

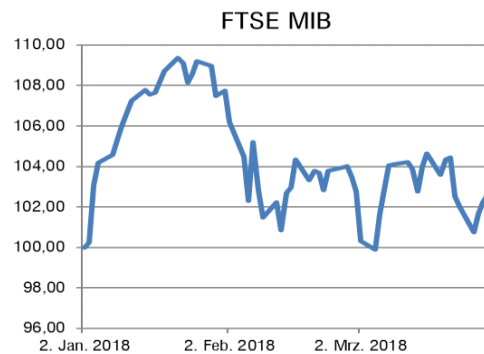
<b>Aktien</b>	Tristes Wetter, triste Stimmung?	Seite 1
<b>Renten</b>	Geldpolitik weiterhin im Fokus	Seite 2
<b>Währungen</b>	Euro stark	Seite 3
<b>Rohstoffe</b>	Auf dem Rückzug?	Seite 3
<b>Ausblick</b>	Luftlöcher führen zu Turbulenzen	Seite 4
<b>Im Blickfeld</b>	USA vs. China – Handelskrieg oder Säbelrasseln?	Seite 4

## Aktien

Von frühlingshafter Stimmung war im ersten Quartal des Jahres 2018 nur wenig zu spüren. Obwohl die ersten Tage des Jahres noch sehr positiv verliefen, trübte sich die Stimmung immer weiter ein. So konnten die meisten Indizes weltweit den Januar noch positiv abschließen. Doch der Abschwung, der bereits Ende Januar eingesetzt hatte, setzte sich im Februar und März immer weiter fort. Unterm Strich haben fast alle Länderindizes das erste Quartal mit einem negativen Ergebnis beendet. Besonders der deutsche Leitindex DAX, musste mit 6,4% deutlich mehr Federn lassen als die restlichen europäischen Indizes. Lediglich der britische Index FTSE 100 musste mit 7,2% noch höhere Verluste hinnehmen. Hier scheinen die Sorgenfalten der Anleger mit Hinblick auf den Brexit noch einmal größer zu werden.



Auf der Liste der Gewinner stehen einige Länder der Euro-Peripherie. Die Indizes aus Italien und Portugal konnten sogar leicht zulegen. Ob die Anleger dauerhaft Freude an Aktieninvestitionen in den sogenannten PIGS-Staaten (Portugal, Italy, Greece, Spain) haben werden, wird wohl im Wesentlichen von den weiteren Entscheidungen der EZB abhängen.



Außerhalb von Europa war Brasilien einer der größten Gewinner, womit sich die beeindruckende Entwicklung seit Anfang 2016 fortsetzt. Da die restlichen Schwellenländer jedoch teilweise Verluste hinnehmen mussten liegt der breite Schwellenländerindex MSCI Emerging Markets nur ganz leicht im Plus. Für Euro-Anleger kehrte sich dieses leichte Plus

jedoch aufgrund von Währungseffekten in ein leichtes Minus um.

Auf Ebene der Kapitalisierung konnten die mittel- und kleiner kapitalisierten Werte wieder überzeugen und die Schwergewichte deutlich hinter sich lassen. Während der DAX wie angesprochen mit minus 6,4% deutlich im minus lag konnte der kleine Bruder SDAX sogar ein leichtes Plus von 0,35 ausweisen.

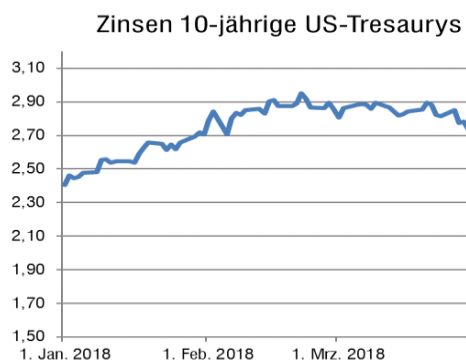
Ein Blick auf Branchen zeigt, dass die zuletzt stark gebeutelte Automobilhersteller und Zulieferer im letzten Quartal ein Plus von fast 2% aufwiesen. Zu den Verlierern gehören einmal mehr die Banken, die weiterhin (selten positive) Schlagzeilen in der Tagespresse machten.

### Renten

Bei deutschen Staatsanleihen scheint sich das Offensichtliche fortzusetzen. Nach oben gibt es aufgrund der bereits vorhandenen Negativverzinsung (bis fünf Jahren Laufzeit) nur wenig Luft und eine Bewegung der Rentenkurse nach unten lässt die derzeitige Notenbankpolitik der EZB einfach nicht zu. So bewegten sich die Renditen der deutschen Staatsanleihen für alle Laufzeiten seitwärts.

Weiterhin bleiben deutliche Signal der EZB, die expansive Geldpolitik zumindest zu reduzieren, im ersten Quartal aus. Von ihrem Inflationsziel von knapp 2% scheint die EZB jedoch nicht mehr allzu weit entfernt zu sein und so gehen viele Marktteilnehmer aktuell davon aus, dass die EZB zumindest mittelfristig etwas vom Gas geht. Die deutschen Festgeldsparer dürfte das aktuell jedoch wenig beruhigen, denn bis diese Entwicklung bei ihnen ankommt dürfte noch viel Zeit vergehen.

Die amerikanische Fed scheint trotz neuer Führung nur wenig an dem aktuellen Weg der Geldpolitik zu ändern. Dem neuen Chef Jerome Powell wird ein ähnliches geldpolitisches Profil nachgesagt wie seiner Vorgängerin Janet Yellen. Der Wechsel an der Spitze der Fed scheint wohl eher der Pflege des Trump-Egos als der Neuausrichtung der amerikanischen Notenbank zu dienen. Folgerichtig konnten auch die Anleiherenditen ihren Positivtrend fortsetzen und im ersten Quartal zulegen. Vice versa sanken die Kurse amerikanischer Staatsanleihen.

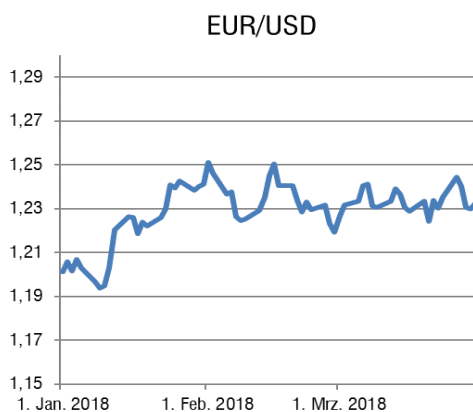


Auch im neuen Jahr lohnt sich ein Blick auf die beschauliche Schweiz, dessen Notenbank SNB weiterhin kräftig an der Aufblähung ihrer Bilanzsumme arbeitet. Obwohl die Leitzinsen unverändert geblieben sind und sich an der Ausrichtung der Geldpolitik nichts geändert hat, haben zumindest die Renditen für lange Laufzeiten ins Positive gedreht. Eine Entwicklung die sich durch den immer schwächer werdenden Schweizer Franken erklären lässt. Offensichtlich scheint die expansive Geldpolitik der SNB ihre Wirkung nicht zu verfehlen. Sollte sich diese Entwicklung auf der Währungsseite fortsetzen, so ist mit einer etwas restriktiveren Geldpolitik der SNB zu rechnen. Darauf scheinen aktuell viele Marktteilnehmer zu spekulieren und

nehmen eine kleine Zinserhöhung bereits vorweg.

### Währungen

Der Euro zeigt sich seit Jahresbeginn weiterhin sehr stark gegen die anderen Leitwährungen. Gute wirtschaftliche Rahmendaten und eine im internationalen Vergleich eher ruhige politische Lage ließen den Euro weiter aufwerten. Dieser Trend hält nun schon seit Jahresbeginn 2017 an und hat den Euro auf mittlerweile 1,23 Dollar steigen lassen. Der im Umkehrschluss schwächelnde Dollar ist neben dem weiter steigenden Leistungs-bilanzdefizit auch auf den sehr impulsiven Politikstil von Donald Trump zurückzuführen. Mit seinen Aussagen, die er vorwiegend über Twitter verbreitet, hat er schon oft für heftigen Bewegungen an den internationalen Finanz-märkten gesorgt.

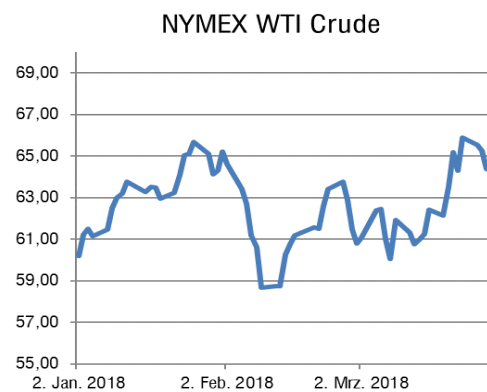


Überraschend scheint die (zumindest kurzfristige) Stabilität des südafrikanischen Rand. Der von Präsident Cyril Ramaphosa angekündigte 10-Punkte Plan zur Verbesserung der wirtschaftlichen Lage scheint wohl zumindest die Devisenmärkte kurzfristig zu beruhigen. Seit Jahrzehnten bekommt die Regierung das Problem der hohen Arbeitslosigkeit (>25%) nicht in den

Griff und will nun mit diesem Plan systematisch darauf reagieren.

### Rohstoffe

Die Entwicklung der Rohstoffpreise zeigt sich im ersten Quartal uneinheitlich. Während Gold von US-Präsident Trump auf eine Berg- und Talfahrt geschickt wurde und unterm Strich fast unverändert war, konnte sich der Ölpreis deutlich erholen.



Der Preis für ein Barrel Rohöl, der früher einmal ein verlässlicher Indikator für die weltwirtschaftliche Entwicklung war, entfernt sich immer weiter von dieser Kopplung. Der Fracking-Boom in den USA hat die uneingeschränkte Vorherrschaft von Saudi-Arabien auf dem Erdölmarkt beendet. Was die Produktionszahlen angeht sind die beiden Länder nun auf Augenhöhe, womit die OPEC als Erdölkartell immer weiter an Bedeutung verlieren sollte, solange der Fracking-Boom anhält. Trotz des großen Angebots stieg der Preis je Fass vom West Texas Öl WTI um knapp 10% im ersten Quartal.

## **Ausblick**

Im ersten Quartal 2018 feiert die Volatilität ihr Comeback an den internationalen Finanzmärkten. Nach einer langen Phase immer weiter sinkender Volatilitäten scheint dieser Vorgang normal und überfällig gewesen zu sein (siehe auch unseren Jahresbericht 2017). Bereits früh lernen angehende Finanzexperten, dass es Renditen nur dort gibt, wo auch Risiko eingegangen wird. Dauerhaft niedrige Volatilitäten als Synonym für ausbleibendes Risiko würden einen großen Teil der finanzwirtschaftlichen Lehre auf den Kopf stellen. Insofern scheint die aktuelle Entwicklung nur eine Rückkehr zur Normalität zu bedeuten.

Die Investoren sollten also auch in diesem Umfeld ruhig bleiben und Kursrückschläge dazu nutzen, günstiger in die Aktienmärkte einzusteigen, denn die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bleiben weiter positiv. Doch auch nach dieser kleinen Korrektur sollte die Titelselektion weiter vorsichtig betrieben werden, denn die Bewertungen bewegen sich teilweise auf einem hohen Niveau.

Auf der Rentenseite scheint das Chance-Risiko Verhältnis weiter nicht besonders positiv, denn die EZB interveniert weiterhin stark am Rentenmarkt. Wer eine zu hohe Zinssensitivität in seinem Portfolio riskiert, könnte eventuell böse überrascht werden und bei einem Tritt der EZB auf die Bremse ohne Rettungsgurt dastehen.

## **Rubrik ´Im Blickfeld´: USA vs. China – Handelskrieg oder Säbelrasseln?**

Binnen zwei Wochen hat der amerikanische Präsident Strafzölle gegen mehrere Länder verhängt, Übernahmen durch chinesische Firmen in den USA blockiert und neue restriktive Auflagen für chinesische Investitionen installiert. Ökonomen warnen vor einer Eskalation eines weltweiten Handelskrieges und vor der Auge-um-Auge Mentalität bei der Verhängung von Strafzöllen.

Genug Gründe also, sich einmal ´Im Blickfeld´ genauer mit den wichtigsten Fragen rund um Handelskriege zu beschäftigen.

Seit die Menschheit Handel betreibt, gibt es viele Beispiele für protektionistische Scharmützel von Staaten. Das Wörterbuch definiert einen Handelskrieg als einen wirtschaftlichen Konflikt, in welchem sich Länder gegenseitig Importbeschränkungen auferlegen, um dem Handel des jeweils anderen zu schaden. Die Strafzölle von US Präsident Trump entsprechen voll und ganz dieser Definition. Die jüngste Entwicklung schürt daher nun Befürchtungen, dass die amerikanische Regierung einen ausgewachsenen Handelskrieg ausgelöst haben könnte, in welchem Donald Trump Vergeltungsmaßnahmen an China wegen „Diebstahls geistigen Eigentums“ (Tweet vom 04. April 2018) durchführt. Die quid-pro-quo Aktionen der USA und China bezüglich Strafzöllen, sowie Trumps Begründung, mit eben jenen die nationale Sicherheit zu gewährleisten und damit etwaige rechtliche Schritte bei der Welthandelsorganisation WTO von vorneherein auszuschließen, tragen zur

angespannten Atmosphäre zwischen den beiden Nationen bei.

Die Geschichte lehrt uns, dass Handelskriege niemals erfolgreich für die beteiligten Nationen Waren. Eines der bekanntesten Beispiele des letzten Jahrhunderts, war der so genannte Smoot-Hawley Act, der 1930 vom amerikanischen Kongress verabschiedet wurde. Er wurde schließlich für die Vertiefung und die dramatischen Auswirkungen der Großen Depression verantwortlich gemacht. Das Gesetz erhöhte die US-Zölle auf landwirtschaftliche Güter zum Schutz der Farmer zunächst um 20%. Später wurden die Strafzölle auch auf andere Industrien ausgeweitet. In der Konsequenz brach die Nachfrage dramatisch ein und die beteiligten Länder taten alles daran ihre Goldreserven nicht auflösen zu müssen und werteten stattdessen ihre Währungen durch das Drucken von Banknoten extrem ab. Andere wiederum errichteten noch rigidere Handelsschranken. In der Konsequenz ist der Welthandel von der Klippe gefallen und die schwerste Rezession der jüngeren Vergangenheit mit verheerenden Folgen für Wirtschaft und Gesellschaft entstand.

Ein weiteres Beispiel der jüngeren Vergangenheit stammt aus dem Jahr 2002, als der damalige US Präsidenten George W. Bush die Zölle auf Stahl erhöhte. In der Folge sank das Bruttoinlandsprodukt der USA zwar nur um 30,4 Millionen US Dollar, also eine Zahl, die der Rede nicht wert ist. Die schlimmere Konsequenz war allerdings, dass rund 200.000 Arbeitsplätze, und davon rund 13.000 in der Rohstahlproduktion, verloren gingen. Ein Bericht des Peterson Institute for Economics (dies ist ein Wirtschafts-

forschungsinstitut, welches sich für freien Handel einsetzt) schätzt, dass Buschs Strafzölle die US Stahlindustrie seinerzeit etwa 400.000 Dollar je geretteten Job gekostet haben. Die WTO erklärte die Zölle zudem für illegal. Der Bumerang kam also umgehend zu George Busch zurück.

Umso erstaunlicher ist es, dass Donald Trump, der sich laut eigener Aussage immer von Lehren der Vergangenheit leiten lässt, nun Zölle auf aus China importierte Produkte im Wert von 50 Milliarden Dollar verhängt. Schrittweise wurden Strafzölle von 25 Prozent bzw. 10 Prozent auf Stahl- und Aluminiumimporte eingeführt. Dies veranlasste China wiederum dazu, mit eigenen Zöllen zurückzuschlagen. Auf der anderen Seite nahm der US-Präsident „Verbündete“ (O-Ton), einschließlich der EU, bei seinem Kampf gegen Chinas Exporte vorübergehend von Strafzöllen aus. Gleichzeitig erwartet er von diesen Verbündeten nun Zugeständnisse, um diese Befreiung aufrecht zu erhalten.

In einem Twitter-Post vom 2. März erklärte der US-Präsident Handelskriege für "gut und leicht zu gewinnen" obwohl er noch vor kurzem abtritt, dass sich die USA überhaupt in einem solchen Krieg mit China befänden. Es stellt sich die Frage, weshalb Donald Trump wider unterstellten besseren Wissens, dennoch einen Handelskrieg vom Zaun brechen will.

Wir vermuten, dass es ihm vornehmlich darum geht, Deals zu machen. Da er fest entschlossen ist, das US-Handelsdefizit zu reduzieren (die USA importieren seit Jahrzehnten mehr, als sie exportieren) geht er in seiner gewohnt polternden Art auf dem



internationalen wirtschaftspolitischen Parkett vor.

Dennoch ist die Angst vor einem ausgewachsenen Handelskrieg bei vielen US-Wirtschaftsführern groß. Profitieren die meisten Firmen doch vom freien Welthandel. Auch befürchten die Akteure an den Wertpapiermärkten in der Folge eingeschränkten Handels niedrigere Gewinne und ein langsames Wirtschaftswachstum, sollten die USA tatsächlich protektionistischer werden und sollten andere Länder Vergeltungsmaßnahmen ergreifen.

Reaktionen auf Trumps Strafzölle gab es jedenfalls schon: China hat auf US Produkte wie Wein, Obst, Schweinefleisch und Stahlrohre im Wert von 3 Milliarden US Dollar Strafzölle erhoben. Am 04. April erweiterte China die Liste betroffener Güter um Sojabohnen, Chemikalien und Flugzeuge aus amerikanischer Produktion. Viele der 128 betroffenen Produkte der Liste entstammen US-Staaten, die Trump bei den Wahlen 2016 favorisiert haben. Chinas Maßnahmen seien als Konsequenz der amerikanischen Strafzölle zu sehen und entsprächen in Umfang und Grad dem amerikanischen Vorgehen.

China ist mit 1,2 Billionen US Dollar größter Gläubiger der USA. Daher sollte die Regierung unbedingt im Blick haben, dass China den Verkauf von US-Staatsanleihen initiieren könnte. Chinas Botschafter in den Vereinigten Staaten schloss diese Maßnahme explizit nicht aus. Dies hätte extrem negative Konsequenzen für die US-Wirtschaft. Durch ein hohes Angebot an amerikanischen Staatsanleihen würde der US-Dollar noch schwächer werden, als es bisher bereits der Fall ist. Das wiederum

könnte dafür sorgen, dass sich die Inflation in den USA beschleunigt und die Notenbank der Fed in der Folge die Zinsen schnell anheben müssten. Dies würde wiederum die Konjunktur deutlich belasten. Diese Situation will Trump mit Sicherheit vermeiden, sieht er sich selbst doch als *der* 'Wirtschaftspräsident'. Vielleicht aber versucht er durch dieses Vorgehen auch lediglich den US-Dollar in seinem Außenwert zu schwächen, was die Nachfrage nach US-Gütern aufgrund geringerer Einkaufspreise des Auslands erhöhen könnte. Auch dadurch wäre eine Reduzierung des US-Außenhandelsdefizits möglich. Wobei diese Überlegung immer noch die Gefahr schnell steigender Zinsen birgt. Letztendlich weiß man leider nicht genau, was Donald Trump tatsächlich beabsichtigt.

Auch die Rolle der Welthandelsorganisation WTO muss vor diesem Hintergrund betrachtet werden. Einen ersten Antrag auf Konsultationen mit China bezüglich Technologielizenzen reichten die USA bereits am 23. März bei der WTO ein. Nahezu gleichzeitig teilte China der WTO mit, wie es auf die verhängten Strafzölle der USA auf Stahl und Aluminium reagieren wird und fügte später noch hinzu, dass es die Rechtmäßigkeit der US-Zölle in Frage stelle und sie als grobe Verletzung der WTO Richtlinien betrachte. Allerdings können sich schnell entfaltende Vergeltungsmaßnahmen im Rahmen eines Handelskrieges die schwerfälligen Beratungsprozesse der WTO auf eine harte Probe stellen. Zudem hat Trump die Handhabe der WTO quasi ausgehebelt, indem er auf die Notwendigkeit verweist, die nationale Sicherheit zu gewährleisten. Diese Klausel aus dem Jahr 1962 kann somit die WTO-Regeln außer Kraft setzen, wenn wesentliche

Sicherheitsinteressen schwerer wiegen, als etwaige Strafzölle. Andere Länder könnten bei einem Handelskrieg der US-Argumentation folgen. Die WTO wäre somit zum zahnlosen Tiger degradiert.

Fatal für die amerikanische Bevölkerung ist sicherlich die Tatsache, dass ein Handelskrieg in jedem Fall negativ auf die USA zurückfällt. Beispielhaft betrachten wir nochmals die Strafzölle auf Stahl und Aluminium. In den USA sind weitaus mehr Menschen in stahlverarbeitenden Industrien wie zum Beispiel dem Automobilbau beschäftigt, als in der Stahlproduktion selbst. Daher müssten Produzenten in den USA höhere Preise für ihre Ausgangsprodukte bezahlen. Diese höheren Fertigungskosten werden naturgemäß an den Konsumenten weitergereicht. Eine steigende Inflation wäre die Folge. Dies wiederum wäre ein Szenario, das von den Entscheidungsträgern der amerikanischen Notenbank Fed unerwünscht ist, da es die Notwendigkeit von Zins-erhöhungen nach sich ziehen würde, die wiederum die US-Konjunktur belasten könnten.

Auf der anderen Seite könnten Zölle aber auch zuerst zu Arbeitsplatzverlusten führen, was die Konjunktur bereits vor etwaigen Zins-erhöhungen aufgrund gestiegener Inflation verlangsamen könnte. In der Folge wäre auch eine Abkehr von den geplanten Fed-Zinserhöhungen möglich. Letzteres erachten wir aber als weniger wahrscheinlich.

### FAZIT

Einen Handelskrieg kann man faktisch nicht gewinnen. Alle beteiligten Volkswirtschaften werden Einbußen in der ein oder anderen Form erleben. Daher spricht vieles dafür, dass der

amerikanische Präsident wieder einmal versucht, nur den besten `Deal´ für sich herauszuholen. Koste es was es wolle. Es entspricht seiner bisher zu beobachtenden Gangart. Dies kann allerdings in der Konsequenz zu volatileren Kapitalmärkten führen, wie die vergangenen Wochen bereits gezeigt haben. Momentan ist die Situation jedoch noch nicht so ausgeprägt, dass wir uns um die langfristige konjunkturelle Entwicklung sorgen sollten. Daher halten wir an unserer strategischen Ausrichtung in den Portfolios fest und planen vorerst keine substanziellen Umschichtungen zwischen den einzelnen Anlageklassen.

Düsseldorf, im April 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 wider, 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 2018, Grossbötzl, Schmitz und Partner*