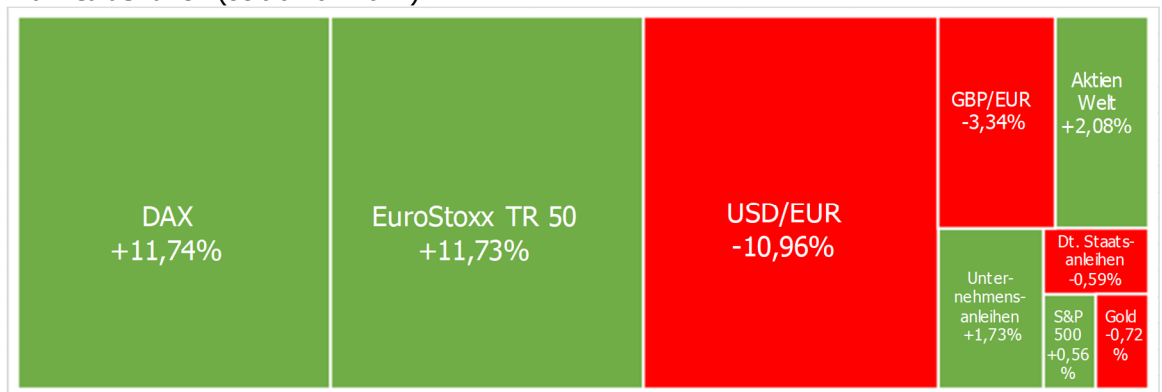


### 3. Quartal 2017: Marktbericht und Ausblick

#### Marktüberblick (seit 01.01.2017)



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Im dritten Quartal überraschten die Aktienmärkte positiv, obwohl geopolitisch der Nordkorea-Konflikt das bestimmende Thema war. Auch US-Präsident Trump fiel mit mehr Chaos als wachstumsfördernden Projekten auf. Getrübt wurde die Quartalsperformance durch den starken Euro. So verloren sowohl der US Dollar als auch der Schweizer Franken gegen die europäische Gemeinschaftswährung kontinuierlich weiter. Die FED gewährte dem Zinserhöhungspfad eine Pause, vermutlich um einer sich stabilisierenden Wirtschaft mehr Zeit einzuräumen. Der Rentenmarkt zeigte sich auch in diesem Quartal weiter herausfordernd, legte aber in Summe leicht zu. Die nächsten Belastungen in Form einer Verringerung der Zentralbankbilanz und mögliche Zinserhöhungen rücken aber ein deutliches Stück näher.

#### Unsere Einschätzungen für das 4. Quartal:

Schwächelndes US-Wachstum

EZB zögerlich

US-Steuerreform in 2018?

China übt Druck aus

Europa solide

„Window Dressing“

- Das Wirtschaftswachstum in den USA schwächt sich ab und die FED setzte den angedachten Zinserhöhungsmodus aus. Wir erwarten aber weiterhin im vierten Quartal eine Zinserhöhung. Ab Oktober wird die angekündigte Schrumpfung der Zentralbankbilanz umgesetzt. Eine weitere Verflachung der Zinsstrukturkurve sollte die Folge sein.
- Die EZB wird vor 2018 keine Reduzierung des Anleihekaufprogramms vornehmen – Zinserhöhungen werden sich entsprechend nach hinten verschieben.
- Die in den USA angekündigten Infrastrukturmaßnahmen lassen weiter auf sich warten – eventuell kann eine Steuerreform zu Beginn 2018 in die Wege geleitet werden.
- Geopolitisch bleibt der Konflikt mit Nordkorea auf der Agenda. China, als wichtigster Handelspartner Nordkoreas (80% Handelsvolumen) übt neuerdings mehr Druck auf Kim Jong-Un aus.
- In Europa erwarten wir ein solides, anhaltendes Wachstum – der Ausgang der Bundestagswahl zieht schwierige Koalitionsverhandlungen nach sich. Der Wille nach einer „Jamaika-Koalition“ ist aber spürbar.
- Wir erwarten bis Jahresende, u.a. durch „Window Dressing“ im Dezember noch etwas höhere Kurse, vorher rechnen wir aber mit einer Konsolidierung.

**Anleihen:** Ein Quartal, in dem die Zinsen erst einmal wieder den Rückwärtsgang eingelegt haben und immer klarer wird, dass den Notenbankern ein behutsamer Übergang wichtig und notwendig erscheint. Ein aktives Management bleibt weiter ein wesentlicher Erfolgsfaktor.

**Aktien:** Eine weiterhin defensive Aufstellung und das Nutzen von Opportunitäten steht im Fokus der Aktienaushwahl. Im vergangenen Quartal wurden netto Aktien verkauft. Nach- und Neukäufe planen wir im vierten Quartal bei temporärer Marktschwäche.

**Substananzanlagen:** Gold konnte in Folge der geopolitischen Unsicherheit leicht zulegen. Es ist und bleibt für uns ein fester Bestandteil in einem robusten und krisenfesten Portfolio.



## Finanzmärkte

Aufschwung weiterhin  
fragil – „echte“ Zinswende  
nur schwer umsetzbar

Die Notenbanken halten den aktuellen Aufschwung noch für fragil und zerbrechlich. Deshalb stellt ein signifikantes Abweichen von der Niedrigzinspolitik auch für Frau Janet Yellen (FED) sowie Herrn Mario Draghi (EZB) keine Option dar.

Positiver Konjunkturzyklus  
kann trotz Dauer noch  
anhalten

„Sollen Anleger jetzt noch Aktien kaufen, wobei die Bewertungen nach einer achtjährigen Rallye bereits schon sehr hoch sind?“ Diese Frage stellen wir uns als Vermögensverwalter immer wieder. So lehrt die Theorie und Vergangenheit, dass man sich nach einer solch langen Phase irgendwann dem oberen Wendepunkt des Konjunkturzyklus nähert, der dann eine Rezession zur Folge hat. Es gilt aber zu bedenken, dass die derzeitige Niedrigzinspolitik zwar kein starkes Wachstum erzeugen kann, aber immerhin ein moderates Wachstum erkaufte, welches auch noch eine ganze Weile anhalten kann. Sowohl die weltweite Verschuldung als auch die demographische Entwicklung in den Industrienationen sind die wesentlichen Faktoren, warum die Notenbanken keine rasche Normalisierung der aktuellen ultralockeren Geldpolitik vornehmen können. Somit ist eine „echte“ Zinswende weiterhin schwer umsetzbar.

## USA

Donald Trump lässt  
Marktteilnehmer kalt

Gerade der Aufschwung in den USA lässt zu wünschen übrig. Grund dafür ist u.a. die Unberechenbarkeit und Sprunghaftigkeit des US Präsidenten. So ist das Vertrauen des Marktes in seine Fähigkeiten bzw. Ankündigungen auf ein Minimum gesunken. Themen wie die Abschaffung von Obamacare oder auch der Mauerbau entpuppten sich als Hirngespinnste. Das Personalkarussell dreht sich im Oval Office immer schneller und für außenstehende Beobachter scheint die Situation immer bizarrer zu werden. Sein Slogan und Leitsatz „America first“ sorgt dafür, dass sich die USA nicht nur immer stärker von der Weltgemeinschaft abkapseln, sondern als verlässlicher Partner mehr und mehr wegzubrechen droht. Die Reaktion der US-Währung hat dies in den letzten Quartalen klar zum Ausdruck gebracht. Unsere Einschätzung einer zu hohen Erwartung an die US-Wirtschaft hat sich indes bestätigt. Hinzu kommt die Tatsache, dass Trump an allen Ecken außenpolitisch Unruhe schafft. In der Syrienfrage mit Russland wie auch dem Atomabkommen mit Teheran fährt er einen unberechenbaren Kurs. Im geopolitischen Konflikt mit Nordkorea könnte sogar sein Vorgehen zu einer Eskalation führen. Es droht Ärger, vielleicht sogar Krieg. Und keiner kann abschätzen, wie sich der US-Präsident verhalten könnte, wenn er sich durch seine eigene Politik weiter ins Abseits bewegt und sich vermeintlich zu Überreaktionen gezwungen fühlt. Aber auch diese Unsicherheit hat ihr Gutes. Trotz einer deutlich fragiler gewordenen Welt können auch nur die kleinsten Entspannungen bzw. Erfolge den Märkten positive Impulse stiften. Schon beispielsweise eine gemäßigte Wortwahl im Nordkorea-Konflikt könnte zu einem positiven Impuls führen. Gleiches gilt auch für eine (wenn auch kleine) US-Steuerreform. Getreu dem Motto, viel schlimmer kann es gar nicht werden, also wird es besser...

Außenpolitischer Ritt  
auf der Rasierklinge bei  
den Konfliktherden

## Europa

Stabiles Wachstum

Spannende  
Koalitionsverhandlungen  
in Deutschland

Italien weiter das  
Thema in Europa

In Europa setzt sich das stabile Wachstum auf niedrigem Level weiter fort. Der Ausgang der Bundestagswahl mit Angela Merkel als vermutlich zukünftige Kanzlerin bedeutet für Europa Stabilität. Eine Koalitionsbildung wird schwierig, zumal die FDP einen bedingungslosen Schulterschluss mit Frankreich und der damit verbundenen stärkeren Transferunion verhindern dürfte. Die politischen Risiken sind damit nicht gebannt. Auch in Zukunft wird es politische und wirtschaftliche Krisen in Europa geben. Wir bleiben gerade bei Italien (obwohl sich auch hier die Frühindikatoren etwas verbessert haben) weiter skeptisch. Italien wird der nächste Prüfstein für die Eurozone. Das weiß auch Herr Draghi. Immer sicherer erscheint es, dass die EZB im kommenden Jahr mit der Rückführung der ultralockeren Geldpolitik über Verringerung ihrer Wertpapierkäufe beginnen wird. Auch wenn sie danach die Zinsen erhöhen könnten, ändert dies nichts an unserer Meinung, dass diese in der Eurozone längerfristig niedrig bleiben (müssen), um die angehäuften Staatsschulden zu finanzieren.

## China

Die anfängliche politische Spannung durch die Rhetorik von Donald Trump gegenüber der chinesischen Zentralregierung und dem Staatspräsidenten Xi Jinping haben deutlich abgenommen. Auch die angedrohten Handelsbeschränkungen sind bis auf sektorspezifische Themen (Stahl) überschaubar geblieben. In Bezug auf das Thema Nordkorea spielen die Chinesen die wichtigste Rolle und erhöhen auf Wunsch der USA und der Vereinten Nationen seit einiger Zeit Druck mit der Durchsetzung von Sanktionen. So wurde chinesischen Geldhäusern kürzlich von der Chinesischen Zentralbank untersagt, Geschäfte mit Pjöngjang abzuschließen. Da 80% des Handelsvolumens Nordkoreas über China abgewickelt wird, sollten diese neuen Schritte bald Wirkung zeigen. Wie nachhaltig die Sanktionen sein werden, wird sich jedoch noch zeigen. Auch für die zukünftige wirtschaftliche Ausrichtung wird der Parteitag der Kommunistischen Partei (KP) am 18. Oktober wichtig sein. Hier werden für die nächsten fünf Jahre die politischen und wirtschaftlichen Weichenstellungen und strategischen Ziele der Partei verabschiedet. Wir erwarten, dass Xi Jinping für weitere fünf Jahre im Amt bestätigt wird und er seine Stellung und damit auch seine bisherige Politik weiter ausbauen kann. Dies sollte die Märkte positiv stimmen.

KP Parteitag Wegweiser  
für die nächsten 5 Jahre

## Aktienmarkt

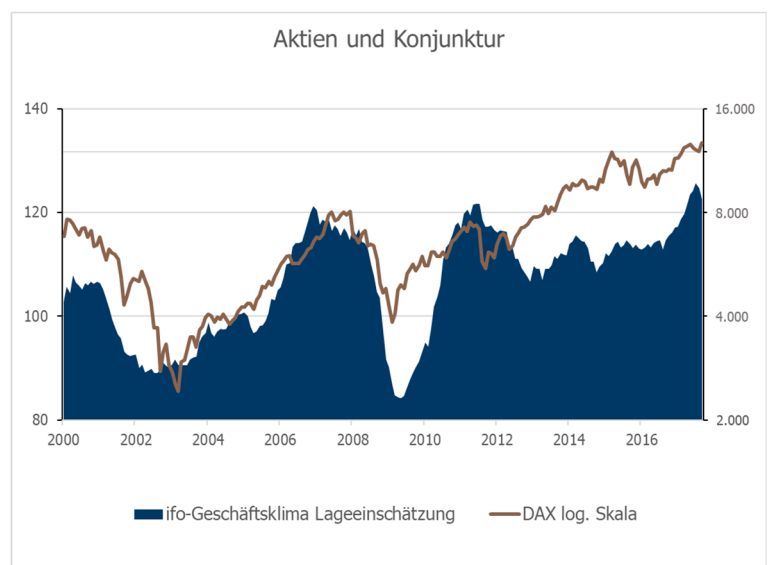
Das dritte Quartal 2017 konnten die Aktienmärkte trotz einer temporären Schwächephase erneut positiv beenden. Der Nordkorea-Konflikt und die teilweise chaotischen Zustände im Weißen Haus konnten den Märkten wenig anhaben. Unsere Vermutung einer Korrektur im zweiten Halbjahr hat sich bisweilen nur teilweise erfüllt. Daher wurden die Aktienbestände im abgelaufenen Quartal kaum verändert. Lediglich eine Position wurde verkauft.

Umfeld sieht weiter gut  
aus

Notenbanken zeigen sich  
noch freundlich

Die Märkte halten sich sehr stabil und eine gewisse Sorglosigkeit kann unterstellt werden. Das Umfeld gerade in Europa sieht gar nicht so schlecht aus. Die vergangene Bilanzsaison lief gut und auch die Geldpolitik der EZB bleibt vorerst freundlich. Die Gefahr lauert aus unserer Sicht in den USA. Eine konjunkturelle Abschwächung, die Bilanzverkürzung der FED mit Reduzierung der Liquidität und ein sehr hohes Bewertungsniveau der Aktienmärkte könnten Auslöser einer Korrektur sein. Wir rechnen weiter mit steigenden Zinsen in den USA. Aus unserer Sicht ist ein Zinsschritt im Dezember sehr wahrscheinlich.

Die Angst vieler Anleger, dass ein Kurswechsel der Geldpolitik die jahrelange Hausse an den Aktienmärkten abrupt beenden könnte, halten wir im Augenblick für nicht gerechtfertigt. Grundsätzlich sollten Zinserhöhungen die Folge einer verbesserten und stabileren Konjunktur sein. Auch nach acht Jahren muss die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten nicht zu Ende sein. Gerade der Vergleich des Ifo Geschäftsklima Index mit dem DAX Index zeigt dies für die letzten Jahre.



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Aufwärtsbewegung  
könnte noch anhalten

Konjunktorentwicklung  
zukünftig wichtiger als  
Geldpolitik

Rückschläge am Markt  
sind  
Kaufgelegenheiten

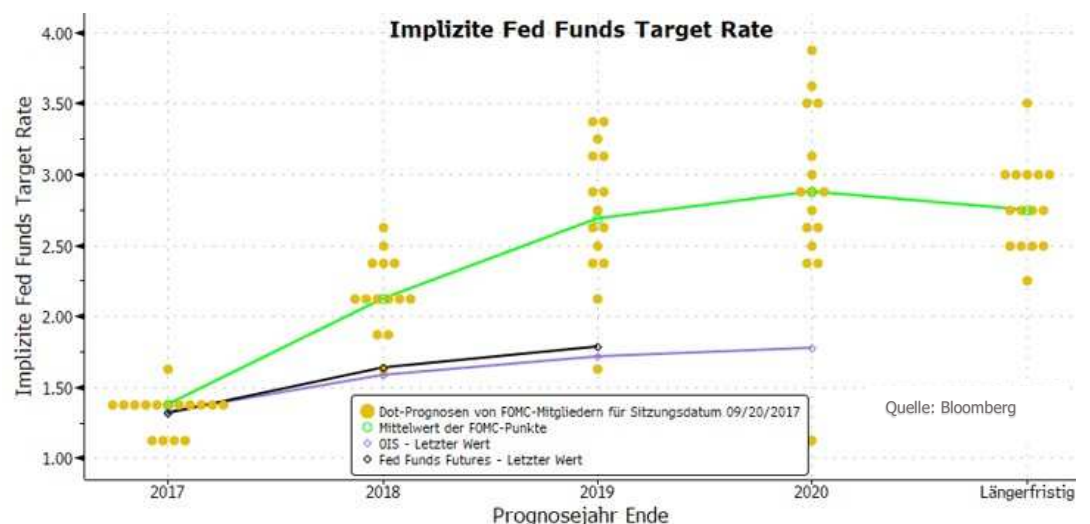
Solange der Konsum läuft und möglicherweise uns Herr Trump doch noch mit einer Steuerreform überrascht, sollten die Aktienmärkte weiterhin stabil bleiben. Viele europäische Unternehmen können, wie man hört, erstaunlich gut den starken Euro verkraften. Erst ab 1,30 EUR/USD sollten sich negative Effekte in den Unternehmenszahlen zeigen. Da sind wir aber (noch) nicht. Zu guter Letzt unterstützt das weiterhin niedrige Zinsniveau. Es gibt zu Aktien keine bzw. nur wenige rentable Alternativen. Die oft erwähnte relative Überbewertung der Aktien hält sich gerade im Verhältnis zu anderen Anlageklassen (Bonds und Immobilien) weiterhin in Grenzen. So wird die Rückführung der ultralockeren Geldpolitik eine Belastung bedeuten, aber nicht das Ende der Rallye. Die Zentralbanken werden sehr vorsichtig vorgehen, weil sie sich der drohenden Gefahr bewusst sind. Die ursprünglich durch zwei Säulen (Konjunktur und Geldpolitik) getragene Hausse wird in Zukunft dann nur durch eine stabile Konjunktur getragen werden. Aufgrund dieser Zentralbankpolitik sind etwaige Rückschläge (temporär 20% Rückschlagspotential – DAX auf 10.000 Punkte) möglich, die wir als Langfristinvestoren als Kaufgelegenheiten nutzen werden. Es heißt aber auf der Hut zu sein und nur in Qualitätsaktien zu investieren, die auch Schwächeperioden gut überstehen sollten. Gerade in der zweiten Reihe und in Bereichen, in die nicht alle großen Investoren investieren (Nischen), fühlen wir uns weiterhin wohl und werden situativ investieren.

### Anleihenmarkt

Märkte stabilisiert

Behutsames  
Vorgehen der  
Notenbanker

Im abgelaufenen Quartal konnten sich die Anleihemärkte stabilisieren und legten unisono leicht zu. Insbesondere die „Mutlosigkeit“ der EZB in ihrer Septembersitzung ließ die Kapitalmarktzinsen nicht weiter steigen. Ursache hierfür ist primär die Eurostärke, die sich weiter fortsetzte. Daher hat es Herr Draghi wohl vermieden, weitere Signale auf eine baldige Drosselung der monatlichen Wertpapierkäufe zu senden. Solange die FED sehr behutsam Zinserhöhungen und Bilanzverkürzungen vornimmt, scheint es auch die EZB nicht eilig zu haben, denn ohne mit der FED im Tandem könnte eine restriktivere Zinspolitik der EZB dem aktuell starken Euro weitere Dynamik verleihen. Entsprechende negative Rückkopplungen auf die Inflation und Konjunktur wären die Folge. Erstaunlich ist auch weiterhin die Diskrepanz in Bezug auf das Zinserhöhungstempo in den USA. Während der Markt „nur“ eine



Markterwartung  
weicht deutlich von  
FED-Zinsprognosen  
ab

Erhöhung der FED-Funds Rate auf 1,64% bis Ende 2018 und auf 1,78% bis Ende 2019 erwartet, liegt der Median der sogenannten Dot Plots (Zinsprognosen der einzelnen FED Mitglieder) deutlich höher, und zwar für Ende 2018 auf 2,125% und für Ende 2019 auf 2,70%.

Der Rentenanteil in den Portfolien konnte auch im abgelaufenen Quartal weiter kontinuierlich zulegen. Sommerpausenbedingt war die Aktivität am Primärmarkt (Neuemissionen) zwar



deutlich geringer, aber die gute laufende Verzinsung und leicht anziehende Kurse der Anleihepositionen im Bestand trugen zur positiven Gesamtentwicklung bei. Wir bleiben weiter konstruktiv für die Anleihemärkte bis Jahresende 2017, wobei der wesentliche Werttreiber weiterhin das aktive Management bzw. Bondpicking darstellen wird. Hier sollte es in den nächsten Wochen und Monaten weiter interessante Investitionsmöglichkeiten geben.

### Währungen

Kaufkraftparität bei 1,25 stellt Obergrenze für Euro / Dollar dar

Die breite Erholung des Euros hat sich auch im dritten Quartal weiter fortgesetzt. So markierte beispielsweise der Euro gegenüber dem USD am 8. September bei knapp 1,21 den höchsten Wert seit dem Januar 2015. Die Kaufkraftparität sehen wir weiter in einem Bereich um 1,20 bis 1,25 USD und definieren diese auch als obere Grenze für die Schwäche des USD. Aufgrund der sehr niedrigen Erwartungserhaltung seitens der Fortschritte im Weißen Haus, könnte ein positives Resultat, wie z.B. das Verabschieden der Steuerreform, wieder mehr Vertrauen in den „Greenback“ entstehen lassen. Bis Jahresende könnte daher durchaus eine Gegenbewegung einsetzen. Wir halten daher an unseren Währungsanlagen im Dollar- und Kronenblock fest.

### Gold

Geopolitische Krisen unterstützen Goldpreis

Der Goldpreis konnte sich im dritten Quartal um ca. 3% verteuern. Besonders die geopolitischen Spannungen zwischen den USA und Nordkorea ließen ihn bis im Hoch auf 1.349 USD steigen – was die Krisenfunktion des Goldes ein weiteres Mal belegte. Die USD Entwicklung sorgte jedoch für Ernüchterung eines in Euro denkenden Anleger. Alle Kursgewinne wurden über die Schwäche des USD wieder kompensiert. Gold bleibt für uns die Versicherung der Portfolien auf Asset Klassen Ebene.

## Wichtige Hinweise

*Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen 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.*