

## 1. Quartal 2017: Marktbericht und Ausblick

### Marktüberblick (seit 01.01.2017)



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Die Aktienmärkte starten fulminant ins erste Quartal, Rentenmärkte konsolidierten und der Euro wie auch der Goldpreis konnten zulegen. Viele Marktteilnehmer warten seit einiger Zeit auf die Korrektur an den Märkten, aber historisch zeigt sich, dass wenn alle das Gleiche erwarten, meistens das Gegenteil eintritt. So auch dieses Mal. Gleiches ist bei der Entwicklung des US-Dollars zu beobachten. Viele Marktteilnehmer waren davon überzeugt, dass die Parität nur eine Frage der Zeit sei und das Aufwertungspotential des US-Dollars gegenüber den Euro aufgrund möglicher US-Zinserhöhungen in 2017 und 2018 noch weitaus höher liege. Aber auch hier entwickelte sich der Euro gegen den US-Dollar entgegen aller Erwartungen fester und widerlegt viele Expertenmeinungen.

Wenn alle auf die Korrektur warten, kommt sie meistens nicht.

### Unsere Einschätzungen für 2017:

- Das globale Zinsniveau bleibt auf historisch niedrigem Niveau. Aber die FED wird aufgrund stabiler Wirtschaftsdaten mehrmals die Zinsen in 2017 anheben.
- Die EZB wird nur sehr vorsichtig ihre expansive Politik einschränken. Wir erwarten gegen Jahresende ein weiteres Reduzieren des QE-Programms.
- Eine nachhaltige US-Konjunkturerholung bleibt abzuwarten, gerade im Hinblick auf die vielen Versprechen des neuen US-Präsidenten. Grenzsteuern („Border Tax“) könnten ein erhöhtes Risiko für China und Deutschland bedeuten.
- China muss weiter kritisch beobachtet werden. Bis November (Parteitag) erwarten wir aber stabile Verhältnisse. Der Handelskonflikt mit dem USA ist kurzfristig das größte Risiko.
- In Europa sehen wir durch die Wahlen in Frankreich den Lackmустest für das zukünftige Europa. Eine neue mögliche Finanzkrise über die Mittelmeerstaaten (Italien) könnte jederzeit wieder aufflammen.
- Wir erwarten im Jahresverlauf starke Schwankungen – sowohl an den Zins- als auch an den Aktienmärkten. Risikomanagement und Timing sind für den Erfolg maßgeblich.

**Anleihen:** Die Zinswende ist eingeläutet und auch der größte Anleihen-Investor Europas schraubt ab diesem Monat die monatliche Nachfrage um 20 Mrd. € zurück. Das aktive Management zahlte sich im ersten Quartal 2017 aus und wird auch für den Rest des Jahres der wesentliche Werttreiber sein.

**Aktien:** „Kontrollierte Offensive“: steigende Märkte nutzen wir zum Abbau von Positionen aus den großen Indizes, da wir weiter von Korrekturen ausgehen. Wir konzentrieren uns verstärkt auf Titel, die nicht in der ersten Reihe stehen und weniger stark mit den Gesamtmärkten korreliert sind. Unsere taktische Strategie, Gewinnmitnahmen bei Marktstärke und Nachkäufe bei temporärer Schwäche, bleibt parallel davon unberührt.

**Substananzanlagen:** Gold stabilisiert sich weiter über 1.200 USD. Es ist in einem immer komplexer werdenden Umfeld ein fester Bestandteil eines robusten Portfolios.

USA 2017 im Zinserhöhungsmodus – 2018 kommt es auf Trump an

China muss weiter kritisch beobachtet werden

Frankreichwahl ist das Halbfinale für Europa, das Finale findet im September in Deutschland statt

Nischenansatz bei Anleihen und Aktien – Blue Chips werden gegen Opportunitäten getauscht

Substananzanlagen bieten Stabilität

## Finanzmärkte

„Und er läuft und läuft und läuft“. Dieser bekannte Werbespot von Volkswagen für den VW Käfer aus dem Jahr 1968 trifft auch für die aktuelle Entwicklung der Aktienmärkte zu. Davon profitierten alle Portfolios unserer Mandanten. Dabei hat sich an den grundsätzlichen Rahmendaten nur wenig verändert. Das strukturell geringe Wachstum mit niedrigen Zinsen und nicht allzu hohen Inflationsraten wird auch 2017 Bestand haben. Politische Fehler können jederzeit zu erhöhter Volatilität an den Märkten führen. Herr Trump ist derzeit die treibende Kraft, der viel verspricht (und wenig umsetzt). Selbst bei Rückschlägen (z.B. „Obamacare“) wird ihm von der Börse Kredit eingeräumt, in der Hoffnung, dass andere Projekte (Steuerreform, Infrastrukturinvestments) umso schneller umgesetzt werden könnten. Sie merken, es gibt wenig Konkretes und sehr viel Hoffnung, was uns skeptisch macht.

Strukturelles Umfeld von niedrigen Zinsen, Wachstum und Inflation hat sich nicht verändert

## USA

Erfolgreich kann man die Politik des neuen US Präsidenten noch nicht nennen, schließlich konnte er bisher nur wenig von seinen Wahlversprechen umsetzen. Aber das anziehende US-Wirtschaftswachstum, das Herr Trump noch nicht zu verantworten hat, kehrt zurück. So springen die Auftragseingänge auf ein 8-Jahreshoch und sorgen für positive Gewinnrevisionen bei den Unternehmen. Aufgrund der wachsenden Löhne steigt auch die Inflation und somit war es nicht verwunderlich, dass die FED mit der ersten Zinserhöhung im März reagierte. Wir erwarten weitere Zinsschritte in diesem Jahr. Themen wie Deregulierung, Infrastruktur und Steuererleichterungen sind Punkte auf der Agenda des US-Präsidenten, die für Wachstum sorgen könnten, aber auch die Inflation weiter anheizen. Wir glauben aber, dass die hohen Erwartungen, die der Markt in den letzten Monaten eingepreist hat, sich mittelfristig nicht erfüllen werden und somit Enttäuschungspotential vorhanden ist. Der Effekt von Infrastrukturinvestitionen sollte frühestens ab 2018 wirken und auch die Steuerreform klingt spektakulärer, als sie sich für das Wirtschaftswachstum entpuppen könnte. Hinzu kommt, dass in den nächsten Wochen auch das Thema Grenzsteuern konkretisiert werden könnte. Hier sollten China und Deutschland mit ihren massiven Handelsüberschüssen besonders betroffen sein.

Trump: vieles angekündigt – wenig geliefert, bis jetzt

Wirtschaftswachstum aber stabil

## Europa

In Europa dominieren politische Ereignisse die Märkte. Nachdem der Wahlsieg des niederländischen Amtsinhabers Mark Rutte gegen Geert Wilders für Entspannung sorgte und der Antrag auf den Brexit von Großbritannien bei der EU eingereicht wurde, wartet im April und Mai mit der Wahl in Frankreich der nächste Lackmустest auf die Marktteilnehmer. Marine Le Pen von der Front National gilt es dann im zweiten Wahlgang zu besiegen, vermutlich von dem parteilosen Emmanuel Macron. Bei einer wahrscheinlichen Stichwahl birgt der Ausgang ein ähnliches Überraschungspotential wie im letzten Jahr bereits bei der Brexit Entscheidung und der US Wahl zu beobachten war. Danach folgt im September mit der Bundestagswahl eine weitere Entscheidung, über die zukünftige Ausrichtung Europas. Schauen wir weiter, so wird mit der Italienwahl vermutlich im nächsten Jahr eine weitere Belastungsprobe anstehen. Aktuell liegt die europakritische Fünf Sterne Bewegung unter Beppe Grillo in Umfragen bei ca. 30% und damit an der Spitze.

Wahl in Frankreich steht jetzt im Fokus der Marktteilnehmer – es geht um Europa

Wirtschaftlich entwickeln sich die Daten im Euroraum gut, dies signalisiert auch der stark beachtete und ansteigende Einkaufsmanagerindex als Frühindikator. Die Inflation testet die 2% Marke und schon werden die Stimmen lauter, die ein Handeln der EZB fordern. Wir erwarten allerdings frühestens Ende des Jahres ein Einstellen des aktuellen QE-Programms und im Anschluss eine mögliche erste Erhöhung der Leitzinsen. Bei den langlaufenden Zinsen wird man genau darauf achten, dass hier keine deutliche Erhöhung eintritt, da Länder wie Italien und Portugal damit in eine sehr ernste Lage kommen könnten. Vieles deutet also bei stabilen Wirtschaftsdaten auf eine Verflachung der Zinsstrukturkurve hin.

Wirtschaftswachstum verbessert sich weiter und stabilisiert sich

Ein in den öffentlichen Medien sehr wenig beachteter Wert scheint immer größere Ausmaße anzunehmen. So erreichten die Target-Salden der Bundesbank mit 814 Mrd. € im Februar 2017 ihren höchsten Wert seit 1999. Aber was sind die Target-Salden und warum können sie zu einem Problem werden?

Target ist das Zahlungsverkehrssystem der EZB für Banken im Euroraum. Es erleichtert die Abwicklung von Überweisungen von Banken der verschiedenen Länder. Immer mal können dabei Salden auftreten, wenn z.B. an einem Tag die Banken eines Landes mehr Zahlungen entgegennehmen, als sie leisten. Normal ist, dass sich diese Salden sehr schnell ausgleichen. Der Ausgleich müsste eigentlich spätestens am Jahresende stattfinden, aber seit 2007 fand dies, verursacht durch die Eurokrise, nicht mehr statt. Damit wurden die Forderungen der Bundesbank (siehe Grafik) zu dauerhaften Krediten an die Defizitländer, und dies unbefristet, ohne Auflagen und unter keiner politischen Kontrolle. Grund dafür ist die Tatsache, dass die Bundesbank (Deutschland) für viele als „sicherer Hafen“ gilt. Es wird sicherlich nur eine Frage der Zeit sein, bis die Bundesbank oder die Bundesregierung handeln muss. Aber dazu braucht es Vertrauen, um die Ungleichgewichte in der Eurozone abzubauen. Dies scheint aber gerade in der letzten Zeit nicht der Fall zu sein. Ein Beispiel zeigt Italien, die mit 386 Mrd.€ die höchsten Defizite in diesem Target-System aufweisen. Es ist also noch eine Menge zu tun, damit auch der Euro seine nachhaltige Stabilität unter Beweis stellen kann.

Target-Salden – ein Thema mit Sprengkraft, das in Zukunft einer Lösung bedarf

Mtl. Auslandsposition der Bundesbank seit Beginn der EWU - Aktiva - Übrige Kapitalanlagen - Bargeld und Einlagen - Nettoposition aus TARGET  
DM/Euro, Millionen



## China

Im ersten Quartal konnte China stabile Wachstumsraten generieren. Da offizielle Zahlen immer mit etwas Vorsicht zu genießen sind, finden Daten, wie z.B. Elektrizitätsproduktion, Kreditgewährung und der Eisenbahn-Güterverkehr größere Beachtung. Diese deuten ebenfalls auf eine robuste Konjunktorentwicklung hin. Der Aufschwung wird aber weiter durch eine höhere Staatverschuldung „erkauft“. Grund dafür ist auch die Währungsabwertung des Renmimbi, die derzeit dazu dient, Absatzmärkte zu erhalten. Somit halten auch die Kapitalabflüsse aufgrund der schwachen Währung an. Schon im Dezember verschärfte China die Kapitalverkehrskontrollen, um die Abflüsse zu reduzieren. Eine Lösung für dieses Problem könnte in Freihandelszonen liegen, die auch Investitionen nach China verlagern würden. Es bleibt spannend, dies weiter zu beobachten, da Herr Trump genau das Gegenteil anstrebt und schon angekündigt hat, sich das hohe Handelsbilanzdefizit, das

Handelskriege bleiben das kurzfristig größte Risiko für die Märkte

–  
die Wirtschaft in China und ihre Struktur das langfristige Risiko



gerade durch China den USA entstanden ist, nicht mehr gefallen zu lassen. Schwierige Verhandlungen mit ungewissen Ausgang stehen uns weiter bevor, die auch die Kapitalmärkte in ihren Bann ziehen können.

### Aktienmarkt

Das erste Quartal im neuen Jahr begann verheißungsvoll und hievte den DAX auf neue Jahreshöchststände und den S&P 500 auf ein weiteres „all time high“. Nachdem wir im Dezember die Aktienquote massiv aufgestockt hatten, wurde diese sukzessive in steigende Märkte reduziert. Unserer Meinung nach ist der Markt weiter sehr fragil und es kann jederzeit zu deutlichen Korrekturen kommen. Auch die „Trump“ Rallye wird sich aus unserer Sicht nicht so fortsetzen können. Allerdings gilt die Börsenweisheit zu beachten „The market stays longer irrational, than you remain solvent“ und so reduzieren wir weiter Risiko aus den Portfolios und schalten um auf „kontrollierte Offensive“. Neben dem sukzessiven Abbau der Aktienquote haben wir innerhalb der Branchen Umschichtungen vorgenommen. So tauschten wir Indexschwergewichte in Nischentitel. Hier erwarten wir, dass diese Titel in einer Korrekturphase weniger stark schwanken, als die breiten Indizes. An unserer defensiven Branchenauswahl mit den Schwerpunkten Ernährung&Agrar sowie Pharma und ihren teils hohen Dividendenrenditen halten wir fest.

Konkret wurden Positionen aus den Branchen Öl, Pharma und Basiskonsum fast zu den diesjährigen Höchstkursen verkauft.

Ergänzt haben wir die Portfolios im ersten Quartal durch vier Neuaufnahmen aus den Bereichen Biotech und Ernährung&Agrar. Per Saldo wurde die Aktiengewichtung um ca. 5% - 10% (je nach Modell) reduziert. Bei den aktuellen Bewertungsniveaus kann es aus unserer Sicht schnell zu Kursrückgängen von 10% und mehr kommen. Diese würden wir dann wieder für Zukäufe nutzen wollen.

### Anleihenmarkt

Die Zinswende ist eingeläutet und das erste Quartal zeigt bereits, dass aufgrund fehlendem „Carry“ (Stückzins ertrag) dies sofort auf die Entwicklung der Renteninvestments bzw. Indizes durchschlägt. So führte bereits ein leichter Zinsanstieg bei Bundesanleihen (10-Jahresbundrendite stieg von 0,21% auf 0,33% p.a.) zu Kursverlusten von knapp 0,5%. Auch Unternehmensanleihen mit guter Bonität (Investgradebereich) verzeichneten nur sehr geringe Zuwächse. Für ein positives Ergebnis war es umso wichtiger, eine selektive Titelauswahl vorzunehmen.

Während die FED bereits im März 2017 die erste Zinserhöhung des Jahres vollzog, hat sie weitere zwei bis drei Erhöhungen bis Jahresende in Aussicht gestellt. Auch die EZB wird planmäßig im laufenden Monat beginnen, die monatlichen QE-Käufe von 80 Mrd. € auf 60 Mrd. € zu reduzieren. Alles spricht daher weiter für steigende Zinsen, wenn auch das Ausmaß überschaubar bleiben sollte. Massiv steigende Zinsen würden einerseits die Verschuldungsprobleme, insbesondere in Südeuropa, weiter verschärfen, andererseits scheint die Inflation in den kommenden Monaten wieder auf dem Rückzug zu sein. So laufen sogenannte Basiseffekte beim Ölpreis (Jahr-für-Jahr Betrachtung) aus und auch die seit November 2016 zu beobachtende Aufwärtsdynamik bei den marktbasieren Inflationserwartungen hat sich ins Gegenteil verkehrt.

Für den verbleibenden Jahresverlauf erwarten wir einen weiteren Renditeanstieg auf ca. 0,7% - 1% für deutsche zehnjährige Bundesanleihen sowie 2,7% - 3% für die US-Treasuries. Passive (z.B. ETF's) Anlageformen werden unserer Einschätzung im laufenden Jahr keine positiven Wertzuwächse erzielen. Nur durch selektives „Bondpicking“ ist ein Mehrwert für Sie zu erzielen.

Fragile Märkte mit neuen  
Höchststände –  
Korrekturen wahrscheinlich

Gewinnmitnahmen und  
Reduktion der Aktienquote  
–  
Konzentration auf  
defensive Branchen und  
Rotation bei der  
Einzeltitelauswahl soll bei  
Kursrückgängen schützen

Die Zinswende ist  
eingeläutet: FED erhöht  
die Zinsen – EZB fährt ihr  
QE-Programm zurück

Auswahl von Einzeltiteln  
bringt bessere  
Performance gegenüber  
dem Gesamtrentenmarkt



## Währungen

Entgegen der Erwartungen vieler Marktteilnehmer oder gerade deshalb erreichte der US-Dollar vs. Euro im ersten Quartal nicht die Parität, sondern verlor sogar leicht gegenüber dem Euro. Eine bereits sehr hohe Positionierung pro US-Dollar am Derivatemarkt, nachlassende politische Unsicherheit in der Eurozone im Anschluss an die Wahl in den Niederlanden sowie jüngste Wahlumfragen in Frankreich (Wahlsieg von Marine Le-Penn wird immer weniger wahrscheinlich) waren hierfür die Ursache. Andere von uns beobachteten Währungspaaren, wie z.B. SEK/EUR, CHF/EUR, GBP/EUR, NOK/EUR notierten nahezu unverändert im abgelaufenen Quartal. Wir favorisieren weiter Beimischungen in US-Dollar und Schwedische Kronen, unsere Einschätzung hat sich nicht geändert.

## Gold

Der Goldpreis entwickelte sich im ersten Quartal sehr gut und legte ca. 8,8% zu. Eine sehr enge Korrelation besteht zu den Realzinsen in den USA. Diese ergeben sich aus dem Nominalzinsen auf der einen und der Inflation auf der anderen Seite. Da die Inflation in den USA derzeit schneller wächst als die Nominalzinsen, bleibt Gold gut unterstützt. Für uns ist und bleibt Gold gerade in einem weiter von Unsicherheiten geprägten Umfeld eine risikoreduzierende Alternative für den Fall der Fälle. Eine weitere Aufstockung der Depotbestände schließen wir bei Schwäche nicht aus.

Währungen sind als  
Beimischungen weiter  
sinnvoll

Gold als risikoreduzierende  
Alternative im Fall der  
Fälle

## ***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 Marktkommentar 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 Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder deren Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.*