

JAHRESBERICHT

Rückblick 2017

Gewinnwachstum und expansive Wirtschaftspolitik

Die Weltwirtschaft hat in der Bilanz des abgelaufenen Jahres beeindruckende Zahlen geliefert. Wir berichten über ein Jahr, in dem fast alle Weltregionen am wirtschaftlichen Aufschwung teilnahmen. Ein Jahr, in dem sich wirtschaftliches Denken und Handeln gegen medial aufgebaute Schreckensszenarien behaupten konnte und sichtbare Fakten schuf. Weiter unterstützt durch die lockere Geldpolitik der EZB, spielt Europa eine zentrale Rolle im globalen Aufschwung. Das Wachstum in Deutschland hält bereits seit sieben Jahren an, expandiert dank einer kräftigen Binnennachfrage sowie eines außerordentlichen Exports und sorgt 2017 für die niedrigste durchschnittliche Arbeitslosenquote seit der Wiedervereinigung.

Das geopolitische Sentiment zeichnete sich 2017 durch Unsicherheit und Angst-Szenarien aus: Aus den USA tönte „America first“, Protektionismus der heimischen Wirtschaft stand auf der Agenda der neuen Regierung und ein Handelskrieg zwischen den Vereinigten Staaten und China wurde befürchtet. Im Provokationskonflikt zwischen Nordkorea und den USA wurde von beiden Protagonisten martialisch mit dem Einsatz von Atombomben gedroht und die Eskalationsstufe im Nahen Osten blieb weiterhin auf hohem Niveau. Im Zentrum der öffentlichen europäischen Diskussion standen der Brexit und diverse EU- und globalisierungskritische Bewegungen. Die sezessionistischen Bestrebungen Kataloniens beschäftigten nicht nur Spanien, sondern die gesamte Europäische Union.

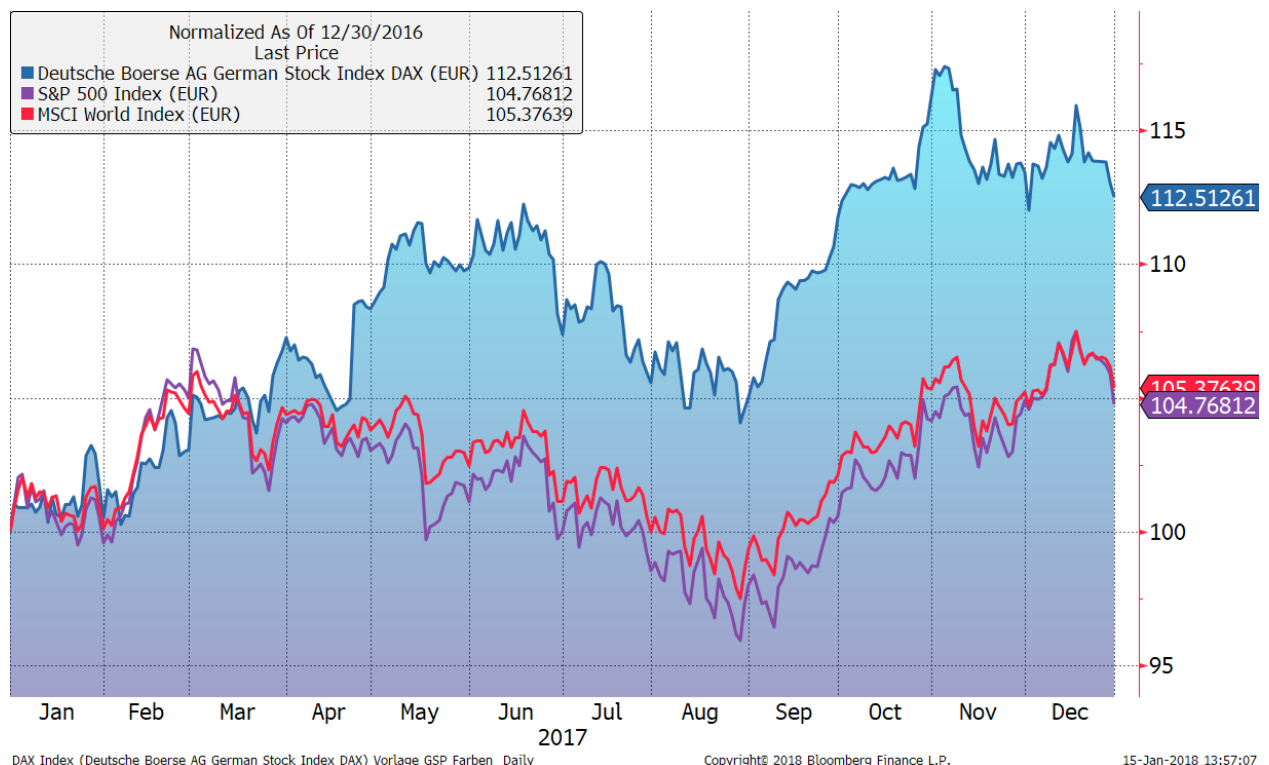
Die Aktienmärkte konnten sich 2017 jedoch auch in diesem Umfeld einheitlich sehr positiv entwickeln. Die Bewertung der guten Unternehmens- und Verbraucherstimmung sowie die Prosperität des Welthandels setzte sich bei den Marktteilnehmern gegenüber der Einschätzung der politischen Risiken durch. Dramatische Kursschwankungen blieben überraschenderweise aus und viele wichtige Indizes erreichten im Verlauf oder zum Jahresende neue Höchststände.

Aktien

Der für die Weltaktienmärkte repräsentative MSCI World Index stieg im abgelaufenen Jahr auf Euro-Basis um 5,4%. Die deutschen Standardwerte des DAX konnten im November bis auf ein Rekordhoch von 13.525 Zählern steigen und gingen bei einem Schlussstand von 12.917 Punkten mit einer Jahresperformance von 12,5% aus dem Handel. Die einzigartige Performance der Lufthansa-Aktie sticht mit einem Plus von 150% aus den übrigen Werten des DAX hervor. Der Wachstumskurs des

Flugunternehmens wurde von Anlegern nach der Neuordnung des Marktes und der Übernahme von Teilen der Air Berlin honoriert. Auch die Aktionäre der Commerzbank konnten sich nach verlustreicher Zeit über eine Erholung von fast 73% freuen. Der 50 europäische Werte umfassende Euro Stoxx Index verzeichnete eine Wertsteigerung von 6,5%. Die bedeutenden Länderindizes der Schweiz und Großbritanniens profitierten von ihren schwachen Heimatwährungen. Die Aktiengesellschaften des FTSE 100 erwirtschafteten einen sehr hohen Anteil ihrer Erlöse und Gewinne im Ausland und so stieg der Index trotz der Brexit-Risiken für die britische Wirtschaft um 7,6% (+ 3,4% in Euro) auf einen Jahresendstand von 7.688 Punkten. Der Schweizer Index SMI stieg auf sein Allzeithoch von 9.469 Zählern und konnte mit einer Performance von 14,4% (+ 4,6% in Euro) überzeugen. Nach dem Frankenschock von 2015 sorgte die Erholung des Euro gegen die eidgenössische Währung für Auftrieb der Wirtschaft und der Aktienkurse.

Chart DAX, S&P 500 und MSCI World / Entwicklung 2017 / in EUR



Für den amerikanischen Aktienmarkt galt im Jahr 2017 das gleiche Bewertungsphänomen. Der S&P 500 ist der größte der wichtigen US-amerikanischen Aktienindizes. Er schloss nahe seines All-Time-High mit 2.786 Punkten und wies eine Performance von 19,4% aus. Durch den schwachen USD wurde diese jedoch durch den Wechselkurs für Euroanleger auf 4,8% gedrückt. Der seit fast neun Jahren anhaltende

Höhenflug amerikanischer Aktien setzte sich somit fort. Unternehmen und Investoren erwarteten Steuersenkungen sowie den großflächigen Abbau von Regulierungen und hofften auf Aufträge aus den angekündigten Investitionsprogrammen zur Förderung der heimischen Infrastruktur. Obwohl die Umsetzung vieler Vorhaben scheiterte oder holprig verlief, hatten die Anleger Vertrauen in US-Aktien und wurden entsprechend belohnt. Zu den größten Gewinnern gehörte unter anderem die Aktie von Amazon. Der Online-Händler sorgte mit der Übernahme der kleinen Supermarktkette Whole Foods für Aufsehen. Weniger bedingt durch die Größe der Transaktion, sondern vielmehr durch den Versuch, den Nahrungsmittelleinzelhandel zu digitalisieren. Durch Amazons Kursanstieg überstieg das Vermögen des Amazon Firmengründers und CEO Jeff Bezos die Marke von 100 Milliarden US-Dollar. Dies katapultierte ihn an die Spitze der reichsten Menschen der Welt. Mit einer Verdopplung des Aktienkurses war Boeing der erfolgreichste Wert im Dow Jones. Der Flugzeugbauer profitierte von guten Konjunkturaussichten in den wichtigsten Absatzmärkten und der Aussicht auf lukrative Rüstungsaufträgen der neuen US Regierung.

Auch der japanische Aktienmarkt konnte im abgelaufenen Jahr mit einer Performance von 19,1% im Nikkei überzeugen (8,3% in Euro). Wie in Europa und den USA sind Gewinnwachstum und eine expansive Wirtschaftspolitik auch hier die treibenden Größen. Bestätigt durch seinen deutlichen Wahlerfolg setzte Premierminister Abe die durch seine Regierung initiierte ultralockere Geld- und Haushaltspolitik fort. Die 'Abenomics'-Strategie verscheuchte Deflationsängste und trieb erfolgreich die Aktienkurse in die Höhe.

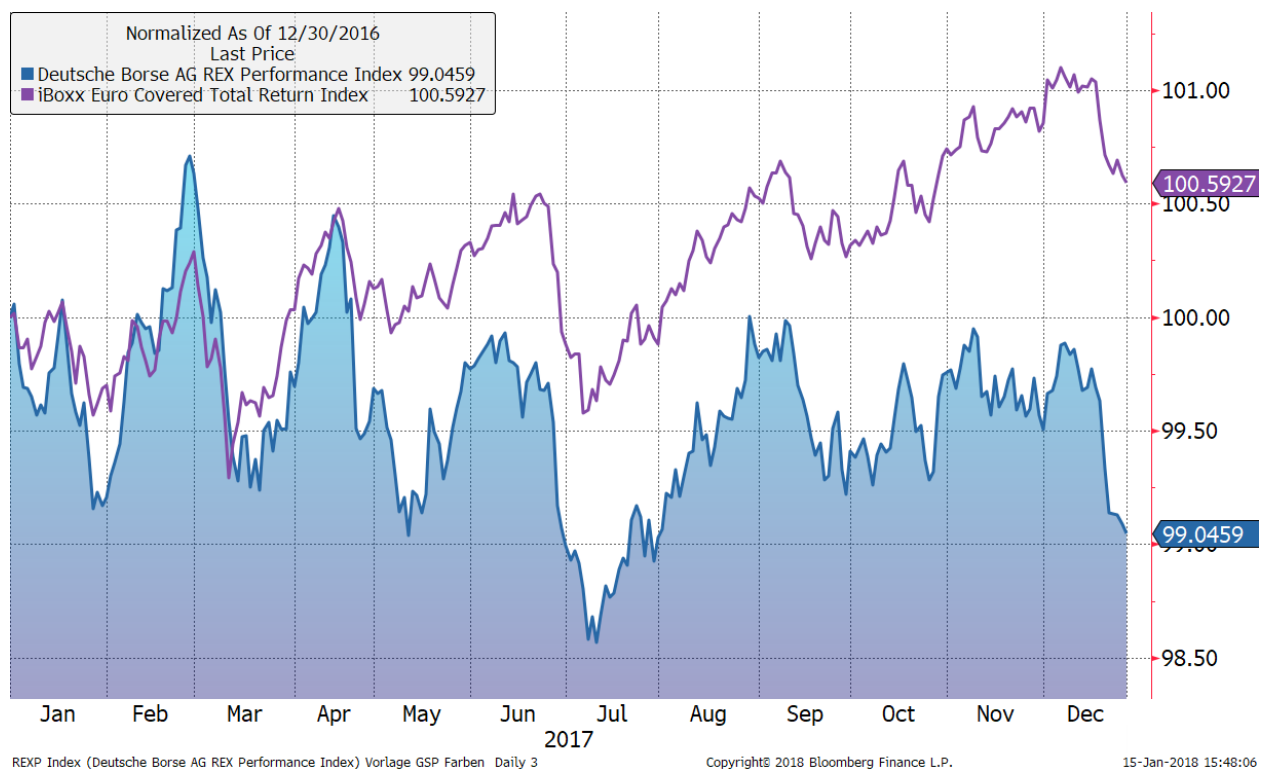
Der dominante Index für Schwellenländer, MSCI Emerging Markets hat im abgelaufenen Jahr eine Performance von 17,9% in Euro erzielt. Zu diesem guten Ergebnis führte das bessere gesamtwirtschaftliche Klima nach einer Phase der Währungs- und Rohstoffpreisanpassungen und weitverbreiteter politischer Veränderungen. Anleger vertrauten unter anderem auf das solidere Gewinnwachstum und auf robuste aber zyklische Verbrauchertrends. Diese Sub-Anlageklasse hat sich von der anspruchslosen Struktur der Vergangenheit deutlich gewandelt. War es früher die Konzentration auf Infrastruktur, Telekommunikation, klassische Bankgeschäfte oder rohstoffbezogene Geschäfte, so ist inzwischen eine neue Generation extrem innovativer Unternehmen entstanden, die in Produktionsprozesse mit höherer Wertschöpfung vordringen konnten und zur Weltklasse im Technologiebereich zählen.

Anleihen

Die Leitzinsen im Euro-Raum lagen zum Ende des Jahres 2017 weiterhin bei 0%, der Geldmarkt-Zinssatz EONIA bei minus 0,35%. Der REXP Index, der die Gesamtheit der deutschen Bundesanleihen spiegelt, hatte eine negative Entwicklung von -1%. Der Rentenmarkt stand unter einem zentralen Einflussfaktor, dem billionenschweren Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank. Das im Oktober gegen den Willen der Deutschen Bundesbank, aber mit großer Mehrheit des Rates verlängerte Programm, läuft

mindestens bis zum September 2018. Nach Aussage des EZB-Präsidenten Mario Draghi sogar „mit offenem Ende“. Die EZB ist in diesem Jahr permanent aktiv gewesen und hat den Markt in manchen Anleihesektoren wortwörtlich ´leergekauft´. Durch diese Intervention wurden die Renditen immer weiter nach unten gedrückt. Das galt für Staatsanleihen ebenso wie für die Zinspapiere halbstaatlicher Emittenten, Pfandbriefe und Unternehmensanleihen. Ein weiterer prägender Faktor im Markt war die Flucht in Sicherheit. Verschiedene Wahlen in Ländern der Eurozone, insbesondere ein möglicher Sieg sowie der damit verbundene Rechtsruck und die Euro-Ablehnung von Frau Le Pen in Frankreich, wirkten sich negativ auf die Renditen aus. Die Wahl des Europa stärkenden Emanuel Macron zum Präsidenten Frankreichs sorgte diesbezüglich für eine Entspannung und stabilisierte die europäische Zinssituation im letzten Quartal.

Chart REXP, Europäische Pfandbriefe, / Entwicklung 2017/ in EUR

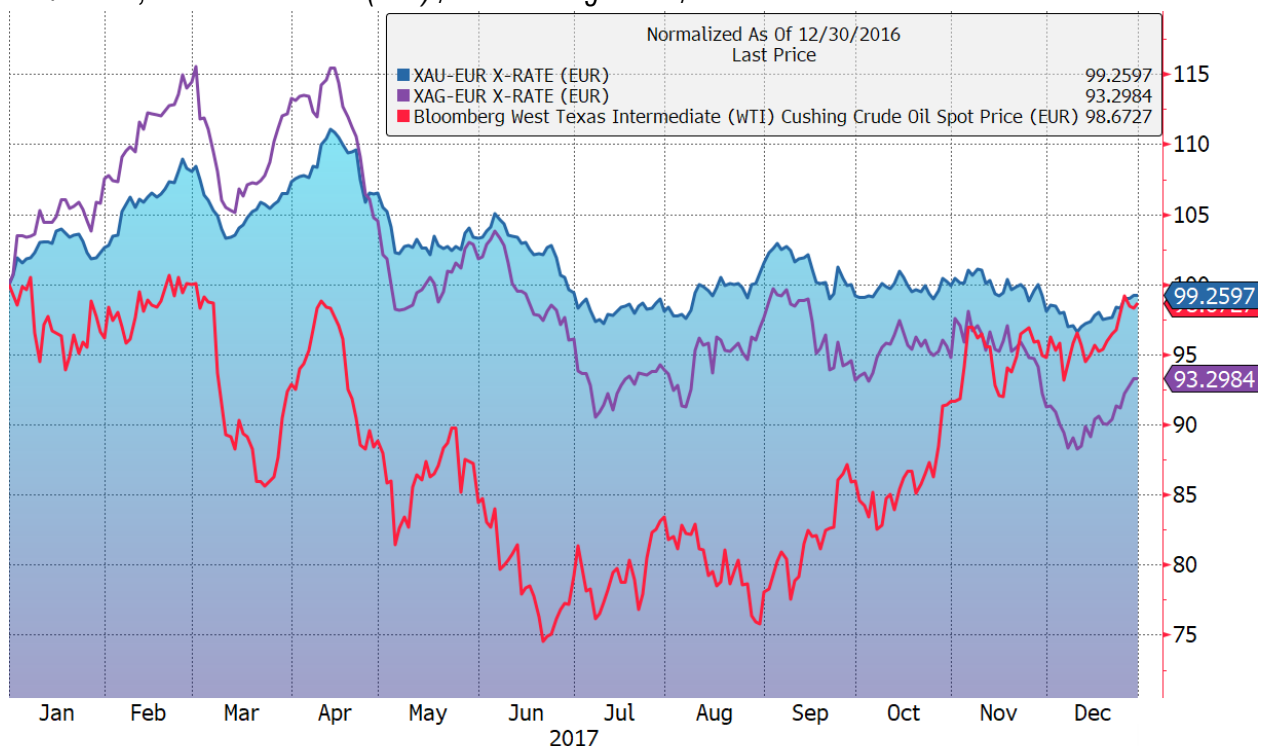


In den USA herrschte gegen die Erwartung vieler Marktbeobachter zunächst bis in den Herbst hinein fiskalpolitischer Stillstand. Die robuste Konjunktur unterstützte dann die Entscheidung der Notenbank Federal Reserve, ihren Zinserhöhungszyklus fortzusetzen. Die US-Leitzinsen lagen zum Jahresende immerhin wieder bei 1,25% bis 1,5%. In diesem Zuge verloren 10-jährige Treasuries (US-Staatsanleihen) 1,6% an Wert (-14,0% in Euro).

Rohstoffe

Nachdem sich das Erdöl im Jahr 2016 nach einer Phase des 'billigen Öls' wieder verteuert hatte, gab der Preis Anfang des vergangenen Jahres zunächst wieder deutlich nach. Ein Grund für diese Entwicklung war die enttäuschende Förderdisziplin einiger Opec-Länder. Nach einem Preisverlust von ca. 20% kam es im Juni zur Trendwende. Auch die Förderländer Nigeria und Libyen hielten sich nun an die vereinbarte Produktionsdeckelung. Ein starker Vorratsabbau in den USA und geopolitische Spannungen in der Region um den Persischen Golf waren weitere Faktoren, die den Ölpreis WTI zum Jahresende auf 60 Dollar je Barrel ansteigen ließen. Das entspricht einem Preisaufschlag in US-Dollar von 12,5% (-1,3% in Euro) für das Gesamtjahr. Non-Ferrous-Investoren profitierten 2017 von steigenden Preisen fast aller Buntmetalle. Palladium, Kupfer, Aluminium, Blei, Nickel und Zink hatten in USD Zuwächse zwischen 20% und 50%. Durch die prognostizierte Zunahme von Autokatalysatoren für PKW mit Benzinmotoren wuchs der Bedarf an Palladium. Steigende Preise für Kupfer und Aluminium sind schlicht das Ergebnis des weltweiten Wirtschaftswachstums. Die insbesondere in Deutschland beliebte Anlage in Goldbarren und Münzen brachte ihren Besitzern einen Wertzuwachs von 12% in US Dollar. In Euro gerechnet verlor das Edelmetall allerdings circa 1% und war somit 2017 keine gewinnbringende Geldanlage. Einige Rohstoffe der Lebensmittelindustrie verzeichneten im letzten Jahr teils starke Preisverfälle. Kaffee, Kakao, Mais, und Sojabohnen waren betroffen. Das Unternehmen Südzucker, der weltweit führende Zuckerproduzent, musste einen massiven Rückgang des Zuckerpreises von 18,4% (28,5% in Euro) verkraften. Die Aktie gab in der Folge um 20,3% nach.

Chart Gold, Silber und Rohöl (WTI) / Entwicklung 2017 / in EUR



Währungen

Der Euro erlebte im vergangenen Jahr ein bemerkenswertes Comeback. Er wertete 2017 im Verhältnis zu allen wirtschaftlich bedeutenden Währungen auf. Zum US-Dollar waren es 12,5%, zum japanischen Yen 10%, zum Schweizer Franken 8,4% und zum britischen Pfund 4,0%. Der von der EZB veröffentlichte Index des täglichen nominalen Wechselkurses des Euro, der auf handelsgewichteter Basis berechnet wird, stand zum Jahresende bei 98,96 Stellen und hat damit um 5,3% zugelegt. Euroanleger mussten durch diese Entwicklung zum Teil erhebliche Währungsverluste auf die Performance von Investitionen in Fremdwährungen hinnehmen. Auch die Unternehmen der exportstarken deutschen Wirtschaft mussten dieses Phänomen verkraften, da sich deren Produkte beim Verkauf ins Ausland entsprechend verteuerten.

Chart USD, CHF, GBP, jeweils gegen EUR / Entwicklung 2017



Im Verhältnis EUR/USD wurde das Jahreshoch und zugleich der höchste Stand seit Januar 2015 im September mit einem Kurs von 1,2092 Dollar erreicht. Für diese Entwicklung können diverse Gründe angeführt werden: Die schlechte Bilanz des neuen amerikanischen Präsidenten, der mit seiner Regierung wenige seiner angekündigten wirtschaftlich relevanten Projekte durchsetzen konnte, führte zu einer Schwächung des Dollar, während der europafreundliche Wahlausgang in Frankreich und die gute konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone, allen voran in Deutschland, den Wert des Euro stärkten.

Erstaunlicherweise geschah die Aufwertung des Euro vor dem Hintergrund einer divergierenden Geldpolitik der Notenbanken Fed und EZB, welche eigentlich den gegenteiligen Effekt hätten bewirken sollen.

Ausblick 2018

Zum Jahresanfang herrscht üblicherweise Hochkonjunktur bei den Kapitalmarktexperten, die sich traditionell aufgefordert sehen, ihre Prognosen für das vor ihnen liegende Börsenjahr abzugeben.

So sind sich auch dieses Mal die meisten Auguren einig, dass mit Blick auf das neue Jahr die Aktien in ihrer Entwicklung in der vergleichenden Betrachtung zu den übrigen Vermögensklassen die Nase vorn haben sollten.

Dies denken zumindest die 32 Volkswirte und Analysten von in- und ausländischen Banken, die das Handelsblatt alljährlich zu den Perspektiven der Kapitalmärkte befragt. Gemessen am DAX liegen die Prognosen im Durchschnitt bei rund 14.000 Punkten zum Jahresende und bewegen sich im Extrem zwischen 15.000 Punkten und 12.300 Punkten. Wir möchten uns nur ungern an solchen Indexschätzungen beteiligen. Dies geschieht keinesfalls, weil wir uns einer kritischen Beurteilung unserer Prognosefähigkeit entziehen wollen, sondern vielmehr aus der Überzeugung, dass solche Zahlennennungen keinerlei Orientierung schaffen, um eine sinnvolle Anlagestrategie daraus abzuleiten. Zumal sich die meisten Prognosen in der Vergangenheit als wenig treffsicher erwiesen haben.

Im Vordergrund sollte vielmehr das Bemühen stehen, das makroökonomische Umfeld einzuschätzen, um daraus die ersten Überlegungen für die strategische Ausrichtung Ihrer Vermögenswerte abzuleiten.

Dies schließt auch ein kritisches Hinterfragen des Marktkonsenses ein, bevor man sich ihm reflexartig anschließt. Zu groß scheint uns die Gefahr, dass man sich auf ein „Ein-Szenario-Depot“ einstellt und so ganz wesentliche Überlegungen für die stets gebotene Diversifikation außer Acht lässt.

Losgelöst davon sind aber auch wir der Meinung, dass an Qualitätsaktien auch in diesem Jahr kein Weg vorbeiführt. Aber zunächst möchten wir – in gewohnter Manier – mit einer Bestandsaufnahme der Verfassung der Weltkonjunktur beginnen.

Die Weltwirtschaft befindet sich derzeit in einem kräftigen Aufschwung. Die Konjunktur ist in nahezu allen großen Volkswirtschaften gleichzeitig aufwärtsgerichtet. Erstmals seit der Finanzkrise befinden sich alle 35 Nationen der OECD Länder zeitgleich auf einem als robust einzuschätzenden Expansionspfad. Maßgeblich für die deutliche Belebung des Welthandels ist vor allem die spürbar stärkere Ausweitung des Außenhandels im asiatischen Raum und hier insbesondere Chinas.

Auffallend ist ebenfalls die zunehmende Dynamik im amerikanischen Produktionswachstum bei gleichzeitig anhaltender kräftiger Konsumentennachfrage. Auch für die vor uns liegenden Monate gehen wir von einer vergleichbaren Entwicklung aus. Eine zentrale Rolle bei der positiven Entwicklung der Weltkonjunktur wird überdies Europa spielen. Deutschland, das fast ein Drittel zur Wirtschaftsleistung des hiesigen Währungsraums beiträgt, wird vor allem dank einer dynamischen Binnennachfrage, aber noch viel mehr aufgrund seines sehr starken Außenhandels, ein globaler Wachstumsträger bleiben.

Andere wichtige Indikatoren wie Industrieproduktion und Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe signalisieren einen soliden Trend, so dass mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum von 2,3 Prozent (lt. Kieler Institut für Weltwirtschaft, IfW) für dieses Jahr ausgegangen werden kann.

Die konjunkturelle Entwicklung in Großbritannien hingegen wird durch die mit dem Brexit verbundenen Unwägbarkeiten eher gebremst. Zwar sind die britische Regierung und die EU bemüht, einen Weg zu finden, wie der Übergang zu einem politischen und wirtschaftlichen Rahmen kompromissfähig ausgestaltet werden kann. Bisher blieb dies aber alles andere als konkret. So überwiegt die Unsicherheit über die zukünftigen wirtschaftlichen Beziehungen, was zweifelsfrei eine eher dämpfende Wirkung auf die Investitionsneigung und das damit zu erwartende Wachstum haben wird. Aber auch hier gehen wir von einer zumindest moderat positiven Wachstumsrate aus.

Festzuhalten bleibt, dass sich die zu Beginn der Präsidentschaft Trumps gehegte Befürchtung, die neue Regierung könne durch einen radikalen Schwenk zum Protektionismus die weltwirtschaftliche Entwicklung spürbar beeinträchtigen, bislang nicht eingestellt hat. Auch scheinen die Risiken für die politische Entwicklung in Europa kleiner geworden zu sein, nachdem die stattgefundenen Wahlen in den Niederlanden und Frankreich die Befürworter eines geeinten Europas gestützt haben. Allerdings haben die Unabhängigkeitsbestrebungen in Katalonien im vergangenen Herbst gezeigt, dass die Fliehkräfte in Europa nach wie vor groß sind. Das Ergebnis der in diesem Frühjahr in Italien anstehenden Parlamentswahlen ist vor dem Hintergrund des stark fragmentarischen Parteiensystems ungewiss, aber dies ist mit Blick auf die politische Historie Italiens eher normal denn ungewöhnlich. Somit sind aus unserer Sicht die fundamentalen Rahmenbedingungen positiv einzuschätzen und bilden damit das Fundament für die anstehenden Überlegungen zu der erwarteten Entwicklung der einzelnen Anlageklassen.

Anleihen

Zunächst scheint es uns sinnvoll, den Blick auf eine Anomalität zu richten, die seit der Lehman-Krise die Anleihenmärkte dominiert. Seit gut einem Jahrzehnt läuft an den Schlüsselkapitalmärkten der Welt ein einzigartiges ökonomisches Experiment. Begonnen wurde es in der Finanzkrise 2008, um den drohenden Kollaps des globalen Finanzsystems abzuwenden. In der Folge begannen die Notenbanken – eingeleitet durch die amerikanische Notenbank FED – die Leitzinsen massiv zu senken und in großem Stil Anleihen über unterschiedliche Segmente, angefangen bei Staatsanleihen und Pfandbriefen, über Bonds halbstaatlicher Institutionen bis hin zu Unternehmensanleihen aufzukaufen. Das Resultat waren und sind historisch niedrige Zinsen – teilweise sogar mit negativen Vorzeichen – eine überbordende Liquidität sowie Kreditzinsen zum Nulltarif. Gleichzeitig blähten sich die Bilanzsummen der vier größten Notenbanken der Welt zusammen auf Vermögenswerte von mehr als 14 Billionen US-Dollar auf.

Diese monetäre Expansion von beispiellosem Ausmaß sollte die Wirtschaft wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad führen, den Bankensektor stabilisieren und eine drohende Deflation in Schach halten. Unter den Kapitalmarktexperten ist man sich weitgehend einig, dass durch dieses Vorgehen Schlimmeres verhindert wurde. In der Tat scheint die Krise vor dem Hintergrund der guten weltkonjunkturellen Lage überwunden.

Doch mit dem im Oktober 2017 durch die amerikanische Notenbank begonnen Kurswechsel in der Geldpolitik beginnt an den Finanzmärkten eine neue Ära. Es ist der Beginn des allmählichen Ausstiegs aus der ultra-lockeren Geldpolitik.

Mit der amerikanischen FED ist die Hüterin der Weltleitwährung in diesem Prozess am weitesten fortgeschritten. Sie wird aller Voraussicht nach ihren Leitzins 2018 weiter erhöhen und den Abbau ihrer Bilanz fortsetzen. Dies wird vor allem die Anleihenmärkte beeinflussen und wohlmöglich die teilweise hoch bewerteten Staatsanleihen weiter unter Druck setzen.

In der Eurozone wird das Niedrigzinsumfeld bis auf weiteres intakt bleiben. Dafür sprechen mehrere Gründe. Die europäische Zentralbank setzt ihr Anleihekaufprogramm ab Januar in einer monatlichen Größenordnung von 30 Milliarden Euro fort. Dies bedeutet zwar eine Halbierung des bisherigen Volumens, gleichzeitig wird aber das Kaufprogramm bis mindestens September 2018 verlängert mit der Option einer weiteren unbestimmten Verlängerung, falls das Marktumfeld dies erforderlich macht. Dabei betont der europäische Zentralbankpräsident, dass die Leitzinsen auch noch deutlich nach einer Beendigung des Kaufprogramms auf einem sehr niedrigen Niveau verharren werden. Damit steht fest, dass die Notenbank weiterhin der maßgebliche Akteur an den Anleihenmärkten bleibt.

Wesentlich ist auch, dass die niedrigen Renditen, die über die Anleihekäufe erreicht werden, durchaus im Interesse der EZB sind.

Zudem finden regelmäßige Reinvestitionen von fällig werdenden Anleihen statt, die wiederum gegen einen starken Renditeanstieg an den Anleihemärkten sprechen.

Somit bleiben auch im Jahr 2018 die Aussichten auf auskömmliche Renditen in den Anleihemärkten verhalten. Das Ausweichen auf risikobehaftete Schuldner erachten wir als keinen guten Rat, da hier die Bewertungen unverhältnismäßig hoch sind. Sollte es zu einer nachhaltigen Veränderung des Risikoverhaltens größerer Investoren kommen, kann dies zu erheblichen Verwerfungen führen, die in der Regel mit starken Kursverlusten einhergehen. Wir bleiben deshalb bei unserer Einstellung zu den Anleihemärkten und bevorzugen weiterhin kurze Laufzeiten sowie gute Schuldnerbonitäten und die dosierte Aufnahme von Schwellenländeranleihen auf Eurobasis, die wir vorzugsweise über entsprechende Fondsbausteine abdecken.

Aktien

Auch mit Blick auf das vor uns liegende Jahr scheinen Aktien die bessere Wahl zu sein. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass künftig die zu erwartenden Kurserträge möglicherweise niedriger ausfallen, die Risiken in bestimmten Branchen höher einzuschätzen sind und dass mit einer zunehmenden Schwankungsintensität zu rechnen ist.

Das bereits beschriebene dynamische Konjunkturmilieu wird sich im laufenden Jahr auch auf die Entwicklung der Unternehmensgewinne entsprechend positiv auswirken. Damit wird neben der liquiditätsgetriebenen Geldpolitik der Notenbanken zunehmend eine fundamentale Basis für weitere Kurszuwächse geschaffen.

Eine solche substanzielle Unterfütterung der Aktienkurse ist in dieser späten und reifen Phase des Aufschwungszyklus von besonderer Bedeutung, da durch den eingeleiteten Richtungswechsel die Notenbankpolitik zukünftig weniger Gewicht bekommt. Losgelöst davon sind wir der Auffassung, dass die Notenbanken sehr genau die konjunkturelle Entwicklung beobachten und auch weiterhin schnell und entschlossen auf Störungen reagieren werden. Dies ist sicher eines der wesentlichen Erkenntnisse aus der Finanzkrise.

Überdies hat sich trotz der mittlerweile festzustellenden Bewertungsexpansion an den Aktienmärkten keine Überbewertung in der vergleichenden Betrachtung zu den Anleihemärkten eingestellt. Dies gilt allerdings zweifelsfrei nicht für alle Aktien, insbesondere Zykliker und einige Titel aus dem

Technologiesektor wurden in den vergangenen Monaten von vielen Investoren bevorzugt, so dass hier die Bewertungen bereits weit vorangeschritten sind und ein auffällig hohes Niveau erreicht haben.

Demzufolge kommt der sorgsam Auswahl wie immer eine besondere Bedeutung zu. Hier halten wir an unserer value-orientierten Selektionsdisziplin fest und investieren nur in solche Unternehmen, die über substantielle Wertigkeit verfügen und sich auch in einem herausfordernden Marktumfeld bewähren können.

Das größte Risiko für die Aktienmärkte liegt in einer plötzlich anziehenden Inflation, die die Notenbanken zwingen könnte, deutlicher an der Zinsschraube zu drehen. Den Eintritt eines solchen Szenarios halten wir allerdings für wenig wahrscheinlich.

Inflation

Auffällig ist, dass trotz der weltweit synchron verlaufenden Konjunkturdynamik ein deutliches Anziehen der Teuerungsrate bisher ausblieb, was einen Teil des Dilemmas beschreibt, in dem die Notenbanken stecken. Wir gehen vielmehr davon aus, dass die zu beobachtende moderate Entwicklung der Inflation im Wesentlichen strukturellen Faktoren geschuldet ist. So wird die Preisentwicklung in vielen Bereichen weniger durch konjunkturelle Einflüsse als durch die Zunahme des globalen Wettbewerbs und technische Produktionsfortschritte bestimmt.

Somit bleiben wir für die kommenden Monate bei unserer Annahme einer kontrollierten Entwicklung der Inflationsraten.

Währungen

Die Währungsmärkte sind komplex, sensibel und naturgemäß mit einer hohen Spekulationskomponente behaftet.

Zahlreiche Faktoren beeinflussen deren Entwicklung. Zur Bestimmung ihrer Richtung werden traditionelle Komponenten wie Kaufkraftparität, Zinsdifferenz, Wachstumsquoten oder Leistungsbilanzsalden – um nur einige zu nennen – bemüht.

Allein der Umstand, dass lediglich einem Anteil von 5 bis 10 Prozent der internationalen Währungsströme realwirtschaftliche Transaktionen zu Grunde liegen, macht es nahezu unmöglich, kalkulierbare Koordinaten für die nachhaltige Bestimmung einer Wechselkursentwicklung auszumachen. Eindrucksvoller Beleg dafür sind immer wieder zu beobachtende, unterjährige und bisweilen extreme Anpassungen von Währungsprognosen. Waren bis vor einigen Monaten etliche Analysten der Überzeugung, dass eine Euro/Dollar-Parität ansteht, gilt nun eine anhaltende Eurostärke als ausgemacht. Die Argumente hierfür „liegen auf der Hand“. Europa hat zu neuer wirtschaftlicher Stärke und politischer

Stabilität zurückgefunden, während die USA auf die versprochenen belebenden Wirtschaftsimpulse weiter wartet. Die Zinsdifferenz spricht zwar für den US-Dollar, aber dies wird – aus welchen Gründen auch immer – von den Investoren ausgeblendet. Was wiederum ein Indiz dafür ist, dass Wechselkurse fundamentalen Entwicklungen nicht immer eins zu eins folgen.

Bei der Strukturierung Ihrer Vermögenswerte verzichten wir bewusst auf eine Prognose von Währungsentwicklungen und überlassen dies unseren angewandten Selektionskriterien. Führen uns diese beispielsweise zu Teilen in amerikanische Unternehmenstitel, so akzeptieren wir diese „US-Dollar-Engagements“ und beschränken uns auf bestimmte Obergrenzen, um Klumpenrisiken zu vermeiden.

An dieser Stelle noch ein kurzes Wort zum Bitcoin, stellvertretend für alle übrigen sogenannten Krypto-Währungen. Der Bitcoin hat in der Spitze eine Verzwanzigfachung seines Wertes innerhalb eines Jahres hinter sich und zeigt allein mit dieser bloßen Zahlenentwicklung alle Merkmale einer Spekulationsblase. Viele Befürworter sehen in ihm das Entstehen eines neuen Finanzsystems, bei dem die dahinterstehende Blockchain-Technologie eine Schlüsselposition für die kommenden Dekaden einnehmen wird. Wir sehen uns eher auf der Seite der Kritiker.

Zum einen steht hinter diesem „Budenzauber“ (bitte sehen Sie uns diese Formulierung nach) keine wirkliche Instanz in Form einer Rechtssicherheit. Darüber hinaus ist der Wert von Bitcoins nicht durch greifbare und tauschbare Güter gesichert, was ihm den Wert einer tatsächlichen Währung nimmt. Die mittlerweile eingesetzten erratischen Kursausschläge sprechen für sich und sollten mehr eine Warnung als ein Anreiz sein, hier zu investieren.

Rohstoffe

Das weltweite Erdölangebot stellt sich aus heutiger Sicht nicht wesentlich anders dar als im Jahr 2017. So wird die OPEC aller Voraussicht nach die Erwartung der Marktbeobachter nach einer Laufzeitenverlängerung der Förderkürzungen erfüllen. Die US-Energiebehörde geht davon aus, dass der amerikanische Ölausstoß 2018 mit 9,9 Mio. Fass pro Tag den bisherigen Rekord von 9,6 Mio. Fass im Jahr 1970 übertreffen wird.

Eine zunehmend dominierende Rolle spielen auf der Angebotsseite die US-Schieferölproduzenten. Sie haben sich im Laufe der letzten Jahre, auch vor dem Hintergrund des Fortschritts in den Fördertechniken zum „Swinger Producer“ entwickelt. Dies bedeutet, dass die Schieferölindustrie eine hohe Preiselastizität des Angebots aufweist und rasch auf Preisanstiege mit einer schnellen Produktionsausweitung reagieren kann. Zudem konnte sie ihre Förderkosten weiter reduzieren und arbeitet in der Regel bei einem Preisniveau von 40 US-Dollar je Barrel im profitablen Bereich. All dies spricht tendenziell für eine

ausgeglichene Situation von Angebot und Nachfrage und lässt Preisanstiege tendenziell unwahrscheinlich erscheinen, was der mehrheitlichen Meinung der Rohölanalysten entspricht.

In dieses Bild fügt sich auch die Prognose der internationalen Energieagentur IEA ein. Sie geht davon aus, dass der globale Ölverbrauch trotz guter Weltkonjunktur in diesem Jahr nicht wesentlich zunehmen wird.

Auf Basis der Produktionsdaten erwartet die IEA, dass der Rohölmarkt trotz der Förderkürzung der OPEC im ersten Halbjahr 2018 überversorgt sein wird. Chancen auf einen deutlich steigenden Ölpreis bieten sich wohl nur im Fall von ernststen politischen Krisen am Persischen Golf.

Wenn es um den Kauf von Goldbarren und Goldmünzen geht – also der klassischen physischen Anlagedomäne in diesem Segment – sorgten die deutschen Anleger im vergangenen Jahr mit umgerechnet 110 Tonnen für mehr als die Hälfte der europäischen Nachfrage.

Warum ausgerechnet die deutschen Anleger offensichtlich eine besondere Beziehung zu Gold haben, ist nicht einfach zu erklären. Hinter all dem liegt vielleicht die diffuse Angst vor einem Kollaps des Finanzsystems und einer dramatischen Entwertung des Geldes, ähnlich wie in den 1920er Jahren der Hyperinflation. Am Ende dieser Phase der drastischen Geldentwertung kostete ein Ei 320 Milliarden Reichsmark. Dass die Notenbanken Billionen von Geld drucken und die Schulden in der Welt rasant gestiegen sind, schürt das Misstrauen in unser Finanzsystem und ist für einige Anleger das entscheidende Motiv für eine Investition in Gold.

Letztendlich bestimmt auch bei der Kursentwicklung des Goldes das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage den Preis. Auf längere Sicht stellt die Förderquote der großen Goldminengesellschaften den entscheidenden Hebel für eine Veränderung des Angebots dar. Hier sind vor dem Hintergrund einer bewussten Förderdisziplin keine größeren Schwankungen zu erwarten.

Auf der Nachfrageseite korrespondiert der Bedarf an Gold aus der Schmuckindustrie und der Industrie für technologische Anwendung mit dem anzutreffenden konjunkturellen Umfeld. Aber auch hier erwarten wir eine vergleichsweise moderate Entwicklung in diesem Jahr. Auch spricht die anzunehmende Inflationsentwicklung eher gegen einen deutlichen Anstieg des Goldpreises.

Der Umstand, dass die Investition in Gold weder einen Zins noch eine Dividende gewährt und sich demnach auf die reine Spekulation auf Kursgewinne reduziert, begründet unsere reservierte Einstellung zu dieser Anlageform.

Fazit

Die internationalen Anleihemärkte werden weiterhin von einer liquiditätsorientierten Notenbankpolitik bestimmt. Losgelöst von dem Richtungswechsel in der amerikanischen Geldpolitik, der nicht zu rasant steigenden Zinsen führen wird, ist die europäische Zentralbank der dominante Taktgeber für das ultra-lockere Zinsumfeld. Damit werden die zu erwartenden Renditen auch in diesem Jahr spärlich bleiben. Und dennoch bleiben festverzinsliche Engagements ein wesentlicher Bestandteil einer angemessenen Diversifikation zur Risikoabsicherung. Das gleiche gilt für die Bereitschaft, Liquiditätspolster zu halten. Sie sind ein unbequemes aber notwendiges Element einer Strategie, die den Kapitalerhalt an die erste Stelle setzt. Zudem werden uns diese Polster die notwendigen Spielräume für Investitionen eröffnen, die sich durch mögliche Rücksetzer an den Aktienmärkten ergeben könnten, die sich in einer durchaus reifen Phase der Aufwärtsbewegung befinden.

Unabhängig davon bleiben die Beteiligungen an Qualitätsunternehmen ein Kern unserer Anlagepolitik, aber eben nicht zu jedem Preis.

Düsseldorf, Januar 2018

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtungen zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Die GS&P Gruppe garantiert jedoch nicht für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit. Alle hier dargestellten Meinungsäußerungen geben lediglich eine Einschätzung des Verfassers/ der Verfasser wieder, die nicht notwendiger Weise der Meinung der GS&P-Gruppe entsprechen muss. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich in Abhängigkeit von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor / die Autoren behält / behalten sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen und Aussagen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot, noch eine explizite Aufforderung zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z.B. Prospekte) erfolgen und auf keinen Fall auf Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die GS&P-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die der in dieser Darstellung vorgestellten Information widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung und Zustimmung der GS&P-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

Copyright 2015, Grossbötzl, Schmitz und Partner