



JAHRESBERICHT 2018

Inhalt

Rückblick 2018 **1**

Aktien

Anleihen

Rohstoffe

Währungen

Ausblick 2019 **7**

Konjunktur

Anleihen

Aktien

Inflation

Währungen

Rohstoffe

Fazit **10**



Rückblick 2018

Volatiles Jahr mit deutlicher Bewertungskorrektur nach Jahren steigender Kurse

Wurden 2017 negative Meldungen sowohl politischer als auch wirtschaftlicher Natur abgetan und positive Verlaufbarungen in den Vordergrund gerückt, haben die Anleger 2018 den Mix aus verschiedenen Belastungen vor dem Hintergrund anspruchsvoller Bewertungsniveaus in der reifen Phase des Börsenaufschwungs nicht mehr ignorieren können. Die aktuellen europäischen ‚Baustellen‘ Brexit und italienisches Haushaltsdefizit, die Zinserhöhungen in den USA mit möglichen Auswirkungen auf die Schwellenländer und die Verschärfung des Handelskonfliktes zwischen den USA und China führten in Verbindung mit stark fallenden Ölpreisen zu Konjunkturängsten, die die Börsen zuletzt massiv belastet haben.

Die Konjunkturdaten auf Ist-Basis und auch die entsprechenden Wachstumsprognosen sind dabei zwar schwächer als noch vor einem Jahr, sie bewegen sich aber gleichwohl im expansiven Bereich. Mit anderen Worten: Die Wachstumsdynamik hat zwar nachgelassen, rezessive Tendenzen sind im Wesentlichen aber nicht auszumachen. Zwar gab es durchaus auf Unternehmens-ebene auch Gewinnrückgänge, dies waren allerdings eher Einzelfälle, in denen häufig auch unternehmensspezifische Ursachen vorlagen. Ein Indiz für die bisher weiter ordentliche Dynamik ist die Entwicklung der Arbeitslosenzahl, die in den entwickelten Märkten auch 2018 weiter zurückgegangen ist.

Besonders auffällig war die enorme Spreizung der Börsenentwicklung zwischen den USA und dem Rest der Welt bis zum Ende des 3. Quartals; die sich auftuende Lücke schloss sich erst im Schluss-Viertel des Jahres teilweise. Letztlich war diese sehr unterschiedliche Entwicklung, wenn auch von der Börsenentwicklung überzeichnet, aber durchaus ein Abbild der Realwirtschaft. Die Gewinnentwicklung der US-Unternehmen war erheblich besser als beispielsweise in Europa; dies nicht zuletzt auch durch die Auswirkungen der US-Unternehmenssteuerreform.

Gegen Jahresende hat der oben angesprochene Mix in Verbindung mit politischem Getöse, das sowohl Zweifel am Konjunkturverlauf als auch der Unantastbarkeit der amerikanischen Notenbank aufkommen ließ, dann die Oberhand gewonnen und zu einem der schlechtesten Dezember an der Börse überhaupt geführt. Dass politische Börsen ´kurze Beine´ haben, gilt so uneingeschränkt inzwischen wohl nicht mehr, auch wenn Nordkorea und der Nahe Osten nicht so im Fokus standen wie 2017. Der westliche Dauerkonflikt mit Putins Russland war allerdings weiterhin ständig präsent.

Sind die Börsen also 2017 aus unserer Sicht zu gut gelaufen, war die Entwicklung 2018 in Relation zum Wirtschaftsverlauf wohl zu schlecht. Die für uns so wichtigen Unternehmensbewertungen sind nun allerdings in vielen Fällen wieder in einem günstigeren Bereich und bieten uns zahlreiche Chancen. Wir werben dafür, nicht das Kalenderjahresdenken, das durch den Reporting-Zyklus vorgegeben wird, sondern eine mehrjährige Betrachtungsweise in den Vordergrund zu stellen. Dies eröffnet bewertungsorientierten Investoren wie uns gute Gelegenheiten, wieder zu deutlich attraktiveren Preisen in den Markt zu kommen.

Aktien

Deutschland als Exportweltmeister wurde im Jahr 2018 besonders hart getroffen. Die deutschen Standardwerte des DAX verloren bei einem Schlussstand von 10.559 Punkten -18,3% und der Index erreichte bei -20% kurzzeitig ein 2-Jahrestief. Hatte die Lufthansa-Aktie 2017 noch 150% zugelegt, steht nun ein Verlust von 34% zu Buche. Die ‚Rote Laterne‘ hält die Deutsche Bank mit einem Jahresverlust von 56%. Seit ihrem Hoch vor der Finanzkrise hat die Aktie nun 92% verloren. Auch die Aktionäre der Commerzbank verloren nach einem Plus von 73% im Vorjahr nun 54%. Aus gutem Grund halten wir uns seit Jahren von den Bankaktien fern, deren Bilanzen unserer Ansicht nach einer ‚Blackbox‘ gleichen. Es gelingt zumindest den deutschen Instituten bisher auch nicht nachhaltig, ihr Geschäftsmodell an die veränderten Rahmenbedingungen der Niedrigzinsphase und der neuen digitalen Wertbewerber anzupassen. Sucht man im DAX nach der Commerzbank, reibt man sich verwundert die Augen und erinnert sich, dass die zweitgrößte deutsche Bank nur noch im MDAX zu finden ist und durch Wirecard ersetzt wurde – die zwar auf Jahressicht immer noch 43% hinzugewonnen, seit Eintritt in den DAX allerdings auch -26% verloren haben. Der MDAX selbst hat ebenfalls 18% verloren.

Neben den konjunkturellen Belastungsfaktoren gab es aber auch hausgemachte deutsche Probleme wie die Abgasproblematik, von der die Automobilhersteller und die Zulieferer

betroffen sind. Weder die Politik noch die großen betroffenen Unternehmen machen bisher eine gute Figur, wenn es um die Lösung dieser schwierigen Problematik geht. Bayer leidet massiv sowohl unter der Übernahme von Monsanto als auch den Umbaumaßnahmen im Konzern, die nicht zuletzt auch einer über Jahre immer dünneren Pipeline im Medikamentenbereich geschuldet sind. Gewinnwarnungen bei Fresenius und Fresenius Medical Care kamen von diesen erfolgsverwöhnten ‚Gewinnmaschinen‘ unerwartet und führten gleich mehrfach zu Belastungen für den DAX.

Bei europäischer Betrachtungsweise ist für den Euro Stoxx 50 Index ein Verlust von -14,3% zu verzeichnen. Der Schweizer SMI hat -10,2% (-6,7% in Euro) abgegeben, der FTSE in Großbritannien -12,5% (-13,4% in Euro). Der für die Weltaktienmärkte repräsentative MSCI World Index verlor im abgelaufenen Jahr -10,5% (-6,0% in Euro).

Der Verlauf der Börsenentwicklung in den USA und Europa verlief bis zur Mitte des Jahres annähernd gleich. Im Mai begann die Abkoppelung der US-Kurse vom Rest der Welt. Diese Entwicklung vollzog sich vor allem im 3. Quartal und führte in Euro gerechnet im Vergleich zum DAX zu einer Outperformance von in der Spitze über 15%-Punkten. Die Verlustserie an den Börsen startete in ihrer deutlichen Ausprägung zu Beginn des 4. Quartals. Zu diesem Zeitpunkt waren die europäischen Märkte schon im Minus, die USA hingegen noch deutlich im Plus. Dieses Plus wurde auch noch bis Ende November wacker verteidigt, während Europa dem

Abb.: Chart DAX, EuroStoxx 50, S&P 500, SMI, FTSE und MSCI World / Entwicklung 2018 / in EUR

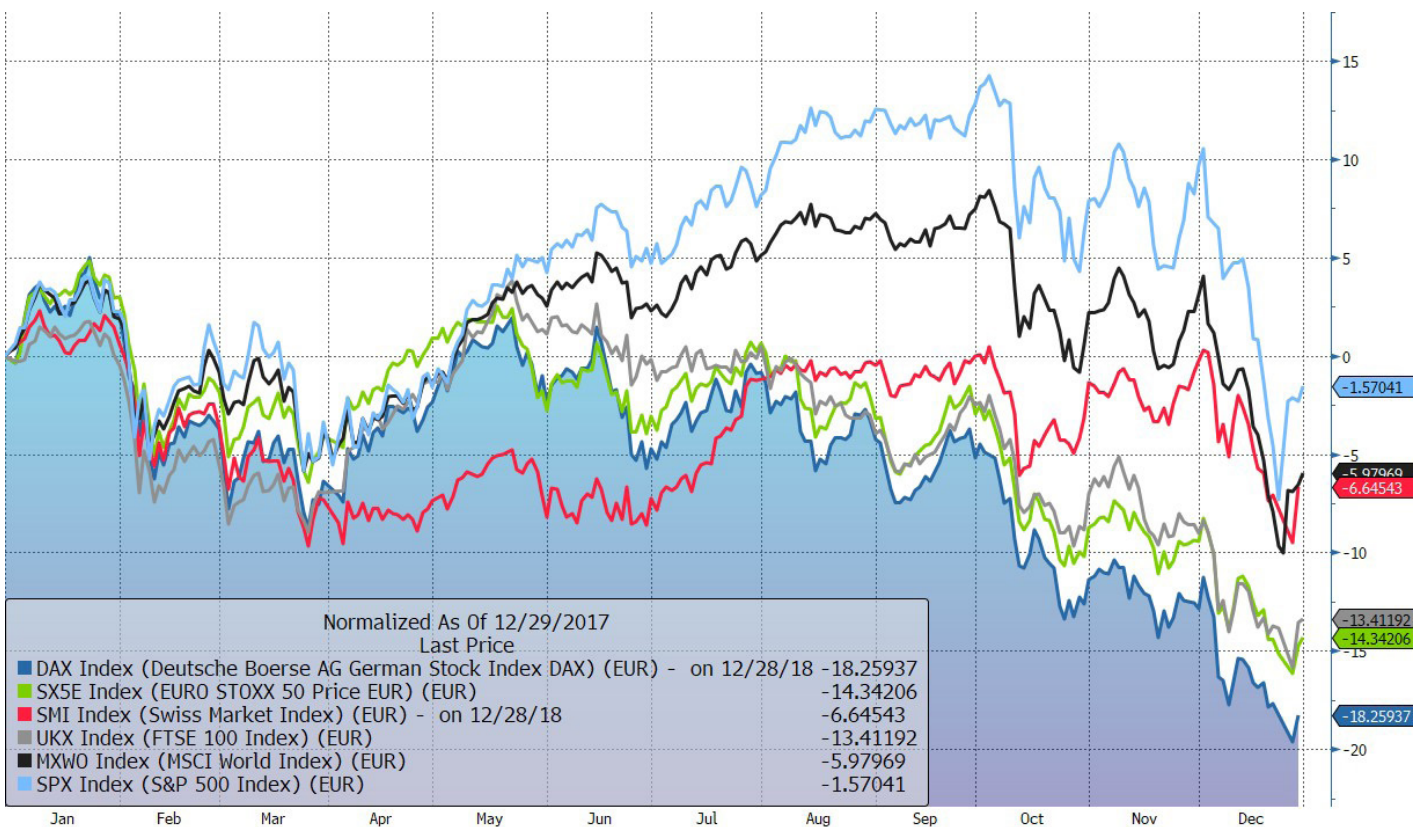
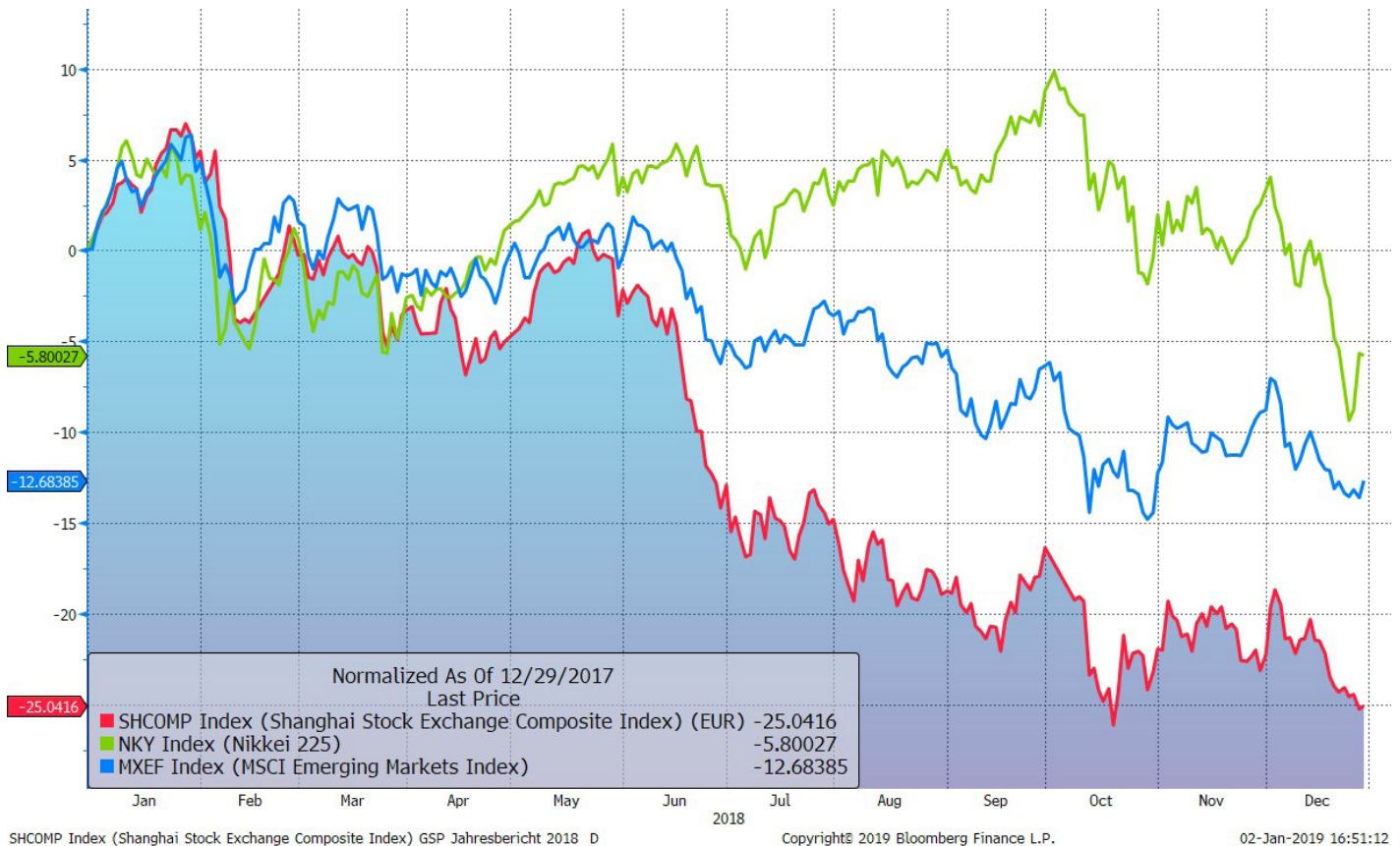


Abb.: Chart Shanghai Composite, Nikkei 225, MSCI Emerging Markets / Entwicklung 2018/ in EUR



zweistellig negativen Terrain bereits näherkam oder es, wie im Falle des DAX, bereits erreicht hatte. Die deutsche Börse machte ihrem Namen als einer der (wegen der starken Außenhandelsabhängigkeit) anfälligsten und konjunktursensibelsten Aktienmärkte wieder zweifelhafte Ehre.

Im Dezember gab es dann allerdings auch für die US-Werte kein Halten mehr und diese fielen binnen 3 Wochen, und somit in kürzester Zeit, um über 15%, womit sie sich den europäischen Märkten annäherten. Den fulminanten Abschluss setzte der Dow Jones dann allerdings am 2. Weihnachtstag, an dem die amerikanische Börse geöffnet ist, mit einem Tagesanstieg von über 1.000 Punkten – der größte Anstieg in Punkten, den der Dow jemals zu verzeichnen hatte. Auslöser war ein gutes Weihnachtsgeschäft des Handels, das die Konjunkturängste dämpfte, sowie eine 'Kaufempfehlung' des Präsidenten Trump, der zugleich auch durch seinen Wirtschaftsberater mitteilen ließ, dass FED-Chef Powell „zu 100% im Amt bleiben werde“. Ängste um die Unabhängigkeit der FED reduzierten sich in der Folge. Bis zur Jahresschlussglocke blieb es zwar sehr volatil, aber letztlich konnte sich der Dow Jones doch immerhin um rund 7% von seinen Tiefstkursen erholen. Das Jahr endete aber auch für diesen bekanntesten Index der Welt mit rund 6% im Minus. Für Euro-Anleger ergab sich nach Währungsberücksichtigung nur ein kleiner Verlust von -1%. Der S&P 500 entwickelte sich mit -6,3% (-1,6% in Euro) ähnlich. Der Höhenflug amerikanischer Aktien setzte sich also letztlich 2018 nicht fort, auch wenn dies lange so aussah.

Leider ließ sich der DAX von diesen guten Vorgaben am Jahresende nicht stärker anstecken und er beendete so das Jahr nahe seinem Tiefststand. Mit dem 26. und dem 31.12. fehlten dem deutschen Markt in der Schlussphase dieses volatilen Jahres auch gleich 2 Handelstage im Vergleich zu den USA, was durchaus eine gewisse Relevanz hatte. Die europäischen Märkte insgesamt nahmen zumindest ein wenig des US-Schwunges mit in das Jahresende. Die zuletzt wieder deutlich bessere Entwicklung der US-Werte hat auch die oben beschriebene Lücke erneut ausgeweitet, so dass die USA 2018 trotz eines negativen Jahresergebnisses 'the place to be' waren. Auf Branchenebene waren die Technologie-Flaggschiffe die beste Möglichkeit, im abgelaufenen Jahr Erträge zu erzielen, auch wenn der NASDAQ aufgrund des 4. Quartals ebenfalls leicht mit -3,9% im Minus abgeschlossen hat. Amazon liegt zum Jahreschluss trotz erheblich höherer Kurse im Jahresverlauf noch immer 28% über dem Wert zu Jahresbeginn, auch Netflix notiert 40% höher und selbst der Klassiker Microsoft hat 20% gewonnen. Auch der deutsche TecDAX hat mit -3,2% nur wenig verloren.

Der japanische Nikkei hat nach der starken Entwicklung im Jahr 2017 im abgelaufenen Jahr ebenfalls -12,1% (-5,8% in Euro) verloren und auch der dominante Index für die Schwellenländer, der MSCI Emerging Markets hat 2018 in US Dollar rund -16,9% abgegeben (in Euro lag der Verlust bei -12,7%). Der chinesische Leitindex Shanghai Composite schloss das Jahr mit einem Verlust von -24,6% ab (in Euro gerechnet -25,0%) ab.

Anleihen

Wegen möglicher Zinssteigerungsrisiken wurden Staatsanleihen in Europa aus Vorsichtsgründen gemieden. Unternehmensanleihen kurzer Laufzeit schienen das unter Chance-/Risikoaspekten sinnvollste Investment in diesem Bereich zu sein. Letztlich lieferte der Rentenindex REXP, der die Gesamtheit der deutschen Bundesanleihen spiegelt, einen Ertrag von 1,4%, der europäische Index für Unternehmensanleihen iBoxx Euro Corp ein Minus von -1,3%. Wegen der sich ausbreitenden Konjunktursorgen ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen um 0,23% auf 0,26% p.a. zurückgegangen und hat sich somit fast halbiert, während die Risikoaufschläge bei der Verschuldung von Unternehmen gestiegen sind.

Die Leitzinsen im Euro-Raum lagen zum Ende des Jahres 2018 weiterhin unverändert bei 0%, der Geldmarkt-Zinssatz EONIA bei minus 0,36%. Der Rentenmarkt stand weiter unter dem Einfluss der Anleihenkäufe der Europäischen Zentralbank.

In den USA hingegen liegt der Leitzins inzwischen bei 2,25 bis 2,5% p.a. und die 10-jährigen Treasuries rentieren mit 2,70% p.a. Nicht zuletzt die geringe Differenz zwischen diesen beiden Sätzen führte aufgrund früherer Erfahrungen zu den Konjunktursorgen im 4. Quartal. US-Staatsanleihen

verloren aufgrund der Zinserhöhungen auch 2018 wieder an Wert, dies erschwerte die Ertragsgenerierung in diversifizierten Portfolios ebenso wie die oben angesprochene Ausweitung der Credit-Spreads.

Rohstoffe

Nachdem der Preis für Erdöl die Aufwärtsbewegung aus 2017 unter Schwankungen bis Oktober 2018 deutlich fortgeführt hatte, gab es einen drastischen Einbruch aufgrund der oben bereits erwähnten Konjunktursorgen. In deren Verlauf brach der Preis in der Spitze um über 40% ein und konnte sich bisher auch nicht wieder von diesem Niveau lösen. Auf Jahresbasis hat sich die Ölsorte WTI letztlich um -24,8% verbilligt (-21,1% in Euro).

Auch für Investoren in andere Rohstoffe war 2018 aus den gleichen Gründen eine Enttäuschung. Der breite CRB Rohstoff-Index verlor -12,4% und selbst auf Euro-Basis standen am Jahresende -8,0% weniger zu Buche als am Jahresanfang. 75% aller Rohstoffe aus diesem Index lagen im vergangenen Jahr im Minus.

Selbst Gold schloss trotz der Unsicherheiten mit -1,6% und erzielte nur in Euro ein leichtes Plus von 3,0%. Silber, klassisch konjunktursensitiver, verlor sogar -8,5% (-4,1% in Euro).

Abb.: Chart REXP, iBoxx Corp Overall / Entwicklung 2018/ in EUR

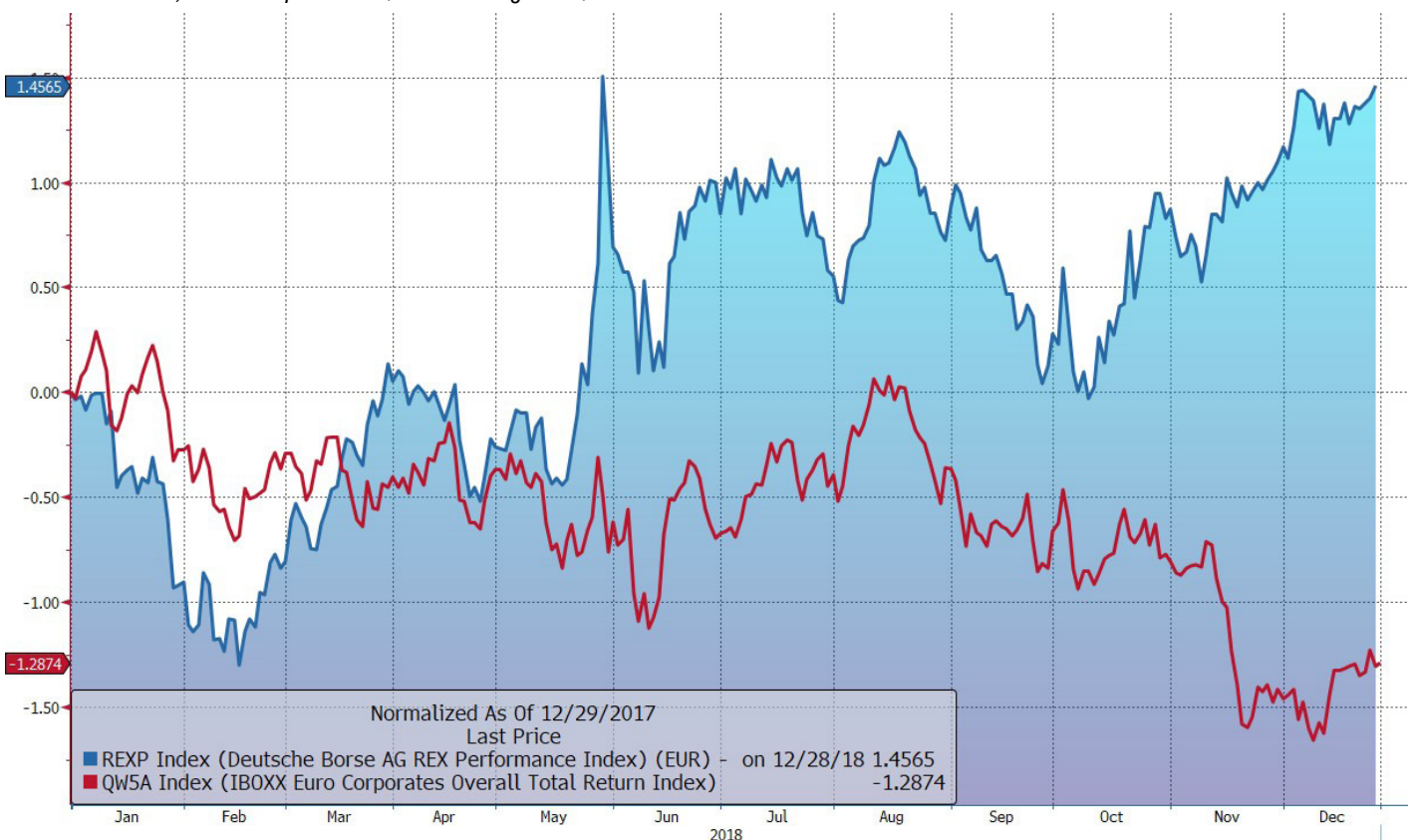
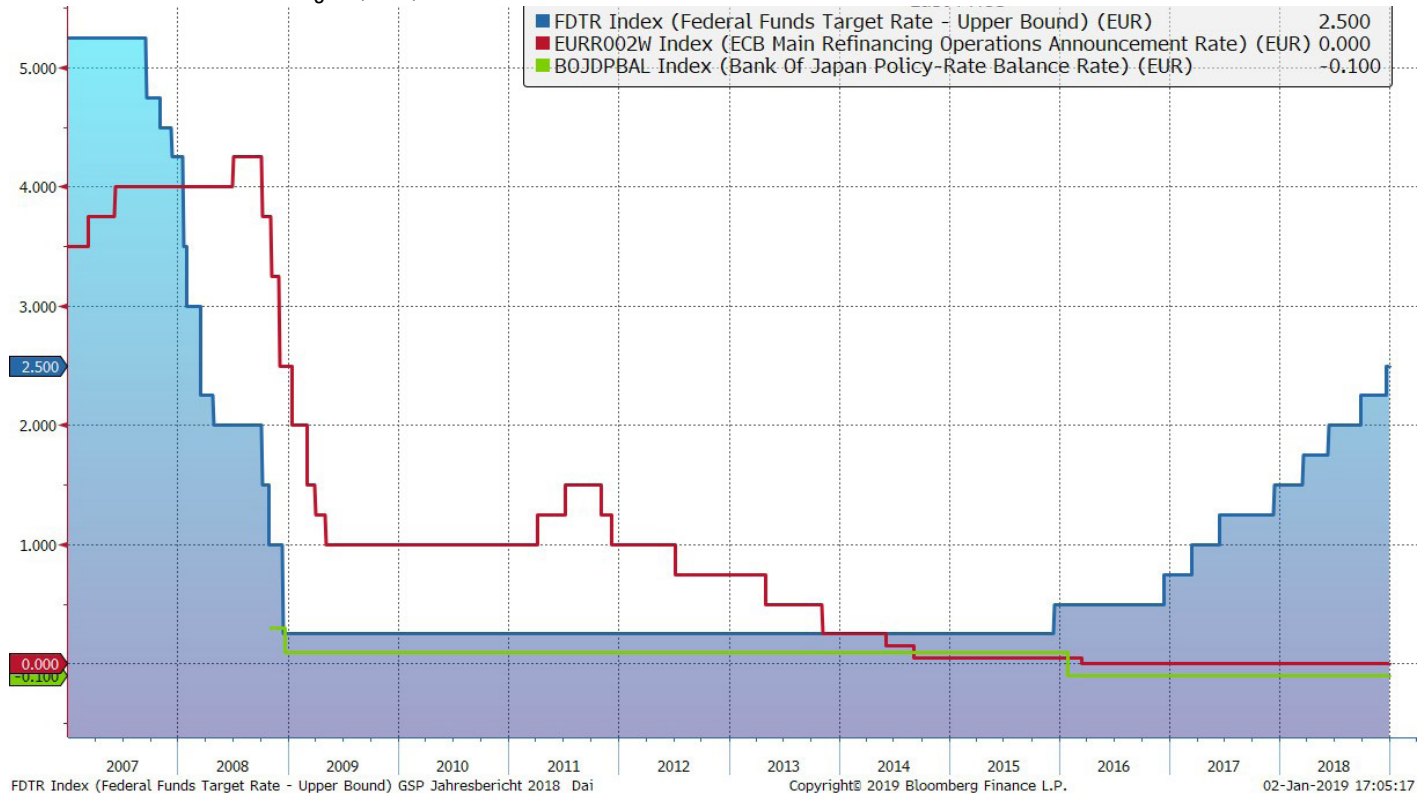


Abb.: Chart Leitzinsentwicklung EU/USA/JAP



Währungen

Während Fremdwährungsanlagen 2017 aus Sicht des Euro-Anlegers ein Belastungsfaktor für die Performance waren, trugen diese 2018 wieder in gewissem Umfang zur Wertentwicklung bei. Dies bestätigt uns in unserer Philosophie, global nach den aussichtsreichsten Investments zu suchen und die Währungsseite nur insofern aktiv zu managen, als dass das Gesamtrisiko aus Nicht-Euro-Anlagen das geeignete Maß für den jeweiligen Anleger nicht übersteigen sollte. Grundsätzlich sollten sich die Währungen starker Wirtschaftsräume über längere Zeiträume ebenfalls positiv entwickeln und einen Zusatznutzen stiften. So gewannen die wichtigen Währungen in Relation zum Euro überwiegend hinzu - der US-Dollar stieg um 4,7%, der japanische Yen um 7,6% und der Schweizer Franken um 3,8%. Angesichts der sich ausweitenden Zinsdifferenz wäre ein noch stärkerer US-Dollar wohl möglich gewesen, hätte Präsident Trump durch sein erratisches Auftreten nicht immer wieder für Irritationen gesorgt. Es dürfte in seinem Sinne gewesen sein, dass so die weitere Belastung der US-Wirtschaft neben den Zinserhöhungen nicht zu stark ausfiel. Nur das britische Pfund verlor leicht um -1,2%, was angesichts der Chaos-Tage auf der Insel überraschend wenig ist. Die britische Wirtschaft lief über das Jahr trotz der Brexit-Verhandlungen doch noch recht robust.

Anders sah die Lage bei den ‚BRATS‘-Ländern (Brasilien, Russland, Argentinien, Türkei und Südafrika) aus. Absolute ‚Spitzenreiter‘, was die Verluste zum Euro angeht, waren die Länder, die 2018 erneut ihr abweichendes Verständnis von

wirtschaftlichem Handeln dokumentierten: Argentinien mit einer Halbierung der Währung aufgrund neuer Hilfsanfragen beim IWF, die Türkei mit -25% und Südafrika mit -10%. Ergänzt wird dies um den russischen Rubel, welcher -13% verlor. Hier wirkt sich neben den zahlreichen Sanktionen aus, dass die Prioritäten eher der Wiedererlangung politischer Größe als der Modernisierung der maroden Produktionsanlagen gelten. Vergleicht man dies mit dem planvollen Vorgehen der chinesischen Administration – die Wirtschaft wird stark gemacht und im Ergebnis entsteht auch politische Macht – verwundert es, dass Putin diesen Weg nicht auch geht. Ebenfalls eine negative Entwicklung zeigte Brasilien, das unter seiner schwächeren Wirtschaftsentwicklung und hoher Arbeitslosigkeit litt.

Wir haben vor einem Jahr im Hinblick auf den Bitcoin von „Budenzauber“ gesprochen. Ob die Kryptowährungen überhaupt Währungen sind, lassen wir einmal offen, zumindest bisher lagen wir mit unserer Einschätzung hinsichtlich der Wertentwicklung des Bitcoins aber richtig, verlor dieser doch innerhalb eines Jahres 73%.

Wir verweisen auf unsere Ausführungen vor einem Jahr und stehen Investments trotz des ermäßigten Kurses skeptisch gegenüber.

Abb.: Chart USD, CHF, GBP, jeweils gegen EUR / Entwicklung 2018

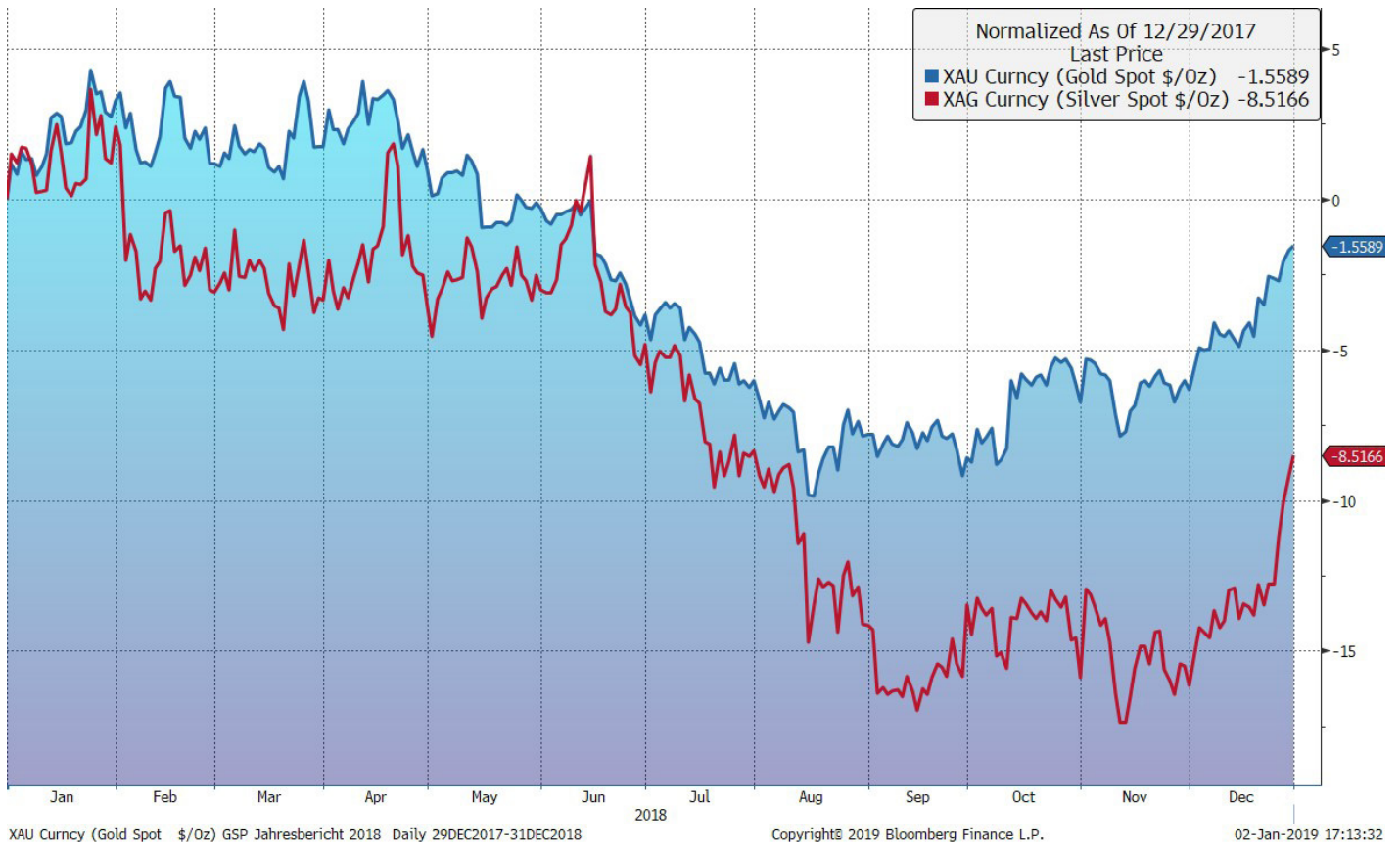
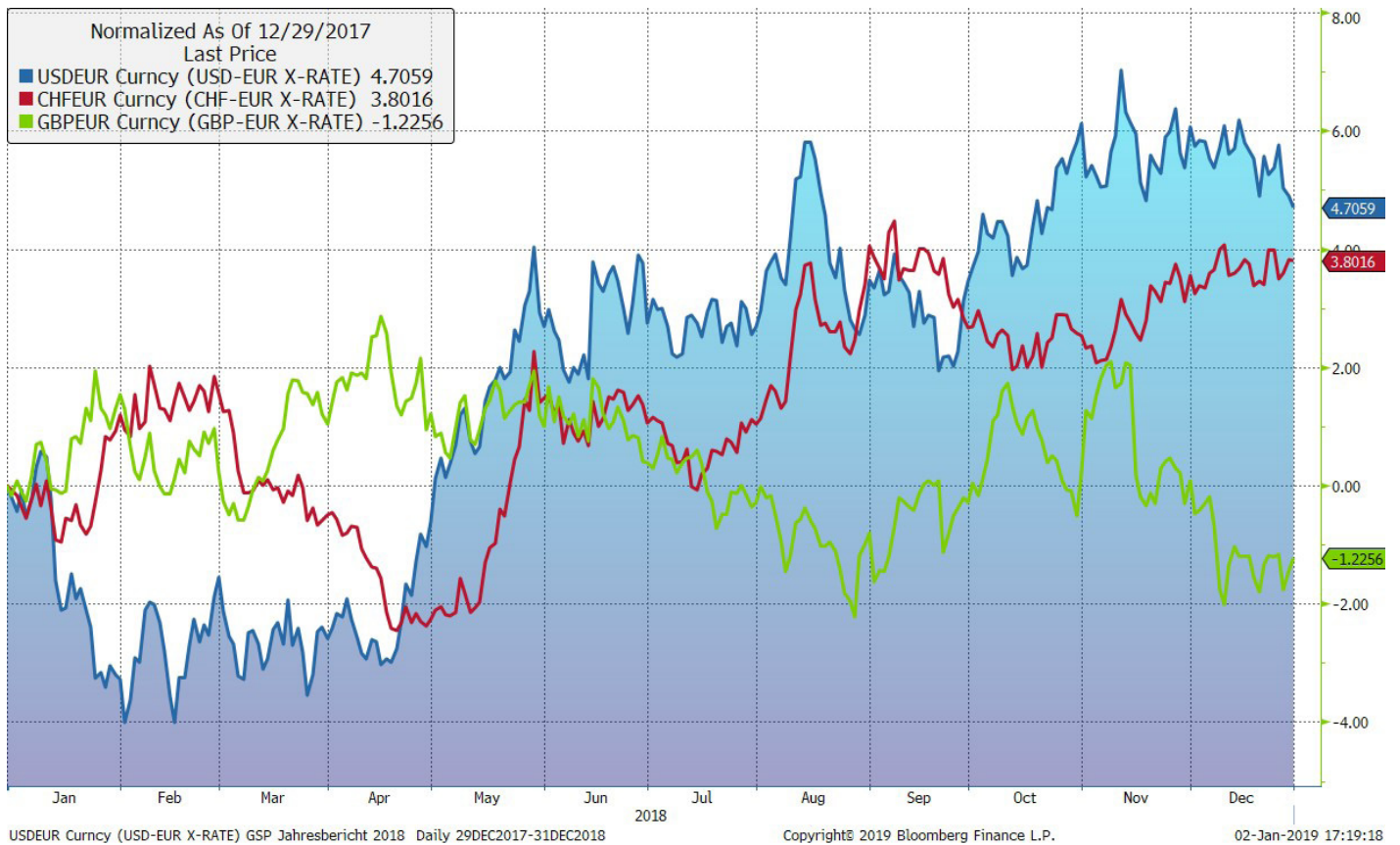


Abb.: Chart BRATS-Währungen vs EURO 2018





Ausblick 2019

Wir bleiben uns auch in diesem Jahr treu und reihen uns nicht ein in die Phalanx der ‚Hellseher‘, die versuchen, die Indexstände zum Ende 2019 zu prognostizieren. Wie bereits oben erläutert, sehen wir in den niedrigeren Bewertungen die Chance, günstiger in gute Unternehmen zu investieren. Nicht mehr, aber auch nicht weniger. Selektiv kaufen, wenn die Kanonen donnern, bleibt unser Motto, zumindest dann, wenn die Aussichten für eben diese Firmen sowohl unternehmensspezifisch als auch konjunkturell gut erscheinen. Und da, noch immer, wenig Alternativen für Investitionen zu erkennen sind, gilt dies erst recht.

Konjunktur

Die Weltwirtschaft befindet sich noch immer im Aufschwung, dieser hat sich aber verlangsamt. Allerdings scheint dies vor allem der Stimmung geschuldet zu sein. So stehen schwächere Frühindikatoren in einem gewissen Spannungsfeld zu den aktuellen Produktionszahlen. Die Wachstumsreduktion ist eindeutig, es handelt sich aber noch immer um Wachstum. Dass Bewertungen in einer solchen Situation zurückgenommen werden, ist folgerichtig, im Ausmaß aber nicht immer gerechtfertigt.

Brexit, Trump, Handelskrieg, Zinssteigerungen, nachlassende Dynamik in China, marode Finanzen in Südamerika,

Uneinigkeit in Europa in vielen Fragen, separatistische Tendenzen... an Belastungsfaktoren herrscht auch künftig kein Mangel.

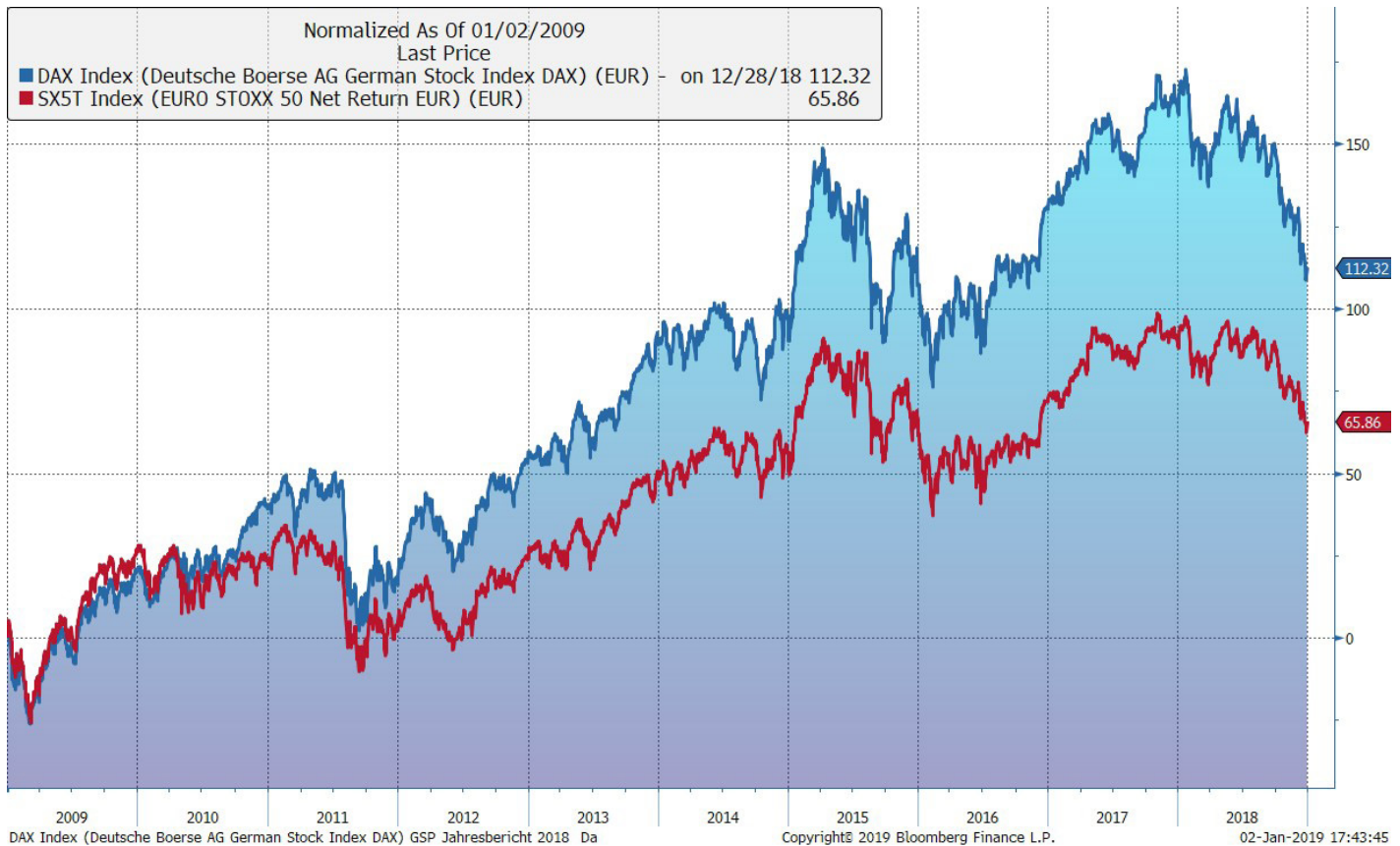
Aber: Sämtliche relevanten Wirtschaftsräume befinden sich noch immer im synchronen Aufschwung. Rezessive Tendenzen sind aktuell nicht erkennbar. Es handelt sich aus unserer Sicht eher um ein ‚Luftholen‘ nach 10 Jahren Aufschwung. Dieser Aufschwung war im Übrigen auch nicht so gradlinig, wie er in der Rückschau gern dargestellt wird, sondern hatte auch bisher schon kürzere Phasen der Abkühlung (zum Beispiel im ersten Quartal 2016, in welchem der Dax um fast 20% einbrach). Vor allem aber die letzten 6 Jahre vor 2018 haben die Anleger auch an der Börse recht kontinuierlich mit Gewinnen für Ihre Investitionsbereitschaft belohnt und somit auch ein wenig verwöhnt.

Eine wirtschaftliche Beruhigung und Konsolidierung kann sehr wohl für eine stärker substantiierte weitere Entwicklung hilfreich sein.

Anleihen

Noch immer läuft das Experiment historisch niedriger oder gar negativer Zinsen, einer in der Nachkriegszeit einzigartigen Liquiditätsversorgung sowie sehr niedriger Kreditzin-

Abb.: 10-Jahre-Chart Dow / EuroStoxx 50



sen. Diese monetäre Expansion hat substantiell dazu beigetragen, die Finanzkrise von 2007/2008 zu überwinden. Doch seit Ende 2015 steigen die kurzen US-Zinsen, seit Mitte 2016 auch die 10-jährigen, in der Spitze bis auf 3,3% - die Zinsdifferenz zu Bundesanleihen lag also bei fast 3%. Über inzwischen 9 Leitzinserhöhungen hat die FED einen Zins am kurzen Ende erreicht, welcher dem Niveau in der Mitte der Krise vor 10 Jahren entspricht. Somit hat sie Pulver angesammelt, bei einer zu starken Abkühlung der Wirtschaft gegensteuern zu können.

Wir halten weitere Zinserhöhungen in den USA für möglich und auch wahrscheinlich, die FED wird aber voraussichtlich nach den Zinssteigerungen vom Konzept des ‚neutralen Zinses‘ übergehen zu einer mehr realwirtschaftlichen Orientierung und mehr auf die Wirtschaftsindikatoren schauen. Damit ist der Weg frei für eine stärkere Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung, auf die dann entsprechend reagiert werden kann.

Zinserhöhungen sind für die EZB bis auf weiteres noch kein Thema: Auch wenn es ab Anfang 2019 nicht mehr zu weiteren Netto-Käufen kommt, werden auslaufende Papiere ersetzt – die Liquiditätsversorgung bleibt also hoch, eine Bilanzverkürzung der aufgeblasenen EZB-Bilanz ist, ebenfalls anders als in den USA, derzeit noch nicht vorgesehen. Nach Aussage von EZB-Präsident Mario Draghi werden die Zinsen noch bis über den Sommer hinaus niedrig bleiben. Wir sind der Auffassung, dass die Notenbanken die konjunkturelle Entwicklung aufmerksam beobachten und wei-

terhin entschlossen auf Störungen reagieren werden. Wir gehen nicht davon aus, dass die US-Notenbank die Konjunktur zu sehr belastet.

Zudem glauben wir, dass, trotz aller Exzesse, die es inzwischen bereits wieder gegeben hat, die Regulatorik im Bankensektor doch aktuell solider ist als im Jahr 2007 und dass die Kapitalpolster vor allem der Banken zwar nicht so stark sind, wie es wünschenswert wäre, diese doch aber dicker sind als damals. Die deutlich gestiegene Verschuldung der Unternehmen muss im Blick behalten werden, die systemischen Risiken dieser Verbindlichkeiten sind allerdings kleiner als im Bankensektor.

Aktien

Mit Blick auf das vor uns liegende Jahr scheinen Aktien die bessere Wahl zu sein. Durch die Kursreduzierungen sind die Aussichten für künftige mittel- und langfristige Erträge nun wieder als deutlich besser einzuschätzen. Die höhere Schwankungsintensität dürfte aufgrund der erwähnten Risikofaktoren aber erhalten bleiben.

Das immer noch solide Konjunkturfeld wird sich 2019 auf die Entwicklung der Unternehmensgewinne grundsätzlich positiv auswirken. Die fundamentale Basis für Kurszuwächse ist somit gegeben, die Zeitschiene ist dabei aufgrund der aktuellen Verwerfungen allerdings unklar.

Die zeitweilig vor allem in Nordamerika zu beobachtende Bewertungsexpansion der Aktienmärkte (zu weit vorgelaufene Kurse) im Vergleich zu den Anleihemärkten (deutlich steigende Zinsen) hat sich im 4. Quartal erkennbar zurückgebildet. Auch wenn damit gerechnet werden sollte, dass sich Gewinnsteigerungen ebenfalls reduzieren, scheint das Verhältnis nun deutlich besser als noch vor drei Monaten.

Demzufolge kommt der sorgsamsten Auswahl wie immer eine besondere Bedeutung zu. Hier halten wir an unserer value-orientierten Selektionsdisziplin fest und investieren nur in solche Unternehmen, die über substantielle Wertigkeit verfügen und sich auch in einem herausfordernden Marktumfeld bewähren können.

Inflation

Ein Inflationsschub, der problematisch für die Aktienmärkte wäre, ist aktuell nicht zu befürchten. Nach kurzem Anziehen im Verlaufe des 1. Halbjahres 2018 hat sich die Dynamik wieder abgeschwächt und vor allem auch der massive Rückgang der Ölpreise hat, vor allem mit Blick auf die Headline Inflation, zu einer deutlichen Verlangsamung der Entwicklung geführt. Stärkere Lohnsteigerungen bleiben ein Risikofaktor, dem gegenüber steht aber ein weiterer Produktivitätsfortschritt nicht zuletzt aus der technologischen Entwicklung. Der Anteil an Ländern, die von staatlicher Seite aus Wohltaten ‚verschenken‘ und somit über höhere Defizite letztlich zu inflationären Tendenzen beitragen, ist zumindest in den westlich orientierten Ländern glücklicherweise nicht sehr groß. In den meisten Staaten bewegt sich die Entwicklung der Arbeitskosten unter Schwankungen um den Bereich des Produktivitätsfortschritts und der mittelfristigen Gewinnentwicklung der Unternehmen und ist insofern gesund und nicht inflationär.

Währungen

2018 haben sich die Währungen im Verhältnis zum Euro vergleichsweise erklärbar verhalten. Das US-Zinsniveau ist höher, also muss der Dollar aufwerten. Die US-Wirtschaft war stärker und Europa hatte mehr Probleme ‚vor Ort‘, auch dies Gründe für einen schwächeren Euro. Überraschen kann allenfalls das Ausmaß, das noch stärker hätte sein können. Andererseits ist der US-Dollar nach der Kaufkraftparität eher etwas überbewertet – dies aber schon lange. Wichtiger für seine mäßige Aufwertung war eher der rege twitternde amerikanische Präsident – aber dies wohl mit voller Absicht. Erwarten wir Änderungen dieses Szenarios? Eher nicht. Bei der Strukturierung Ihrer Vermögenswerte verzichten wir bewusst auf eine Prognose von Währungsentwicklungen und überlassen dies unseren angewandten Selektionskriterien. Führen uns diese beispielsweise zu Teilen in amerika-

nische Unternehmenstitel, so akzeptieren wir diese US-Dollar-Engagements und beschränken uns auf bestimmte Obergrenzen, um Klumpenrisiken zu vermeiden.

Rohstoffe

Mit Blick auf den Ölpreis stellt sich ebenfalls die Frage, inwieweit eine Prognose sinnvoll ist. Die Überlagerung durch die Politik und plötzlich aufkommende Konjunktursorgen in Verbindung mit den Zinsentscheidungen der, in diesem Fall, US-Notenbank zeigen, wie unsicher diese Vorhersagen aus unserer Sicht zumindest im Vergleich mit denen für solide geführte Unternehmen sind. Also beschränken wir uns darauf, anzunehmen, dass Anbieter und Nachfrager ein Interesse an Planbarkeit und der Vermeidung von Exzessen haben, dass die US-Schiefergasindustrie strukturell einen preisdämpfenden Einfluss hat, dass ein gewisser Trend hin zu einer ökologischeren Nutzung unserer Ressourcen ebenfalls tendenziell zu weniger Nachfrage führt – dass aber zugleich Öl eben nicht nur als Brennstoff benötigt wird, dass die vorhandenen Mengen auf lange Sicht grundsätzlich kleiner werden und dass wirtschaftliche Dynamik sowie Tages- und Machtpolitik sehr starke Effekte auf die Preisentwicklung haben können.

Letztendlich bestimmt auch bei der Kursentwicklung des Goldes das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage den Preis. Auf längere Sicht stellt die Förderquote der großen Goldminengesellschaften den entscheidenden Hebel für eine Veränderung des Angebots dar. Auf der Nachfrageseite korrespondiert der Bedarf an Gold aus der Schmuckindustrie und der Industrie für technologische Anwendung mit dem anzutreffenden konjunkturellen Umfeld. Wir sehen aktuell hier keine größeren Ungleichgewichte, die zu deutlichen Ausschlägen nach oben oder unten führen müssten. Die von uns angenommene Inflationsentwicklung spricht nicht für einen deutlichen Anstieg des Goldpreises.

Der Umstand, dass die Investition in Gold weder einen Zins noch eine Dividende gewährt und sich demnach auf die reine Spekulation auf Kursgewinne reduziert, begründet unsere reservierte Einstellung zu dieser Anlageform.



Fazit

2018 war für diversifizierte Portfolios ein schlechtes Jahr. Außer US- und Technologieaktien sowie Gold haben alle wichtigen Assetklassen im Minus abgeschlossen. Auf der Rentenseite hatten wir dies zwar für Staatsanleihen aufgrund möglicher Zinssteigerungen erwartet (und diese, wie bisher schon, gemieden), für Unternehmensanleihen und Aktien in diesem Ausmaß allerdings nicht vorhergesehen, da die Konjunktursorgen größer waren, als von uns vermutet.

Wir halten diese Sorgen allerdings für übertrieben. Auch wenn wir natürlich das politische Störfeuer aus den verschiedenen Quellen nicht ignorieren werden, sollten sich Investments in gute Geschäftsmodelle weiter auszahlen, so dass an Qualitätsaktien auch in diesem Jahr kein Weg vorbeiführt. Und wenn auch Diversifikation im abgelaufenen Jahr nicht so erfolgreich war wie gewünscht, ist sie doch die effizienteste und preiswerteste Methode, Portfolien vor zu großen Schwankungen zu schützen und sich auf verschiedene Szenarien einzustellen. Kurzfristig sind die Märkte nicht vorherzusagen, so dass dieses Mittel der Risikoreduktion weiter erste Wahl ist.

Sofern es der US-Notenbank gelingt, die notwendigen Zinserhöhungen gut zu kommunizieren und den Punkt, an dem die Konjunktur zu sehr in Mitleidenschaft gezogen würde, zu vermeiden, erscheint eine weiter prosperierende US-Wirtschaft vorstellbar. Wir halten diese Vorgehensweise der FED für wahrscheinlich. Schwieriger vorherzusagen ist die Entwicklung im Handelskonflikt der USA mit China; dieser Streit stellt eine deutliche Belastung dar. Bei einer Lösung, wie realwirtschaftlich wirksam diese auch immer sein würde, entstünde aber auch die Möglichkeit einer deutlichen Unterstützung für die Märkte. Präsident Trump dürfte an seiner Wiederwahl Ende 2020 interessiert sein; dazu wäre eine gute US-Konjunktur zum Zeitpunkt der Wahl erforderlich. Dazu müsste er wohl spätestens ab Ende 2019 die geeigneten Maßnahmen ergreifen – ‚Deals‘ erscheinen gut vorstellbar.

Diese ‚Deals‘ wären dann zugleich auch für die Schwellenländer positiv zu werten. Bis dahin ist es allerdings noch ein weiter Weg, der unter Umständen viel Geduld von den Anlegern erfordert. Während China zwar eine, wahrscheinlich auch dauerhafte, Wachstumsverlangsamung erlebt, zugleich aber sehr kontinuierlich seinen Wachstumspfad beschreibt und insofern nicht ernsthaft gefährdet erscheint, besteht für andere Emerging Markets einerseits die Chance auf eine Fortsetzung der prosperierenden Entwicklung, im Falle der stärker verschuldeten Länder aber auch ein Risiko im Falle einer schwächeren US-Entwicklung oder weiterer stärkerer US-Zinserhöhungen. Insgesamt hat sich die Haushaltsdisziplin eher verschlechtert. Ein selektives Vorgehen in der Auswahl als auch in der Gewichtung ist also angezeigt.

Nicht nur Geduld, sondern womöglich auch ein ‚dickes Fell‘ könnte mit Blick auf den BREXIT gefordert sein. Prognosen möchten wir hier nicht abgeben, auch wenn der gesunde Menschenverstand einen glauben lässt, dass eine Lösung gefunden wird, die zumindest negative Folgen abmildert. Allein, am gesunden Menschenverstand der britischen politischen Klasse zweifeln inzwischen nicht nur wir. Dass ein möglicherweise ungeordneter Austritt auch noch in die Zeit der EU-Ratspräsidentschaft der problematischen Regierung Rumäniens fällt, ist sicher eine beunruhigende Aussicht. Mit Blick auf die Auswirkungen auf die globale Konjunktur sollte man Großbritannien allerdings auch nicht überbewerten. Positives ist dennoch wohl von dieser Seite nicht zu erwarten.



Auch für den Rest von Europa ist zumindest etwas Skepsis angebracht. Sowohl innerhalb zahlreicher Länder als auch in der EU ist eher zu erkennen, dass sich die Entscheidungsträger gegenseitig blockieren. Für eine gute Börsenentwicklung wäre also wohl vor allem eine gute globale Wirtschaftsentwicklung von Bedeutung. Diese aber wird ohne die USA kaum möglich sein, was die Bedeutung der Vereinigten Staaten auch noch in einer Zeit deutlich macht, in der die USA behaupten, nicht mehr der ‚Weltpolizist‘ sein zu wollen. Wenn diese ‚Lokomotive‘ aber weiterfährt und zumindest Anscheinslösungen für den Handelskonflikt gefunden würden, könnte sich im Verlaufe des Jahres der Blick wieder mehr den Unternehmensgewinnen zuwenden.

Auch ohne eine robuste Nachfrage aus China ist eine prosperierende Weltwirtschaft kaum noch vorstellbar. Diese Entwicklung hängt allerdings sehr eng mit der amerikanischen Entwicklung zusammen. Mit Blick auf die Ökonomien der USA und Chinas ist die Abhängigkeit dieser beiden Nationen untereinander inzwischen zugleich Risiko und Chance und es bleibt zu hoffen, dass beide starken Männer im Wohlergehen ihrer Bevölkerungen auch ihren eigenen Vorteil sehen.

Neben der FED wird auch die EZB einer solchen Entwicklung nicht im Wege stehen und die Zinsen bis nach dem Sommer 2019 niedrig halten - dies hat Mario Draghi ja bereits ‚versprochen‘. Dem ist zu glauben, da weder die Konjunktur noch die Staatshaushalte vieler europäischer Länder gefestigt genug erscheinen, auf die ‚Liquiditätsdroge‘ verzichten zu können. Es wird sicher spannend, zu sehen, wer auf Mario Draghi folgt. Aber dass ein neuer EZB-Präsident, der wohl nicht Jens Weidmann heißen wird, eine ernsthafte Liquiditätsverknappung auf den Weg bringen wird, halten wir nicht für wahrscheinlich. So wird zugleich die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa grundsätzlich wohl zunächst auch bestehen und Zinserträge für den Euro-Anleger spärlich bleiben. Festverzinsliche Engagements bleiben dennoch ein Bestandteil einer angemessenen Diversifikation zur Risikoabsicherung – ebenso wie Liquiditätspolster, die die notwendigen Spielräume für Investitionen eröffnen, die sich durch mögliche Rücksetzer an den Aktienmärkten ergeben könnten.

So ist die Stimmung womöglich schlechter als die Lage, das größte Risiko besteht in einer Rückkoppelung dieser Stimmung in die Realwirtschaft; eine solche Rückkoppelung kann nicht ausgeschlossen werden und die Notenbanken werden an dieser Stelle weiter eine zentrale Rolle auch in der Kommunikation zu spielen haben. Die Marktteilnehmer versuchen an der Börse, die Entwicklung vorwegzunehmen und neigen dabei zu deutlichen Übertreibungen. Diese haben wir 2018 vor allem im Hinblick auf die Bewertungen einzelner Aktien gesehen. Wir werden daher weiter vor allem Beteiligungen an Qualitätsunternehmen in das Zentrum unserer Anlagepolitik stellen; insbesondere, wenn diese temporär unter ihrem fairen Wert zu erhalten sind.

Die sehr gleichmäßige Entwicklung im Jahre 2017 war die Ausnahme, 2018 fanden die Märkte zu ihren langfristig üblicheren Schwankungen zurück. Auch wenn diese Vermögensverluste in der jeweiligen Situation schmerzhaft sind, bieten sie aus unserer Sicht eben auch die Möglichkeit, Investments zu nicht überzogenen Preisen mit entsprechend größeren Ertragschancen zu tätigen. Aus der unterschiedlichen Wachstumsdynamik der Wirtschaftsräume ergibt sich auch, dass eine internationale Anlagepolitik geboten erscheint, dies nicht zuletzt auch aus Gründen des Risikomanagements.

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 Grossbötzl, Schmitz und Partner Vermögensverwaltersozietät GmbH (im Folgenden `GS&P´) garantiert jedoch nicht für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit. Alle hier dargestellten Meinungsäußerungen geben lediglich eine Einschätzung des Verfassers/ der Verfasser wieder, die nicht notwendiger Weise der Meinung von GS&P 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. GS&P 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 von GS&P weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

