

DZ BANK  
Die Initiativbank

Friedrich

#3

September 2018

Research. Trends. Analysen.

# Neue Wege auf alten Pfaden

Chinas „Neue Seidenstraße“ ist ein Weltprojekt

# Inhalt

AUSGABE #3 / SEPTEMBER 2018



## IM FOKUS

### Neue Wege auf alten Pfaden

Chinas „Neue Seidenstraße“ ist ein Weltprojekt

**Seite 5**

---



## MARKTPERSPEKTIVE

### Dürreperiode am Rentenmarkt

Zudem bremsen Handelsstreitigkeiten die europäischen  
Aktienmärkte

**Seite 10**

---



## ANLAGESTRATEGIE

### Der unstete Flug des roten Drachen

Unsicherheiten belasten den Aktienmarkt in China

**Seite 13**

---

**Die Sorge um die  
Stabilität des Euro  
könnte  
zurückkommen.**

## EXPERTEN-INTERVIEW

### Mit Stefan Bielmeier

**Seite 16**

---

**B<sup>3</sup>**

## DZ BANK BLOG

### Bestes aus Bielmeiers Blog

**Seite 17**

---



**RESEARCH-SPEZIALTHEMA**

**Markt für Macher**

Deutsche Unternehmen können in China wachsen

Seite 20



**MISCHPULT**

**Musterportfolio**

Seite 25



**WUSSTEN SIE SCHON?**

**Fieberkurve für den Euro**

Falsche Diskussion über ein brisantes Thema

Seite 30

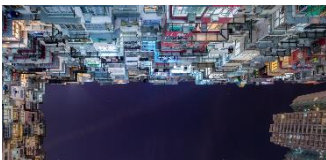


**WAS IST EIGENTLICH?**

**Handelskrieg mit Ansage**

Die Grenzen der Weltwirtschaft

Seite 33



**THINK-TANK**

**Die Währung des Volkes**

Der Renminbi gewinnt international an Bedeutung

Seite 36



**GLOSSE**

**Ade, blaue Ameisen**

Seite 40

# Zurück an die Weltspitze

## EDITORIAL

Stefan Bielmeier

Liebe Leserin, lieber Leser,

mit keinem anderen Partnerland hat sich der deutsche Außenhandel in den letzten Jahren so rapide aufwärts entwickelt wie mit China. Seit 2005 haben sich die deutschen Einfuhren aus dem Reich der Mitte mehr als verdoppelt, die deutschen Ausfuhren nach China haben sich im gleichen Zeitraum sogar vervierfacht! Damit ist die deutsche Wirtschaft, allen voran die Sparten Maschinenbau, Autoindustrie und Chemie, einer der Hauptnutznießer des rasanten Aufstiegs Chinas zur ökonomischen Weltmacht.

In den vergangenen Monaten stand China jedoch zunehmend am Pranger. Zwischen den Vereinigten Staaten und China ist ein Handelsstreit entbrannt. Die US-Regierung wirft China unfaire Handelspraktiken, erzwungenen Technologietransfer von US-Firmen und Diebstahl geistigen Eigentums vor. Strafzölle sollen das Land zum Einlenken zwingen, bislang rufen sie jedoch nur Verärgerung und entsprechende Gegenmaßnahmen hervor. Eine weitere Eskalation der Auseinandersetzungen droht den gesamten Welthandel in Mitleidenschaft zu ziehen und die bislang robuste globale Konjunktur empfindlich zu belasten.

Wir möchten Ihnen in unserer aktuellen Friedrich-Ausgabe die verschiedenen Aspekte des Themas „China“ näherbringen und ihre Relevanz nicht zuletzt für Ihre Anlageentscheidung deutlich machen. Das Wachstumspotenzial des chinesischen Marktes ist immer noch enorm. Davon können sowohl heimische Firmen, die stark im China-Geschäft engagiert sind, als auch lokale chinesische Unternehmen profitieren. Gleichzeitig wird einer der größten Anleihemärkte weltweit schrittweise für internationale Investoren geöffnet, mit sehr attraktiven Renditen. Doch in Sachen Investorenschutz, Rechtssicherheit und Finanzaufsicht gibt es in China noch erheblichen Nachholbedarf.

Wir alle können – wie unser „Haus-Philosoph“ Diogenes – in Bezug auf das Reich der Mitte noch viel dazulernen. In diesem Sinne haben wir für Sie einige Analysen aktueller Entwicklungen und Erläuterungen rund um das Thema „China“ zusammengestellt. Viel Spaß mit Friedrich!

Ihr Stefan Bielmeier  
Chefvolkswirt



# Neue Wege auf alten Pfaden

Chinas „Neue Seidenstraße“ ist ein Weltprojekt

## IM FOKUS

Monika Boven

**Mit der „Neuen Seidenstraße“ hat der chinesische Präsident Xi 2013 ein Projekt ungewöhnlichen Ausmaßes verkündet: Entlang einer Route, die sich am Verlauf der historischen Seidenstraße orientiert, entstehen Infrastrukturprojekte in Höhe von 1 Billion US-Dollar, die Asien, Europa und Afrika besser miteinander verbinden sollen.**

Ein Landweg soll von Zentralchina über Zentralasien und den Nahen Osten bis nach Europa führen. Ein Seeweg soll sich von Chinas Ostküste über Südostasien bis nach Ostafrika und schließlich bis nach Griechenland und Italien erstrecken. China betitelt das Projekt inzwischen offiziell als „Belt and Road“-Initiative (BRI). „Belt“ steht dabei für den geplanten Landweg, „Road“ für den Seeweg, der auch als „Maritime Seidenstraße“ bezeichnet wird. Zusätzlich zu den Hauptrouten sollen diverse Wirtschaftskorridore entstehen. Sogar eine „Polare Seidenstraße“ ist inzwischen im Gespräch.

### Geplante Routen der „Neuen Seidenstraße“



Grafik: 3St/Martin Kraft, Ursprungskarte: Tubs, Lizenz: [Creative Commons BY-SA 3.0 unported](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/3.0/)  
Quellen: MERICS (Mercator Institute for China Studies), DZ BANK Research.

### **Die halbe Weltwirtschaft ist involviert**

74 Länder haben sich dem Vorhaben inzwischen offiziell angeschlossen und ein „Memorandum of Understanding“ (Absichtserklärung) unterzeichnet. Unter den BRI-Partnerländern befinden sich fast alle zentral- und südostasiatischen Staaten, nahezu der gesamte Nahe Osten, alle elf osteuropäischen EU-Staaten plus fünf Balkanstaaten, Russland und fast sämtliche ehemaligen Sowjetrepubliken. Mit Panama und Neuseeland werden sogar offizielle Partnerländer geführt, die fernab von den skizzierten Routen liegen.

Dagegen haben auf dem afrikanischen Kontinent bislang nur wenige Staaten das Memorandum unterzeichnet. Und das, obwohl die geplante Seeroute weite Strecken entlang der Küsten Afrikas verläuft und es darüber hinaus in zahlreichen Ländern Infrastrukturprojekte mit chinesischer Beteiligung gibt. Sie werden ebenfalls in den Kontext der Seidenstraßeninitiative gestellt.

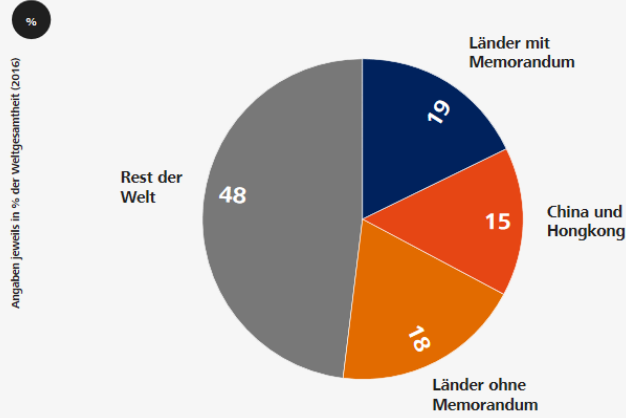
Auch viele westeuropäische Staaten spielen in den Plänen der Chinesen eine wesentliche Rolle – neben Deutschland (hier vor allem der Duisburger Binnenhafen) auch Belgien und die Niederlande sowie Frankreich, Spanien und Großbritannien. In den Hauptstädten Westeuropas steht man dem Mammutvorhaben jedoch äußerst skeptisch gegenüber und lehnt bilaterale Abkommen mit Peking generell ab. Gleichwohl hat das Projekt bereits jetzt einen beeindruckenden Umfang:



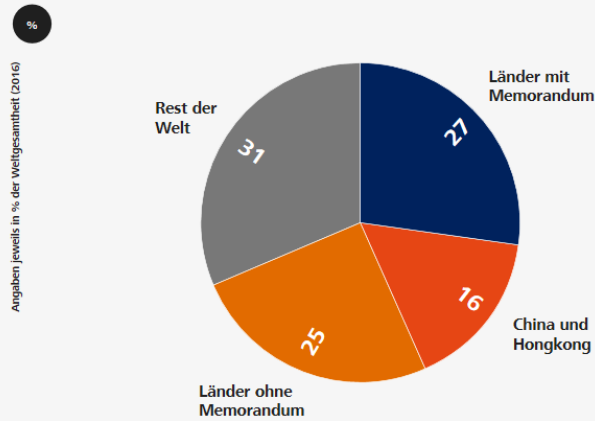
Zusammen mit China, Hongkong und den Ländern, die in die Planung der Initiative involviert sind, umfasst die „Neue Seidenstraße“ die Hälfte der Weltwirtschaft und zwei Drittel des globalen Handels – das Potenzial für ein gigantisches Handelsnetz.

## Die „Neue Seidenstraße“ könnte einmal weite Teile der Welt umfassen

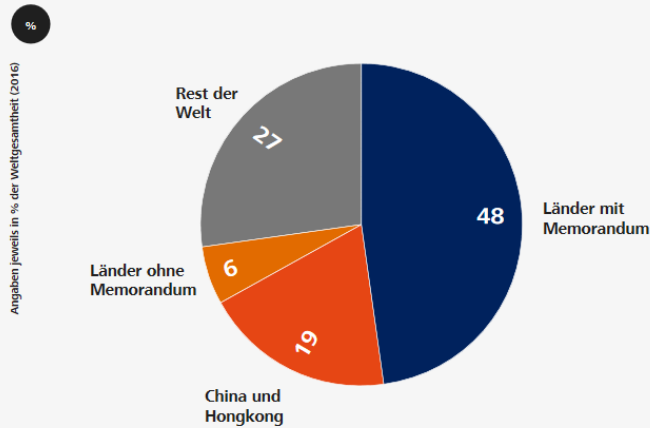
### Wirtschaftsleistung



### Exporte



### Bevölkerung



Quellen: Internationaler Währungsfonds (IWF), DZ BANK Research

### **„Win-Win“ ist nicht chinesisch – das Projekt dient vor allem den Interessen Chinas**

Es ist sicherlich Pekings primäres Ziel, China mit der Initiative besser an seine Handelspartner anzubinden: Exporte einerseits näher an die Abnehmer heranzuführen und sich andererseits einen leichteren Zugang zu wichtigen Rohstoffquellen zu sichern. Außerdem sollen durch die Baumaßnahmen und die verbesserte Verbindung mit den Nachbarstaaten die strukturschwachen Grenzregionen Chinas gezielt gefördert werden. So will Peking auch zur Verringerung des enormen Wohlstandsgefälles innerhalb Chinas beitragen.

Aber ist das Projekt auch für die anderen Länder von Vorteil? In vielen Partnerländern rennen die Chinesen mit ihrem Vorstoß durchaus offene Türen ein. Der Bedarf an Infrastrukturinvestitionen ist in vielen Regionen der Welt enorm. Zumeist mangelt es jedoch an Kapital, das China nun bereitstellt. Grundsätzlich erhöht eine bessere Infrastrukturanbindung an China und bis nach Europa für die meisten Länder langfristig die Aussicht auf mehr Wachstum und Wohlstand. Außerdem sind die Hoffnungen groß, durch die Baumaßnahmen vor Ort auch kurzfristig Wachstumsimpulse zu erzielen. In Osteuropa könnten die chinesischen Infrastrukturinvestitionen den Aufholprozess gegenüber den westlichen EU-Mitgliedsstaaten signifikant voranbringen.

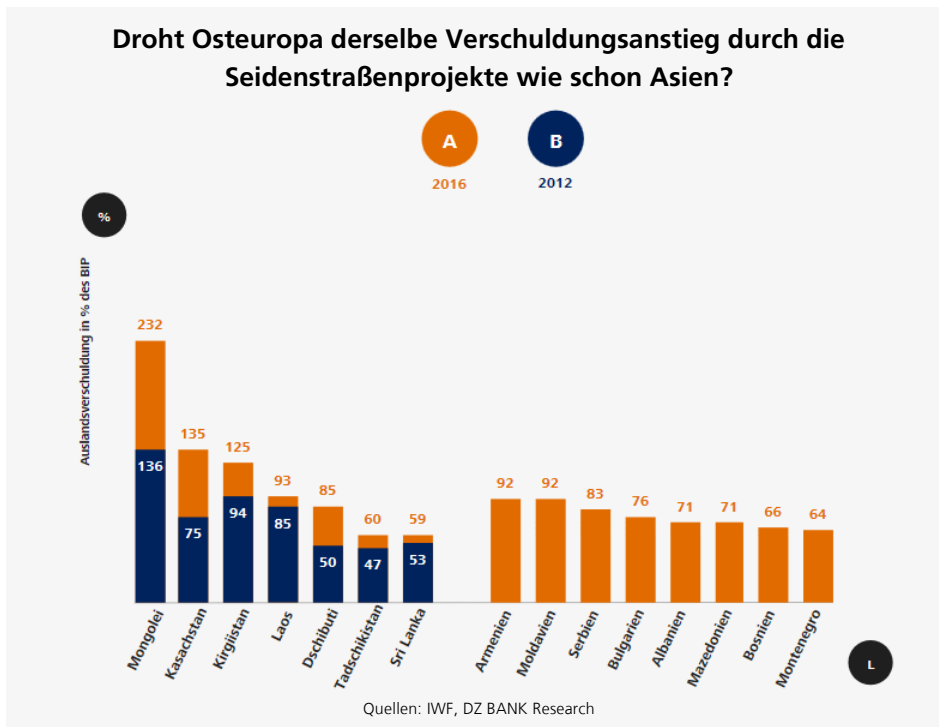
**Knapp fünf Jahre nach dem  
offiziellen Start von BRI  
macht sich aber  
Ernüchterung breit.**

Immer deutlicher zeigt sich, dass die Chinesen vor allem an sich selbst denken. So werden die bislang hauptsächlich in Asien gestarteten Bauprojekte überwiegend von chinesischen Firmen mit chinesischen Arbeitern durchgeführt. China schafft sich damit ein Ventil für die enormen Überkapazitäten, die in den vergangenen Jahren in der Bauwirtschaft aufgebaut wurden. Gleichzeitig stellt sich damit auch die Frage, wie mit Sozialstandards und Umweltbelastung umgegangen wird. In den Partnerländern lassen die versprochenen schnellen Wachstumseffekte dagegen auf sich warten. Dafür nehmen die hohen Defizite im Handel mit China weiter zu.

Kritisch ist vor allem, dass die chinesischen Gelder den beteiligten Ländern nicht als Direktinvestitionen zufließen, sondern als Kredite. Die ohnehin hohe Auslandsverschuldung vieler Partnerländer steigt dadurch weiter. Sie drohen in die Überschuldung abzugleiten. Das schafft finanzielle Abhängigkeiten, die China zu seinem Vorteil nutzt. So hat sich Peking die Eigentumsrechte an Projekten im Ausland überschreiben lassen und dringt generell auf eine china-freundliche Politik.

Ungarn, in der EU wohl der wichtigste Partner Chinas, hat bereits china-kritische Erklärungen der EU blockiert. Kritiker warnen davor, dass China mit seiner Seidenstraßenpolitik einen dauerhaften Keil zwischen die west- und osteuropäischen Staaten treiben könnte, und sprechen von einem „neokolonialistischen“ Gebaren der Chinesen.





**Fazit: Weder Chancen noch Risiken der „Neuen Seidenstraße“ sollten unterschätzt werden**

Pekings Ziel ist eine Gestaltungs- und Führungsrolle in der Welt. Dafür ist die Initiative sicherlich prädestiniert – sofern sie denn gelingt. Rund 1.000 Infrastrukturprojekte soll die „Neue Seidenstraße“ mittlerweile umfassen. Über die Planungsphase hinausgekommen sind davon bislang aber die wenigsten, vor allem außerhalb Chinas nicht. In vielen Partnerländern kommen inzwischen Zweifel an der Partnerschaft auf. Einige Projekte wurden sogar wieder abgesagt – nicht zuletzt mit Blick auf die hohen finanziellen Risiken.

Tatsächlich ist die hohe Verschuldung bedenklich, die China mit der Initiative nicht nur im Ausland, sondern auch im Inland auftürmt. Die Partnerländer drohen in die Schuldenfalle zu tappen, die chinesischen Banken tragen enorme Ausfallrisiken. Eine Welle von Zahlungsausfällen, beispielsweise durch einen Konjunkturerinbruch, könnte die Finanzstabilität der jeweiligen Partnerländer, aber auch die Chinas in Gefahr bringen. Daran würde das mutige und visionäre Projekt vermutlich scheitern.

Auf der anderen Seite birgt die Initiative aber großes Potenzial: Sie könnte die momentan stockende Globalisierung wieder entscheidend voranbringen und einen Beitrag zur globalen Armutsbekämpfung leisten. Noch steckt die „Neue Seidenstraße“ in der Anfangsphase. Fertiggestellt werden soll sie erst zur Mitte des Jahrhunderts. Die aktuellen Schwierigkeiten können, müssen aber die Erfolgchancen des Projektes nicht schmälern. Die Chinesen denken bei solchen Vorhaben sehr langfristig und pragmatisch – getreu dem chinesischen Sprichwort



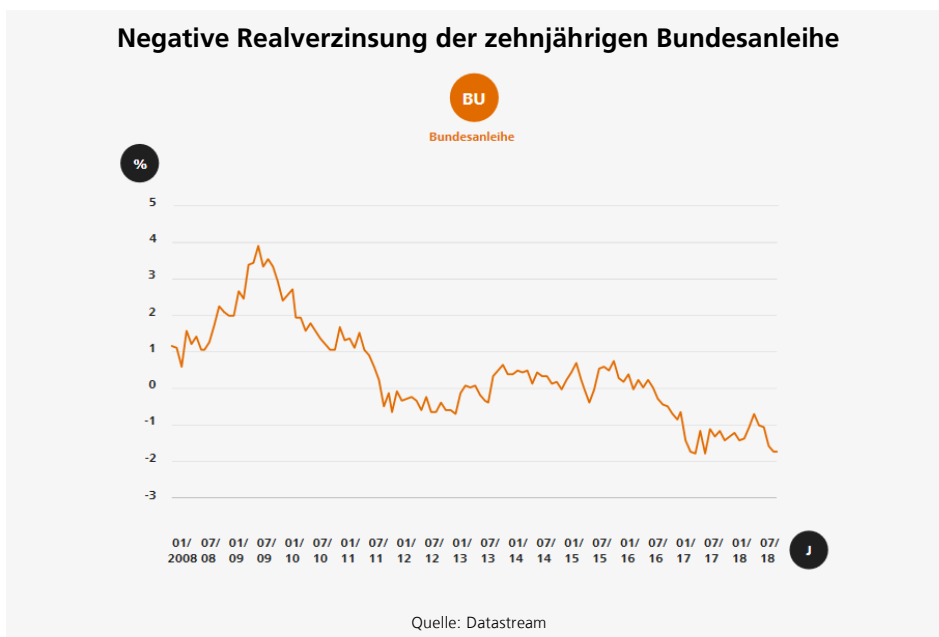


MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller

**Bei einer Inflationsrate von knapp über 2% werfen zehnjährige deutsche Bundesanleihen derzeit eine reale Rendite von minus 1,7% ab. Ein rascher Umschwung ist auch weiterhin am Euro-Rentenmarkt zum Leidwesen der Investoren nicht in Sicht.**

Mit dem Kauf von Bundesanleihen lässt sich auch weiterhin kaum Rendite erzielen. Ein wichtiger Grund: Bis zum Jahreswechsel 2018/19 kauft die EZB Staatsanleihen an. Hinzu kommt, dass das Wachstumstempo in Euroland und in Deutschland weiterhin moderat und von der Unsicherheit in den globalen Handelsfragen geprägt bleibt. Diese Handelskonflikte ziehen auch an den Euro-Rentenmärkten eine gewisse Investorennachfrage nach sicheren Häfen nach sich – zu denen auch deutsche Bundesanleihen zählen.



Neben den Handelskonflikten bleibt Italien ein zweiter Unruheherd. Bis zum Beginn des Monats September hat sich die Renditedifferenz zwischen den italienischen und deutschen zehnjährigen Bundesanleihen ausgeweitet. Es kursierten Gerüchte um einen Rücktritt des europafreundlichen

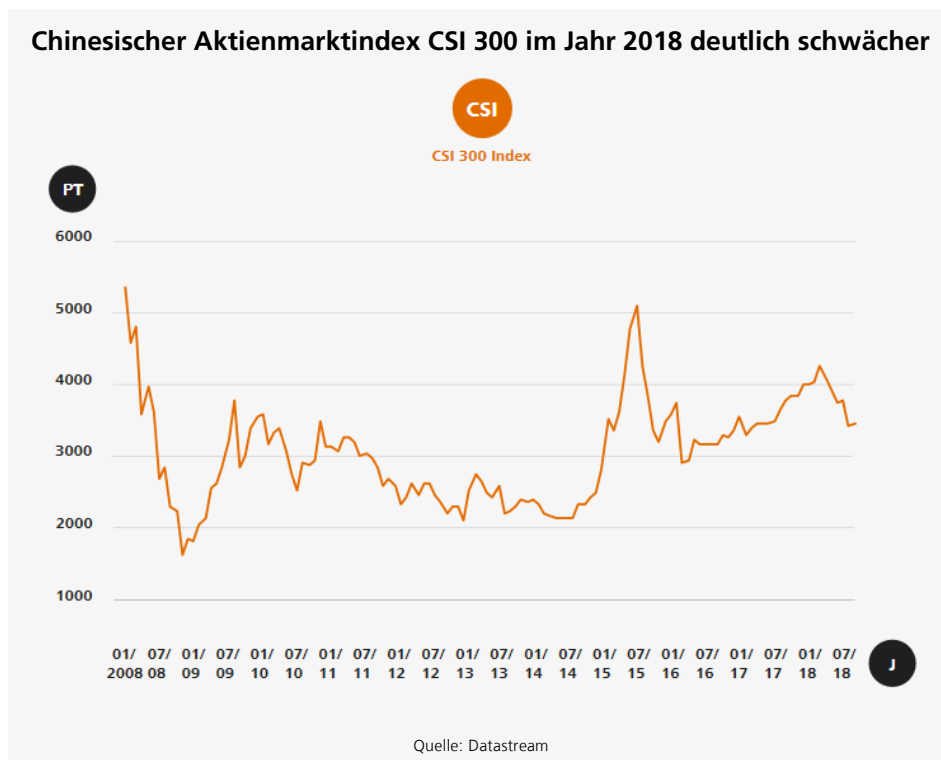
Finanzministers Giovanni Tria. Im Frühherbst wird die Diskussion um den Haushalt für das nächste Jahr intensiver geführt werden. Dann werden auch die – in ihrer Kombination abenteuerlichen – wirtschaftspolitischen Pläne der neuen Regierung konkretisiert werden müssen. Selbst wenn nur an einem Teil der bisherigen Vorstellungen festgehalten wird, ist der Konflikt mit der EU vorprogrammiert.

Als dritter, wenn auch nicht zwingend abschließender Punkt dieser kleinen Aufzählung sei das Thema Brexit genannt. Bisher hat der Rentenmarkt den anstehenden Brexit nahezu vollständig ignoriert. Das nach wie vor chaotische Agieren der britischen Seite macht die Problematik zum gordischen Knoten. Für eine umfassende Einigung mit der EU fehlt inzwischen die Zeit, und wenn es nicht zu einem ungeordneten Austritt des Vereinigten Königreiches kommen soll, sind in den nächsten Monaten Bewegung und kreative Lösungen auf beiden Seiten gefragt. Zusammengefasst: Auch in den kommenden drei Monaten erwarten wir nur eine Seitwärtsbewegung am Euro-Rentenmarkt.

### Die globalen Handelskonflikte prägen die europäischen und chinesischen Aktienmärkte

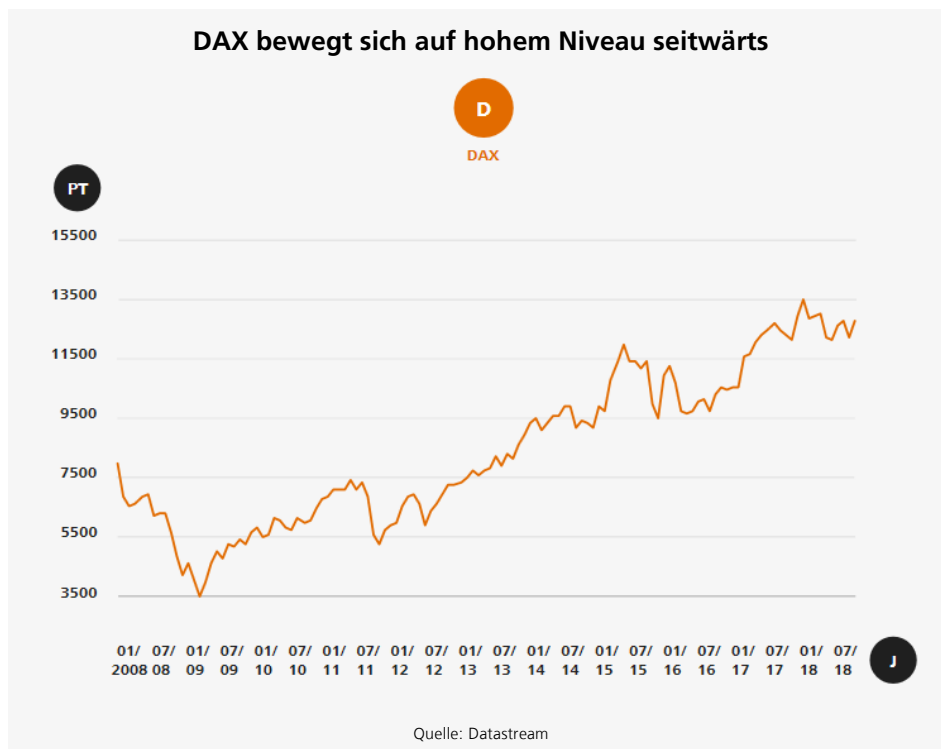
Die europäischen Aktienmärkte sind in den vergangenen Monaten vor allem durch die Geschehnisse in der Handelspolitik geprägt worden. Zwischenzeitliche Aufwärtsbestrebungen beim DAX und Euro Stoxx 50 wurden durch Negativmeldungen von der „Zollfront“ wieder zunichtegemacht: Ein Beispiel: Nachdem sich am 25. Juli 2018 EU-Kommissionspräsident Juncker und US-Präsident Trump darauf verständigt haben, konkrete Gespräche über einen Abbau von Handelsbarrieren aufzunehmen und während dieser Verhandlungen auf neue Zölle zu verzichten, atmeten die Marktteilnehmer auf.

Wenige Tage später hingegen führte die an die Adresse Chinas gerichtete Drohung Trumps, höhere Zölle (25% statt 10%) auf Importe im Wert von 200 Mrd. US-Dollar einzuführen, zu einem erneuten Rücksetzer der Kurse vor allem an den chinesischen, aber auch an den europäischen Aktienmärkten. Der Index der chinesischen Festlandaktien, CSI 300, notiert derzeit in der Nähe seines Einjahrestiefs. Seit Januar 2018 hat er rund 20% verloren – aus Sorge vor einer deutlichen Konjunkturverlangsamung. Der DAX tendiert unterdessen auf hohem Niveau weiterhin seitwärts.



Die Aussichten für die europäischen Aktienmärkte sind gut. Für den DAX und den Euro Stoxx 50 sind die Haupttreiber für die in den nächsten Monaten zu erwartende positive Entwicklung die deutlich wachsenden Unternehmensgewinne. Die weitere Entwicklung in puncto Handelspolitik bleibt aber ein Unsicherheitsfaktor. Wie nachhaltig sich die oben erwähnten Absichtserklärungen zwischen Trump und Juncker erweisen, wird die Zukunft zeigen.

Aber: Die Entwicklung an den asiatischen Finanzmärkten zeigt, was auch in Europa kommen könnte, wenn der Zollstreit eskalieren sollte. Zwar lassen sich die Investoren bislang von den verbalen Attacken nicht oder kaum beeindrucken; wenn jedoch Taten folgen und der Welthandel spürbar betroffen ist, dürfte sich die Lage ändern. Die Wachstumserwartungen sollten dann deutlich fallen und damit auch die Aktienkurse. Davon gehen wir derzeit aber nicht aus.



### Fazit

Am Euro-Rentenmarkt ist ein Umschwung aufgrund vielerlei Risiken in den nächsten Monaten nicht zu erwarten. Die europäischen Aktienmärkte sollten aufgrund guter Fundamentaldaten bestrebt sein, fester zu tendieren, wobei Donald Trump weiter einen Unsicherheitsfaktor darstellt.



# Der unstete Flug des roten Drachen

Unsicherheiten belasten den Aktienmarkt in China

## ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler

**Seit dem Hoch im Januar hat der Shanghai Composite Index über 20% korrigiert. Das muss aber noch nicht alles gewesen sein: Weitere Störungen im Welthandel würden die Unternehmen in China zusätzlich belasten. Ist der chinesische Aktienmarkt also derzeit noch nicht attraktiv genug für einen Einstieg?**

Chinas Unternehmen wurden in den vergangenen Jahren immer wertvoller. Trotz der rückläufigen Kurse seit Jahresbeginn ist der chinesische Aktienmarkt mit einer Marktkapitalisierung der Unternehmen von 6,5 Bio. US-Dollar (vergleiche Deutschland mit 2,3 Bio. US-Dollar) der zweitgrößte Markt der Welt, wenngleich zum US-Aktienmarkt (31,1 Bio. US-Dollar) ein gewaltiger Rückstand besteht.

Allerdings ist bisher nur ein kleiner Teil des chinesischen Aktienmarktes für ausländische Investoren zugänglich. Bis 2002 konnten diese nur in Hongkong gehandelte „H-Aktien“ kaufen, nicht jedoch die „A-Aktien“, wie die an den Festlandbörsen gehandelten Papiere genannt werden. Nur wenige ausländische Investoren haben eine Lizenz zum Handel der A-Aktien, deren Gewichtung in den internationalen Auswahlindizes seit Juni 2018 sukzessive erweitert wird. Die beliebten Technologieaktien der sogenannten „BAT+“-Gruppe (unter anderem Baidu, Alibaba, Tencent und JD.com), die als chinesische Antwort auf US-amerikanische Internetkonzerne wie Amazon oder Google gesehen werden, sind überwiegend in den USA gelistet.

In den vergangenen Monaten sind die Aktienkurse in China, ebenso wie in anderen asiatischen Ländern wie Südkorea, Malaysia oder Thailand, unter Druck geraten.

**Seit Ende Januar hat der Shanghai Composite Index um über 20% nachgegeben.**

Genervte Investoren haben Aktien verkauft, weil Sorgen aufkamen, chinesische Unternehmen würden zukünftig verstärkt unter den Handelsauseinandersetzungen mit den USA leiden. Tatsächlich zielt US-Präsident Trump im Kern seiner protektionistischen Politik auf Importe aus China. Seit Anfang Juli werden US-Schutzzölle in Höhe von 25% auf bestimmte chinesische Waren erhoben, der Gegenwert der bekannt gegebenen Maßnahmen umfasst dabei bis zu 50 Mrd. US-Dollar. In der nächsten Eskalationsstufe sollen zusätzlich chinesische Importe im Gegenwert von 200 Mrd. US-Dollar mit Zöllen belegt werden, dann jedoch nur noch mit einem Zollsatz in Höhe von 10%.

Die Antwort der chinesischen Regierung auf die US-Zölle wurde klar formuliert: Man wird mit den Maßnahmen der USA Schritt halten. Zug um Zug sollen auch die Importe aus den Vereinigten Staaten besteuert werden, oder man wird zu anderen Maßnahmen greifen, weil aktuell Waren im Wert von weniger als 200 Mrd. US-Dollar aus den USA importiert werden.

Da Anfang November in den USA die Kongresswahlen stattfinden, gehen wir davon aus, dass Präsident Trump seine scharfe Rhetorik zum Handel mit China und der EU bis in den Spätherbst beibehalten wird. Für die chinesischen Aktienindizes bedeutet dies nichts Gutes, die Marktstimmung sollte gedrückt bleiben.

Jedoch sollte die schlechte Investorenstimmung an den Märkten von den fundamentalen Wirkungskanälen der jüngsten Maßnahmen unterschieden werden. Wenngleich wir in unserer volkswirtschaftlichen Prognose etwas skeptischer für die Konjunkturentwicklung Chinas im zweiten Halbjahr eingestellt sind (das in Frage stehende Handelsvolumen von 250 Mrd. US-Dollar entspricht 2% des chinesischen BIP), dürften die Auswirkungen des Handelsstreits auf die börsennotierten Unternehmen relativ gering ausfallen.

### **Einfluss der USA ist zu verkraften**

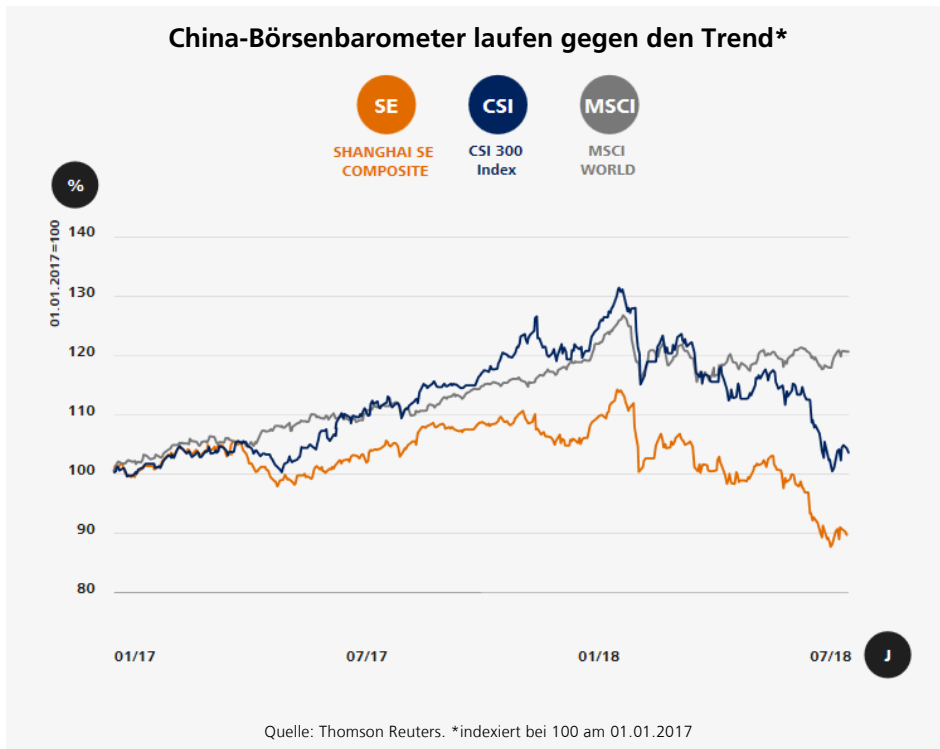
So ist die Abhängigkeit vom US-Geschäft bei den Unternehmen im Börsenindex CSI 300 („China Securities 300“), welcher die Kursentwicklung der 300 größten an den beiden Festlandbörsen in Shanghai und Shenzhen gehandelten Dividendenpapiere abbildet, sehr gering. Eine Analyse der zehn größten Titel, die zusammen 25% der Indexkapitalisierung darstellen, zeigt, dass diese weniger als 5% der Unternehmensumsätze in den USA erzielen.

Beispiel Kweichow Moutai: Der wertvollste Spirituosenhersteller der Welt und gleichzeitig das zweitgrößte chinesische Unternehmen im CSI 300 erzielt eigenen Angaben zufolge weniger als 5% der Unternehmensumsätze außerhalb Chinas.

Die deutliche Verlagerung von Chinas Wirtschaft hin zum Inland und die verstärkte Diversifikation der Handelspartner sorgt dafür, dass die Unternehmen heute weniger anfällig gegenüber Störungen im direkten Handel mit den USA sind als noch vor einigen Jahren. Generell sollten die großen Unternehmen in den Aktienindizes MSCI China, CSI 300 Shanghai/Shenzhen Composite, die primär von der Entwicklung der chinesischen Binnenkonjunktur abhängen, kaum Auswirkungen der Zollstreitereien bemerken. Zumal auch die heimische Währung Yuan abgewertet hat und somit die Belastungen abgefedert werden.

Es ist auch durchaus wahrscheinlich, dass die chinesische Regierung mit zusätzlichen Staatsausgaben auf stärkere Negativwirkungen der Zölle reagiert. Denn wir gehen nicht davon aus, dass die chinesische Regierung ein Wachstum unterhalb des offiziellen BIP-Wachstumsziels von 6,5% dauerhaft zulassen wird.

Anders sieht es jedoch in den Sektoren aus, die wesentlich zum großen Handelsbilanzüberschuss Chinas mit den USA beitragen. Dazu gehören Unternehmen aus den Branchen Unterhaltungselektronik, Industrie, Automobilteile und Textilien. Deren fundamentale Ausblicke haben sich deutlich verschlechtert, die Kurse dürften dort mehrheitlich zu Recht gefallen sein.



#### Fazit: Chinas Aktienmarkt ist noch nicht attraktiv genug

Die Bewertungsrelationen des chinesischen Marktes haben sich verbessert, die Entwicklung der Unternehmensgewinne sollte unverändert stabil verlaufen. Aktuell liegt die KGV-Bewertung bei 11,5 Punkten, das Gewinnwachstum 2018 bei knapp 13%. Jedoch dürfte die Marktstimmung noch für längere Zeit negativ bleiben, zumal sich der Handelsstreit mit den USA in den kommenden Monaten noch intensivieren könnte. Die anhaltende Verunsicherung dürfte eine nachhaltige Erholung des Marktes verhindern, weshalb wir den chinesischen Aktienmarkt derzeit noch nicht attraktiv genug für einen Einstieg halten.

# Die Sorge um die Stabilität des Euro könnte zurückkommen

**Unabhängige Zentralbanken sind ein teures Gut. Stefan Bielmeier erklärt, warum es diese Freiheit zu verteidigen gilt – und weshalb die Lage in der Türkei, den USA und Italien so gefährlich für die Eurozone ist.**

## EXPERTEN-INTERVIEW

Stefan Bielmeier, DZ BANK Chefvolkswirt und Leiter Research und Volkswirtschaft

**Friedrich: Warum wird die Frage nach der Unabhängigkeit einer Zentralbank so hoch aufgehängt?**

**Stefan Bielmeier:** Vertrauen ist tatsächlich die zentrale Währung einer Zentralbank. Die Notenbanken brauchen das Vertrauen der Bürger in die Fähigkeit, die Geldmenge zu steuern, weil damit letztendlich die Inflationserwartungen in die richtigen Bahnen gelenkt wird. Wenn das Vertrauen verlorengeht hat man auch sehr schnell eine ganz andere Inflationserwartung, was sich dann negativ auswirken kann.

**Friedrich: Was passiert denn, wenn dieses Vertrauen schwindet?**

**Stefan Bielmeier:** Wenn das Vertrauen in die Notenbank schwindet, hat das in der Regel doch spürbare Konsequenzen. Schöne Beispiele sind zurzeit die Türkei, aber auch Venezuela. Hier ist die politische Einflussnahme auf die Notenbanken deutlich angewachsen und damit letztendlich auch das Vertrauen der Investoren geschwunden. Die Folge ist eine schwächere Währung, in der Regel eine höhere Inflation und damit natürlich einen geringeren Wohlstand für die Menschen.

**Friedrich: Auch Präsident Trump hat sich kürzlich kritisch zu den Aktionen der US-Notenbank geäußert. Verliert die Fed ebenfalls ihre Unabhängigkeit?**

**Stefan Bielmeier:** US-Präsident Trump bleibt sich hier treu. Er hat auch die Fed kritisiert. Das ist natürlich sehr kritisch zu bewerten, weil damit natürlich die Unabhängigkeit der Notenbank untergraben werden kann. Bislang bleibt die Fed sich natürlich hier sehr treu und widerstrebt sämtlichen politischen Bestrebungen. Und das ist auch gut so. Die USA braucht ausländische Investoren. Man braucht viele Mittel, um den Haushalt zu finanzieren. Wenn hier das Vertrauen untergraben werden würde, wäre das für die US-Wirtschaft sehr nachteilig. Entsprechend kann man die US-Regierung nur davor warnen, diesen Weg zu verfolgen.

**Friedrich: Wird die Unabhängigkeit der Notenbanken international in Frage gestellt?**

**Stefan Bielmeier:** In der Tat, es gibt global einen leichten Trend, dass sich Politik etwas stärker in die Zentralbankpolitik einmischt. Das Ganze hängt natürlich damit zusammen, dass die Staaten hoch verschuldet sind. Das Ganze hängt natürlich auch damit zusammen, dass die Notenbanken sich verstärkt in die Bankenregulierung eingemischt haben. Insgesamt ist die Machtfülle der Notenbanken gewachsen, damit natürlich auch der politische Anreiz, sich hier einzumischen. Dieser Trend ist sehr gefährlich, weil letztendlich nur unabhängige Notenbanken eine nachhaltige Geldwertstabilität garantieren können.



# B<sup>3</sup>

## Bestes aus Bielmeiers Blog

### DZ BANK BLOG

**Im Internet finden Sie den Experten-Blog unter [www.bielmeiersblog.dzbank.de](http://www.bielmeiersblog.dzbank.de). Als App können Sie sich Bielmeiers Blog für alle gängigen mobilen Endgeräte herunterladen.**

#### **1. Griechenland: Neues Kapitel in der Krisen-Odyssee beginnt (vom 20. August 2018)**

Heute wird Geschichte geschrieben! Nach rund acht Jahren Krisen-Odyssee verlässt Griechenland das dritte und somit letzte Hilfsprogramm der EWU-Gläubiger. Ab sofort steht Hellas finanziell wieder auf eigenen Beinen. Die Syriza-Administration lehnt jedwede Form weitere Unterstützungsmaßnahmen seitens der Gläubiger ab – kann sie doch die wiedergewonnene Unabhängigkeit ein Jahr vor den Parlamentswahlen symbolisch als politischen Triumph verkaufen. Und tatsächlich sind vordergründig einige Erfolge zu verbuchen: Die Konjunktur befindet sich auf zumindest gemäßigtem Erholungskurs und die griechische Regierung kann bisweilen satte Haushaltsüberschüsse vor Zinszahlungen ausweisen. Gleichzeitig sind die Liquiditätsanforderungen für staatliche Verbindlichkeiten bis Ende 2019 erstmal gesichert, und weitere Schuldendiensterleichterungen in den vergangenen Monaten durch die EWU-Gläubiger gewährleisteten die Schuldentragfähigkeit zumindest auf absehbare Zeit – wie der IWF bescheinigt. Doch ist damit die griechische Unglückssaga ad acta gelegt? Steht Griechenland nun langfristig wieder auf eigenen Beinen, sodass die Euro-Nachbarn sich über ein Ende mit Schrecken freuen können?

Langfristig dürfte es für Hellas weiterhin schwierig sein, seine wiedergewonnene, fiskalische Unabhängigkeit zu bewahren. Das Land müsste über Jahrzehnte eine strenge Haushaltsdisziplin wahren und die Wirtschaft kontinuierlich wachsen – ein realistisches Ziel ist das wohl kaum. Die angekündigten Schuldendiensterleichterungen, welche den heutigen Wert der Verbindlichkeiten leicht senken, dürften für eine nachhaltige Schuldentragfähigkeit nicht ausreichen. Auch die neuen Auflagen sollten zukünftige Regierungen Griechenlands wohl kaum davon abhalten, den Reformkurs der vergangenen Jahre aufzuweichen. Der innenpolitische Druck ist aufgrund drohender sozialer Verwerfungen, anstehender Wahlen und nicht zuletzt der desaströsen Waldbrände, im Zuge derer sich die Regierung keine Untätigkeit vorwerfen lassen möchte, einfach zu groß.

Weiterhin könnten etwaige Rückschläge, die womöglich auch auf exogene Schocks zurückgehen, den Prozess des Schuldenabbaus bereits zunichtemachen. Die jüngsten Italien- oder Türkei Krisen haben gezeigt, wie anfällig Griechenlands Kapitalmarkt(-aktivität) für Ereignisse außerhalb seines Einflussbereichs bleibt und Liquiditätsengpässe, zumindest nach 2019, drohen könnten. Gleichzeitig dürfte eine relativ teure Refinanzierung am Primärmarkt die Aussicht auf eine nachhaltige Schuldentragfähigkeit noch verschlechtern und Griechenland letztlich wieder in die Arme der EWU-Gläubiger treiben. Die Eurozone stünde dann vor der Wahl: ein neues Hilfsprogramm oder weitere Schuldendiensterleichterungen für das Sorgenkind. Angesichts dessen dürften sich auch die Regierungschefs der Euroländer bewusst sein – heute wurde nur ein Kapitel in der griechischen Krisen-Odyssee beendet, das letzte war es wohl nicht.

## **2. Krisen gefährden DAX-Aufschwung (vom 15. August 2018)**

Die Eskalation der Türkei-Krise zeigt, wie schnell Donald Trump außerhalb der USA für Unruhe sorgen kann. Bis zu den Kongresswahlen in den USA im November könnte der US-Präsident verstärkt versuchen, sein Wohl im Angriff auf vermeintliche Gegner zu suchen, auch um von seinen persönlichen Affären abzulenken. Anleger können sich zwar damit trösten, dass die Trump'sche Rhetorik und seine Taten nicht immer übereinstimmen. Aber gerade diese Unberechenbarkeit sorgt dafür, dass Unternehmen und Investoren zunehmend nervöser werden. Betraf die erste Stufe der Eskalation „nur“ einen Teil der Handelsbeziehungen zwischen den USA und China, drohen nun eine Vielzahl neuer Baustellen, u.a. im Iran und der Türkei. Die US-Unternehmen leiden bisher kaum unter den Belastungen, weil die heimische Wirtschaft so stark wächst wie seit langer Zeit nicht mehr. Ein Crash am US-Aktienmarkt wird an den Märkten nicht diskutiert. So notierte das Volatilitätsbarometer VIX bis vor wenigen Tagen noch auf den tiefsten Stand seit Januar 2018, bevor sich die Krise in der Türkei am Wochenende verschärfte. Der Blick auf die rekordnahen Gewinnmargen und die gute Kursperformance von Nasdaq und Co. treibt allerdings wieder Sorgenfalten auf die Stirn: In der vergangenen Woche repräsentierte der Wert aller Nasdaq-Composite-Aktien mehr als die Hälfte der amerikanischen Wirtschaftsleistung – so ein hoher Wert wurde zuletzt im März 2000 markiert. Dabei erfolgte der jüngste Aufschwung maßgeblich auf fiskalpolitischen „Pump“, durch die 2018 erfolgten Steuersenkungen.

Während Wirtschaft und Aktienmärkte in den USA dynamisch wachsen, leiden die europäischen Unternehmen unter der anziehenden Zahl der Krisenherde. Die Manager halten sich wegen der zunehmenden internationalen Verunsicherungen mit Investitionen etwas stärker zurück als in früheren Phasen. Dazu kommen immer wieder politische und wirtschaftliche Probleme innerhalb der EU-Länder (u.a. Brexit). Die nächste Belastungsprobe dürften die von uns ab Herbst erwarteten Diskussionen über Zugeständnisse der EU gegenüber Italien werden. Bisher hat sich die Häufung der Krisen bei den DAX- und Euro Stoxx 50-Unternehmen noch nicht in schwächeren Unternehmensergebnissen niedergeschlagen. Die Erwartungen für das Gewinnwachstum 2018 wurden zwar um einige Prozentpunkte gekürzt, drei bis fünf Prozent Zuwachs scheinen aber unverändert möglich. Unsere im Rahmen der laufenden Berichtssaison genommenen Stichproben bei den Unternehmensreports zeigen noch keine Indizien für einen drohenden Gewinneinbruch. Für die Aktienmärkte wird die zunehmende Häufung an Krisen zunehmend negativer. Es ist auch sehr unwahrscheinlich, dass sich in Anbetracht der derzeitigen Gemengelage ein baldiger Stimmungsumschwung ergeben wird. Wir gehen zwischenzeitlich davon aus, dass die Stimmung an den Märkten bis zum Jahresende gedrückt bleibt.

Entscheidend ist letztlich, ob und wie stark die realwirtschaftlichen Konsequenzen für die Unternehmen ausfallen werden. Mögen die aus den jeweiligen Krisen resultierenden Belastungen isoliert betrachtet wenig gefährlich sein, so könnte in naher Zukunft der Punkt erreicht werden, an dem die Summe der Belastungen zu stagnierenden oder gar fallenden Unternehmensgewinnen (= Rezession) führt. Wahrscheinlicher ist es jedoch, dass die politischen Konflikte weltweit nicht noch stärker eskalieren und sich das Wirtschaftswachstum wieder stabilisiert. Die Aktienmärkte wären dann wieder von einem Umfeld wachsender Unternehmensgewinne und niedriger Kapitalmarktzinsen geprägt und könnten Kursgewinne verbuchen. Aus diesem Grund sind wir unverändert positiv für die Aktienmärkte, wenngleich auf deutlich niedrigerem Niveau als zuvor.

In unserer überarbeiteten Aktienmarktprognose per Jahresende 2018 erwarten wir den DAX bei 12.600 (vorher 13.700) Punkten und den Euro Stoxx 50 bei 3.500 (3.700) Punkten. Bis zur Jahresmitte 2019, unserem derzeit längsten Prognosehorizont, erwarten wir einen DAX-Anstieg bis auf 13.300 (14.200) Punkte. Der Euro Stoxx 50 sollte bis dahin auf 3.600 (3.900) Punkte gestiegen sein. Auf Basis der vom Konsens geschätzten Unternehmensgewinne für 2019 würde die Bewertung des DAX in unserem Kursziel per Jahresmitte 2019 bei 12,5 liegen, ein Wert leicht unter dem historischen Durchschnitt. In Anbetracht anziehender politischer und wirtschaftlicher Risiken halten wir diesen leichten Bewertungsabschlag gegenüber der Historie für gerechtfertigt.

### **3. Es bleibt dabei: Hohe Netto-Zinseinbußen der privaten Haushalte in Deutschland (vom 10. August 2018)**

In ihrem Wirtschaftsbericht vom August berechnet die Europäische Zentralbank die Veränderung der Netto-Zinseinkommen privater Haushalte im Euroraum für den Zeitraum von 2008 bis 2017. Für Deutschland kommt sie zu dem Ergebnis, dass der Rückgang der Zinserträge nur marginal größer ausfiel als der Rückgang der Zinsbelastungen durch Kredite. Die extrem niedrigen Zinsen hätten damit nur geringen Einfluss auf die Nettozinseinkommen der privaten Haushalte. Die EZB reagiert damit auf die – vor allem auch von uns – geäußerte Kritik zu den Auswirkungen ihrer Geldpolitik.

Allerdings bezieht sie in die Berechnung der Zinseinnahmen im wesentlichen nur Einlagen und Anleihen ein und lässt Lebens- und Pensionsversicherung außen vor. Die machen in Deutschland jedoch über 30 Prozent des gesamten privaten Geldvermögens aus. Obwohl der Garantiezins den Anlegern einen gewissen Schutz vor Zinsrückgängen bietet, hat die langanhaltende Niedrigzinsphase auch stark an der Durchschnittsrendite von Lebensversicherungen geknabbert. Das liegt daran, dass der Garantiezins für Neuverträge im Laufe der Zeit immer weiter abgesenkt wurde und die Überschussbeteiligung wegschmilzt.

Nach unseren Berechnungen haben deutsche Privatanleger von 2010 bis 2017 im Vergleich zum Normalzinsniveau insgesamt rund 436 Mrd. Euro weniger Zinseinnahmen aus Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen erzielt. Dem steht ein Zinsersparnis bei Krediten von 188 Mrd. Euro gegenüber: Macht Netto-Zinseinbußen von rund 248 Mrd. Euro in den letzten acht Jahren.



#### RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Michael Punzet, Peter Spengler, Herbert Sturm

**China wird noch lange auf ausländische Partnerschaften angewiesen sein. Kein Wunder, dass die chinesische Regierung für Ende 2018 eine Lockerung der geltenden Beschränkungen angekündigt hat. Vielfältige Chancen für ausländische Unternehmen!**

Gefragt sind in China neben Maschinen vor allem Autos und chemische Produkte – bevorzugt von deutschen Herstellern. Somit ist das Reich der Mitte als Wachstumsmarkt für deutsche Unternehmen außerordentlich wichtig. Aber auch als Standort für die Massenfertigung hiesiger Unternehmen ist das Land attraktiv, früher vor allem mit Blick auf die niedrigen Lohnkosten, heute teils schon in Form hochtechnologischer Serienproduktion.

**Automobil:** 85% mehr Absatz verzeichnet der VW-Konzern seit 2011 in China. Daimler sogar mehr als 150 %. Ein Großteil ihrer Produktion verkaufen deutsche Autohersteller mittlerweile in China. Wann wird aus Wachstum Abhängigkeit?

**Konsum:** Chinesen greifen beherzt zu Marken – und vor allem zu Adidas: Bei 29% liegt der Ergebnisanteil des China-Geschäfts für den Sport-Giganten aus Herzogenaurach. Produzieren lässt Adidas allerdings immer mehr in Vietnam, ebenso wie die Konkurrenz von NIKE.

**Technologie:** 25% des Umsatz- und Ergebnisanteils erwirtschaftet Infineon – von uns geschätzt – am chinesischen Markt. Offen für ausländische Investitionen ist China allerdings nur dort, wo chinesische Firmen auf den Technologietransfer angewiesen sind.

**Chemie:** 10 Mrd \$ will der Chemieriese BASF in China investieren. Der Ludwigshafener Chemieriese plant, seine Präsenz weiter auszubauen und so seine Unabhängigkeit von chinesischen Partnerunternehmen zu stärken.

**Investitionsgüter:** Airbus ist Top-Lieferant chinesischer Luftfahrtgesellschaften und somit einer ihrer wichtigsten Partner.

**Logistik:** 7% ihrer Gewinne erzielt die Deutsche Post DHL Group im China-Geschäft. Allerdings wächst der Druck auf nationale und internationale Logistikdienstleister: Chinesische Anbieter bauen ihren Marktanteil aus.

Quelle: DZ BANK Research

Doch um als ausländisches Unternehmen die Geschäftstätigkeit in China überhaupt aufnehmen zu können, ist bislang die Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens mit einem einheimischen Partner notwendig. Er muss zu mindestens 50% beteiligt sein. Umgekehrt ist China seit 2010 in Europa verstärkt auf Einkaufstour, mit Deutschland als Ziel Nummer eins – ohne solch strikte Beschränkungen. Zu den bekanntesten Übernahmen gehören die des Betonpumpenherstellers Putzmeister im Jahr 2012 durch den chinesischen Baumaschinenhersteller Sany. Und die des Augsburger Roboterherstellers KUKA, der seit 2016 zu 94,6% zum chinesischen Haushaltsgerätehersteller Midea gehört. Übernahmen in solch enormem Umfang schüren hierzulande die Angst vor einem Ausverkauf von Technologien und Know-how.

China kauft sich aus gutem Grund in Schlüsseltechnologien ein, wie aus der Luft- und Raumfahrt, dem Maschinen- und Anlagenbau sowie der Chemie.

## Das Reich der Mitte hat einen enormen Nachholbedarf in puncto Automatisierung.

Verantwortlich dafür sind unter anderem die auch in China steigenden Arbeitskosten. Aber die Volksrepublik hat noch ein ganz anderes Ziel: Bis zum Jahr 2049 – ihrem 100-jährigen Bestehen – will sie zur weltgrößten Industrienation aufsteigen. Da gilt es, Schritt zu halten mit der qualitativen Fertigung à la Westen und dafür muss sich das Land modernisieren. Die erste Etappe hin zur Weltspitze bildet der strategische Plan „Made in China 2025“, mithilfe dessen die Industrie auf Spur gebracht werden soll, vor allem hinsichtlich Fertigungseffizienz und Produktqualität.

Für die vor Ort tätigen deutschen Unternehmen läuft es ohnehin schon sehr gut, wodurch allerdings auch die Abhängigkeit vom dortigen Markt steigt. Umso wichtiger ist es also, dass sich diese Unternehmen auf Veränderungen einstellen. Das macht wiederum weitere Investitionen in die chinesischen Standorte notwendig.

### **Wichtigster Absatzmarkt für deutsche Automobilhersteller**

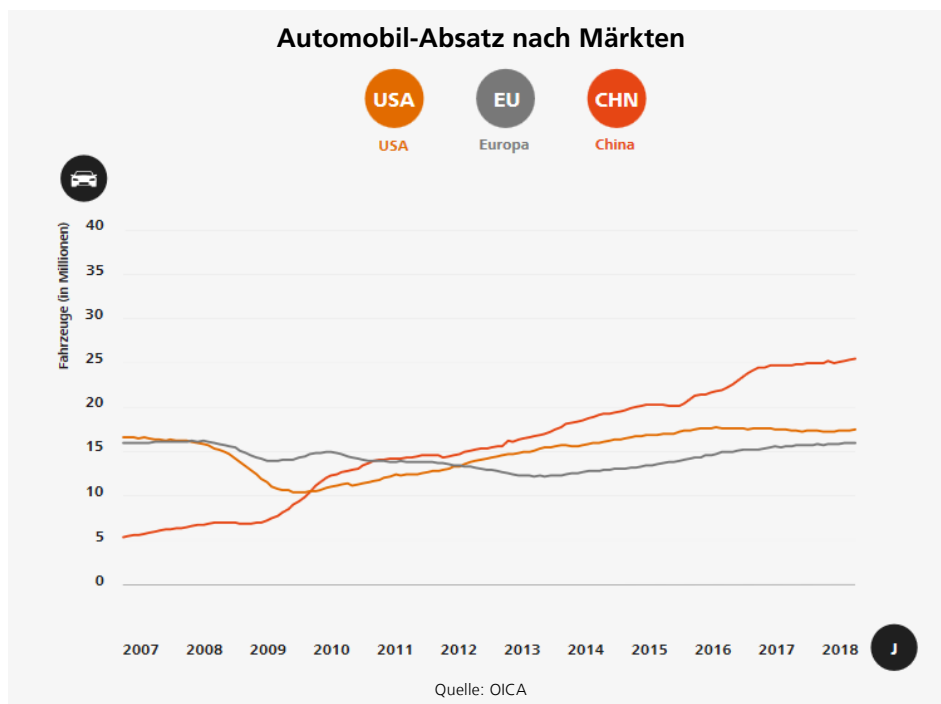
Seit dem Jahr 2011 ist China mit 24,7 Millionen verkauften Pkw der weltweit wichtigste Absatzmarkt für Automobile. Mit Blick auf die Verkaufszahlen ist Volkswagen unumstritten die Nummer eins: Fast jeder zweite VW, der weltweit verkauft wird, geht nach China. 2017 waren es 4,17 Millionen Fahrzeuge, ein Absatzanteil von fast 40% und damit neuer Rekord. Auch für die übrigen deutschen Autoschmieden läuft es in China gut: Bei BMW und Daimler liegt der jeweilige Absatzanteil bei rund 24%.

Vor diesem Hintergrund haben die deutschen Hersteller die lokale Fertigung deutlich erhöht. Rund 95% der in China verkauften Modelle des VW-Konzerns werden vor Ort in Zusammenarbeit mit den chinesischen Joint-Venture-Partnern FAW und SAIC gefertigt. Bei BMW und Daimler liegt der Anteil der lokalen Fertigung der jeweiligen Gemeinschaftsunternehmen bei über 60%.

Die starke Präsenz ermöglicht den Autoherstellern zugleich weitere Wachstumschancen. Langfristig betrachtet kann es aber auch riskant sein, auf nur ein Pferd zu setzen. Zupass kommt hier der von der chinesischen Regierung verfolgte Förderungsplan für die Automobilindustrie. Laut diesem sollen technologische Innovationen unterstützt werden, um so die Produktqualität der in China produzierten Automobile zu verbessern. Um das Vorhaben auf den Weg zu bringen, lockert China sogar die seit 1994 geltende Regelung und befreit noch in diesem Jahr die Hersteller von Hybrid- und Elektroautos von der

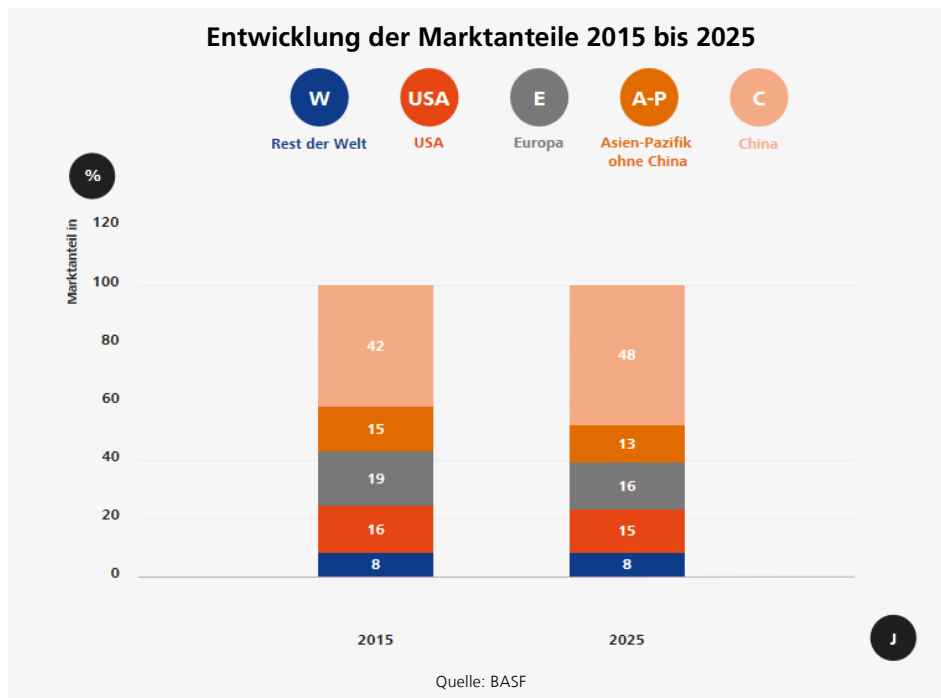
Zwangskooperation; 2022 soll die Befreiung für sämtliche Pkw-Hersteller gelten. Besonderes Augenmerk legt die chinesische Regierung auf die E-Mobilität. Hier will China Weltmarktführer werden, genauso wie im Bereich des autonomen Fahrens. Entsprechend fördert die Regierung mit Subventionen, aber auch mit verpflichtenden Quoten für Hersteller. Erklärtes Ziel ist es, dass 2025 ein Fünftel aller verkauften Fahrzeuge elektrisch fahren sollen.

Damit wird sich der Markt für Elektroautos in China schneller als in Europa entwickeln. VW will diese Chance nutzen und zusammen mit dem chinesischen Partner FAW die breit angelegte Elektro-Offensive in der Volksrepublik sowie den Einsatz neuer Technologien – Konnektivität, Mobilitätsdienste und autonomes Fahren – konsequent vorantreiben. Dazu haben die Wolfsburger Anfang Juli eine Absichtserklärung unterzeichnet. Zudem hat VW mit JAC ein weiteres Gemeinschaftsunternehmen gegründet, welches in den kommenden sieben bis acht Jahren 40 neue, lokal produzierte Elektro- oder Hybrid-Autos der Konzernmarken VW, Audi, Skoda, Seat auf den Markt bringen soll.



### China dominiert langfristig die globale Chemieproduktion

Ähnlich gut sieht es für den Chemiemarkt aus. Bereits 2015 war die Region Asien-Pazifik mit einem weltweiten Marktanteil von 57% die wichtigste Region im Chemie-Markt (Quelle: BASF). Auf Großchina (Volksrepublik China, Hongkong, Macau und Taiwan), als Teil des asiatisch-pazifischen Raums, entfielen rund 42%. Und auch für die Zukunft sieht es mehr als erfreulich aus: Basierend auf den Schätzungen von BASF liegt die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate bis 2025 mit 4,4% voraussichtlich deutlich über der weltweiten Wachstumsrate von 3,4%. Somit wird der chinesische Anteil der Chemieproduktion bis 2025 auf 48% steigen, der Anteil von Europa aller Voraussicht nach von 19% auf 16% sinken. Mit anderen Worten: 64% des Zuwachses der weltweiten Chemieproduktion entfallen auf China. Um Marktanteile zu behaupten oder auszubauen, muss die deutsche Chemieindustrie zukünftig verstärkt dort investieren, wo die Kunden sitzen, nämlich in China.



### Die Fabrik der Welt

Die deutsche Chemieindustrie hat eine lange Historie im chinesischen Markt, allerdings mit unterschiedlichen Modellen. Wacker Chemie beispielsweise produziert nicht vor Ort. Dennoch erzielte das Unternehmen 2017 in China einen Umsatz von 1,2 Mrd. Euro – deutlich mehr als im heimischen Markt; gemessen am Gruppenumsatz beläuft sich die China-Quote auf 24%. Die wichtigste Produktgruppe Polysilicium (zentraler Rohstoff für die Photovoltaik und Halbleiterindustrie) wird in Burghausen und Charleston (Tennessee) hergestellt und geht zum überwiegenden Teil nach China. Durch die vergleichsweise geringen Mengen bei hohen Kilopreisen ist dies durchaus profitabel. Ein weiterer Grund, bewusst nicht in China zu produzieren, ist die Angst vor Patentdiebstahl und dem Abfluss von Know-how im Produktionsprozess.

Ein ganz anderes Modell verfolgt das weltgrößte Chemieunternehmen BASF, das 2017 – wenig überraschend – mit 8,7 Mrd. Euro das höchste Umsatzvolumen und damit einen Anteil von 15% in China erzielt hat. Die Ludwigshafener sind bereits seit 1885 in China aktiv und setzten auf Kooperationen mit chinesischen Staatsunternehmen. So wird der erste chinesische Verbundstandort (hier werden verschiedene Produktionsabläufe effizient aufeinander abgestimmt) in Nanjing zusammen mit Sinopec betrieben. Nachdem China erklärt hat, ausländischen Unternehmen und Investoren den Zugang zum heimischen Markt zu erleichtern, prüft BASF derzeit den Aufbau einer zweiten Verbundstätte in China. Dafür sucht BASF einen Standort mit Zugang zu einem Seehafen im Süden des Landes, in der auch als „Fabrik der Welt“ bekannten Provinz Guangdong.

Mit einem Investitionsvolumen von 10 Mrd. US-Dollar wäre es das größte Projekt von BASF und würde in alleiniger Verantwortung betrieben. Erste Produktionsstätten sollen 2026 ans Netz gehen. Bis zum Jahr 2030 soll der drittgrößte Standort (nach Ludwigshafen und Antwerpen) fertiggestellt werden. Möglicherweise ist die Absichtserklärung eine Reaktion auf die Meldung von Caixin (China) vom 30. Juni 2018. Demzufolge bahnt sich in China eine Megafusion der beiden Staatskonzerne Sinochem und ChemChina an, um sich zu einem neuen Weltmarktführer in der Industrie-Chemie zusammenzuschließen.

### **Vielfältige Kooperationsmöglichkeiten**

Dass die derzeit zweitgrößte Volkswirtschaft zur führenden Industrienation aufsteigen und selbst – ohne die Hilfe von außen – innovative Technologien entwickeln will, ist nicht verwerflich. Schon heute ist „Made in China“, im Gegensatz zu früher, nicht mehr unbedingt ein Begriff für billig produzierte Güter minderer Qualität – ganz im Gegenteil. Ob das Ziel jedoch bis 2049 realisierbar ist, steht auf einem ganz anderen Blatt. Tatsache ist, dass auf dem Weg dahin alle Beteiligten enger zusammenarbeiten werden und von diesem herausfordernden Vorhaben profitieren können. Denn China will ähnlich wie Deutschland die Verbindung von Informationstechnologie und Industrie vorantreiben. In diesem Zusammenhang kann und will das Reich der Mitte von den deutschen Technologien lernen, gleichzeitig bietet es deutschen Unternehmen einen riesigen Markt und damit weitere Wachstumsmöglichkeiten.





## MUSTERPORTFOLIO

Christian Kahler & Thorsten Wenzel

**Hier stellen wir Ihnen Musterportfolios des DZ BANK Research vor. Diese sind rein virtueller Natur und können nur als allgemeine Leitfäden dienen. Sie enthalten keine persönlichen Anlageempfehlungen für den Leser.**

## DZ BANK Musterportfolio – anlageklassenübergreifend

**Autor: Christian Kahler, 10. September 2018**

Das anlageklassenübergreifende „DZ BANK Musterportfolio“ ist ein virtuelles Musterportfolio, das sich aus den Anlageklassen Aktien, Anleihen sowie Rohstoffwerte zusammensetzt und je nach den wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen dieser Anlageklassen angepasst wird.

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

Im ersten Schritt werden sämtliche Ergebnisse der verschiedenen Researchabteilungen zusammengeführt. Aus den daraus resultierenden Erkenntnissen zur volkswirtschaftlichen Entwicklung sowie zu den Renten-, Aktien- und Rohstoffmärkten wird dann eine anlageklassenübergreifende Einschätzung erarbeitet. Im zweiten Schritt entwickeln unsere Anlagestrategen auf Basis dieser aggregierten Ergebnisse eine strategische Asset-Allocation, also die Aufteilung eines Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen, vorzugsweise Aktien und Anleihen – immer unter der Berücksichtigung politischer und volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen.

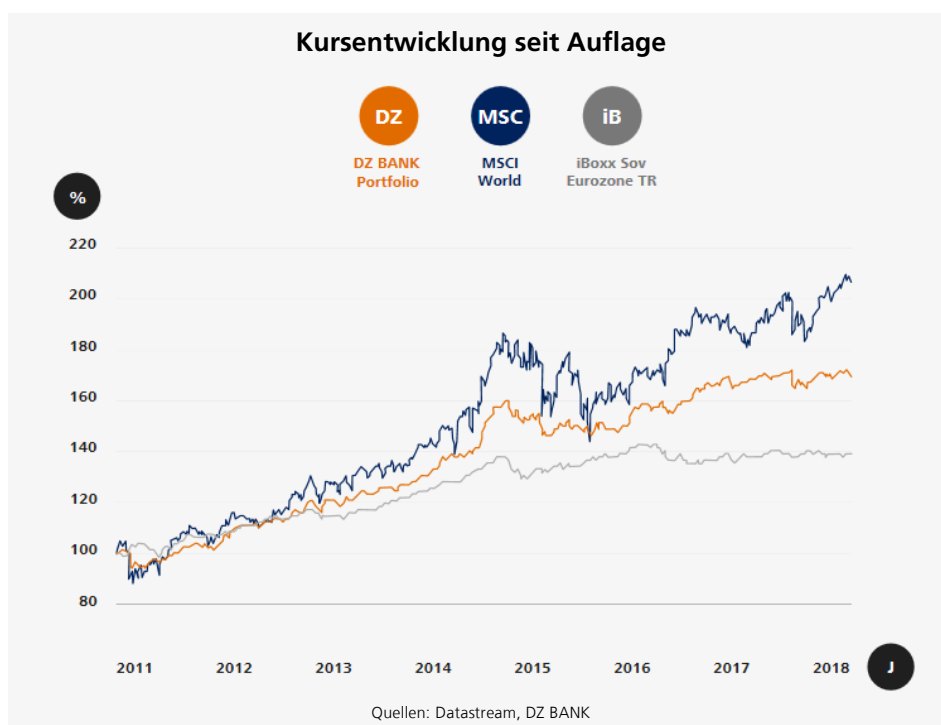
Unser anlageklassenorientiertes DZ BANK Musterportfolio ist kurz- bis mittelfristig orientiert. Dabei streben wir eine virtuelle Jahresperformance von 4% bis 5% an. Diese Zielgröße basiert auf dem Total-Return-Ansatz also darauf, eine möglichst positive Rendite zu erzielen, damit selbst im ungünstigsten Fall das investierte Kapital erhalten bleibt. In Phasen gut laufender Aktienmärkte erscheint dieses Performanceziel erreichbar. Sollten sich die Aktienmärkte schwächer entwickeln, bleibt es unser Ziel, einen positiven virtuellen Portfolioertrag über den gesamten Konjunkturzyklus und alle Anlageklassen hinweg zu erreichen. Einzelne Jahre mit negativer Performance sind jedoch nicht auszuschließen.

Seit der letzten Friedrich-Ausgabe im Juni 2018 haben wir zunächst innerhalb der Aktienposition den Anteil des DAX von 18% auf 10% reduziert. Im Gegenzug haben wir die Gewichtung des DJ Global Titans, der zahlreiche Qualitätsaktien mit überwiegend stabilen Dividenden umfasst, um 8 Prozentpunkte aufgestockt. Ziel war, Kursschwankungen innerhalb des DZ BANK Musterportfolios ein wenig abzumildern und in höherem Maße vom gut laufenden US-Markt zu profitieren.

Nachdem nun jedoch alle wesentlichen Aktienmärkte außerhalb der USA im Minus notieren, konnten wir keinen nennenswerten Ergebnisbeitrag durch Aktien verbuchen. Zuletzt standen beim DAX ein Nullertrag zu Buche, bei unseren Dividendenstrategien (DJ Euro Stoxx und Global Select Dividends) sogar leichte Verluste. Einzige Ausnahme bilden die oben genannten globalen Qualitätswerte in Form des DJ Global Titans – eine Position, die seit Aufnahme im Frühsommer knapp 13% zugelegt hat, vor allem dank der guten Kursentwicklung amerikanischer Technologietitel.

Wenngleich wir gegen Jahresende 2018 und zur Jahresmitte 2019 mit unverändert steigenden Aktienkursen rechnen, ist es nicht auszuschließen, dass es anders kommen wird. Denn momentan steigen die Risiken für die Aktienmärkte wieder an. So ist in den USA abzusehen, dass die konjunkturellen Kräfte ihren Höhepunkt bald überschreiten werden, und in einzelnen Emerging Markets wie der Türkei haben sich ernst zu nehmende Krisen entwickelt. Dass sich dieser Trend kurzfristig in eine positive Richtung dreht, ist derzeit nicht erkennbar.

Als Reaktion auf diese Entwicklung und dem Vermögenserhalt als unserem obersten Ziel positionieren wir uns nunmehr defensiver: Wir reduzieren die Aktienquote um 30 Prozentpunkte auf 20% und investieren die Erlöse daraus jeweils zur Hälfte in Euro- und in US-Dollar-Liquidität. Somit umfasst das DZ BANK Musterportfolio per 7. September 2018 eine Anleihequote von 49%, eine Liquiditätsquote von 31% und einen Aktienanteil von 20%.



## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

**Autor: Thorsten Wenzel, 12. September 2018**

Das virtuelle „Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global“ betrachtet lediglich das Aktienuniversum der DZ BANK gepasst wird.

Die fundamentale Aktienanalyse versucht den fairen Wert\* von börsennotierten Unternehmen beziehungsweise deren Aktien zu ermitteln und dabei gegebenenfalls Über- oder Unterbewertung zu identifizieren. Sie basiert auf betriebswirtschaftlichen Daten und dem ökonomischen Umfeld des Unternehmens. In die Analyse einbezogen werden daher neben dem betreffenden börsennotierten Unternehmen insbesondere das makroökonomische Umfeld und das Branchenumfeld. Das DZ BANK Research analysiert etwa 300 Aktien (Coverage-Universum), die in deutschen, europäischen und internationalen Indizes geführt werden. Die aus der Analyse folgenden Einschätzungen der Analysten (fairer Wert, Anlageurteil) werden jeweils in separaten Publikationen fachlich und unabhängig begründet. Die Analysen zu einzelnen Aktien sind Prognosen mit dem entsprechenden Maß an Unsicherheit. Bei Investments in ein Portfolio von Aktien erfolgt eine Diversifikation, das heißt das Risiko für den Anleger wird relativ geringer.

Vor diesem Hintergrund stellen wir, basierend auf diesen Analysen und Einschätzungen der Analysten, die DZ BANK Aktienideen Global als ein virtuelles Musterportfolio zusammen. Das gedachte Portfolio setzt sich stets aus 15 bis 25 Aktien aus dem Coverage-Universum der DZ BANK zusammen. Ausnahmsweise kann auch gezielt eine Kasseposition gehalten werden, um erwartete Wertverluste zu begrenzen.

Das Anlageurteil für die in den DZ BANK Aktienideen Global enthaltenen Aktien lautet „Kaufen“. Das Portfolio enthält regelmäßig einen hohen Anteil deutscher Aktien einschließlich MidCaps. Bei internationalen Aktien werden ausschließlich LargeCaps aufgenommen. Die virtuellen Positionen im Musterportfolio haben in der Regel einen Zeithorizont von sechs bis zwölf Monaten. In dieser Publikation werden die aktuell in dem DZ BANK Aktienideen Global Musterportfolio enthaltenen Aktien nur dargestellt. Aktualisierungen der jeweiligen Anlageempfehlungen erfolgen in dieser Publikation nicht.

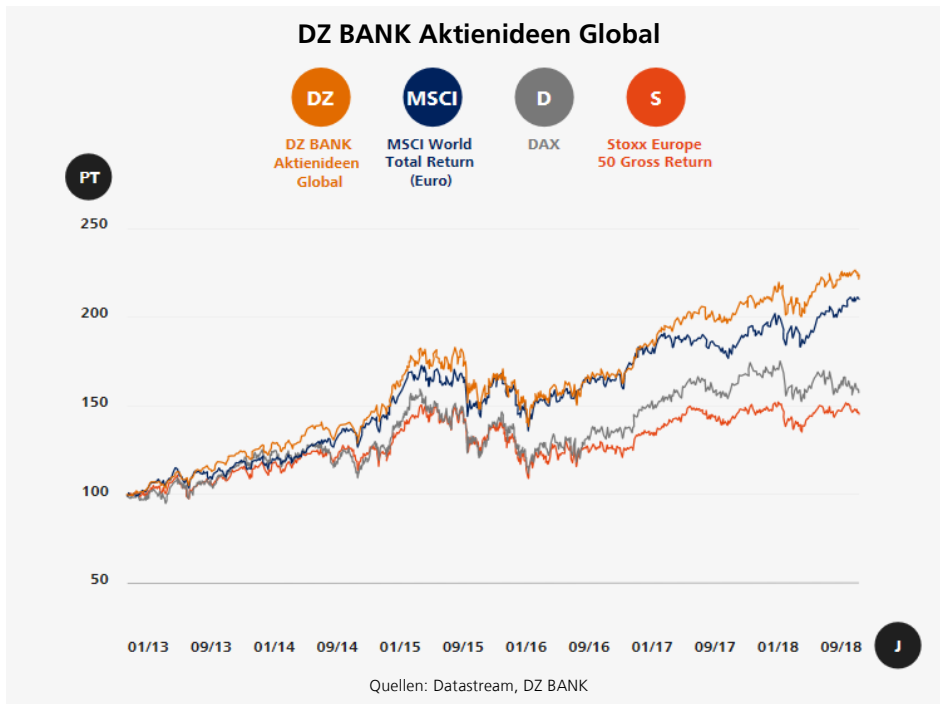
*\*Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs vom Fair Value ab, tendiert aber zu diesem hin.“*

**Zusammensetzung DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global**

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Dürr	29.08.2018	104	41,61	38,06	-8,5%
E.ON	19.01.2018	466	8,92	9,139	+5,8% (inkl. Dividende)
Hannover Rück	29.12.2017	38	104,90	117,70	+17,0% (inkl. Dividende)
HeidelbergCement	14.08.2018	61	70,10	65,60	-6,4%
Henkel VzA	17.08.2018	39	107,95	107,00	-0,9%
Siemens	07.02.2018	35	112,30	108,68	-3,2%
AT&T	13.06.2018	152	27,76	27,98	+2,3% (inkl. Dividende)
AXA	14.08.2018	198	21,53	21,85	+1,5%
Danone	19.02.2018	61	64,47	64,83	+3,5% (inkl. Dividende)
Enel	23.03.2018	824	4,851	4,586	-2,7% (inkl. Dividende)
Home Depot	29.12.2017	25	158,94	183,84	+17,3% (inkl. Dividende)
Honeywell Int.	25.07.2018	32	133,34	140,91	+6,2% (inkl. Dividende)
IBM	14.06.2018	34	125,26	125,00	+0,9% (inkl. Dividende)
Nokia	18.06.2018	824	5,15	4,632	-10,1%
Merck & Co.	01.08.2018	75	56,35	59,70	+5,9%
Orange	29.12.2017	276	14,475	13,69	-2,7% (inkl. Dividende)
PepsiCo	22.06.2018	45	93,00	97,68	+5,9% (inkl. Dividende)
Roche GenussSch.	02.03.2018	20	189,20	210,25	+14,9% (inkl. Dividende)
Royal Dutch Shell	11.07.2018	141	29,80	27,56	-6,2% (inkl. Dividende)
Vinci	02.03.2018	49	78,86	80,96	+4,9% (inkl. Dividende)

Stand: 12. September 2018 / Quellen: Datastream, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 11. September 2018 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 120,1% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (53,9%), der MSCI World Total Return in Euro (107,3%) und der Stoxx 50 Gross Return (43,0%). Im laufenden Jahr 2018 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertgewinn von 6,0% erzielt und damit nicht so gut performed wie der MSCI World Total Return (in Euro) mit 7,8%, aber deutlich besser als der DAX (-7,3%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (-2,9%). Dass sich diese gute virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.





## WUSSTEN SIE SCHON?

Stefan Bielmeier

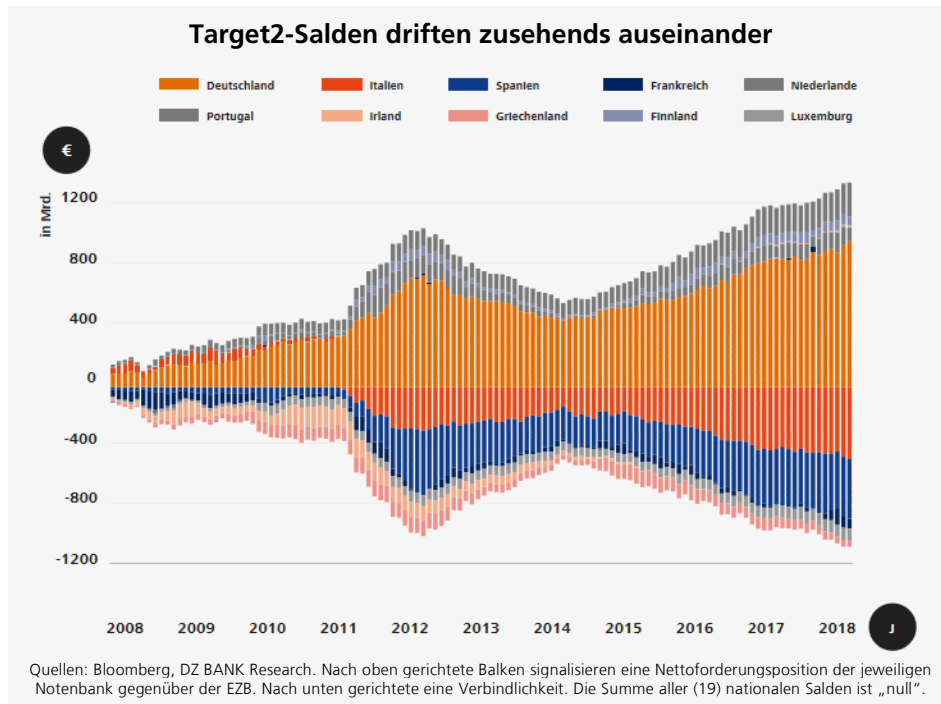
**Eine atemberaubende Summe: Die Deutsche Bundesbank weist in ihrem Target2-Saldo eine fast 1 Billion Euro schwere Forderung gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) aus. Doch was sagt diese Zahl tatsächlich aus? Müssen wir uns Sorgen machen?**

TARGET2 ist die zweite Generation des Zahlungsverkehrssystems TARGET (**T**rans-European **A**utomated **R**real-time **G**ross Settlement Express **T**ransfer System, zu Deutsch: Transeuropäisches automatisches Echtzeit-Brutto-Express-Abwicklungssystem). Es dient zur Abwicklung von Zahlungsströmen, die innerhalb des Euroraums auftreten. Grenzüberschreitende Zahlungen werden dabei saldiert, sodass jede nationale Notenbank entweder genau eine Forderung oder genau eine Verbindlichkeit gegenüber der EZB als dem zentralen Kontrahenten hat. Im Falle der Bundesbank ist es eine Forderung. Mit einem Volumen von gegenwärtig 976 Mrd. Euro stellt sie mehr als die Hälfte der Bilanzsumme der Bundesbank. Die Target2-Salden werden nicht ausgeglichen und können prinzipiell unbegrenzt ansteigen.

### Bundesbank fordert 70 Mrd. Euro mehr

Seit der Finanzmarktkrise dienen sie als eine Art Fieberkurve für die strukturellen Ungleichgewichte im Euroraum. In den vergangenen Monaten sind nun die Target2-Salden der verschiedenen Länder der Eurozone immer stärker auseinandergedriftet. Allein seit Anfang dieses Jahres haben sich die Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB um etwa 70 Mrd. Euro erhöht.

Neben Deutschland weisen derzeit auch Luxemburg, Finnland und die Niederlande positive Target-Salden aus, wenn auch in deutlich geringerem, aber dennoch bedeutendem Umfang. Im Gegenzug haben insbesondere die Notenbanken der europäischen Peripherie in erheblichem Umfang Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem angehäuft. Spitzenreiter ist derzeit Italien mit Verbindlichkeiten im Volumen von 464 Mrd. Euro. Dicht dahinter folgt Spanien mit einem negativen Saldo von 393 Mrd. Euro.



### Was sagen diese Zahlen tatsächlich aus?

Grundsätzlich sind die ansteigenden Target2-Salden ein Ausdruck dafür, dass der Bankensektor der Peripherie aufgrund eines versiegenden Zustroms beziehungsweise übermäßigen Abflusses (Kapitalflucht) an privatem Kapital zunehmend auf Zentralbankliquidität angewiesen ist. Vor diesem Hintergrund kann man die Entwicklung der Target2-Salden als Krisenindikator für Verspannungen im Zahlungssystem der europäischen Banken ansehen.

Doch Vorsicht: Diese grundsätzliche Interpretation kann man zurzeit nicht anwenden. Denn der beträchtliche Anstieg der Target2-Salden in den letzten Jahren wurde sehr stark durch das Anleiheankaufprogramm der EZB beeinflusst. Erwirbt beispielsweise die italienische Notenbank italienische Staatspapiere von einer deutschen Geschäftsbank, dann hätte dies eine direkte Wirkung auf die Target2-Salden, da die Gutschrift der Zentralbankliquidität grenzüberschreitend erfolgte. Die Bundesbank würde eine steigende Target2-Forderung und die italienische Notenbank eine höhere Target2-Verbindlichkeit verbuchen.

Auch Anleihekäufe von Geldinstituten mit Sitz außerhalb der Eurozone können die Target2-Salden beeinflussen. Führt das internationale Geldinstitut beispielsweise ein Konto bei der Bundesbank, was aufgrund des Finanzplatzes Frankfurt häufig der Fall ist, würden Anleihekäufe die Target2-Forderung der deutschen Zentralbank ansteigen lassen. Perspektivisch ist davon auszugehen, dass sich das Auseinanderdriften der Target2-Salden verlangsamt, da die EZB die Anleihekäufe zum Ende des Jahres beenden wird.

### Müssen wir uns Sorgen machen?

Grundsätzlich stellen die Target2-Salden so lange kein Problem dar, wie die Währungsunion Bestand hat beziehungsweise die „Defizitländer“ Mitglied der Union bleiben. Selbst wenn ein Defizitland die Währungsunion verließ, hätte dies noch keine realwirtschaftlichen Folgen, sondern würde sich allein im Zentralbankensystem widerspiegeln: Die Bundesbank würde einen hohen Bilanzverlust ausweisen. Würde dieser von der Bundesregierung ausgeglichen, stiegen die staatlichen Schulden entsprechend kräftig an. Allerdings ist der Verlustausgleich hier nicht zwingend geboten. Unterbleibt er, wird das Eigenkapital der Bundesbank entsprechend negativ, weil die vorhandenen Eigenmittel inklusive aller Reserven (selbst der Goldreserven) bei Weitem nicht ausreichen. Dies ist zunächst nicht weiter bedenklich, da das eigentliche Kapital der Bundesbank das Vertrauen der Menschen ist. Somit wären die Folgen politisch und wirtschaftlich beherrschbar.

Abseits dieser technischen Überlegungen sind die Target2-Salden aber auch eine ständige Erinnerung daran, dass in der Währungsunion aus politischen Gründen Länder zusammenkamen, die eigentlich nicht durch eine gemeinsame Währung verbunden sein sollten. Die strukturellen Unterschiede sind zu groß und die verantwortlichen Regierungen zeigen auch nicht den Willen, diese nachhaltig zu verringern. Dies stellt den Zusammenhalt des Euroraums mittelfristig in Frage. Die Implementierung von Transfersystemen, wie eine gemeinsame Einlagensicherung, löst das Problem nicht. Sie bedeutet für die Defizitländer aber einen Gewinn an Verhandlungsmacht in den kommenden Jahren. Denn wenn Transfersysteme erst einmal installiert wurden, wäre der Schaden eines auseinanderbrechenden Euro für die Länder mit einem Überschuss im Target-System weitaus größer als heute.





#### WAS IST EIGENTLICH?

Pascal Segesser

**Zölle gibt es schon seit Langem. Bereits im Neuen Testament kommen Zöllner vor – als eine der wenig angesehenen Berufsgruppen. Und seitdem haben Zölle uns nicht verlassen. Gerade in diesen Tagen wird uns die weltpolitische Bedeutung von Zöllen wieder deutlich vor Augen geführt.**

Schon lange vor Christus gab es in den antiken Hochkulturen Ägyptens und des Orients Zöllner und Zölle. Im Mittelalter und bis ins 19. Jahrhundert ging die Kleinstaaterei gerade in Deutschland mit einem wahren Gewirr von Zollgrenzen einher. Im Dreißigjährigen Krieg wurden Zölle als Instrument der Kriegsführung eingesetzt. Und auch die neu entstehenden zentralistischen Staaten wollten unter dem Einfluss der merkantilistischen Lehre auf das Mittel der Zölle nicht verzichten. Ein Streit um Zölle – die „Boston Tea Party“ von 1773 – war einer der Auslöser des Amerikanischen Unabhängigkeitskriegs.

Unter Bismarck wurden im späteren 19. Jahrhundert im Rahmen einer protektionistischen Handelspolitik hohe Außenzölle eingeführt, andere Länder taten es Deutschland gleich. Das war mit ein Grund für die Weltwirtschaftskrise Anfang des 20. Jahrhunderts, die in einen Weltkrieg und den Einbruch des Welthandels mündete.

**Seit mindestens 200 Jahren  
gibt es aber auch immer  
wieder Bemühungen, Zölle  
abzubauen.**

In Deutschland entstanden im 19. Jahrhundert nach und nach regionale Zollunionen, die manchmal zur Vorstufe politischer Vereinigungen wurden. Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde das „General Agreement on Tariffs and Trade“ begründet, mit dem weltweit Zollrichtlinien vereinheitlicht und Handelsbarrieren abgebaut wurden. Seit 1995 verfolgen die Welthandelsorganisation und die „World Customs Organisation“ das Ziel, ein faires internationales Zoll- sowie Handelsumfeld zu gewährleisten.

In Europa ist der Wunsch nach ungehindertem Wirtschaftsverkehr eine wichtige Triebfeder der europäischen Integration, und 1993 wurden mit der Schaffung des Europäischen Binnenmarkts jegliche Zollformalitäten an den Binnengrenzen abgeschafft. Seit 2016 gilt in der Europäischen Union ein neuer Zollkodex, der die Grundzüge eines für die Zukunft ausgelegten, modernen europäischen Zollrechts festlegt. Und nach außen hat die EU 2017 mit Kanada und 2018 mit Japan Handelsabkommen ins Leben gerufen, mit denen Zölle zwischen den Partnern fast vollständig verschwinden. Aber auch in jüngster Zeit gibt es Rückschläge: Das „TTIP“ zwischen den USA und Europa wie auch das „TPP“ zwischen den USA und dem pazifischen Raum sind nicht zustande gekommen.

Warum ist es so schwierig, Zölle abzubauen? Warum gibt es sie überhaupt? Die Erkenntnis, dass ein möglichst ungehinderter Handel die Voraussetzung für eine funktionierende internationale Arbeitsteilung ist, steht am Anfang der modernen Wirtschaftswissenschaft.

**Ökonomen haben keine Zweifel daran, dass Zölle in der Regel zu einem Verlust an Wohlstand führen.**

Unmittelbar bewirken Zölle, dass die Konsumenten weniger Wahlfreiheit haben und sich mit teureren und oft schlechteren Produkten zufriedengeben müssen. Und auf längere Sicht sind sie schädlich für Wachstum, Beschäftigung und Innovation.

Im Altertum und im Mittelalter waren Zölle für die Landesherrscher und auch für Städte ein nahliegendes Instrument, um die Einnahmen zu erzielen, die sie zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigten. Vielfach waren das einfach „Wegezölle“, also Nutzungsgebühren für Straßen oder Brücken, oft aber auch Einfuhrzölle. Diese waren einfacher zu erheben als inländische Steuern, und sie gingen – auf den ersten Blick – nur zu Lasten des Auslands. Auf den zweiten Blick allerdings wurden auch schon früher die Kosten von den heimischen Verbrauchern getragen, während die heimischen Anbieter sowie der Staat davon profitierten.

Heute werden Zölle meist damit begründet, dass die heimische Wirtschaft in irgendeiner Form vor der ausländischen Konkurrenz geschützt werden muss. Traditionell galt dieses Argument für die Landwirtschaft, aber heute könnte es mit gleicher Berechtigung für das Gesundheitssystem, das Bildungswesen, den Technologiesektor und viele andere Bereiche herangezogen werden. Wenn die US-Regierung jetzt die Erhebung von Zöllen auf Autos mit einer Bedrohung der nationalen Sicherheit begründet, dürfte das Argument überstrapaziert sein.

In einigen wenigen Fällen lassen sich allerdings gute Gründe für solche Schutzzölle finden. Wenn beispielsweise ausländische Anbieter darauf abzielen, mit nicht kostendeckenden Dumpingpreisen einen heimischen Sektor zu ruinieren, um danach umso höhere Gewinne erzielen zu können. Für diesen Fall gibt es funktionierende internationale Regeln, auch wenn deren Anwendung manchmal schwierig und strittig ist.

Ebenfalls weitgehend anerkannt ist im Prinzip, dass weniger entwickelte Länder die Chance haben müssen, eigene Industrien aufzubauen, die regional sinnvoll sind, beispielsweise im Ernährungs- oder Rohstoffsektor. Zeitlich begrenzte Zölle können helfen, damit solche Unternehmen entstehen und konkurrenzfähig werden können.

### Zölle als politisch motivierte Strafe

Um solche klaren Fälle geht es allerdings in der augenblicklichen Diskussion um Zölle nicht. Wenn ein Land gegen ein anderes als Strafe für politisches Fehlverhalten Zölle einführt, dann entzieht sich das einer rein ökonomischen Beurteilung. Gleiches gilt, wenn Europa beispielsweise den Zoll auf Motorräder aus den USA erhöht, wissend, dass dies die Wirtschaft in Regionen schädigt, in denen der derzeitige Präsident großen Zuspruch genießt. Wenn gegen ein Freihandelsabkommen zwischen Europa und den USA vorgebracht wird, dass man europäische Verbraucher vor „Chlor-Hühnchen“ oder nicht-italienischem Mozzarella schützen möchte, dann wäre darauf hinzuweisen, dass der Verbraucher das durchaus selbst entscheiden kann, sofern eine sinnvolle Kennzeichnung es ihm ermöglicht.

Das Spiel mit Zöllen als politischem Instrument ist ein gefährliches Spiel. Die Spirale von Zöllen und Vergeltungsmaßnahmen kann sich ausweiten auf Verbote, Handels- und Währungsanktionen und kann den internationalen Handel schwerwiegend schädigen. Allein die Gefahren können schon zu einer Belastung für die Finanzmärkte werden. Dieses Szenario eines Handelskrieges wird zu Recht gefürchtet, weil es eine schwere weltweite Rezession nach sich ziehen kann und so zum Nachteil aller Beteiligten ist.

### Was sind die Vor- und Nachteile von Zöllen?

#### Staatliche Einnahmequelle

Zölle können dem Staat neben Steuern als Einnahmequelle dienen, damit die staatlichen Ausgaben erfüllt werden können.

#### Schutz von Arbeitsplätzen

Wenn einheimische Unternehmen international nicht konkurrenzfähig sind, können sie durch Zölle geschützt werden.

#### Schutz vor Abhängigkeit

Zölle können essenzielle Wirtschaftszweige schützen, bei denen ein Land sich aus Furcht vor internationalen Krisen nicht vom Ausland abhängig machen möchte.

#### Aufbau neuer Industrien

Zölle können es einem Land ermöglichen, neue Industrien aufzubauen und so weit zu entwickeln, dass sie auch ohne Schutz international konkurrenzfähig sind.

#### Abwehr unerwünschter Produkte

Zölle können es erschweren, dass Produkte in das Land gelangen, die aus ethischen, gesundheitlichen oder anderen Gründen unerwünscht sind.

#### Verbraucher zahlen

Zölle erhöhen die Preise für Importgüter und für importierte Vorleistungen. Die Mehrkosten gehen zu Lasten der Verbraucher, der Staat und die heimischen Unternehmen profitieren.

#### Eingeschränktes Produktangebot

Zölle mindern die Wahlfreiheit für Konsumenten, da das Angebot attraktiver ausländischer Produkte behindert wird.

#### Suboptimale internationale Arbeitsteilung

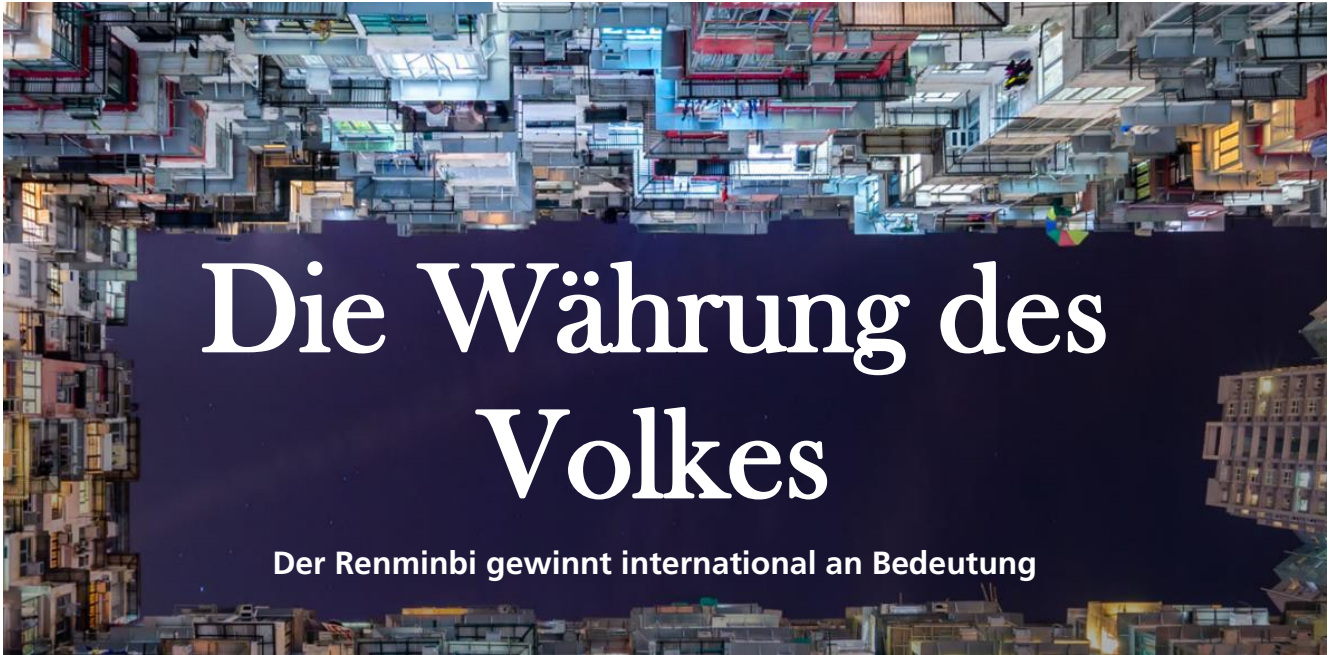
Zölle verhindern eine effiziente und flexible internationale Arbeitsteilung gemäß der „komparativen Kostenvorteile“ und bedeuten Wohlfahrtseinbußen für alle Beteiligten.

#### Verringerter Wettbewerbsdruck

Zölle vermindern den Anreiz für inländische Unternehmen, möglichst effizient und in höchster Qualität zu produzieren.

#### Politische Risiken

Zölle können Gegenmaßnahmen der benachteiligten Länder auslösen und die internationalen Beziehungen belasten.



THINK-TANK

Dorothea Huttanus

**Yuan? Renminbi? Redback? Wer über Chinas Geld spricht, merkt bereits bei der Wahl des richtigen Begriffs, dass diese Währung komplexer als die meisten anderen ist.**

Der „Renminbi“, wörtlich zu übersetzen mit „Währung (bi) des Volkes (rénmín)“, ist der offizielle Name der Währung. Eine „runde Sache“ ist dagegen der „Yuan“, nimmt man ihn denn wörtlich (rund wie die Münzen). Gemeint ist hier die Einheit der Währung, im täglichen Sprachgebrauch heißt es also: „Das kostet fünf Yuan.“ Eine ähnliche Unterscheidung gibt es auch in Großbritannien zwischen Sterling und Pfund. „Redback“ wiederum ist ein Spitzname in Anlehnung an den „Greenback“, wie der US-Dollar aufgrund der Farbe der US-Banknoten genannt wird. Die Farbe Rot ist in China nicht etwa ein Warnsignal wie bei uns, sondern steht für Glück und Wohlstand.



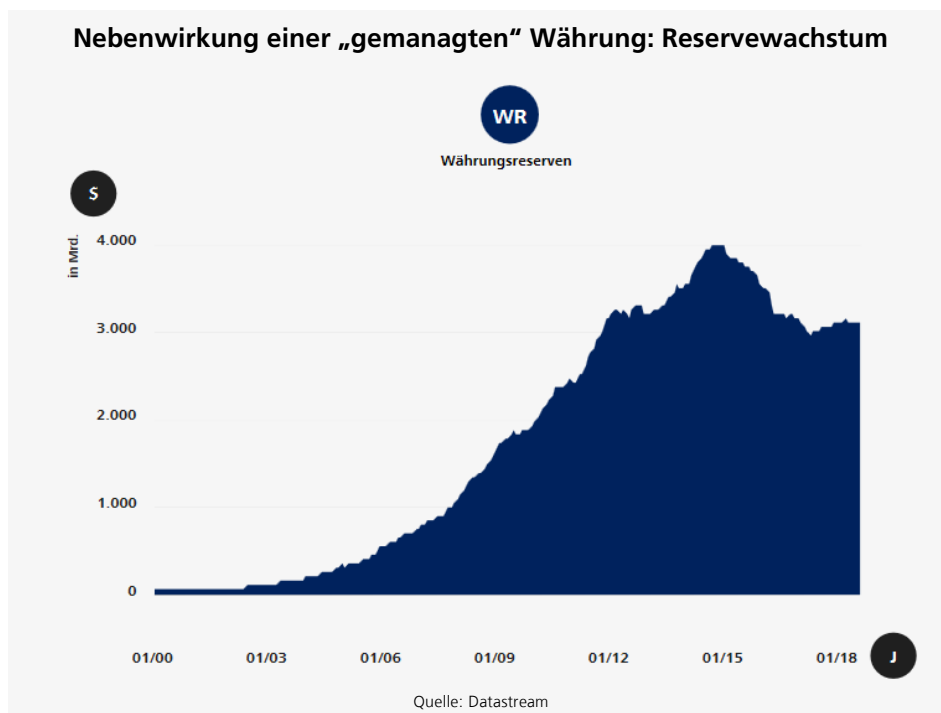
## Eine Währung, unterschiedliche Regularien

Weitere Schlagworte, die um unsere Aufmerksamkeit buhlen, sind „Onshore-Renminbi“ (CNY) und „Offshore-Renminbi“ (CNH). Es handelt sich zwar eigentlich um ein und dieselbe Währung, aber an verschiedenen Handelsplätzen, mit unterschiedlicher Regulierung und daher auch mit Kursdifferenzen. Transaktionen auf dem chinesischen Festland („onshore“) unterliegen strengsten Regeln seitens der Notenbank und Finanzaufsicht. An den „Offshore“-Handelsplätzen (beispielsweise in Hongkong oder Frankfurt) dürfen die Währung beziehungsweise die auf Yuan lautenden Wertpapiere genauso frei wie andere gängige Weltwahrungen gehandelt werden.

Eine solche Unterscheidung ergibt nur Sinn, da es in China keine vollständige Konvertibilität gibt: Es ist Unternehmen sowie Privatpersonen nicht gestattet, ihre laufenden Zahlungen und Kapitaltransaktionen unbegrenzt in Fremdwährung durchzuführen. Die Frage nach der Konvertibilität ist nicht mit der nach dem Wechselkursregime zu verwechseln, obwohl Länder mit eingeschränkter Kapitalmobilität in der Regel auch ihre Währung aktiv managen.

# China hat (noch) keinen freien Wechselkurs.

Das Management von Währungen ließe sich auch als „Manipulation“ bezeichnen. Durch staatliche Eingriffe am Devisenmarkt wird der Wechselkurs auf das gewünschte Niveau gebracht. So hat China über Jahre hinweg Dollar angekauft, um den eigenen Wechselkurs schwächer zu halten, als er aufgrund des Überschusses in der Handelsbilanz eigentlich gewesen wäre. Als Nebenwirkung waren Chinas Währungsreserven auf 4.000 Mrd. US-Dollar angewachsen, inzwischen haben sie sich bei 3.100 Mrd. US-Dollar eingependelt.



## **Handelsgewichteter Korb ist jetzt das Maß der Dinge**

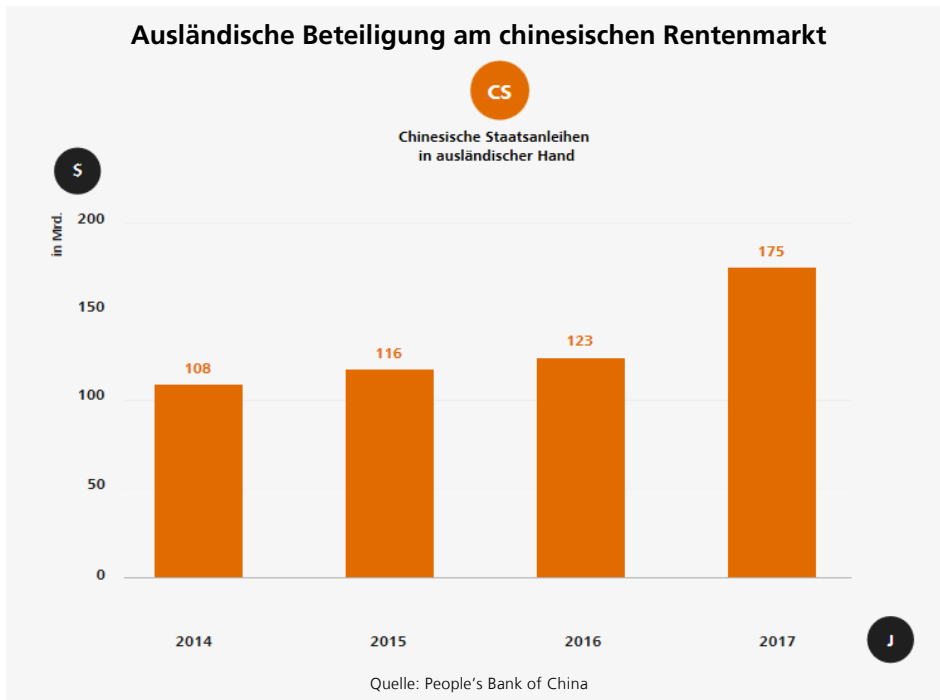
Chinas Wechselkurs war bis 2005 zu einem festen Kurs an den US-Dollar gekoppelt („Peg“). In den Jahren 2005 bis 2015 gab es einen „Crawling Peg“, also eine kontrollierte, schleichende Yuan-Aufwertung. Seit Dezember 2015 orientiert sich Chinas Währungspolitik offiziell nicht mehr am Dollar, sondern an einem handelsgewichteten Korb, der neben US-Dollar noch die Währungen der 23 wichtigsten anderen Handelspartner der Volksrepublik berücksichtigt. Das ermöglicht eine bessere Bewertung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Auch wenn weiterhin die Kursrelation USD-CNY im Fokus der Finanzmärkte steht, haben Chinas Währungshüter die Stabilität des RMB-Korbes zum Ziel ihrer Politik erklärt. Sofern eine US-Dollar-Aufwertung durch eine Abwertung anderer Korbwährungen in entsprechendem Ausmaß neutralisiert wird, gibt es demnach für Chinas Offizielle keinen währungspolitischen Handlungsbedarf.

## **Einschränkungen der Kapitalmobilität werden nach und nach abgebaut**

In den letzten Jahren haben Chinas Finanzmärkte einen beachtlichen Transformationsprozess durchlebt; ein wesentlicher Teil dieser Liberalisierung betraf auch die bereits erwähnten Kapitalverkehrsbeschränkungen. Inzwischen sind Transaktionen im Güterhandel ohne nennenswerte Einschränkungen möglich; der Handel mit Wertpapieren unterliegt noch immer Beschränkungen, die aber in beachtlichem Tempo abgebaut werden. Die ersten Gehversuche wurden über staatliche Investitionsprogramme für ausschließlich institutionelle Anleger gemacht. Privatpersonen blieb der direkte Marktzugang zum Festlandmarkt verwehrt.

Seit 2014 ist über das Pilotprojekt „Shanghai Hongkong Stock Connect“ ein gegenseitiger Börsenzugang zwischen Festlandchina und Hongkong für Aktien etabliert. Hohe Erwartungen haben wir an die im Juli 2017 gestartete „Bond Connect“, die nicht-chinesischen Investoren den Zugang zum immerhin drittgrößten Rentenmarkt der Welt ermöglicht. Das ausstehende Volumen an chinesischen Bonds betrug Ende 2017 stolze 11,8 Bio. US-Dollar, davon 4,4 Bio. US-Dollar an Staatspapieren. Ausländische Investoren stehen bereits Schlange, um daran partizipieren zu dürfen. Ein Renditeaufschlag von bis zu 300 Basispunkten gegenüber deutschen Bundesanleihen klingt ebenso verlockend wie die vergleichsweise geringe Volatilität chinesischer Bonds.

Aufgrund der geringen Korrelation zu den anderen Schwellenmärkten drängen sich chinesische Anleihen zudem noch zu Zwecken der Risikodiversifizierung eines Portfolios auf. Doch es darf bei aller Begeisterung nicht vergessen werden, dass die aktuellen Regeln zur freien Kapitalmobilität jederzeit wieder eingeschränkt werden könnten, falls es krisenbedingt zu einem unerwünschten Kapitalabzug kommen sollte. Auch in Sachen Investorenschutz, Rechtssicherheit und Finanzaufsicht hinkt der Vergleich mit etablierten Rentenmärkten wohl noch für eine geraume Zeit.



### Die Transformation hat begonnen

Eine weitere Lockerung des Kapitalverkehrs ist unumgänglich, um das ambitionierte Prestigeprojekt der RMB-Internationalisierung voranzutreiben, aber auch um den Transformationsprozess innerhalb des Landes zu unterstützen. Es geht dabei nicht nur um die Reputation als ökonomische Großmacht; mit der Öffnung für Auslandskapital kann China (durch die Diversifizierung der Finanzierungsquellen) auch das systemische Risiko seines Bankensektors reduzieren sowie die Zahlungsbilanz stabilisieren. Für Investoren dürften sich hieraus (im wahrsten Sinne des Wortes) neue Märkte öffnen. Auch wenn bis zur vollständigen Liberalisierung der chinesischen Finanzmärkte noch Jahre verstreichen dürften, werden bereits jetzt wichtige Weichen für die Zukunft gestellt, die unsere Aufmerksamkeit verdienen.

# Ade, blaue Ameisen

## GLOSSE

Dr. Hans Jäckel

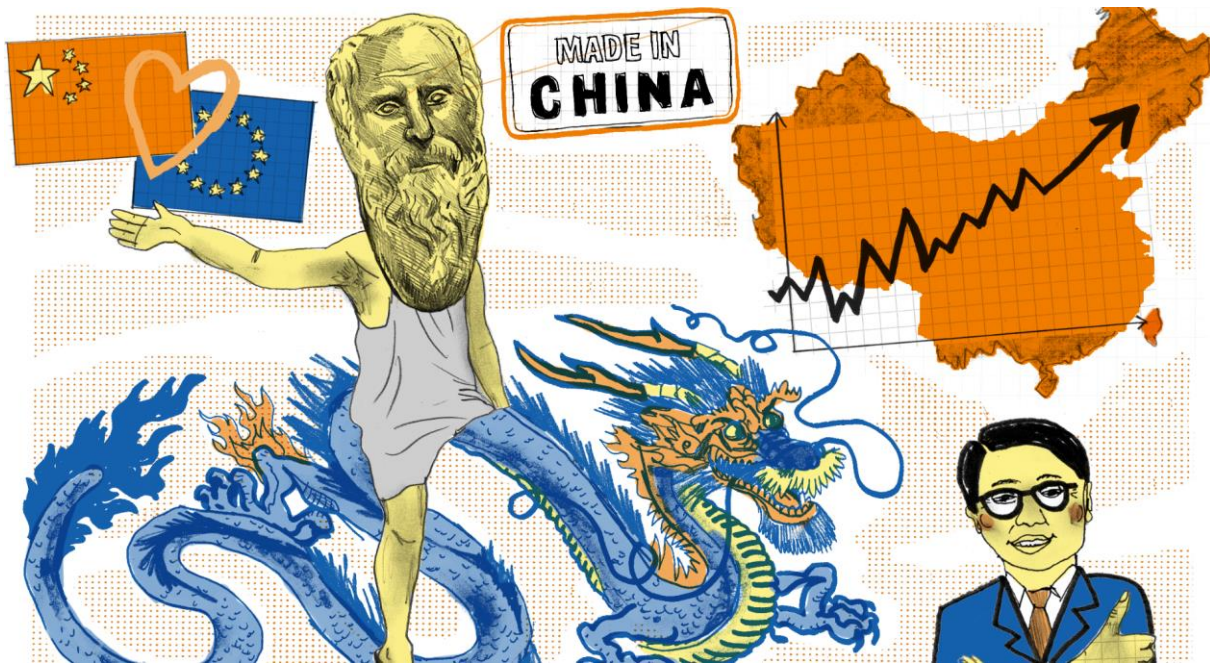
**Diogenes war, als er noch jünger war, auch mal berufstätig – unter anderem bei einer Bank. Jetzt liegt er vor seiner Tonne in der Sonne oder sitzt bei schlechtem Wetter im Kaffeehaus und lässt die Gedanken vorbeiziehen. Er sieht mit mildem Interesse die Nachrichten des Tages, die Aufreger-Themen der Woche und die Schlagwörter und Unwörter des Jahres kommen und gehen. Und das eine oder andere erscheint ihm von Interesse, sodass er sich ein paar Gedanken macht.**

Kürzlich wurde Diogenes gefragt, was er eigentlich über China denkt – das Riesenreich im fernen Osten. Als alter Grieche im alten Griechenland hätte er darauf geantwortet: Was für ein Unsinn! Jeder Mensch weiß doch, dass die Welt hinten im Osten der Türkei zu Ende ist. Heute ist er klüger und hat nebenbei wieder einmal erfahren, dass angebliche Bildung oft nicht mehr als Einbildung ist. Tatsächlich gab es auch damals schon Europäer, die von China wussten. Jüngst hat ein chinesischer Archäologe sogar behauptet, die alten Griechen hätten bei der Entstehung der berühmten Terrakotta-Armee ihre Finger im Spiel gehabt. Er hat in den Figuren europäische DNA gefunden sowie Spuren eines Wachses, das damals nur in Griechenland bekannt war. Zweifel sind erlaubt. Aber Fakt ist, dass schon im 1. Jahrhundert vor Christus chinesische Seide im Römischen Reich ein begehrter Luxusimport war. In China fand sich zur selben Zeit schon Glas aus Italien.

Richtig kennengelernt haben sich Ost und West damals aber nicht. Die Handelswege waren lang, unsicher und verworren mit vielen Zwischenhändlern. Daran änderte sich jahrhundertlang auch nichts. Es gab zwar in Europa immer wieder Phasen der China-Liebhaberei. Leibniz, Herder und Hegel verschlangen China-Reiseberichte, Goethe entzückte sich an chinesischen Glasmalereien und schrieb sein Gedicht „Der Chinese in Rom“. Adam Smith, der Vater der Nationalökonomie, bezeichnete in seinem Hauptwerk „Der Wohlstand der Nationen“ China als eines der seit Langem reichsten, fruchtbarsten, kultiviertesten und am meisten verstädterten Länder der Welt. Aber einen Chinesen zu Gesicht bekommen haben all diese frühen China-Kenner wohl nie.

Ab Mitte des 19. Jahrhunderts kamen dann innere Wirrungen, unfreundliche westliche Einmischungen sowie Finanz- und Weltwirtschaftskrisen so ungünstig zusammen, dass China aus der Riege der Großmächte verschwand. Beim Machtantritt Maos 1950 gehörte es zu den ärmsten Ländern der Welt. Seit nun rund 20 Jahren ist das Land wieder im Aufschwung und öffnet sich, und das mit aller Macht.





Heute ist Diogenes höchstpersönlich von allerhand Gerätschaften „made in China“ umgeben. Luxusartikel-Läden in aller Welt stellen Chinesisch sprechendes Verkaufspersonal ein. Und wo immer man sich an den schönsten Stellen im alten Europa umschaute, sieht man chinesische Touristen in großer Zahl – es werden noch mehr werden, denn bislang haben weniger als 10% der Chinesen überhaupt einen Reisepass.

Sind sich die Westler und die Chinesen jetzt näher gekommen? Kommt darauf an. Diogenes glaubt trotz seines Alters immer noch naiv daran, dass das Zwischenmenschliche das Wichtigste ist. Um es mit dem neuzeitlichen deutschen Philosophen Jürgen von Manger zu sagen: Immer Mensch bleiben. Es gibt jetzt mehr Gelegenheiten zu Begegnungen, also mehr Chancen, Verständnis und Sympathie zu entwickeln. Chinesen sind ja auch nur Menschen, und von denen gibt es bekanntlich solche und solche. Das in der Mao-Ära im Westen entstandene Bild von leicht steuerbaren Massen „blauer Ameisen“ ist so falsch wie alle nationalistischen Stereotypen.

Komplizierter wird es, wie immer, wenn man an Weltpolitik und Wirtschaftskonkurrenz denkt. Nur weil es in Europa im Moment wenig Sympathie für die Person des US-Präsidenten gibt, wird noch nicht China die Stelle der USA als Hauptverbündeter einnehmen. Sie können es Diogenes mit seinen mehr als 20 Jahrhunderten auf dem Buckel abnehmen, dass er weiß, welches Gewicht es hat, dass die Geschichte der USA von Anfang an eng mit der Europas verbunden war. Das Geflecht der Beziehungen über den Atlantik ist zu vielfältig und eng, um es zu kappen. Mit China haben wir einfach als historische Tatsache viel weniger Verbindung.

Aber das beginnt sich jetzt zu ändern. Wenn es heute auf der Weltbühne nicht amerikanische, sondern chinesische Spitzenpolitiker sind, die für internationale Zusammenarbeit und freien Handel werben, muss man das zwar nicht unbedingt zum Nennwert nehmen, aber sollte es auch nicht als bloße Propaganda abtun. Immerhin hat China seinen Aufstieg dem (mehr oder weniger) freien Welthandel zu verdanken. Und wenn Europa jetzt die chinesische „Seidenstraße“-Initiative nicht als Bedrohung versteht, sondern als Einladung auch zu gemeinsamen Projekten, dann kann sich daraus etwas entwickeln.

Also geben wir der Angelegenheit nochmal 2.000 Jahre, und es könnte alles in Ordnung kommen. Den chinesischen Staatsführern ist zuzutrauen, dass sie in diesen Dimensionen denken. Und vielleicht erlebt Diogenes es ja dann auch noch.

# Impressum

## Herausgeber

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,  
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
Telefon : +49 69 7447 - 01  
Telefax : +49 69 7447 - 1685  
Homepage: [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)  
E-Mail: [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

## Vertreten durch den Vorstand

Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi,  
Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich  
Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens  
Generalbevollmächtigter: Uwe Fröhlich

## Sitz der Gesellschaft

Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister  
HRB 45651

## Aufsicht

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB)  
beaufsichtigt.

## Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

## Sicherungseinrichtungen

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten  
BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband  
der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:  
[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

## Verantwortlich für den Inhalt

Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft  
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2018  
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der  
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 12. September 2018

# Rechtliche Hinweise

Die Informationen in diesem Dokument sind Informationen der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main („DZ BANK“). Sie dürfen weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verbreitet, online zugänglich gemacht oder in sonstiger Weise weiterverteilt werden.

Diese Informationen dienen ausschließlich Informationszwecken und richten sich ausschließlich an Kunden der Volks- und Raiffeisenbanken mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz in Deutschland, die die entsprechenden Zugangsdaten von ihrer jeweiligen Volks- oder Raiffeisenbank erhalten haben. Sie richten sich insbesondere nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Die Informationen dürfen im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden und Personen, die in den Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers der Information und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Personen überein. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich die Inhalte stützen, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen oder Meinungen auf diesen Internet-Seiten ab. Die DZ BANK übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verwendung dieser Informationen verursacht werden oder damit in Zusammenhang stehen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Finanzinstrumenten dar. Sie stellen des Weiteren keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung zum Erwerb von Finanzinstrumenten dar. Es handelt sich auch nicht um Finanzanalysen. Die in diesem Dokument der DZ BANK bereitgestellten Informationen können ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Finanzinstrumente sollte auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Informationen, sondern auf Grundlage eines Beratungsgesprächs erfolgen. Bitte beachten Sie die Angaben zum Stand der Informationen. Die Informationen können durch aktuelle Entwicklungen überholt sein, ohne dass die bereitgehaltenen Informationen geändert wurden.