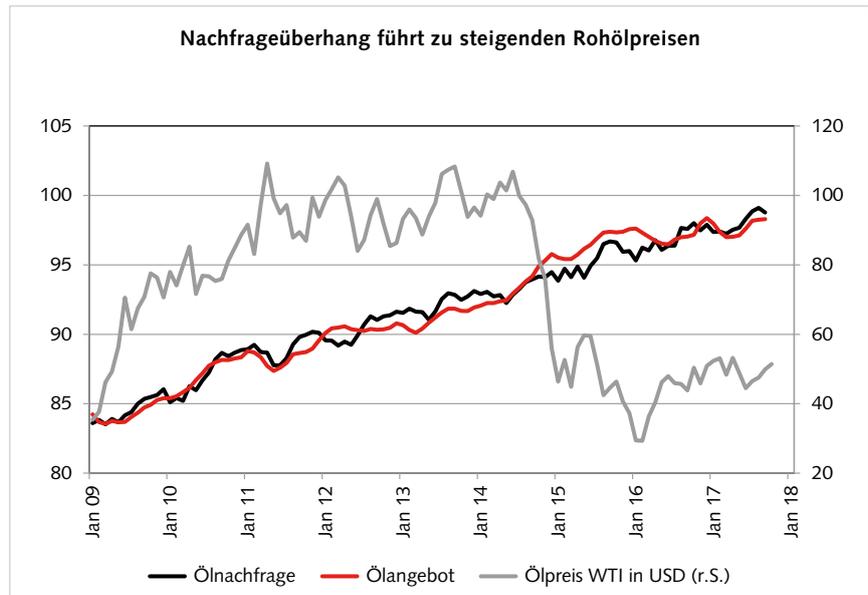
Das schwarze Gold: Robuste Konjunktur versus labile Geopolitik

Die mit Abstand wichtigste Energiequelle der Erde sind fossile Rohstoffe, angeführt von Erdöl. Rund 36 Prozent des gesamten globalen Energiebedarfs werden aus dem sogenannten schwarzen Gold gewonnen. Die internationale Energieagentur sagt für das Jahr 2030 einen Tagesbedarf von 110 Millionen Fass Rohöl (aktuell 95 Millionen) mit einem jeweiligen Fassungsvermögen von 159 Litern (Barrel) voraus. Trotz Substitutionseffekten, neuer Technologien und effizienterem Verbrauch ist also kein Nachfragerückgang absehbar. Dennoch sind wir heute weit entfernt von der Aufregung in den 1980er Jahren über das angeblich bevorstehende Ende des Ölzeitalters wegen des mutmaßlichen Versiegens der Quellen. Der Club of

Rome hatte in einer Publikation unter dem Titel „Die Grenzen des Wachstums“ das Ende des Ölzeitalters noch vor dem Jahr 2000 datiert. Jüngste Prognosen auf Basis des aktuellen Verbrauchs und unter Berücksichtigung heutiger technologischer Möglichkeiten sprechen von weiteren Reserven für rund 50 Jahre. Ein Ende dieser Entwicklungen ist nicht absehbar. So könnte es sein, dass das Ölzeitalter zu Ende geht, ohne dass uns das Öl ausgegangen ist.

Ein Barrel Rohöl kann in Saudi Arabien zu einem Preis von 2 USD gefördert werden, in der Nordsee vor Norwegen dagegen nicht unter 12 USD. Der erheblich höhere Marktpreis bildet sich an den internationalen Börsen aus einem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage, Transport- und Raffineriekosten, sowie aus spekulativen Elementen, abzulesen an den Terminkontrakten. Dies gilt im Prinzip für alle gehandelten Rohstoffe. Direkten Einfluss auf die Preisentwicklung haben jedoch regelmäßig auch die Projektionen für die künftige Entwicklung der Konjunktur und eventuelle

Störungen von Förderung, Verarbeitung und Transport. So kommt es beispielsweise bei einer Zuspitzung der Konflikte im Nahen Osten oder bei heftigen Wetterkapriolen zu Be-



fürchtungen vor einer Verknappung des Angebots und damit zu Preissteigerungen. Großen Einfluss haben auch die Fördermengenfestlegungen der OPEC oder die periodisch veröffentlichten Lagerhaltungsdaten sowie die Zahl der aktiven Bohrtürme und produzierenden Quellen.

SYNCHRONER KONJUNKTURAUFSCHWUNG STABILISIERT DIE NACHFRAGE

Dies alles in Rechnung gestellt gibt die aktuelle Entwicklung des Preises für ein Fass des schwarzen Goldes ebenso wie für andere Energie- und Grundstoffe untrügliche Hinweise auf den beschriebenen, robusten und weltweit synchron feststellbaren konjunkturellen Aufschwung. Viel schwieriger ist einzuschätzen, welcher Anteil an der aktuellen Preissteigerung der künstlichen Angebotsverknappung durch die OPEC geschuldet ist und wie stark sich diverse lokale Konflikte (Nigeria, Venezuela, Irak u. a.) auswirken bzw. wie lange diese anhalten. Der gestiegene Preis hat bereits zu

neuen Förderrekorden in den USA geführt. Auf der anderen Seite haben Meldungen über Engpässe bei den Pipeline- und Hafenskapazitäten in Nordamerika die Fragilität der gesamten Wertschöpfungskette offenbart. Investitionen, die aufgrund niedriger Margen und Angebotsüberhänge in der jüngeren Vergangenheit ausblieben, müssen nun nachgeholt werden.

Offenbar können derzeit aber so gut wie alle Förderländer mit dem aktuellen Preis für ein Barrel der Nordsee-Sorte Brent bei 60 USD leben. Die stark gesunkenen Einnahmen des Jahres 2016, als der Ölpreis zu Jahresbeginn die 30 USD-Marke unterschritt und schmerzhaft Spuren in den Budgets der Ölförderer hinterließ, haben Wirkung gezeigt. Heute sind die Förderländer an stabilen Einnahmen stärker interessiert als an einer temporären Gewinnmaximierung. Trotz verstärkter Anstrengungen im Rahmen einer Diversifizierung ihrer Einnahmequellen durch den Ausbau anderer Wirtschaftszweige gehen sie von einer langfristig anhaltenden Nachfragesteigerung nach Rohöl aus. Die OPEC selbst erwartet für die nächsten 25 Jahre eine Verdoppelung der Fahrzeugdichte auf dem Planeten. Erwartet wird, dass von den dann 2 Milliarden Autos immer noch 85 Prozent mit Diesel oder Benzin betrieben werden. In den Industrielän-

„Gold ist nicht magnetisch – und doch das anziehendste aller Metalle.“

(deutsches Sprichwort)

dern dürfte der Verbrauch zwar mit hoher Wahrscheinlichkeit sukzessive zurückgehen, die dynamisch wachsenden Schwellenländer werden diesen Effekt jedoch für viele Jahre mehr als ausgleichen. Unter diesen Bedingungen erwarten wir Stabilität und sehen den Ölpreis (Brent) am Jahresende 2018 bei 65 USD je Barrel.

ES IST NICHT ALLES GOLD, WAS GLÄNZT

Die überaus positiven konjunkturellen Entwicklungen sorgen auch bei den Industriemetallen seit Ende des Sommers für steigende Preise. Die Aussichten auf eine wachstumsfördernde Steuerreform und die Einigung im Streit über den US-Haushalt 2018 dürften hier neben der anziehenden Nachfrage aus China (Importe plus 20 Prozent) die stärksten Impulse liefern. Bei Aluminium und Stahl wirken darüber hinaus Angebotsverknappungen durch die Schließung von Produktionsstätten in China aufgrund der Umweltbelastung.

Der Preis der Edelmetalle dagegen wird immer stärker von deren Nutzen als Wertaufbewahrungsmittel bestimmt. Angesichts der robusten Konjunktur, der Erwartung leicht ansteigender Realzinsen und höherer USD-Notierungen dürfte es auf absehbare Zeit keine Argumente für höhere Preise geben, und die Anlage in Edelmetallen im Vergleich zu den Alternativen wenig profitabel sein. Wir bleiben jedoch bei unserer Empfehlung, physische Edelmetallbestände in kleiner Stückelung – sozusagen als Versicherung gegen Störungen des Weltfinanzsystems – für einen kleinen Teil des Vermögens in Erwägung zu ziehen. Anlagen über diesen engen Wirkmechanismus hinaus erscheinen bei einer Jahresendprognose von 1300 USD pro Feinunze gegenwärtig nicht Erfolg versprechend.

Die Rahmenbedingungen für die Entwicklung der Rohstoffpreise sind aktuell gekennzeichnet durch eine stabilitätsorientierte Angebotspolitik bei gleichzeitig robuster Nachfrage im Rahmen eines synchronen Aufschwungs der Weltwirtschaft. Investitionen in Ölwerte und Industriemetalle erscheinen uns vor diesem Hintergrund am attraktivsten.

Immobilien bleiben attraktiv – Mietwachstum gewinnt an Bedeutung

Immobilien werden auch im Jahr 2018 attraktive Renditen erzielen. Nahezu flächendeckend herrscht in den zentralen Lagen ein Nachfrageüberhang – sei es nach Wohn- oder Büroflächen. Die europäischen Märkte profitieren nicht nur von einer hohen Flächennachfrage, sondern auch von einer überwiegend geringen Neubautätigkeit. Diese Kombination führt zu Leerstandsdaten, die auf dem ohnehin schon niedrigen Niveau nochmals sinken werden. Wir erwarten daher für die Mietpreise einen weiteren Anstieg bei einem gleichzeitigen Rückgang der mietfreien Zeiten bei Neuvermietungen.

ZYKLUS UND BREXIT-VERHANDLUNGEN BREMSEN GROSSBRITANNIEN

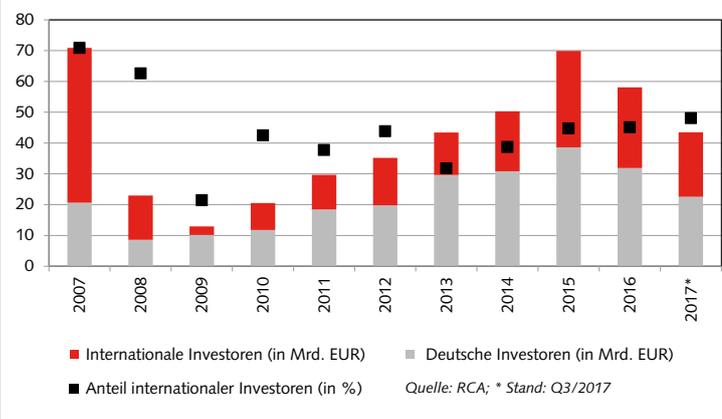
Eine Ausnahme für die gute Entwicklung bilden die britischen Märkte und dabei insbesondere London. Neben einer regen, oft spekulativen Bautätigkeit zeigt sich bei der Anmietung von Flächen im Zuge der Brexit-Verhandlungen eine Zurückhaltung der Unternehmen. Gleichzeitig sind vor allem in Paris, Frankfurt am Main, Dublin, Luxemburg und Amsterdam Anmietungen zu erwarten, da die Finanzdienstleister ihre Handlungsfähigkeit in der EU – unabhängig von den Verhandlungsergebnissen zwischen Großbritannien und der EU – erhalten müssen und somit in den ohnehin begehrten Märkten für eine zusätzliche Nachfrage sorgen. Erste Mietvertragsabschlüsse wie durch Goldman Sachs in Frankfurt sind bereits zu verzeichnen. Zahlreiche weitere Anmietungen werden wohl folgen.

MIETWACHSTUM GEWINNT AN BEDEUTUNG

Die Objektverfügbarkeit bleibt die Herausforderung an den Investmentmärkten, wodurch das historisch niedrige Renditeniveau nochmals leicht nachgeben dürfte. Ebenso werden

basierend auf den aktuellen Prognosen die geringen Renditedifferenzen in den europäischen Metropolen bestehen bleiben, obwohl dies aus Rendite-Risiko-Gesichtspunkten nicht immer adäquat erscheint. Allerdings ist mit einer nachlassenden Dynamik bei der Renditekompression zu rechnen. Daher kommt es zunehmend auf die Selektion von Standorten mit einem überdurchschnittlichen Mietwachstum bei gleichzeitig nachhaltiger wirtschaftlicher Entwicklung an. Zu diesen Märkten zählen neben Deutschland vor allem Skandinavien sowie die Niederlande und Österreich. Attraktive Renditedifferenzen zu Deutschland weisen aktuell die polnischen Märkte auf, die sich dynamisch entwickeln, von einer sehr gut ausgebildeten Bevölkerung profitieren und durch die Auslagerung von Geschäftsprozessen seitens internationaler Unternehmen eine hohe Nachfrage erfahren.

Angebotsknappheit führt zu einem sinkenden Transaktionsvolumen am deutschen Immobilienmarkt



FOKUS WEITERHIN AUF DEUTSCHLAND

Dem deutschen Immobilienmarkt könnte der anstehende Brexit doppelt zugutekommen: Zum einen schichten Investoren für Großbritannien vorgesehene Investitionen zumindest partiell in andere Sichere-Hafen-Märkte in Europa – allen voran Deutschland – um. So wird inzwischen jeder zweite Euro am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt von internationalen Anlegern investiert. Zum anderen

profitiert besonders Frankfurt am Main von geplanten Standortverlagerungen zahlreicher Finanzdienstleister.

In Verbindung mit der ohnehin hohen Flächennachfrage dürfte dieser zusätzliche Nachfrageschub zu einer weiteren Flächenknappheit führen, die neben den zentralen Bürolagen inzwischen auch periphere Stadteillagen erfasst. Trotz des gegenüber 2017 zu erwartenden Anstiegs beim Fertigstellungsvolumen bleibt der Nettoflächenzuwachs moderat. Zum einen resultiert dies aus der bereits hohen Verdichtung in den meisten deutschen Metropolen sowie aus lokalen Bauvorschriften. Zum anderen konkurrieren Büroflächen zunehmend mit Hotels und Wohngebäuden. Der Anstieg der (Spitzen-) Mieten bei Büroflächen wird sich somit auch im Jahr 2018 fortsetzen und im Durchschnitt bei voraussichtlich 3,0 Prozent liegen, wobei der Anstieg in München mit 4,0 Prozent am stärksten ausfallen dürfte. Die Wertsteigerungen von Spitzenobjekten in den Top 7-Standorten Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt, Stuttgart und Düsseldorf dürften im Jahr 2018 bei 3,3 Prozent liegen.

WACHSTUMSSTÄDTE ALS ATTRAKTIVE ERGÄNZUNG ZU TOP 7-STANDORTEN

Abseits der Top 7-Standorte bieten Wachstumsstädte neben günstigen sozio-demographischen und ökonomischen Rahmenbedingungen vielfach die Heimat mittelständischer Weltmarktführer. Für den Immobilienmarkt wirken diese Standorteigenschaften stabilisierend. Die Unternehmen besitzen eine höhere Standort- und Objekttreue als klassische Mieter in den zentralen Top 7-Lagen. Ebenso ist die Flächennachfrage konstanter und die Flächenanforderungen sind weniger anspruchsvoll, was für eine höhere Cash-Flow-Stabilität sorgt.

Diese Standorte stehen auch (noch) nicht im Fokus internationaler Investoren und weisen gegenüber den Top 7-Standorten attraktive Renditedifferenzen von 100 bis 150

Basispunkten auf, sofern Investoren bereit sind, zyklusbedingte Einschränkungen bei der Marktgängigkeit der Objekte zu akzeptieren.

WOHNEN: ANHALTENDER NACHFRAGEÜBERHANG

Für Wohnen zeichnet sich ein zu den Büromärkten vergleichbares Bild ab. Die Neubautätigkeit liegt insbesondere in den Top 7-Standorten, aber auch bundesweit unter dem Bedarf, wodurch der Nachfrageüberhang weiter steigt und für 2018 in den Metropolen mit Mietsteigerungen von 2,7 Prozent zu rechnen ist. Überdurchschnittlich positiv dürften sich München und Stuttgart entwickeln, wobei die Mietanstiege von Neubau- gegenüber Bestandsobjekten auch auf Grund der geringeren Regulierung höher ausfallen dürften. Bei Bestandsobjekten besteht dagegen durch Sanierungen häufig ein Wert- und Mieterhöhungspotenzial. Die Fokussierung auf Mietwachstum gewinnt auch bei Wohnen an Bedeutung, da mit einer stabilen Entwicklung der Bewertungsrelationen zu rechnen ist und die Wertentwicklung somit zunehmend aus der Mietentwicklung resultiert. Im Gegensatz zu den Büromärkten bieten bei Wohninvestitionen auch kleinere Standorte gute Renditeperspektiven. Auf Grund der kleinteiligen Vermietung und der äußerst stabilen Nachfrage mit nur partiellen, temporären Leerständen erweist sich Wohnen auf der Ertragsseite als stabiler im Vergleich zu Büro. Die Wohnimmobilienpreise in den Top 7-Städten dürften um 2,9 Prozent zulegen.

Sowohl für Wohn- als auch Büroimmobilien bleibt der Ausblick positiv. Das Rendite-niveau dürfte im Jahr 2018 leicht unter dem der Vorjahre liegen, wobei eine geringfügige Abschwächung des Marktzyklus zu erwarten ist. Die Büromärkte besitzen die höhere Dynamik, Wohnen überzeugt dagegen durch Stabilität.

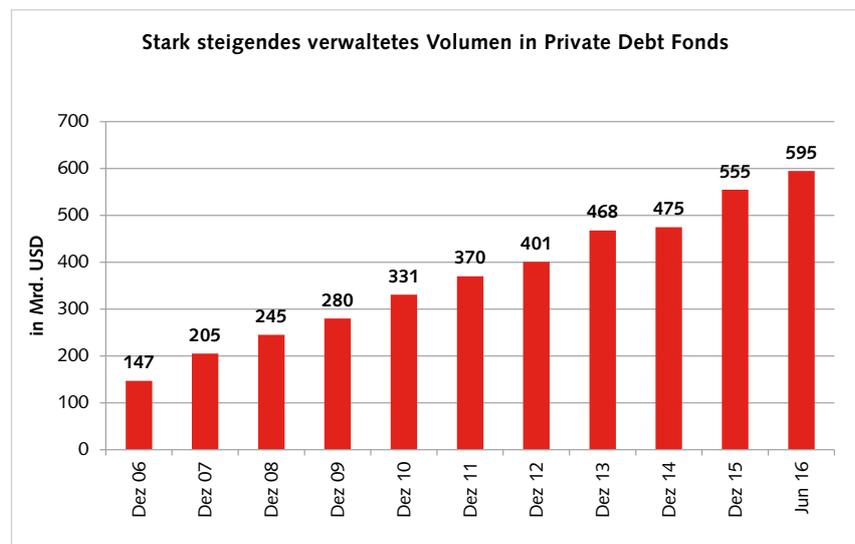
Private Debt – Investieren in eine neue Anlageklasse für vermögende Privatanleger

Private Debt ist ein Produkt der Finanzmarktkrise des Jahres 2008. Seitdem besteht eine Finanzierungslücke im Kreditgeschäft durch den Rückzug der Banken, die durch private Anleger gedeckt wird, woraus eine neue Assetklasse entstand.

Private Debt bezeichnet die Bereitstellung von privat platzierten Fremdfinanzierungsinstrumenten vorwiegend durch institutionelle Investoren außerhalb des öffentlichen Anleihemarktes. Private Debt umfasst dabei unterschiedliche Kreditstrategien. Im Fokus dieser Betrachtung steht das Direct Lending, d. h. die direkte Vergabe von Fremdkapital an ein Unternehmen im Rahmen einer Private Equity Transaktion, ohne dass ein Kreditinstitut als Finanzintermediär dient. Finanzierer dieser Kreditart sind vor allem Fonds. Die Kreditvergabe erfolgt nicht durch ein Bankenkonsortium, sondern direkt vom Management des Fonds an das Unternehmen.

Seit der Finanzmarktkrise hat sich das verwaltete Vermögen in diesem Segment global auf rund 600 Mrd. USD vervierfacht. Als Folge der Finanzmarktkrise sind mit der Einführung des Regulierungsstandards Basel III im Jahr 2013 die Eigenkapitalanforderungen an die Banken stark angehoben worden. Die Banken reagierten darauf mit einer Reduzierung der Bilanzsumme und verhalten sich insbesondere bei der Kreditvergabe sehr restriktiv. Gleichzeitig wurden die Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung von Krediten mit erhöhtem Risiko aufsichtsrechtlich angehoben. Kreditzurückhaltung wurde so unausgesprochen zum Grundsatz der Kreditwirtschaft. Insbesondere die Finanzierungen von Private-Equity-Transaktionen werden anders als in den Vorkrisenjahren mit großer Zurückhaltung begleitet.

Gleichzeitig sorgt die anhaltende Niedrigzinspolitik bei den Anlegern für eine gestiegene Nachfrage nach alternativen Anlageformen, um eine angemessene Rendite unter Inkaufnahme moderater Risiken zu erwirtschaften. Dies gilt zunehmend nicht nur für institutionelle Investoren, sondern auch für vermögende Privatkunden. Kreditfonds (Private Debt) wurden angeboten, fanden eine starke Nachfrage und schufen so eine neue Anlageklasse. Seit dem 12. Mai 2015 sind Kreditfonds auch für Deutschland zulässig. Damit wird die Vergabe von Darlehen auf Rechnung von sogenannten Alternative Investment Funds im Rahmen des Kapitalanlagegesetzbuchs möglich. Insgesamt ist dies eine dramatische Veränderung am Kreditmarkt, die kaum registriert wurde.



Kreditnehmer sind nicht kapitalmarktfähige, häufig mittelständische Unternehmen. Deren Umsätze liegen pro Jahr zwischen 100 Mio. EUR und 2.000 Mio. EUR. Die gute Wirtschaftslage und steigende Fusions- und Übernahmeaktivitäten haben zuletzt die Nachfrage nach Finanzierungen steigen lassen.

Ein Großteil der Finanzierungen in diesem Bereich findet im Rahmen von Private-Equity-Transaktionen Anwendung. Die Initiative geht häufig von Private-Equity-Investoren aus,

denen an einer strukturierten Gesamtfinanzierung des gekauften Unternehmens sehr gelegen ist und deren tiefe Analysen der Finanzdaten den Fonds zur Verfügung gestellt werden. So sind die Unternehmen sehr häufig im Eigentum eines Private-Equity-Fonds, verfügen daher über ausreichend Eigen- und Nachrangkapital und sind bezüglich des Berichtswesens professionell aufgestellt, was insgesamt das Risiko eines Ausfalls reduziert. Grundsätzlich sind weder die Kredite noch die Unternehmen mit einem externen Rating ausgestattet.

In der Praxis zeichnet sich die Assetklasse Direct Lending bei Betrachtung der bisherigen Transaktionen seit dem Jahr 2008 durch ein niedriges Ausfallrisiko und – im Fall eines Verstoßes gegen eine der Kreditaufgaben – durch hohe Rückgewinnungsraten aus. Die Kredite werden als erstrangig und besichert bezeichnet. Hierbei handelt es sich um Kredite zweiter Qualität. Dennoch liegt die Risikoklassifizierung der jeweiligen Direct-Lending-Kredite in einem gerade noch tolerablen Bereich, was gegen die Investition in Einzelrisiken und für die Anlage in Kreditportfolien dieser Risikogruppe spricht.

Die Finanzierungsbedingungen bei diesen Krediten werden direkt zwischen dem Fondsmanager und dem Unternehmen ausgehandelt, sodass flexible Strukturierungen ermöglicht werden. Wichtig zum Verständnis ist, dass keine Kredite künstlich aufgespalten, also bis zur Unkenntlichkeit „tranchiert“ werden, wie es in Produkten geschah, die eng mit der Subprime-Krise in den USA verbunden waren.

Die Vorteile für den Kreditnehmer sind geringere Prüfungs- und sonstige Vorlaufzeiten als bei Bankenfinanzierungen und damit eine schnellere und planbare Verfügbarkeit und Auszahlung des Kredites.

In dem aktuell niedrigen Zinsniveau bietet die Anlageklasse Direct Lending eine deutlich höhere Rendite als andere

verzinsliche Finanzinstrumente. Das Auszahlungsprofil mit einer jährlichen Ausschüttung der Zinseinnahmen, die aktuell zwischen vier Prozent und fünf Prozent liegen und mit einer vollen Rückzahlung am Laufzeitende ausgestattet sind, erinnert an eine typische Anleihestruktur. Der Basiszins orientiert sich in der Regel an variablen Referenzzinssätzen orientiert und macht den Fonds hinsichtlich des Zinsänderungsrisikos einem Floater gleich.

Da die Handlungsalternativen für eine attraktive Rendite bekanntermaßen entweder im Verzicht auf Sicherheit oder im Verzicht auf Fungibilität liegen, geht das moderate Risiko und die attraktive Rendite bei Direct-Lending-Fonds in erster Linie zu Lasten der Liquidität. So kann der Anleger nur in Form von geschlossenen Fonds in diese Anlageklasse investieren. Um unter dem Aspekt der Diversifikation das Risiko für den Anleger möglichst gering zu halten, ist zusätzlich auf eine Streuung von Länder- und Währungsrisiken zu achten. Wir favorisieren mehrheitlich europäische Kreditportfolien. Erste Fonds, die es auch Vermögenden erlauben, direkt und schon mit Zeichnungssummen ab 200.000 EUR erstmals in diese Asset Klasse zu investieren, erwarten wir im Jahr 2018.

Der Begriff Private Debt bezeichnet die Bereitstellung von Fremdkapital für meist mittelständische Unternehmen jenseits der Bankbilanzen und Anleihemärkte. Über Private-Debt-Fonds werden im Jahr 2018 auch Privatanleger in diese Assetklasse investieren und von attraktiven Renditen profitieren können.

Unabhängig seit 1798 – digital seit 2017

Mit Warburg Navigator startete die Bank im Oktober ihre digitale Vermögensverwaltung. Im Gespräch sind Sandra Duttke, Regionalleiterin Private Banking, und Bente Lorenzen, Analystin im Investmentrat.

Wer nicht mit der Zeit geht, geht mit der Zeit – was ist die Idee hinter Warburg Navigator?

Sandra Duttke: Mit Warburg Navigator möchten wir ein erweitertes Angebot für unsere Kunden schaffen, die Wert auf personalisierten Service und insbesondere auf Mobilität, Einfachheit und Transparenz legen. Warburg Navigator ermöglicht einen Vertragsabschluss, der zu 100 Prozent online erfolgt. Neben der Wertentwicklung des Portfolios, das aus



„Meine Definition von **innovativ** ist das Liefern von Mehrwert für den Kunden.“

Mary Barra,
CEO General Motors

ETFs und aktiv gemanagten Fonds besteht, können aktuelle Kapitalmarktanalysen jederzeit über ein Kundenportal eingesehen werden. Damit werden wir neuen Kundenbedürfnissen gerecht und nutzen technologische Möglichkeiten. Es handelt sich aber immer noch um eine Vermögensverwaltung, die global investiert, taktisch allokiert und täglich von unseren Kapitalmarktexperten überwacht wird. Das Angebot richtet sich bereits an Vermögen ab 20.000 EUR.

Übernehmen bald Roboter die Vermögensverwaltung?

Bente Lorenzen: Im Asset Management übernimmt der Computer immer mehr Aufgaben des Portfoliomanagements. Computer können schon jetzt in einem Bruchteil der Zeit, die ein Mensch bräuchte, Daten verarbeiten und viele verschiedene Bedingungen und Restriktionen effizient berücksichtigen. Wir nutzen deshalb in der traditionellen Vermögensverwaltung diverse Modelle, die täglich tausende von Daten verarbeiten und uns so Entscheidungsgrundlagen liefern. Im Warburg Navigator gehen wir nun noch einen Schritt weiter und lassen den Computer auch Entscheidungen fällen. Die Rahmen- und Nebenbedingungen kommen

aber von uns und sind damit von fachlichem Wissen und menschlicher Erfahrung geprägt.

Sandra Duttke: Der Einzug der Digitalisierung bei M.M.Warburg & CO darf keinesfalls als Kapitulation des etablierten Geschäftsmodells verstanden werden. Vielmehr erweitern wir den Zugang unserer Kunden zu unserer Beratungskompetenz. Vermehrt informieren sich Kunden selbst vor Terminen mit ihren Bankberatern mittels sozialer Medien oder mobile Zugänge über relevante Finanzthemen. Das Private Banking trägt dieser Dynamik Rechnung, indem wir unseren Kunden technologisch auf Augenhöhe begegnen und dabei dennoch den zwischenmenschlichen Mehrwert einer persönlichen Beratung bieten. Eine Säule der Kundenbeziehungen von M.M.Warburg & CO ist schließlich Vertrauen, und das entsteht auch in Zukunft zwischen Menschen.

Warburg Navigator entstand in Kooperation mit dem Technologie-Startup Elinvar aus Berlin. Worauf kam es in der intensiven Zusammenarbeit an?

Bente Lorenzen: Vor rund einem Jahr, am 13. Oktober, haben wir bei der fintech week in Hamburg unseren technischen Kooperationspartner Elinvar kennengelernt. Auf den Tag genau am 13. Oktober 2017 ist Warburg Navigator online gegangen. Warburg gehört zu den ersten Banken und ist vor allem die erste Privatbank mit einem eigenen Angebot einer digitalen Vermögensverwaltung. Unternehmerisches Denken und Mut zur Veränderung ist in einem Haus, das seit mehr als 200 Jahren eigentümergeführt ist, fest verankert. Wichtig ist zu wissen, wo die eigenen Kernkompetenzen liegen. In unserem Fall sind dies das Verstehen von Kundenbedürfnissen und das Asset Management. Im Falle Elinvar Technologie und IT. Sich darauf zu fokussieren, ist entscheidend für den Erfolg. Genau deshalb passen Warburg und Elinvar auf diesem gemeinsamen Weg so gut zusammen.

Mehr Informationen finden Sie auf: navigator.mmwarburg.de

HERAUSGEBER

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

AUTOREN

Uwe Boehmer, Sandra Duttke, Dr. Frank Geilfuß, Martin Hasse, Charlotte Höntschke, Dr. Christian Jasperneite, Carsten Klude, Bente Lorenzen, Dr. Jörg Rahn, Dr. Felix Schindler

REDAKTION UND LAYOUT

Dr. Jörg Rahn und Elina Kilimnik

BILDQUELLEN

S. 13: Lilium GmbH, S. 15: www.hollywood.com, S. 17: Bundesarchiv/Doris Adrian, S. 19: Universitätsarchiv Mainz, S. 30: Reuters

URHEBERRECHTSHINWEIS

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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



M. M. WARBURG & CO
1798

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

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Telefon +49 40 3282-2400

Telefax +49 40 3618-1000

www.mmwarburg.com