



# Marktbericht und Ausblick

## 1. Überblick

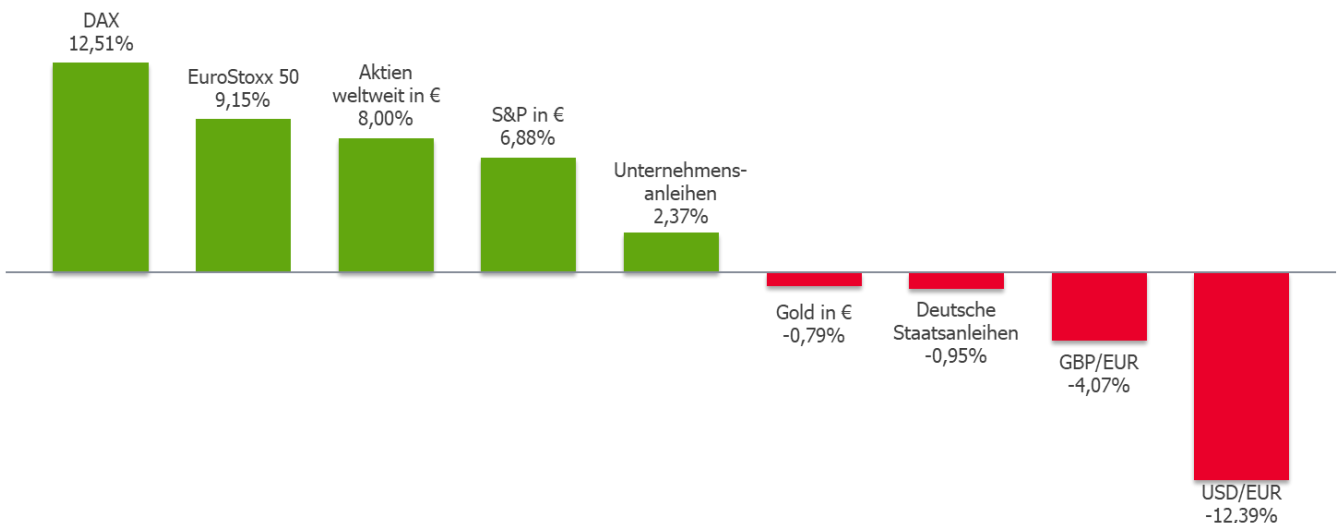
Wieder ist ein Jahr vorüber und es beginnt traditionell die Phase Bilanz zu ziehen und gleichzeitig nach vorne zu schauen, auf das Jahr 2018. Dies wollen wir mit Ihnen gemeinsam tun.

2017 war ein Jahr der Rekorde und hat Anlegern schöne Gewinne beschert. Sowohl Aktien, als auch Unternehmensanleihen machten viel Freude. Lediglich Staatsanleihen, der Goldpreis und die Währungen sorgten für Ernüchterung in den Portfolios (siehe unten stehende Marktdaten). Alles in Allem geht aber das Jahr 2017 als ein gelungenes Investmentjahr in die Annalen ein. Die Gründe dafür waren vielfältig: Die Weltwirtschaft wächst weiter solide, die Gewinne der meisten Unternehmen sprudeln, die Frühindikatoren zeigen neue Höchststände und aufgrund der niedrigen Inflation stehen die Notenbanken unter keinem großem Druck, die niedrigen Zinsen zu erhöhen. Politische und geopolitische Unruheherde wie der BREXIT, Nordkorea oder Syrien wurden von den Börsianern einfach ausgeblendet und zu guter Letzt schaffte es Herr Trump eine US-Steuerreform auf die Beine zu stellen, die US-Unternehmen weiteres Gewinnwachstum beschern sollte.

2017 – ein Jahr der Rekorde

Weltwirtschaft wächst – Unruheherde wurden ausgeblendet

### Marktüberblick für das Kalenderjahr 2017



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Kommen wir zur Analyse was wir im vergangenen Jahr gut und was wir besser hätten machen können. Richtig war unsere hohe Gewichtung und die selektive Auswahl der Unternehmensanleihen. Sie lieferte einen sehr guten Performancebeitrag für die Portfolios. Ebenfalls gut war die Titelauswahl und unser Fokus auf Qualitätsaktien. Wir hatten keine einzige Aktie, die starke Kursrückgänge zu verzeichnen hatte. Somit war die zu beobachtende Portfoliovolatilität nochmals niedriger als die ohnehin schon erstaunlich niedrige Volatilität an den Finanzmärkten. Was wir „verpasst“ haben, war die starke Entwicklung im Bereich Informationstechnologie. In die sogenannten „FAANG“-Aktien, also Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google wurde nicht investiert. Waren diese Titel bereits zu Jahresbeginn ambitioniert bewertet, wurden sie im Jahresverlauf noch teurer und es gab kaum Kursrückschläge, die man zum Kauf hätte nutzen können. Auch fehlten Banken- und Versorgertitel, die wir weiterhin aus strukturellen Gründen meiden. Uns ist bewusst, dass wir dadurch temporär auf Performancebeiträge verzichten. Langfristig sehen wir aber hier mehr Risiken als Chancen. In Summe hatten wir mit deutlicheren Marktverwerfungen und höherer Volatilität gerechnet, dies trat nicht ein. Auch wenn wir einen leicht steigenden Euro erwarteten, hat uns das Ausmaß von über -12% doch überrascht und eine bessere Entwicklung verhindert. Hier sehen wir aber gute Voraussetzungen, dass sich dieser Trend in 2018 wieder umkehrt.

Fazit: Die Aktienkurse stiegen zwar stärker und die Volatilität der Märkte zeigte sich geringer als von uns erwartet. Trotzdem entwickelten sich alle Portfolios sehr positiv und schließen 2017 als ein überdurchschnittlich positives Jahr ab. Was wir für 2018 erwarten, möchten wir Ihnen auf den folgenden Seiten näher erläutern.

Performancetreiber 2017: Unternehmensanleihen und Qualitätsaktien

Überraschung in 2017: Starke Aktienmärkte und niedrige Volatilität

## 2. Unsere Einschätzungen für 2018

- Moderates Weltwirtschaftswachstum und niedrige Zinsen sind weiter unsere Grundannahmen.
- Die Inflationsrisiken steigen und die FED hält an ihrem Zinserhöhungsmodus fest – für 2018 sind mehrere Zinsschritte geplant. Diese werden aber äußerst sensibel und in Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vorgenommen
- Die EZB wird die Zinsen niedrig halten (müssen) – die Reduzierung des Anleihekaufprogramms geht weiter. Mit ihrer Zinspolitik beeinflusst sie auch die FED, die bei weiteren Zinssteigerungen in den USA den USD stärken würde.
- Die weltweiten Notenbanken wirken weiter unterstützend und werden bei massiven Marktverwerfungen gegensteuern („Whatever it takes 2.0“).
- China bleibt mit seiner Verschuldung das große Risiko für die Weltwirtschaft – in den USA sollte die Steuerreform positiv wirken und Auslandsgelder ins Land zurückholen.
- In Europa sehen wir weiter ein robustes und anhaltendes Wachstum – das Risiko ist die Italienwahl, die sich auch auf den EUR auswirken könnte.
- Wir gehen von stärkeren Schwankungen in diesem Jahr aus – sowohl an den Zins- als auch an den Aktienmärkten, da das Bewertungsniveau sehr hoch und schon viel eingepreist ist. Die Gefahr von negativen Überraschungen lässt Risikomanagement, Titelselektion und Timing noch wichtiger werden.

**Anleihen:** Das Zinsniveau in Europa bleibt niedrig – wir erwarten keinen Rentencrash. Trotzdem wird es schwieriger gute Anleihen mit attraktiver Verzinsung zu finden. Ein aktives Management sowie ein „gutes Händchen“ bleiben daher die wesentlichen Erfolgsfaktoren in 2018.

**Aktien:** Die Konzentration auf dividendenstarke Qualitätstitel, eine gute Titelselektion und das taktische Ausnutzen von Marktschwankungen werden 2018 die Performance entscheiden beeinflussen. In die Stärke des Marktes werden wir netto die Aktienquote reduzieren und Nachkäufe nur bei temporärer Marktschwäche und besonderen Opportunitäten tätigen.

**Substananlagen:** Gold könnte 2018 ein Comeback erleben, besonders wenn das Thema Inflation wieder stärker aufkommen sollte. Preise von 1.400 USD sind dann gut vorstellbar. Eine Beimischung sollte in jedem robusten Portfolio, gerade für den „Fall der Fälle“, Berücksichtigung finden.

**Währungen und Sonstiges:** Nach dem rasanten Anstieg des EUR erwarten wir 2018 einen stärkeren USD. US-Zinserhöhungen und die Steuerreform sind der Treiber für den USD bis 1,10. Ebenso möchten wir von einer, von uns erwarteten, anziehenden Volatilität an den Märkten profitieren und werden geeignete Investments einsetzen.

## 3. Berichte vom Markt

### *3.1 Hohes Niveau macht Märkte anfälliger in 2018*

Aus unserer Sicht spricht einiges dafür, dass die Märkte in 2018 mit niedrigeren Renditen und einer höheren Volatilität zu kämpfen haben werden. Die Bewertungsniveaus der Aktien und Anleihen an den wichtigsten Märkten haben gewisse Höhen erreicht und sich verändernde makroökonomische Bedingungen dürften neue Herausforderungen mit sich bringen - wie die Kreditverknappung in China und die geldpolitischen Anpassungen, besonders in den USA. Dieses passiert in einer Phase in der die Stimmung sehr gut ist, die Konjunktur läuft und die Geldpolitik noch sehr locker ist.

Es stellt sich die Frage: Woher soll ein weiterer Aufschwung für die Märkte kommen? Was soll die Märkte weiter anschieben? Die Stimmung an den Börsen, welche Wirtschaftsdaten normalerweise sechs Monate im Voraus antizipiert, bleibt zwar noch positiv: Es kann sich jedoch schnell eine explosive Mischung zusammenbrauen, wenn die Gefahr von Enttäuschungen an den Märkten größer wird. Der ehemalige Bundesbankpräsident, Axel Weber, sagte einmal: „Nutzen Sie die gute Situation solange sie anhält, denn sie wird nicht anhalten“. Wenn eine solche „Situation“ kommt, wird sie heftig ausfallen. Für uns als langfristige Investoren bieten sich jedoch auch gute Chancen, die wir für Sie nutzen möchten und auch werden.

### *3.2 US-Politik – Steuerreform im Fokus und als Treiber*

Die US Wirtschaft wächst seit 2009 ohne Unterbrechung, was den drittlängsten Aufschwung seit 1949 darstellt. Dieser kann noch einige Zeit weitergehen, da sich das Wachstum aktuell moderat, aber robust zeigt. Dagegen sieht die Erfolgsbilanz des US-Präsidenten nach einem Jahr recht mager aus. Die gerade verabschiedete Steuerreform könnte allerdings über sinkende Unternehmenssteuern die Gewinne von US-Unternehmen deutlich steigern. Besonders US-Unternehmen, die ohne große Auslandsvermögen agieren, hilft diese Reform. Diese setzt den Körperschaftssteuersatz von 35% auf 21%.

Für 2018 erwarten wir deshalb ein BIP-Wachstum für die USA, welches deutlich über 2,5% liegen sollte. Dies dürfte ab Februar 2018 den neuen FED-Präsidenten Jerome Powell zu vermutlich drei bis vier Zinsschritten veranlassen und auch die Bilanzverkürzung, die unter Frau Yellen begonnen wurde, fortzusetzen. Der USD sollte dadurch gestärkt werden, da gerade in Europa bis auf weiteres keine Zinsschritte anstehen.

### *3.3 Eurozone – robustes Wachstum im Niedrigzinsumfeld*

Die Eurozone wird auch 2018 ihr stabiles Wachstum fortsetzen. Wir erwarten eine Steigerung von deutlich über 2% im BIP. Treibende Kräfte des Aufschwungs bleiben die lockere Geldpolitik der EZB, eine immer expansivere Fiskalpolitik der einzelnen Staaten der Eurozone und die verringerten politischen Risiken nach der Frankreich-Wahl. Die Stimmungsindikatoren sind inzwischen äußerst vielversprechend, so liegt das Industrievertrauen auf einem Allzeithoch. Die Inflation notiert deutlich unterhalb der Zielmarke der EZB von 2%. Dies deutet auf keinerlei Notwendigkeit einer Zinserhöhung durch die EZB hin und für einige Mitgliedsstaaten, wie z.B. Italien, sind diese niedrigen Refinanzierungskosten überlebensnotwendig. Dazu gesellen sich viele überschuldete Unternehmen und Banken aus Südeuropa, die allein der niedrige Zins am Leben hält. De facto ist ein Spielraum für eine echte Zinswende noch nicht vorhanden. Wir rechnen frühestens ab 2019 mit ersten kleinen Zinsschritten. Diese Tatsache wird auch Einfluss auf die Politik der FED haben, da ein Niedrigzinsumfeld im Euroraum und ein sukzessives weiteres Anheben der Zinsen in den USA Kapital Richtung USA ziehen würde und somit den USD stärken sollte. Diese Entwicklung wäre nicht im Sinne von Donald Trump und würde auch exportabhängige Unternehmen belasten. Weiteren Einfluss auf die Märkte wird vermutlich die Italienwahl am 4. März haben, sowie die Separationsbemühungen der Katalanen. Beide politische Entwicklungen könnten die aktuelle Stabilität in der Eurozone wieder ins Wanken bringen und für Unsicherheit sorgen.

### *3.4 China – die Achillesferse für die weltweite Entwicklung 2018*

Die Achillesferse für die Weltkonjunktur und Weltbörsen liegt unseres Erachtens in der Verschuldung der chinesischen (Staats-) Unternehmen. Auf dem KP-Parteitag im Oktober 2017 wurden die Weichen für eine neue Politik vorgestellt. Das sich grundsätzlich aus einem zu überwindenden Widerspruch formulierte Leitmotiv der KP „Bedürfnisse des Volkes vs. Erhöhung der Produktion“ wurde für die neue Legislaturperiode in „Bedürfnisse nach einem besseren Leben vs. einer unausgewogenen und unzulänglichen Entwicklung“ geändert. Dadurch ist klar ersichtlich, dass die Regierung dem aktuellen Problem der Verschuldung von Staatsunternehmen und Schattenbanken entgegentreten will, da man hier Risiken für die zukünftige Entwicklung sieht. Solche Krediteinschränkungen wirken sich negativ auf das Wachstum aus, da die steigenden Konsumkredite diese nicht ausgleichen können. So erwarten wir bereits 2018 ein geringeres Wachstum in China bei ca. 6%. Mittelfristig sollten weitere Rückgänge des Wachstums anstehen, die aber in einem kontrollierten Ausmaß stattfinden sollten. Im Laufe der Zeit werden sich die Auswirkungen auf die Entwicklung exportabhängiger Unternehmen zeigen. Fakt ist, dass sich ein solcher Prozess in einer Zentralwirtschaft besser steuern lässt und China trotz alledem deutlich schneller wachsen wird als Europa und die USA. Aus unserer Sicht wird in Zukunft das Wachstum dadurch niedriger aber qualitativ hochwertiger sein, da „schlechte Kredite“ eingeschränkt werden.

## 4. Aktienmarkt

### *4.1 Gute Rahmendaten treffen auf ein hohes Bewertungsniveau*

Die Weltwirtschaft befindet sich auf einem stabilen Erholungspfad und die Unternehmensgewinne und -margen verfügen über weiteres Wachstumspotential; das Umfeld für die Aktienbörsen könnte kaum besser sein. Dies könnte noch in 2018 anhalten. Viele positive Erwartungen sind aber bereits vom Markt „eingepreist“, was das Potential weiterer positiver Überraschungen mindert. Daher gehen wir von niedrigeren Renditen und einer höheren Volatilität an den Märkten aus. Wir werden deshalb grundsätzlich etwas vorsichtiger agieren. Das Timing, also der Zeitpunkt für Käufe und Verkäufe, wie auch eine gute Einzeltitelauswahl bleiben elementar und kommen unserem aktiven Investmentansatz sehr entgegen.

Das Jahr 2017 konnte mit einer guten Performance auf der Aktienseite abgeschlossen werden, die deutlich oberhalb des MSCI World Index lag.

Im ersten Quartal des neuen Jahres werden wir unsere aktuelle Aktienquote, die im letzten Quartal noch aufgestockt wurde, vermutlich etwas herunterfahren. Über Käufe u.a. eines DAX ETF zum Jahresende wurde diese in den letzten Monaten ausgebaut. Mit dem DAX ETF haben wir auf eine Jahresend- bzw. Jahresanfangsrally gesetzt, die allerdings noch auf sich warten lässt. Dieses Vehikel bleibt für uns ein temporäres, rein taktisches Investment.

### *4.2 Geopolitik, Zinspolitik, China und Inflation – wichtigste Einflussfaktoren*

Die Marktsystemrisiken haben aufgrund der Arbeit der Notenbanken deutlich abgenommen. Zinsen sollten damit weiterhin auf einem niedrigen Niveau bleiben und eine stabile Bewertungsgrundlage für die derzeit höhere Aktienbewertung darstellen.

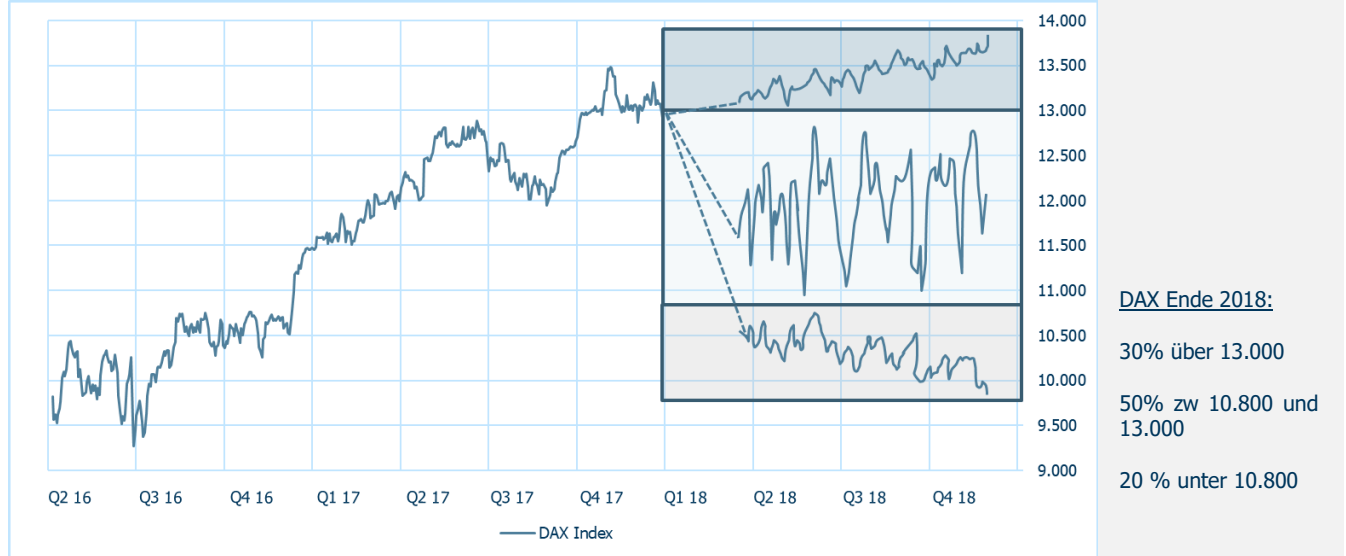
Der zuvor erwähnte Rückgang des chinesischen Wachstums wird auch exportabhängige Unternehmen in den Industrieländern betreffen, für die China als wichtigster Absatzmarkt sehr bedeutend geworden ist.

Auf der (geo)politischen Ebene kann die Gestaltung des BREXIT, die Italienwahl und die Zwischenwahlen in den USA, sowie der Koreakonflikt die Märkte stärker schwanken lassen. Ein weiterer Faktor, mit dem die Märkte derzeit recht unbekümmert umgehen, ist die Inflation. Durch die hohe Ausnutzung der Produktionskapazitäten in den USA, Europa und Japan sowie einen ausgelasteten Arbeitsmarkt, könnte sich die Inflationsrate überraschend deutlich erhöhen.

Um negative Auswirkungen auf Aktien aufgrund möglicher Inflationsrisiken zu vermeiden, sollte der Fokus auf Unternehmen liegen, die wegen ihrer Preissetzungsmacht die Möglichkeit haben Preissteigerungen weiterzugeben. Für den Erfolg in Aktien wird die Auswahl der einzelnen Unternehmen wieder entscheidend sein. Unser Schwerpunkt wird in 2018 auf Unternehmen, die in der Historie erfolgreich waren, eine solide Bilanz aufweisen und zudem eine starke Preissetzungsmacht besitzen, liegen. Unternehmen in den Branchen „Ernährung & Agrar“, „Gesundheit“ und auch „Basiskonsumgüter“, die meist durch Substanzstärke und gut kalkulierbare Cash-Flows überzeugen, rücken daher mehr in den Mittelpunkt. Unternehmen anderer Sektoren, wie z.B. „zyklische Konsum“-Titel, sind weniger attraktiv und spielen allenfalls für kurzfristige und taktische Anlageentscheidungen eine Rolle. Temporäre Sondersituationen werden wir jederzeit für Sie nutzen. Dabei ist es aber unser Ziel, die Portfolioschwankung weiterhin unterdurchschnittlich zu halten.

Wir gehen von einem stabilen ersten Halbjahr aus. Im Laufe des Jahres könnten aber die Marktteilnehmer kritischer werden und realisieren, dass sich ihre Erwartungen als zu hoch herausgestellt haben. Die Konsequenz wären stärkere Korrekturen. Zyklische Titel sehen wir dann auf der Verliererseite, während sich Qualitätsaktien und Dividendenpapiere stabiler entwickeln sollten. Unsere Prognose sieht für den DAX mit einer 70%-Wahrscheinlichkeit einen Jahresendstand unterhalb von 13.000 Punkten. Aus diesem Grund werden wir im Verlauf des Jahres 2018 den Aktienbaustein in seiner Gewichtung zeitweise reduzieren und auch vermehrt risikomindernde Strukturen einsetzen.

## DAX Prognose 2018



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, eigene Markteinschätzung

## 5. Anleihenmarkt

### 5.1 Gemischtes Jahr für Anleihen

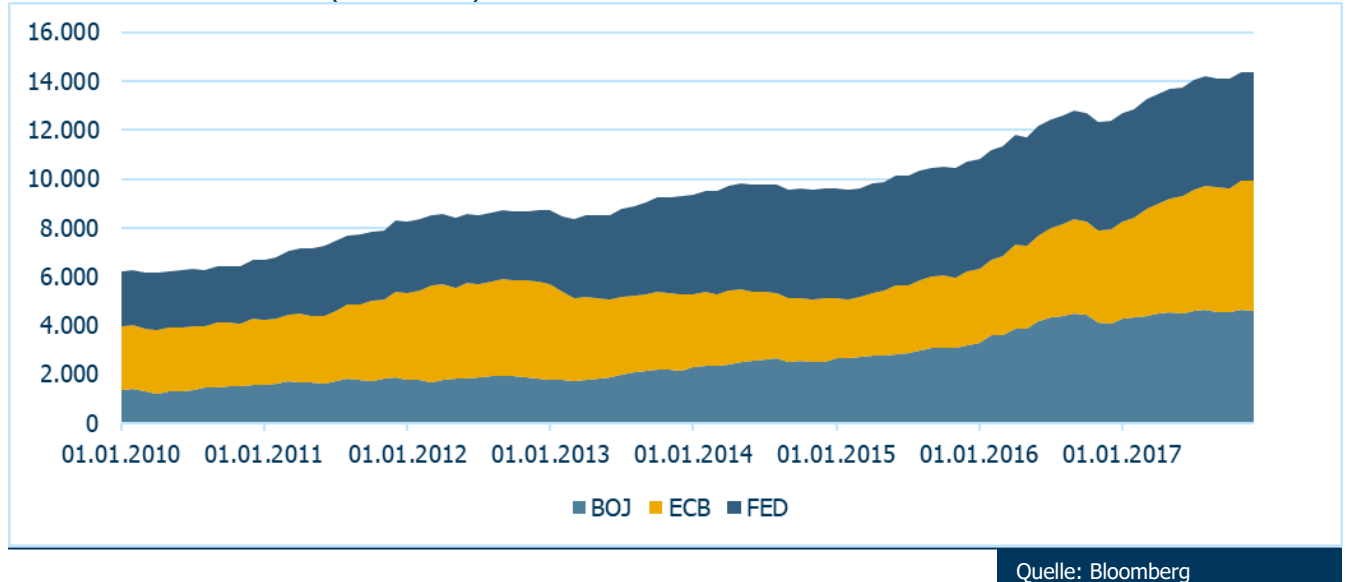
2017 war für Rentenanlagen ein eher gemischtes Jahr. Je höher die Bonität umso geringer oder gar negativ war der Gesamtertrag. Unternehmens- und insbesondere Hochzinsanleihen profitierten von der „Jagd nach Rendite“ und einem positiven Aktienmarktumfeld („risk on“- Modus). In Summe bewegte sich die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe im Jahresverlauf überwiegend zwischen 0,3% und 0,5%. Die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen engten sich weiter ein, sorgten dadurch zwar für moderate Zusatzerträge in 2017, notieren jedoch mittlerweile auf den tiefsten Niveaus seit über zehn Jahren. Hieraus erwachsen für das Jahr 2018 neben steigender Zinsen zusätzliche Risiken für potentielle Verluste. Ein sehr aktives Rentenmanagement wird daher ein wichtiger Schlüssel für eine positive Rendite sein. Neben interessanten Opportunitäten haben wir begonnen, einen stärkeren Fokus auf variabel verzinsliche Anleihen zu richten, die ihren Zinssatz vierteljährlich an das aktuelle Zinsniveau anpassen.

### 5.2 Notenbanken bleiben 2018 überwiegend noch unterstützend

Während die FED die Zinsen sukzessive, aber vorsichtig weiter erhöhen wird, ist von der EZB vor 2019 kein Zinsschritt zu erwarten. Kumuliert betrachtet werden die großen Notenbanken in den USA, Europa und Japan in 2018 noch nicht in eine restriktive Politik umschwenken, auch wenn die Phase des massiven Gelddruckprozesses allmählich ausläuft. Ein wesentlicher Faktor für das Rückführen der Ankaufprogramme bzw. mögliche Zinserhöhungen wird die Inflationsentwicklung sein. Diese zeigt noch keine starke Aufwärtsdynamik und liegt in der Kernrate in der Eurozone (ex Energie und Nahrungsmittel) immer noch deutlich unterhalb der Zielzone von 2%. Im vierten Quartal 2017 ist sie sogar wieder unter die 1%-Marke auf 0,9% gefallen. Allerdings gilt es, die weitere Entwicklung sehr genau zu beobachten.

Selbst leicht anziehende Kapitalmarktzinsen bedeuten bereits für viele Anleiheinvestments aufgrund fehlender laufender Verzinsung einen negativen Gesamtertrag für 2018, wie dies bereits in 2017 bei vielen Staatsanleihen, Pfandbriefen, aber auch vereinzelt bei Unternehmensanleihen zu beobachten war. Aus diesem Grund ist eine selektive Auswahl der Anleihen, ergänzt um ein stringentes Risikomanagement eine wichtige Voraussetzung, um auch in 2018 zufriedenstellende Wertzuwächse erzielen zu können.

Kumulierte Notenbankbilanz (in Mrd. USD)



## 6. Währungen

Obwohl sich das Zinsdifferential, gemessen an den Zweijahreszinssätzen für amerikanische und deutsche Staatsanleihen, auf einem 20-Jahreshoch befindet und ein Großteil der Analysten zu Beginn 2017 noch die Parität im EUR/USD vorhergesagt hatte, konnte der EUR gegenüber fast allen Währungen deutlich aufwerten. Mögliche Infrastrukturprojekte und Steuersenkungen in den USA einerseits und eine erhöhte politische Unsicherheit aufgrund anstehender Wahlen in der EU-Zone andererseits, sprachen für einen starken USD. Doch genau das Gegenteil trat ein. Die Trump-Regierung brachte gerade einmal die Steurreform auf den letzten Metern in 2017 auf den Weg und die EU-Zone rückte wieder mehr zusammen und überraschte beim Wirtschaftswachstum positiv. Der EUR/USD beendete das Jahr bei knapp 1,20 USD pro Euro, was einem Rückgang von über 12% entspricht. Während der Konsens nun einen Wechselkurs für Ende 2018 von 1,22 EUR/USD erwartet, sehen wir eher wieder einen festeren EUR/USD bei 1,10 im Jahresverlauf. Die USA könnte wirtschaftlich positiv überraschen und in der Eurozone könnten weitere separatistische Bewegungen und die Italienwahl wieder zu mehr Unsicherheit führen. Auch trauen wir in diesem Jahr der Norwegischen Krone wieder höhere Kurse zu. Zum einen verlor die Währung in 2017 trotz steigendem Ölpreises – hier herrscht historisch eine hohe Korrelation – fast 8% und zum anderen wird die Norwegische Notenbank (Norges Bank) in 2018 den Leitzins wieder erhöhen, was die Währung stärken sollte.

## 7. Gold

Der Goldpreis konnte das Jahr 2017 mit einer positiven Wertentwicklung von 13% bei 1.302,80 USD abschließen. Allerdings neutralisierte der schwache USD diese positive Entwicklung für den EUR-Investor und führte zu einem Verlust von 0,79%. Dabei zeigt Gold seit Juli 2017 eine relative Stärke um die Marke von 1.300 USD pro Unze. Die jüngste Entwicklung des Goldpreises macht für uns den Eindruck einer weiteren Preisbewegung nach oben. Anlass hierfür könnte die steigende Wahrscheinlichkeit von Inflation in den USA und das niedrige Zinsniveau sein. Dadurch wären die Opportunitätskosten des Goldes (es gibt keine Ausschüttung) geringer. Weitere Zukäufe würden wir um 1.250 USD vornehmen und sehen ein Kursziel zum Jahresende von 1.400 USD. Ein Goldinvestment ist für uns dabei weniger eine Spekulation, sondern die Versicherung für Ihr Portfolio, die Sie in Extremsituationen schützen soll.



### **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.