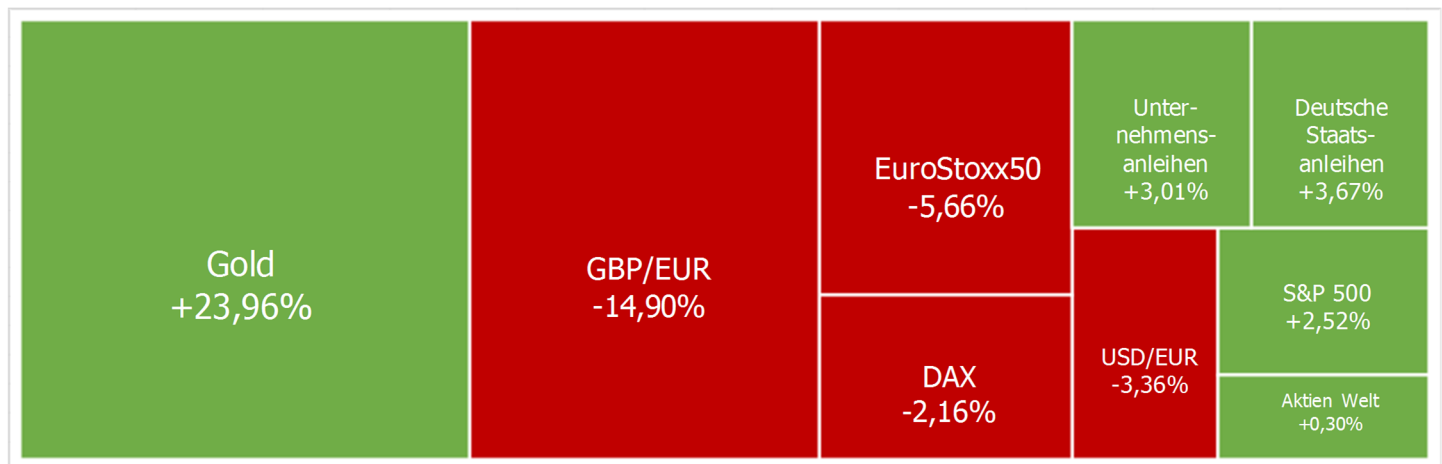


### 3. Quartal 2016: Marktbericht und Ausblick

#### Marktüberblick (seit 01.2016)



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Die Marktteilnehmer wurden im 3. Quartal durch die positive Entwicklung an den Börsen überrascht. Viele Investoren befürchteten eher deutliche Kurskorrekturen in den umsatzschwachen Sommermonaten. Aber wider Erwarten blieb es an den Börsen ruhig und Indizes wie der S&P 500 konnten sogar neue Allzeithochs markieren. Auch der DAX merzte den Verlust aus dem ersten Halbjahr fast aus.

Die Anleger sollten sich aber trotzdem nicht zu sicher fühlen. Die Gründe für diese Unsicherheiten, mögliche wirtschaftliche und politische Entwicklungen und geeignete taktische und strategische Maßnahmen in Ihrem Portfolio, möchten wir Ihnen in unserem 3. Quartalsbericht vorstellen:

#### Unsere Einschätzungen für den weiteren Jahresverlauf:

- Das globale Zinsniveau bleibt noch längere Zeit auf einem niedrigen Niveau. Die EZB gibt allerdings erste vorsichtige Hinweise auf ein geldpolitisches Umdenken. So prüft sie bereits Alternativen zu Ihrer Negativzins-Strategie, da nun immer mehr Nachteile dieser Strategie zum Vorschein kommen.
- Die US Konjunktur erholt sich, aber deutlich weniger dynamisch als erwartet. Neue politische Belastungsproben stehen an. Anfang November wird ein(e) neue(r) Präsident(in) in den USA gewählt, in Italien gibt es im Dezember ein Referendum über das politische System, das durchaus Auswirkungen auf die Bankenkrise in Italien haben dürfte.
- China stabilisiert sich durch eine erhöhte Staatsverschuldung weiter und weckt Hoffnung auf eine anziehende Konjunktur.
- Starke Schwankungen an den Finanzmärkten bleiben wahrscheinlich. Die politische Unsicherheit nimmt weiter zu. Zukünftige mögliche Kurseinbrüche sollten genutzt werden, um weiter in Qualität zu investieren. Durch einen aktiven Ansatz im Stock- und Bond-Picking sollte weiterhin eine robuste Wertentwicklung erzielbar sein.

Weitere wirtschaftliche Erholung - Höhere politische Unsicherheit

Opportunistische Nischenstrategie - noch attraktiv

Fokus auf Qualität – Marktschwankungen nutzen

Sicherer Anteil eines stabilen Portfolios

**Anleihen:** Nach dem sehr gutem Quartal, insbesondere für Unternehmensanleihen, könnten die nächsten Monaten, notenbankbedingt, mehr Volatilität mit sich bringen. Unsere aktive, opportunistische Nischenstrategie verspricht aber auch in diesem Zinsumfeld weiterhin gute Renditen.

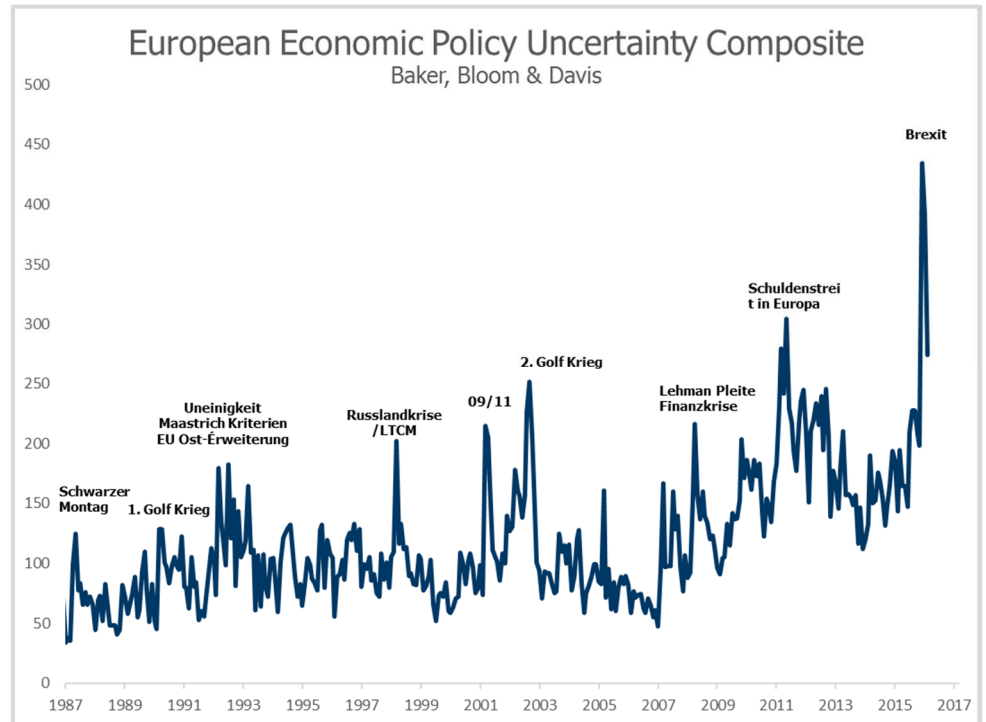
**Aktien:** Aktien verfügen über ein weiterhin gutes Chance-/Risikoverhältnis, sowie eine attraktive Dividendenrendite. An unserem Fokus, auf Qualitätsunternehmen mit stabilen Geschäftsmodellen zu setzen, hat sich nichts geändert. Dagegen spielen Banken und Versorger weiterhin keine Rolle in unserer Allokation. Taktische Gewinnmitnahmen bei Marktstärke und Nachkäufe bei temporärer Schwäche werden Outperformance liefern.

**Substanzenanlagen:** Gold ist in der aktuellen Lage ein Bestandteil eines robusten Portfolios. Es dient als Vorsorge gegen die uns bekannten aber auch unbekanntem Risiken im Finanzsystem.

## Finanzmärkte

Politische Unsicherheit nimmt zu – viele politische Entscheidungen stehen im 4. Quartal an.

Nach dem Brexit Votum der Briten Ende Juni nahm die politische Unsicherheit besonders in Europa deutlich zu. Die untere Grafik von Baker, Bloom & Davis illustriert dies anschaulich. Auffällig sind die immer heftigeren Ausschläge, die sich auch auf das Anlegerverhalten übertragen werden. Einige wichtige politische Ereignisse stehen auch im 4. Quartal zur Entscheidung an, die für weitere Ausschläge sorgen sollten.



Die Ausgangslage ist klar. Die Notenbanken haben als Maßnahmen zur Steigerung des Wirtschaftswachstums nur noch wenige Pfeile im Köcher. Die Zinsen befinden sich auf einem sehr niedrigen Niveau und die Bilanzen sind aufgebläht. Die FED befindet sich wegen mageren Wachstums und der konjunkturellen und politischen Unsicherheiten noch im Wartemodus. Es macht sich aufgrund der geringen Erfolge der bisherigen Maßnahmen ein Umdenkprozess breit, der negative Leitzinsen auf Dauer nicht als die Lösung für das derzeitige Wachstumsproblem ansieht. Schwierigkeiten im Bankensektor in Europa und die damit verbundenen Abstrahleffekte auf die gesamte Wirtschaft sind neben der Verunsicherung der Bevölkerung zentrale Kritikpunkte. Aber jede geldpolitische Wende muss in der heutigen Zeit sehr gut vorbereitet sein und nimmt viel Zeit in Anspruch.

Expansive Geldpolitik mit negativen Zinsen geht langsam zu Ende – Ablösung durch expansive Fiskalpolitik mit Investitionen in Infrastrukturprojekte

Dafür treten haushaltspolitische Anreize und Strukturreformen immer stärker an die Stelle der Geldpolitik, um Wachstum zu erzeugen. Damit nähert sich der „Draghi Put“ seinem Ende. Mit dem aktuellen EZB-Vorsitzenden Mario Draghi und seiner Aussage im Juni 2012 („whatever it takes“) verbindet man die Erfahrung, dass in wirtschaftlich und finanziell schwierigen Zeiten eine expansive Geldpolitik als Retter auftritt und Anleger davon profitieren können. Auf Sicht dürften diese Art von Stimuli abgelöst werden durch Maßnahmen, die ganz im Geiste des Ökonomen John Maynard Keynes, wieder stärker auf eine expansive Fiskalpolitik zur Belebung der Konjunktur setzen. So legen in Europa fast alle Staaten Infrastrukturprojekte auf. Die beiden Präsidentschaftskandidaten der USA versprechen in Ihren Wahlprogrammen ebenfalls weitreichende Infrastrukturinvestitionen. Auch Japan und China setzen auf solche Maßnahmen zur Konjunkturbelebung. Dass diese finanzpolitischen Maßnahmen zu Lasten einer noch höheren Staatsverschuldung gehen, tritt für viele Regierungen aufgrund des niedrigen Zinsumfeldes in den Hintergrund. Diese Strategie ist zum Erfolg verdammt.



## Europa

Europäischer  
Finanzsektor könnte  
belasten – Leichte  
Erholung im Euroland

Noch halten sich die Auswirkungen des Brexit Votums in Grenzen. Vieles wird erst nach dem offiziellen Austrittsgesuch der Briten (wahrscheinlich im März 2017) verhandelt werden. In den Fokus rückt wieder das Thema der italienischen Bankenkrise. Im Volksreferendum in Italien am 4. Dezember sollen die Bürger über eine wichtige Reform des politischen Systems entscheiden. Vor diesem Volksentscheid sind keine realistischen Maßnahmen zur Stabilisierung des italienischen Finanzsystems zu erwarten, da diese die Wähler als Sparer negativ betreffen könnten. Die Gefahr bis dahin besteht in einem Überschwappen der Krise auf den gesamten europäischen Finanzsektor. So sorgte in den letzten Wochen nicht nur die Deutsche Bank für Negativschlagzeilen. Der gesamte Sektor steht vor einer weiteren umfassenden Restrukturierung. Auch wenn die aktuellen Wirtschaftszahlen eine weitere Erholung, unterstützt vom innereuropäischen Konsum, zeigten, wird nur ein gesunder europäischer Finanzsektor für mehr Stabilität und weiteres Wachstum sorgen.

## USA

Präsidentenschaftswahl  
bleibt spannend –  
Zinserhöhungen sind erst  
nach der Wahl möglich

Immer stärker rückt nun die Präsidentenschaftswahl am 6. November in den Fokus der Anleger. Dabei sind weder Hillary Clinton noch Donald Trump Lieblinge des Finanzsektors. Der Vorsprung von Frau Clinton auf Herrn Trump ist in den letzten Monaten weiter geschrumpft. Es wird auf jedem Fall ein enges Rennen. Während Frau Clinton für eine Fortsetzung der aktuellen Wirtschaftspolitik steht, erwarten wir von Herrn Trump mehr Protektionismus und radikalere wie auch wenig zielführende Reformen. Beide Kandidaten haben höhere Ausgaben für Infrastruktur angekündigt, um das Wirtschaftswachstum zu stimulieren. Bei einem Wahlsieg „Clinton“ könnte es kurzfristig zu weiteren Kurssteigerungen kommen. Der Pharmasektor sollte aber leiden. Sollte Donald Trump das Rennen gewinnen, ist eine Kurskorrektur wahrscheinlich. Vor der Entscheidung der Wähler wird die FED keine wesentlichen Zinsentscheidungen vornehmen. Da die wirtschaftlichen Fundamentaldaten eine langsame Erholung der US Wirtschaft erwarten lassen, ist ein schneller Zinsanstieg weniger wahrscheinlich. Ein kleiner Zinsanstieg ist aber nach der Wahl möglich. Spätestens aber 2017 sollte ein kleiner Zinsschritt erfolgen.

## China

Deutliche Stabilisierung  
der Wirtschaft –  
Höhere Staats- und  
Unternehmens-  
verschuldung

Klarer zeigte sich eine wirtschaftliche Stabilisierung in China. Neben positiven Einzelhandelszahlen und höheren Investitionen legte die Industrieproduktion deutlich zu. Entgegen den Erwartungen stiegen sogar die Importe. Erkauft wurde diese Entwicklung aber mit einer gestiegenen Staatsverschuldung und einer höheren Verschuldungsquote von staatsabhängigen Unternehmen. Die wesentlich gefährlichere Verschuldung der Konsumenten bleibt in China auf einem vergleichbar niedrigen Niveau. Vorteil dieser chinesischen Finanzpolitik ist eine fast beliebige Steuerung der Staatsverschuldung durch die Notenbank. Japan praktiziert diese Finanzpolitik nun schon über mehr als 3 Jahrzehnte. Auch der wichtige Immobiliensektor wächst wieder und unterstreicht die Erholungstendenzen. Der noch Anfang des Jahres befürchtete Wirtschaftsabschwung in China ist ausgeblieben.

## Währungen

Enge Bandbreite des  
EUR/USD – Britisches  
Pfund weiter unter  
Druck

Die meisten Währungen tendierten im abgelaufenen Quartal in sehr engen Bandbreiten seitwärts. Negative Ausnahmen sind der Mexikanische Peso (u.a. „Trump-Risiko“) und das Britische Pfund, die sich weiter abschwächten. Deuteten die britischen Frühindikatoren (z.B. Einkaufsmanagerindex) nach dem Referendum noch auf eine erstaunlich stabile Wirtschaftsentwicklung hin, gab es von Unternehmen bereits erste negative Vorboten. Einer der größten, britischen Outsourcing-Dienstleister, CAPITA PLC, sprach vergangene Woche eine Gewinnwarnung aus. Der Kurs der Aktie stürzte um 27% ab. Abgesehen vom global agierenden Unternehmen (z.B. RECKITT BENCKISER oder BRITISH AMERICAN TOBACCO) sehen wir zurzeit dort keine attraktiven Investitionsmöglichkeiten. Die Norwegische Krone konnte im Fahrwasser eines steigenden Ölpreises knapp 4% aufwerten. Hier bleiben wir weiter investiert, werden aber bei guter Gelegenheit die Position reduzieren, um Gewinne mitzunehmen.



## Aktienmarkt

Schwerpunkt auf  
defensive Branchen–  
Aufstockung in  
Schwäche

Das dritte Quartal konnte positiv überraschen. Der DAX Index wie auch der EuroStoxx 50 legten deutlich zu. Der S&P 500 markierte ein neues „all time high“. Ausbleibende Negativnachrichten und der Anlagenotstand ließen die Aktienmärkte gerade in den Urlaubsmonaten Juli und August ansteigen. Wir nutzten diese Phase um Gewinne auf Titel wie HELLAHÜCK (+22%) und DANONE (+13%) zu sichern. Beide Aktien wurden kurz nach der Brexit Entscheidung taktisch aufgenommen. Um die Depots defensiver auszurichten, wurde lediglich die Position der SVENSKA CELLULOSA aufgestockt. Als Hygienehersteller (Tempo, Zewa) im Segment Basiskonsum ist das Unternehmen aktuell in Vorbereitungen, die Forstsparte abzukoppeln, was erhebliche stille Reserven aktivieren wird. Zwar sehen wir in Aktien nach wie vor das beste Chance-/Risikoverhältnis, aber aufgrund der vielen Unsicherheitsfaktoren sollten sich günstigere Einstiegszeitpunkte ergeben. Als „turn around“ Kandidat nahmen wir die BILFINGER Aktie in die Depots auf. Mit dem neuen Vorstandsvorsitzenden Thomas Blades (vormals Linde) und einer Restrukturierung des Konzerns mit Fokus auf Industriedienstleistungen (Schwerpunkt der Wartung von Öl- und Gasförderanlagen), halten wir Wertsteigerungen im zweistelligen Bereich für möglich. Sehr genau verfolgen wir auch die Tendenz der US-Präsidentenwahl. Unabhängig vom Wahlausgang sind wir derzeit auf der Suche nach interessanten Infrastrukturunternehmen, die von der weltweiten Infrastrukturwelle profitieren. Auch die Ölbranche verfolgen wir aufgrund des vorläufigen OPEC-Kompromisses genauer. Sollte der Ölpreis nachgeben, werden wir auch dort nach passenden Investments Ausschau halten.

## Anleihemarkt

Höhere Volatilität  
durch ungewisse  
Geldpolitik -  
Aktives Bond Picking

Erwartungsgemäß gab es keine Zinserhöhung im September durch die FED, allerdings sehen die Märkte weiterhin eine 50%-Chance für eine Zinserhöhung im Dezember. Die weitere Politik der großen Notenbanken wird der größte Einflussfaktor für die nächsten Monate sein und für höhere Volatilität sorgen. In Summe war es ein sehr gutes Quartal für Anleihen. Insbesondere unser Schwerpunkt Unternehmensanleihen entwickelte sich sehr positiv. Neben der weiterhin hohen Kaufbereitschaft der EZB (CSPP), sind sehr viele Unternehmen nach der Sommerpause an den Kapitalmarkt zurückgekehrt, um das günstige Umfeld einer vorzeitigen Refinanzierung zu nutzen. Dadurch beobachten wir bei Unternehmensanleihen guter Bonitäten (Investment Grade) nur noch sehr geringe Renditeaufschläge, was weiteres Einengungspotential deutlich begrenzen sollte. Aktives „Bond-Picking“ ist weiterhin eine vielversprechende Strategie. Ein Beispiel hierfür ist die 3,9% VGP 2023 Anleihe. Die Anfang September emittierte Anleihe verfügt nicht nur über einen attraktiven Zins, sondern notierte aufgrund der großen Nachfrage sehr schnell deutlich über pari. VGP baut und vermietet qualitativ hochwertige Industrie- und Logistikimmobilien. Anlageschwerpunkt ist Deutschland (Berlin, Frankenthal, Rodgau, etc.) sowie Osteuropa. VGP verfügt über eine Eigenkapitalquote von über 50% und ist bzgl. des Verschuldungsgrades defensiv aufgestellt.

## Gold

Gold als  
sicherer Hafen

Gold bewegte sich in den letzten drei Monaten in einer engen Bandbreite. Die zurückgehenden Stimulierungen der EZB wie der BoJ und die Dauerdiskussion bzgl. des nächsten Zinsschrittes der FED konnte dem Goldpreis bis heute keine nachhaltig negative Richtung verleihen. Bestimmend für den Preis waren mehr die weltweit zunehmenden politischen Unsicherheitsfaktoren. Gold dient auch als Vorsorge gegen die vielen Risiken im Finanzsystem.

## Wichtige Hinweise

*Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktcommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktcommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktcommentars oder deren Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.*