

DEUTSCHER STIFTUNGSFONDS



Quartalsbericht

Q4 2018



Alexander Steinke GmbH
Stiftungsbetreuung · Vermögensanlage · Family Office



NFS Capital AG
Vermögensverwaltung





INHALT

| | |
|--|----|
| 2018 – ein turbulentes Jahr geht zu Ende | 1 |
| Marktüberblick | 3 |
| Beraterwissen | 4 |
| Prognoseszenarien | 5 |
| Interview mit Lutz Röhmeier | 6 |
| Europa | 8 |
| Deutschland | 9 |
| USA | 10 |
| Emerging Markets | 11 |
| Rohstoffe, Zinsen und Währungen | 12 |
| Anleihen: Internationale Renditen | 13 |
| Interessante Artikel aus der Presse | 16 |



„Die deutsche und die globale Konjunktur sind recht robust, und die Talfahrt der Börsen erscheint uns übertrieben.“
Bert Rürup, Präsident des Handelsblatt Research Institute

Bildquelle: www.pixabay.com

2018 – ein turbulentes Jahr geht zu Ende

Das Jahr 2018 war geprägt von starken Turbulenzen an den Märkten. Brexit, Trump, Italien, Zinsentwicklung in den USA – das sind nur einige Themen, die 2018 maßgeblich beeinflusst haben. Und auch das vierte Quartal war alles andere als ruhig. Weltweit rutschten die Leitindizes ins Minus. Doch eine extreme Abkühlung in 2019 ist nicht zu erwarten.

Märkte im Minus

Die leitenden Indizes haben im vierten Quartal deutlich nachgegeben. So liegt der DAX aktuell bei rund -15%. Ein Blick auf die letzten Handelstage des Jahres zeigt, wie turbulent die Kursentwicklung phasenweise war. Der DAX verlor allein in dieser Woche 2,2%. Auch der US-amerikanische Index S&P 500 hat mit etwa der gleichen Größenordnung (-14%) verloren. Der japanische Index Nikkei 225 verlor mit rund 16% ebenfalls deutlich.

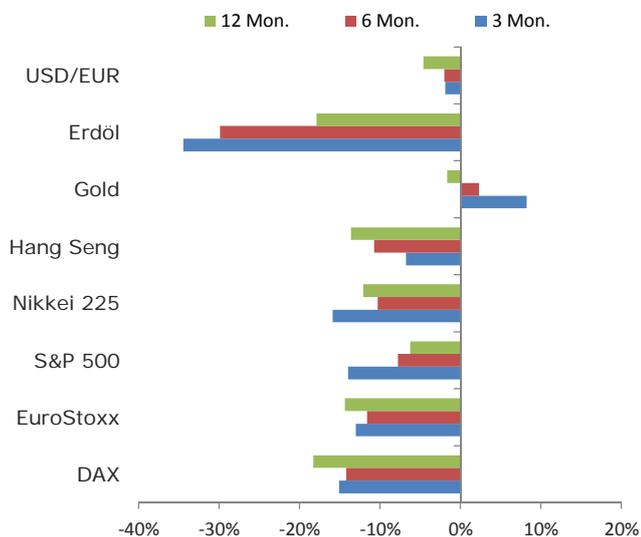


Abbildung: Entwicklung einzelner Märkte

Politische Börsen

Für das deutliche Nachgeben der Märkte gibt es zwar unterschiedliche Gründe. So hat der Zinsentscheid der Fed negative Auswirkungen auf die Börsenkurse gehabt. Eines

steht jedoch fest: Die Börsen haben sich von politischen Themen leiten lassen. So hat beispielsweise Trumps Ankündigung, notfalls einen Handelskonflikt mit China loszutreten für starke Nervosität gesorgt. Hinzu kommt das Vorfeld: Die von Trump initiierte Steuersenkung sowie seine „America First“ Politik haben den Börsen deutlichen Auftrieb gegeben. Diese Effekte scheinen nun aber langsam zu verpuffen. Doch die Kursrückgänge haben auch eine positive Seite: Die Bewertungen haben sich deutlich verbessert!

Weitere Krisenherde waren – wie schon im gesamten Jahr 2018 – die Themen Italien, Brexit und Schwellenländer. Die Krise mit Italien hatte sich im Jahresverlauf zugespitzt. Aufgrund der sich abzeichnenden Einigung dürfte dieser Unsicherheitsfaktor allerdings in 2019 abnehmen.

Und auch bei den Schwellenländern zeichnet sich eine Beruhigung ab. In Brasilien haben die Neuwahlen einen positiven Effekt auf die Märkte gehabt. In China steuert die Regierung mit Konjunkturprogrammen massiv zur Konjunktorentwicklung bei. Und: Sollte die amerikanische Zentralbank die Zinsanhebung verlangsamen, würde sich das negativ auf den USD-Wechselkurs auswirken – mit positiven Effekten für die Schwellenländer.

Nachwirkungen kamen und kommen aus Großbritannien. Wie geht es mit dem Thema Brexit weiter? Auch wenn eine vernünftige Lösung nach wie vor die wahrscheinlichste ist, zeigt sich, wie verunsichert Börsen auf politische Situationen reagieren können.

Deutschland: Export macht nervös

In Deutschland ist die Konjunktur stabil und nahezu alle Parameter zeigen positive Ausprägungen. Die Nervosität hat daher andere Gründe. Als Exportnation hängt das Land stark von der globalen Konjunktur ab. Die gegebenen Unsicherheiten – auch wenn sie größtenteils politischer Natur waren – haben auch hier zur gestiegenen Nervosität beigetragen.

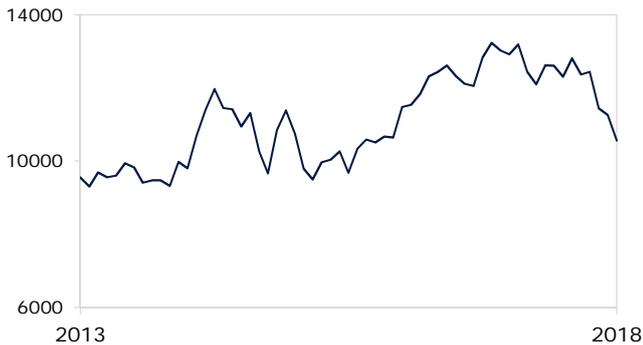


Abbildung: Entwicklung DAX

USA: Fed erhöht Zinsen

Die Notenbanker haben den Leitzins von 2,25 auf 2,5 Prozent angehoben. Damit vollzogen sie den vierten Zinsschritt in diesem Jahr und lösten sich aus dem Dilemma, dass eine Nichtanhebung als Einknicken vor Donald Trump angesehen werden könnte. Gleichzeitig gab Powell auch zu verstehen: Die Wirtschaft sei robust, eine Überhitzung müsse vermieden werden. Somit wird der eingeschlagene Zinspfad auch in 2019 eingehalten – wenn auch mit Aussicht auf Verlangsamung.

Rohstoffe: Erfolgsgeschichte Palladium

Palladium hat in 2018 – und hier insbesondere im vierten Quartal – deutlich zugelegt. Insbesondere die gestiegene Industrienachfrage hat hier zu einer deutlichen Preiserhöhung geführt. Über das Jahr hinweg legte Palladium um rund 19% zu.

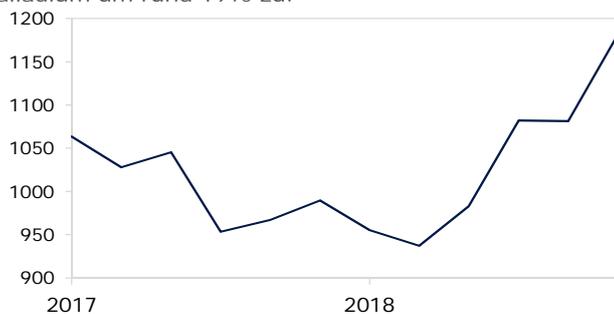


Abbildung: Wertentwicklung Palladium

Gold konnte im ersten Halbjahr seinem Ruf als Diversifikator nicht gerecht werden. Im vierten Quartal hingegen trotzte es der allgemeinen Marktentwicklung und legte knapp 8% zu.

Erdöl: Deutliche Preiskorrekturen

Der Preis für Erdöl ist im vierten Quartal deutlich gesunken. Mit -34,5% gab die Sorte Brent deutlich nach. Die Gründe: Es herrscht große Skepsis am Markt, ob die OPEC und ihre verbündeten Förderstaaten tatsächlich die Förderquoten nachhaltig reduzieren werden. So haben beispielsweise Russland und Saudi Arabien unterschiedliche Vorstellungen darüber, was ein erstrebenswerter Preis ist. Während die Russen bereits bei 60 USD in der Komfortzone sind, streben die Saudis einen Preis von 80 USD an. Hinzu kommt, dass aus den USA das Angebot deutlich gestiegen ist.

Fazit

Das Jahr 2018 war in seiner Entwicklung durchaus turbulent. Dabei lagen die Gründe nicht in der tatsächlichen Wirtschaftsleistung oder in der Bewertung der Aktien. Vielmehr ist 2018 ein sehr gutes Beispiel dafür, wie sensibel die Märkte auf Nachrichten reagieren können. Insbesondere in einem Umfeld, das durch mehrere hintereinander auftretende Unsicherheiten geprägt ist, können Nachrichten, die ansonsten keine Auswirkungen haben, zu deutlich steigender Nervosität führen. Genau diese politisch getriebenen Börsen sind es, die 2018 starke Volatilitäten gezeigt haben: Auf Nachrichten wird überreagiert, die im Grunde attraktiven Bewertungen werden ignoriert.

Was bedeutet das für den Anleger? Nach Ansicht führender Wirtschaftsforschungsinstitute ist keine extreme Abkühlung in 2019 zu erwarten. Das dürfte den Kursdruck reduzieren und neue Chancen eröffnen. Wie selten zuvor zeigt sich die Richtigkeit der folgenden Grundsätze. Erstens: Märkte schwanken naturgemäß. Anleger tun gut daran, ihren langen, ruhigen Atem zu behalten. Das freilich setzt – zweitens – eine vernünftige Diversifikation voraus.

Marktüberblick

AKTIEN

| | Aktuell | Performance | | | |
|--|---------|-------------|----|----|----|
| | | lfd. Jahr | 1J | 3J | 5J |

DEUTSCHLAND

| | | | | | |
|--------|----------|--------|--------|-------|-------|
| DAX 30 | 10.559,0 | -18,3% | -18,3% | -1,7% | 10,5% |
| MDAX | 21.588,1 | -17,6% | -17,6% | 3,9% | 30,2% |
| SDAX | 9.509,2 | -20,0% | -20,0% | 4,5% | 40,1% |



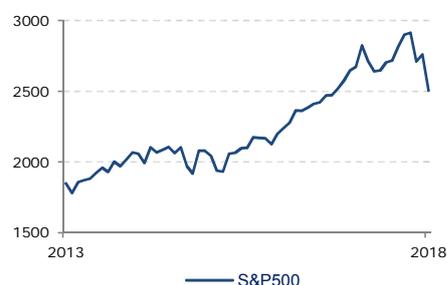
EUROPA

| | | | | | |
|-------------|---------|--------|--------|--------|-------|
| Euro St. 50 | 3.001,4 | -14,3% | -14,3% | -8,1% | -3,5% |
| FTSE 100 | 7.488,4 | -13,4% | -13,4% | -11,5% | -7,6% |
| CAC 40 | 4.730,7 | -11,0% | -11,0% | 2,0% | 10,1% |
| SMI | 8.429,3 | -10,2% | -10,2% | -4,4% | 2,8% |



GLOBAL

| | | | | | |
|------------|----------|--------|--------|-------|-------|
| S&P 500 | 2.506,9 | -6,2% | -6,2% | 22,6% | 35,6% |
| Nikkei 225 | 20.014,8 | -12,1% | -12,1% | 5,2% | 22,9% |
| Hang-Seng | 25.845,7 | -13,6% | -13,6% | 17,9% | 10,9% |



RENTEN, ROHSTOFFE UND WÄHRUNGEN

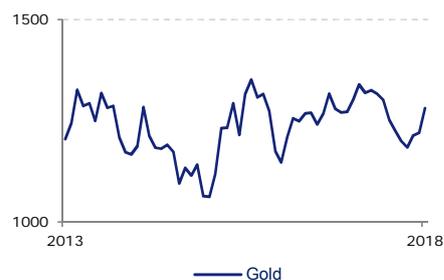
UMLAUF-RENDITE

| | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Bundesanl.* | 0,10% | -18,0 | -18,0 | -39,0 | -151,0 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|

*Performance in Basispunkten

ROHSTOFFE (USD)

| | | | | | |
|----------|----------|--------|--------|-------|--------|
| Gold | 1.281,58 | -1,6% | -1,6% | 20,7% | 6,4% |
| Öl Brent | 54,60 | -18,6% | -17,9% | 48,8% | -51,4% |



WÄHRUNGEN

| | | | | | |
|---------|------|-------|-------|------|--------|
| EUR/USD | 1,15 | -4,6% | -4,6% | 5,4% | -16,9% |
| EUR/CHF | 1,13 | -3,8% | -3,8% | 3,6% | -8,1% |

DEUTSCHER STIFTUNGSFONDS

31. Dezember 2018

Anlagestrategie

Ziel der Anlagepolitik des Deutscher Stiftungsfonds ist der reale Kapitalerhalt und die Wertsteigerung der von den Anteilseignern eingebrachten Anlagemittel, sowie die Erwirtschaftung eines angemessenen laufenden Ertrages. Der Fonds schüttet einmal jährlich aus.

Der defensive Mischfonds wurde im Hinblick auf die spezifischen Anforderungen von Stiftungen aufgelegt. Dank breiter Diversifikation und Begrenzung des Aktienanteils kann der Fonds auch das Anlagebedürfnis von defensiv orientierten Privatanlegern abdecken. Das Fondsmanagement investiert nach dem Grundsatz der Risikostreuung weltweit in variablem Umfang in Aktien, Renten, Anteile von Investmentfonds und weitere Vermögenswerte; Derivate können zu Absicherungszwecken eingesetzt werden, der Aktienanteil darf bis zu 30% des Fondsvermögens betragen.

Fondspositionen

| Bezeichnung | Ausrichtung | Anteil % |
|---|-------------|----------|
| Fidelity Zins & Dividende | ausgewogen | 4,86% |
| M&G Optimal Income Fund C | defensiv | 4,28% |
| Flossbach von Storch Multi Asset Defensiv | flexibel | 4,14% |
| H2O Adagio | ausgewogen | 3,78% |
| Carmignac Patrimoine | ausgewogen | 3,73% |
| Plenum CAT Bond Fund | defensiv | 3,67% |
| JPM Global Income Fund | ausgewogen | 3,63% |
| BlueBay Global Sovereign Opportunities | defensiv | 3,60% |
| Jupiter Dynamic Bond I EUR | defensiv | 3,53% |
| Aramea Rendite Plus | defensiv | 3,18% |
| TBF-SPECIAL INCOME EUR I | ausgewogen | 3,15% |
| Echiquier Patrimoine | ausgewogen | 2,89% |
| Frankfurter Stiftungsfonds | ausgewogen | 2,87% |
| Schroder ISF EURO Credit Absolute Return | defensiv | 2,78% |
| Acatis ifK Value Renten UI | defensiv | 2,71% |
| DWS Concept Kaldemorgen | ausgewogen | 2,57% |
| KCD-Union Nachhaltig Mix | ausgewogen | 2,50% |
| Weltzins-Invest | ausgewogen | 2,28% |
| Xetra-Gold | offensiv | 2,25% |
| DWS Rendite Optima Four Seasons | defensiv | 2,19% |
| Ennismore Global Equity | offensiv | 2,18% |
| Jupiter Global Ecology Diversified | ausgewogen | 2,08% |
| DWS Top Dividende | offensiv | 2,00% |
| Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen AI | offensiv | 1,88% |
| Value Opportunity Fund | offensiv | 1,57% |
| ROUVIER-EVOLUTION | offensiv | 1,53% |

Daten & Fakten

| | |
|-------------------------|-----------------------------------|
| Fondsname | Deutscher Stiftungsfonds |
| WKN / ISIN | HAFX7Q / LU1438966258 |
| Fondsmanager | NFS Capital AG |
| Anlageausschuss | Steinke, Reichelt & Käsbauer |
| Verwahrstelle | Hauck & Aufhäuser Privatbankiers |
| Verwaltungsgesellschaft | Hauck & Aufhäuser Investment S.A. |
| Anlageschwerpunkt | Mischfonds, Stiftungsfonds |
| Fondstyp | Mischfonds |
| Fondsvolumen | 22,72 Mio. EUR |
| Auflagedatum | 19.09.2016 |
| Fondswährung | EUR |
| Ausgabeaufschlag | Bis zu 5,00 % |
| Ertragsverwendung | Ausschüttend |
| Verwaltungsvergütung | 1,36 % p.a. inkl. Depotbank |
| Anteilspreis 31.12.2018 | 92,60 Euro |
| Sparplanfähig | ja (mind. 25,00 EUR) |

Risikoklasse



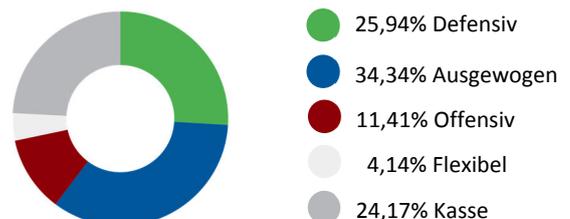
Chancen

- Flexible Anlagestrategie
- Effiziente Vermögensaufteilung
- Erfahrenes Management
- Partizipation an Aktien- und Anleihenmärkten

Risiken

- Allgemeine Marktrisiken
- Kursverluste durch Aktienquote

Ausrichtung



Prognoseszenarien

Szenarien für die wirtschaftliche Lage in den kommenden Perioden

Höchste Wahrscheinlichkeit: Basisszenario

- Protektionistische Maßnahmen halten an, Handelskrieg wird aber vermieden
- Italien: Kompromissfähigkeit gegeben
- Eurozone: Aufwärtsbewegung hält an
- Deutschland: Keine Inflationsgefahr, sehr niedrige Arbeitslosigkeit, stabiles Wachstum
- UK: Möglicher Austritt wirkt bremsend auf Wachstumserwartungen
- USA: Volkswirtschaft ausgelastet, Steuerreform könnte zu Überhitzung führen
- Geldpolitik: Langsamer Rückzug aus der ultralockeren Geldpolitik
- Aktienmärkte: Moderater Anstieg mit zwischenzeitlichen Rückschlägen

Negativszenario (geringe Eintrittswahrscheinlichkeit)

- Handelsbeschränkungen eskalieren zum Handelskrieg
- Neuauflage der Eurokrise durch Konfrontationskurs Italiens
- Leitzinserhöhung durch unerwartet hohe Inflation
- Ausstieg der USA aus Atomdeal mit Iran führt zur Eskalation in Nahost
- EM und insb. China zeigen eine nachhaltige Schwäche und belasten die Weltkonjunktur
- Brexit läuft ungeordnet ab

Positivszenario (geringe Eintrittswahrscheinlichkeit)

- Niedrigzinsen führen zu Produktionssteigerungen weltweit und fachen die Konjunktur an
- Verschuldung wird abgebaut, Gesundung der Finanzsysteme
- Aktienkurse steigen deutlich an aufgrund steigender Unternehmensgewinne
- Finanzsektor in EU wird durch Reformen gestärkt
- Überraschend starke Dynamik in den Emerging Markets

Interview mit Lutz Röhmeier

Wie ist Ihre aktuelle Einschätzung zur Lage an den Zinsmärkten?

Dem klassischen Zinssparer steht nach einer langen Leidensphase nur wenig Aussicht auf Besserung ins Haus. Erstmals seit der globalen Finanzmarktkrise vor zehn Jahren entsteht nun jedoch auch in der Eurozone eine positive Dynamik. Das bedeutet aber natürlich noch lange nicht, dass sich plötzlich zufriedenstellende Zinserträge erzielen lassen. Zunächst einmal müssen die notwendig gewordenen gewaltigen Rettungsmaßnahmen wieder geordnet abgebaut werden, ohne die Realwirtschaft zu belasten. Somit ist trotz guter Fundamentaldaten die aktuelle Zinslage immer noch stark durch die Eingriffe der Notenbanken verzerrt und wird wohl auch auf absehbare Zeit nicht auf das Vorkrisenniveau klettern.



Lutz Röhmeier
Geschäftsführer und Portfolio
Manager
Capitulum Asset Management

Sehen Sie vor dem Hintergrund der sich abschwächenden Wachstumsdynamik die Bedingungen für den ersten Zinsschritt der EZB überhaupt als gegeben an?

Der Druck auf die EZB wächst, mit dem Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik zu beginnen. Die Gründe dafür liegen formal in der wieder an das Zielniveau steigenden Inflationsrate als Hauptkriterium der Notenbank. Darüber hinaus aber auch in den zunehmend negativer beurteilten Nebenwirkungen der Rettungsmaßnahmen, die man gern beenden möchte, bevor sie zu einem wirkungslosen Dauerzustand verkommen. Hier könnte man argumentieren, dass der für Herbst 2019 avisierte erste Zinserhöhungsschritt der EZB von wahrscheinlich nur 0,1% eigentlich bereits heute fällig ist. Da die Entscheider aber nicht mit einem Fehler für die nächste Rezession verantwortlich gemacht werden wollen, wird dieser Zinsschritt auch nur dann erfolgen, wenn es sowohl die konjunkturelle Lage als auch die Politik in Europa zulassen, ohne eine neue Eurolandkrise heraufzubeschwören. Schon bei den ersten Anzeichen einer Marktschwäche ist mit dem Ausbleiben oder einer Verschiebung zu rechnen.

Die USA haben die Zinswende bereits vollzogen. Gehen die Zinsen hier weiter nach oben oder ist es eher realistisch, dass jetzt erst einmal eine Pause eingelegt wird?

Auch wenn sich die Zinserhöhungen durch die kommunizierten Projektionen der FED besonders gut planbar und in einem gemächlichen Tempo vollzogen, ist man hier vorauslaufend bereits in einem späten Zyklus angekommen. Obwohl die Notenbanker noch voller Zuversicht auf die sehr starke US-Volkswirtschaft bei niedriger Inflation und geringer Arbeitslosigkeit hinweisen, bestehen mittlerweile starke Wachstumsbefürchtungen für die nun vor uns liegenden Jahre. Damit ergibt sich für die USA eher das Risiko, die für 2019 geplanten drei Zinsschritte zur Stützung der Konjunktur zu reduzieren oder notfalls sogar ganz zu streichen.

Durch die Zinserhöhungen in den USA ist der Renditeabstand zu deutschen Staatsanleihen mittlerweile auf historischen Höchstständen. Was bedeutet das für Anleger und für Ihre Zinsstrategien als Fondsmanager?

Der einfache Erwerb von attraktiv verzinst erscheinenden US-Staatsanleihen ist für den Euroanleger, der keine unnötigen Fremdwährungsrisiken eingehen möchte, nicht sinnvoll. Die Absicherung des Währungsrisikos ist nur noch zu prohibitiv hohen Kosten möglich. So kommt neben der rekordhohen Zinsdifferenz aktuell noch eine negative Währungsbasis als zusätzliche Belastung für den hiesigen Anleger hinzu, die unter dem Strich diese Investition noch schlechter verzinst als deutsche Bundesanleihen. Für unsere globalen Zinsstrategien bedeutet das beispielsweise, dass wir den Anteil von US-Zinspapieren im Jahr 2018 zugunsten von Anleihen in Euro deutlich reduziert haben. Auch ein Ausweichen auf Anleihen in Schweizer Franken war sinnvoll, da man hier im Gegensatz zum US-Dollar durch die Währungssicherung sogar noch Zusatzerträge erzielen kann.

Wo sehen Sie derzeit attraktive Anlagemöglichkeiten im Anleihebereich?

Auch wenn die Zinswende in den USA bereits erfolgt ist und Euroland absehbar folgen wird, bieten sich insbesondere nach der in diesem Jahr gesehenen Korrektur höher rentierliche Rentenmarktsegmente sehr für ein Investment an. Der langsame und planbare Zinsanstieg wird aufgrund der drückenden Staatsverschuldungen vom Ausmaß her begrenzt bleiben. Trotzdem besteht bei wieder steigenden Marktzinsen für den Anleger das Risiko, die ohnehin niedrigen Zinseinkünfte durch Kursverluste einzubüßen. Es empfiehlt sich also für konservative Anleiheinvestoren aus unserer Sicht weiterhin, Zins- und Währungsrisiken zur Reduzierung der Schwankungen abzusichern. Solange die Konjunktur nicht unerwartet in eine Rezession abrutscht, schätzen wir insbesondere Anleihen von Schwellenländern als sehr attraktiv ein. Zusätzlich zu den ohnehin überdurchschnittlichen laufenden Zinseinnahmen winken hier zusätzliche Kursgewinne beim Abbau von Risikoaufschlägen. Aktuell verbleibt eine jährliche Ablaufrendite nach Abzug der Kosten für die Absicherung von Währungs- und Zinsänderungsrisiken von mehr als 5%.

Europa

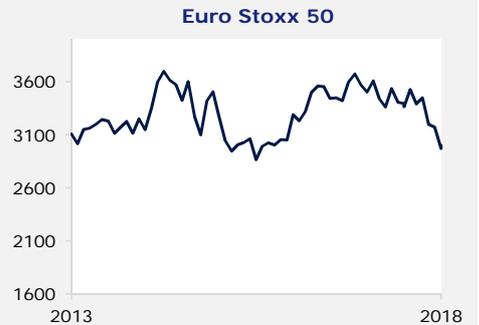


SNAP SHOT

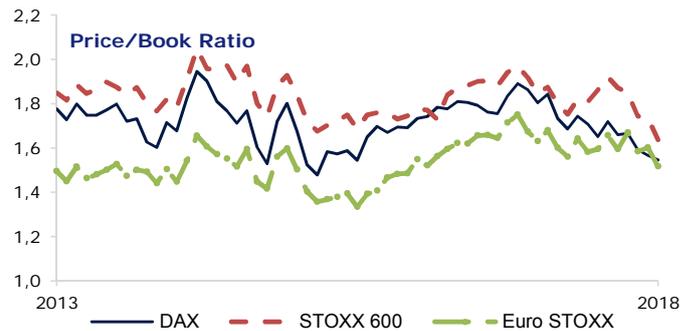
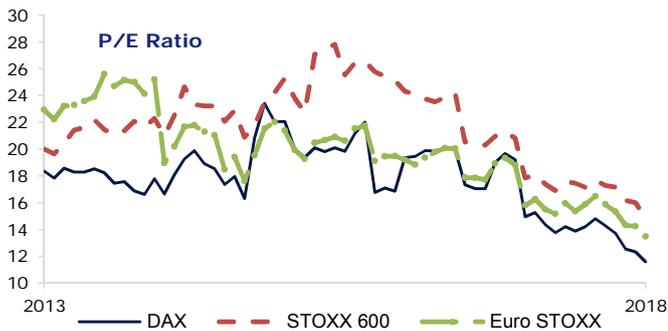
| AKTIEN | Aktuell | Lfd. Jahr | 3 Mon. | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre |
|-------------|---------|-----------|--------|--------|---------|---------|
| Euro St. 50 | 3.001 | -14,3% | -13,0% | -14,3% | -8,1% | -3,5% |
| FTSE 100 | 7.488 | -13,4% | -11,6% | -13,4% | -11,5% | -7,6% |
| DAX 30 | 10.559 | -18,3% | -15,1% | -18,3% | -1,7% | 10,5% |
| CAC 40 | 4.731 | -11,0% | -14,6% | -11,0% | 2,0% | 10,1% |

| LEIZINSEN | Aktuell | Lfd. Jahr | 3 Mon. | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre |
|-------------|---------|-----------|--------|--------|---------|---------|
| EU-Leitzins | 0,00% | --- | 0,00% | 0,00% | 0,05% | 0,25% |

| WECHSELKURSE | Aktuell | Lfd. Jahr | 3 Mon. | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre |
|--------------|---------|-----------|--------|--------|---------|---------|
| USD/EUR | 1,15 | -4,6% | -1,9% | -4,6% | 5,4% | -16,9% |
| JPY/EUR | 125,62 | -7,1% | -5,1% | -7,1% | -3,8% | -13,4% |
| GBP/EUR | 0,90 | 1,2% | 0,8% | 1,2% | 21,8% | 7,9% |

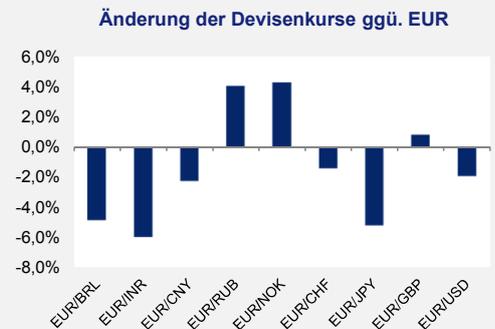
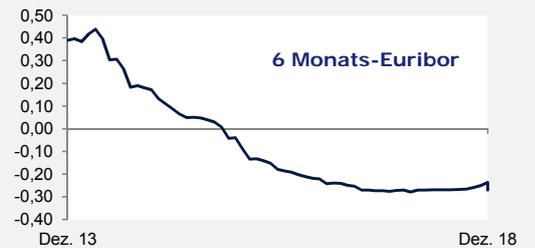


BEWERTUNGSKENNZAHLEN



AKTUELLE SITUATION UND WIRTSCHAFTLICHES UMFELD

- BIP-Wachstum in 2018 und 2019 um 2%
- Arbeitsmarkt stabil
- OECD: Konjunkturprognosen positiv
- Brexit mit möglichen Schwierigkeiten
- Inflationsentwicklung neutral
- Außenhandelsimpulse nicht gegeben



Deutschland



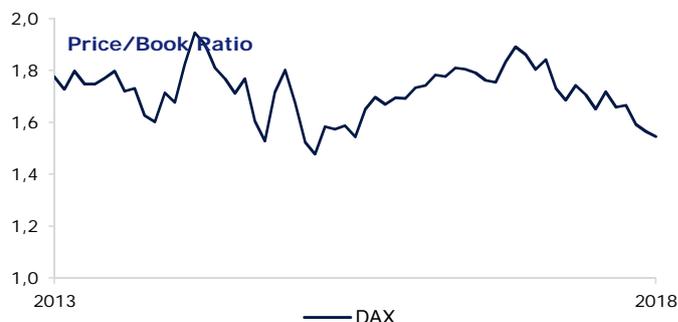
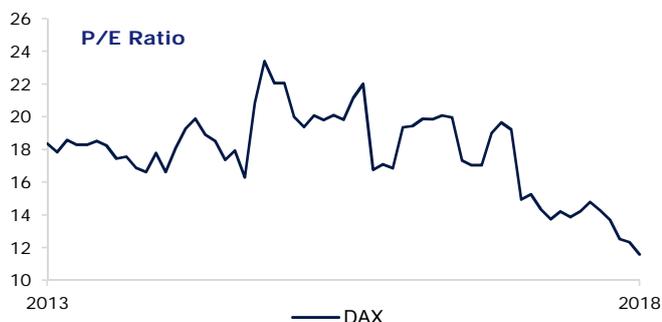
SNAP SHOT

| AKTIEN | Aktuell | Lfd. Jahr | 3 Mon. | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre |
|---------------|---------|-----------|--------|--------|---------|---------|
| DAX 30 | 10.559 | -18,3% | -15,1% | -18,3% | -1,7% | 10,5% |
| MDAX | 21.588 | -17,6% | -17,4% | -17,6% | 3,9% | 30,2% |
| TecDAX | 2.447 | -3,2% | -13,6% | -3,2% | 33,1% | 109,8% |
| SDAX | 9.509 | -20,0% | -20,3% | -20,0% | 4,5% | 40,1% |
| ANLEIHEN | | | | | | |
| RexP | 487,7 | 1,5% | 0,5% | 1,5% | 2,8% | --- |
| Uml.-Rendite* | 0,10% | -18,0 | -25,0 | -18,0 | -39,0 | -151,0 |

*Veränd. in Basispunkten

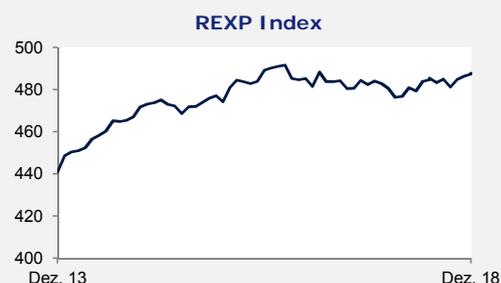


BEWERTUNGSKENNZAHLEN



AKTUELLE SITUATION UND WIRTSCHAFTLICHES UMFELD

- Weiterhin auf Wachstumspfad
- BIP-Wachstum in 2018/19: 1,7% bis 2,1%
- Positiv bis neutrale Konjunkturprognose
- Inflation nach wie vor moderat
- Verlangsamung des Wachstums
- ifo-GK-Index gesunken

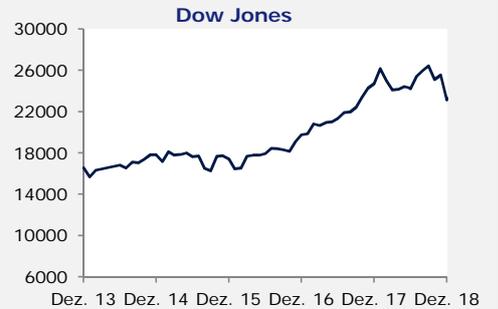


USA

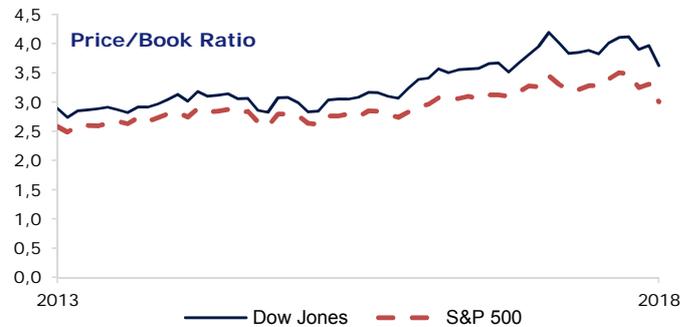
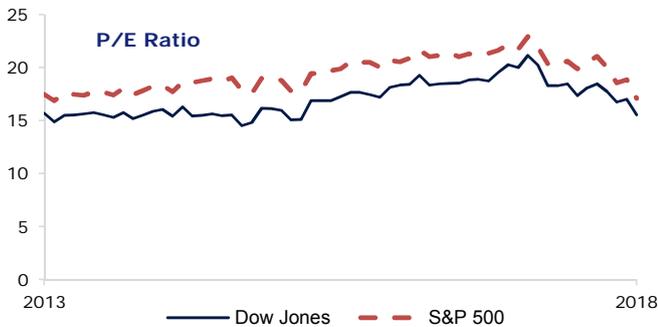


SNAP SHOT

| AKTIEN | Aktuell | Lfd. Jahr | 3 Mon. | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre |
|-----------------|---------|-----------|--------|--------|---------|---------|
| Dow Jones | 23.327 | -5,6% | -11,8% | -5,6% | 33,9% | 40,7% |
| S&P 500 | 2.507 | -6,2% | -14,0% | -6,2% | 22,6% | 35,6% |
| LEITZINSEN | | | | | | |
| US-Leitz. | 2,40% | 0,83% | 2,16% | 1,31% | 0,15% | 0,06% |
| STAATSANLEIHEN* | | | | | | |
| 10 J. | 2,68% | 0,1 | -2,8 | -2,4 | -2,2 | |
| 30 J. | 3,01% | 0,1 | -2,9 | -2,7 | -3,0 | |



BEWERTUNGSKENNZAHLEN



AKTUELLE SITUATION UND WIRTSCHAFTLICHES UMFELD

- Keine Abkühlung
- Konjunkturdaten insgesamt positiv
- Konsumdynamik erneut gegeben
- Unternehmensgewinne stabil
- Weitere Zinsschritte in 2019 erwartet
- Inflation leicht steigend



Emerging Markets

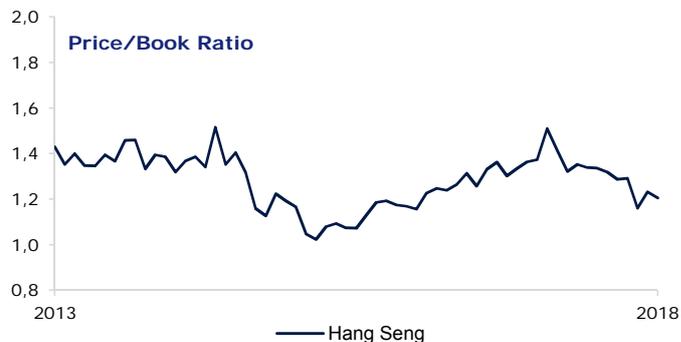
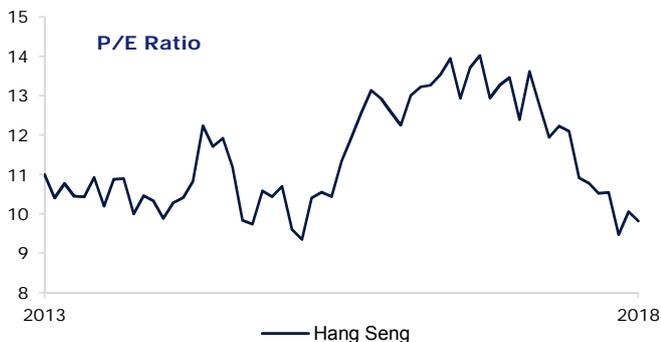


SNAP SHOT

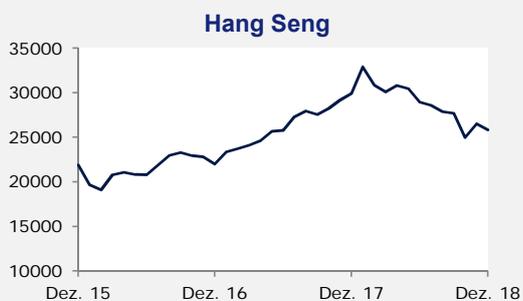
| AKTIEN | Aktuell | Lfd. Jahr | 3 Mon. | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre |
|---------------------|---------|-----------|--------|--------|---------|---------|
| Hang Seng | 25.846 | -13,6% | -6,7% | -13,6% | 17,9% | 10,9% |
| MSCI Em. M. | 843 | -12,5% | -6,4% | -12,5% | 15,4% | 16,0% |
| SENSEX | 36.068 | 5,9% | -0,7% | 5,9% | 38,1% | 70,4% |
| IBOV | 87.887 | 15,0% | 9,9% | 15,0% | 102,7% | 71,4% |
| WECHSELKURSE | | | | | | |
| EUR/RUB | 79,43 | 14,6% | 4,0% | 14,6% | 0,1% | 75,4% |
| EUR/CNY | 7,87 | 0,8% | -2,2% | 0,8% | 10,9% | -5,7% |
| EUR/INR | 80,00 | 4,5% | -5,9% | 4,5% | 10,9% | -6,0% |
| EUR/BRL | 4,45 | 11,8% | -4,8% | 11,8% | 3,4% | 37,0% |



BEWERTUNGSKENNZAHLEN

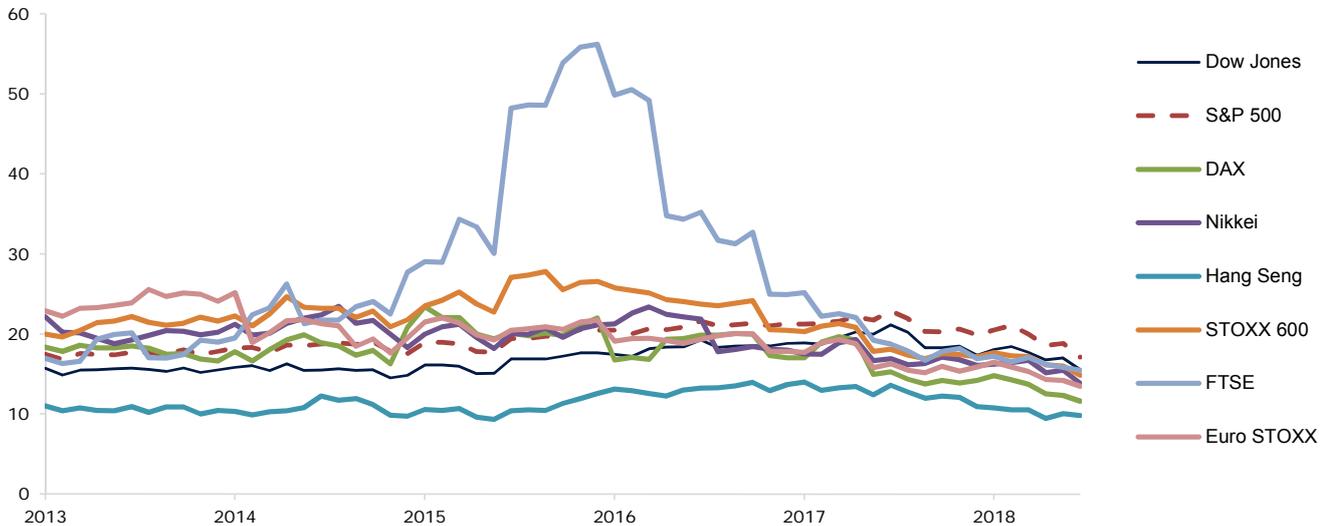


- Handelskrieg mit USA bislang kaum ein Angstfaktor
- Konjunkturdaten grundsätzlich positiv
- Analystenerwartung für 2019 weiterhin positiv
- Positive Einkaufsmanagerindizes
- China: Inlandsnachfrage positiv
- China/USA: Handelsstreit signifikant
- Tendenzielle Lockerung der Geldpolitik möglich



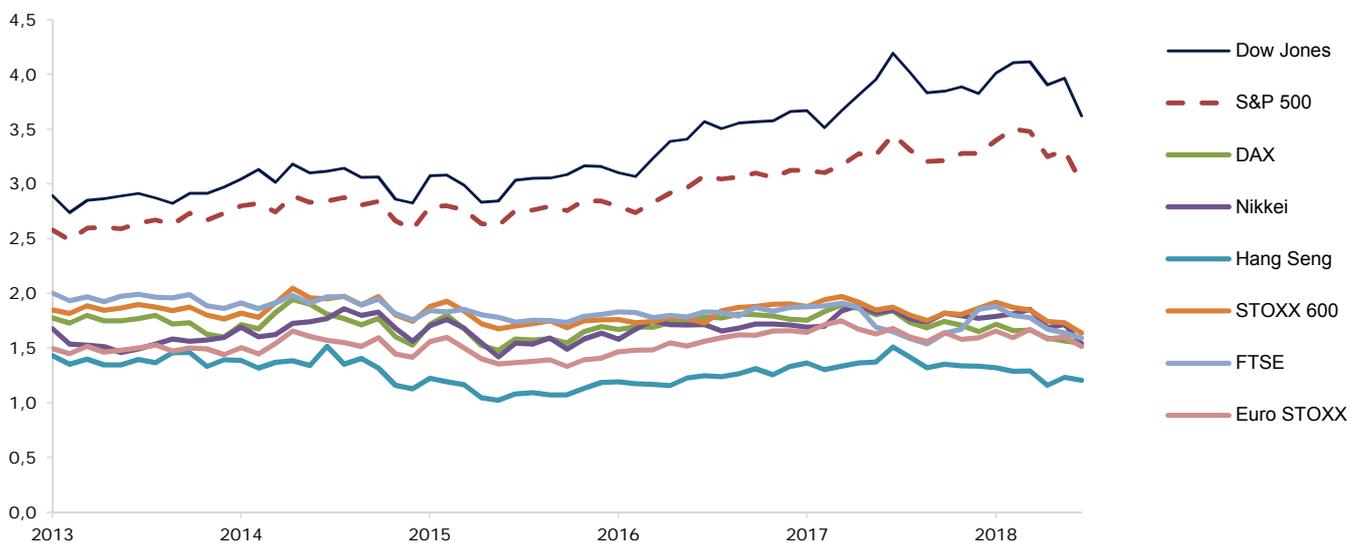
BEWERTUNGSKENNZAHLEN

KGV (P/E Ratio)



Die P/E-Ratio (bzw. KGV, Kurs/Gewinn-Verhältnis) ist eine Kennzahl, die das Verhältnis zwischen aktuellem Kurs eines Wertpapiers und den (geschätzten) Gewinnen darstellt. Je niedriger das KGV desto preisgünstiger erscheint das Wertpapier. Zu beachten ist hier jedoch, dass das KGV nur eine Kennzahl ist. Sie allein läßt noch keinen Schluß über die Bewertung bzw. Attraktivität eines Wertpapiers zu.

Kurs/Buchwert-Verhältnis (Price to Book Ratio)



Die Price to Book-Ratio (KBV, Kurs/Buchwert-Verhältnis) ist eine substanzorientierte Bewertungskennzahl zur Beurteilung der Börsenbewertung einer Aktiengesellschaft. Hierbei wird der Kurs einer Aktie in Relation zu ihrem anteiligen Buchwert, das heißt dem auf die Aktionäre entfallenden Eigenkapital je Aktie, gestellt.

Impressum

Netfonds AG

Heidenkampsweg 73
20097 Hamburg
Telefon +49-40-822 267-0
Telefax +49-40-822 267-100
info@netfonds.de

Rechtshinweis:

Netfonds AG
Registergericht: AG Hamburg, HRB-Nr. 120801
Ust.-Id.Nr.: DE 209983608

Vorstand:

Karsten Dümmler, Martin Steinmeyer, Peer Reichelt, Oliver Kieper

Aufsichtsratsvorsitzender:

Klaus Schwantge

Verantwortlicher gemäß § 55 Abs. 2 RStV: Karsten Dümmler,
Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg

Disclaimer

Die zur Verfügung gestellten Informationen und Daten wurden durch die Netfonds AG erstellt. Die Informationen werden mit größter Sorgfalt vom beauftragtem oder externen Dienstleistern zusammen getragen und erstellt. Für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier gepflegten Daten, ihres gesetzeskonformen Umfangs und ihrer Darstellung übernimmt Netfonds indes keine Haftung. Die abgebildeten Informationen stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch sollten allein aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Sie stellen insbesondere keine Empfehlung, kein Angebot, keine Aufforderung zum Erwerb/Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit von Transaktionen und auch nicht zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist nur den Vertriebspartnern der Netfonds Gruppe vorbehalten, Ausnahmen bedürfen der schriftlichen Zustimmung der Netfonds AG.

Handelsblatt

DEUTSCHLANDS WIRTSCHAFTS- UND FINANZZEITUNG

Globaler Kampf
China mischt den Markt für Smartphones auf. **S. 14**

Eine Frage der Kultur
Börsenchef Weimer hat Erfolg, irritiert aber immer wieder mit harten Ansagen. **S. 28**

Gold-Träume
Das Edelmetall hat sich zum Jahresende stark verteuert. **S. 33**

O 2531 NR. 1

MITTWOCH, 2. JANUAR 2019

PREIS 3,10 €



Angst nach dem Rückzug der EZB

Die Notenbank kauft keine Staatsanleihen von Euro-Ländern mehr zu. Der Euro-Zone drohen höhere Zinsen – und Risiken.



Reihen, Lesezeiten, Nachdruck: Österreich 5,90 € / 7,50 €; Frankreich 4,00 € / 4,50 €; Großbritannien 3,70 GBP / 3,00 GBP; Schweiz 5,80 CHF / 6,50 CHF; Polen 2,20 PLN / 2,00 PLN

Handelsblattserviz: Handelsblatt Print € 6,70; Euro Handelsblatt Print + Premium 7,60 €; www.handelsblatt.com/angebot

Handelsblatt GmbH Kundenervice: Tel. 0800-222310; kundenservice@handelsblatt.com



Handelsblatt 4 193233 703 101

Kurz notiert

| | | | | | |
|-----------|-------------|---------|-------------|-----------|---------|
| Dax | 10 558,96 | +1,71 % | E-Stoxx 50 | 3 001,42 | +0,50 % |
| Dow Jones | 23 327,46 | +1,15 % | S&P 500 | 2 506,85 | +0,85 % |
| Gold | 1 280,53 \$ | -0,15 % | Euro/Dollar | 1,1448 \$ | -0,17 % |

Stand: Schlusskurs 28.12.2018

Putin spaltet die EU: Deutschland bemüht sich um gute Beziehungen zu Russland, doch Präsident Wladimir Putin ist ein schwieriger Verhandlungspartner. Die baltischen Staaten und Polen haben Angst vor dem Riesereich vor ihrer Tür, während Österreich, Griechenland und Italien ein besonders gutes Verhältnis pflegen. Der russische Präsident weiß die unterschiedlichen Interessen der Länder geschickt zu nutzen. **Seite 8**

Streit über den Shutdown: Die US-Demokraten wollen mit ihrer neuen Mehrheit im Repräsentantenhaus ein Gesetzespaket verabschieden, um die seit fast zwei Wochen andauernde Budgetsperre für Teile der Regierung zu beenden. Allerdings ist unwahrscheinlich, dass Donald Trump mitspielt: Der Präsident beharrt darauf, dass das Parlament Gelder für den Bau einer Grenzmauer zu Mexiko bereitstellt. **Seite 9**

Mehr Anreiz für die Lehre: Der neue Kultusminister-Präsident Alexander Lorz (CDU) wünscht sich eine bessere Bezahlung von Lehrlingen. Außerdem findet er die Zahl der Analphabeten in Deutschland erschreckend hoch, er will sie senken. **Seite 10**



Chemiebranche in Schwierigkeiten: Deutschlands drittgrößte Industrie leidet unter sinkenden Auftragszahlen und kämpft mit zunehmender Konkurrenz. BASF-Chef Martin Brudermüller sagt: „2019 wird kein leichtes Jahr.“ **Seite 16**

Enge über den Wolken: Die Luftfahrtindustrie prüft die Strapazierungsgrenzen ihrer Kunden. Neue Langstreckenmaschinen sollen künftig kleiner werden. Auf der Kurz- und Mittelstrecke müssen die Kunden enger zusammenrücken. Der Grund: Weniger Platz für die Gäste bedeutet mehr Marge für die Konzerne. Selbst die Bordtoiletten schrumpfen. **Seite 19**

Mit Beginn des neuen Jahres verlieren die Regierungen der Euro-Staaten ihren wichtigsten Investor: die Europäische Zentralbank (EZB). Denn künftig wird die EZB keine neuen Anleihen mehr kaufen, sondern nur noch abgelaufene Papiere ersetzen. Damit können sich die Länder nicht mehr wie bislang auf die Unterstützung durch die ultralockere Geldpolitik der Notenbank verlassen. Das trifft die Euro-Zone in einer Zeit, in der die Schuldenstände massiv angestiegen und die Probleme im Finanzsektor noch immer nicht gelöst sind. „Die Verschuldung ist die Achillesferse und deutet auf eine fragile Aufstellung gegenüber einer neuerlichen Konjunkturertrübung hin“, warnt Ulrich Kater, Chefvolkswirt der Dekabank. EZB und nationale Notenbanken haben seit 2015 rund 2,6 Billionen Euro an Anleihen gekauft, vor allem Staatsbonds. Mit durchschnittlich fast 83 Prozent der gesamten jährlichen Wirtschaftsleistung liegt die

2,6
BILLIONEN

Euro beträgt die Summe, für die EZB und nationale Notenbanken seit März 2015 Anleihen gekauft haben.

Quelle: EZB

Staatsverschuldung im Euro-Raum deutlich über der im Maastricht-Vertrag festgeschriebenen Schwelle von 60 Prozent. Rechnet man Haushalte und Unternehmen dazu, dann fallen die Schulden sogar doppelt so hoch aus wie die Wirtschaftsleistung. Sorgenvolle Blicke richten sich vor allem auf Italien. Weil die staatliche Schuldenquote mittlerweile 131 Prozent erreicht hat, würde das Land unter einem Zinsanstieg besonders leiden. Ökonomen warnen, dass sich eine Krise in Italien nur vermeiden lässt, wenn die Zinsen nicht anziehen und sich das Wirtschaftswachstum beschleunigt. Doch viele Analysten befürchten, dass die Renditen italienischer Staatsbonds weiter steigen – auch wegen des Rückzugs der EZB. Die Renditen für zehnjährige Anleihen liegen schon jetzt bei 2,8 Prozent. Zum Vergleich: Der deutsche Staat muss den Investoren weniger als 0,25 Prozent bieten. **cü, fw, jbl**
> Schwerpunkt Seiten 4, 5

Entlastung für Geringverdiener

Untere Einkommensgruppen profitieren von Steuer- und Abgabensenkungen.

Von den Steuer- und Abgabensenkungen, die 2019 in Kraft treten, profitieren insbesondere untere und mittlere Einkommen. Ein Single mit einem Einkommen von 4000 Euro brutto im Monat hat 384 Euro mehr zur Verfügung und damit mehr als ein Gutverdiener mit 7000 Euro, der aufgrund der höheren Beitragsbemessungsgrenze nur 334 Euro mehr in der Tasche hat. Zu diesem Ergebnis kommen Berechnungen des Finanzwissenschaftlers Frank

Hechtner von der TU Kaiserslautern, die dem Handelsblatt vorliegen. Auch Alleinerziehende und Familien profitieren. Ein Alleinerziehender mit 2500 Euro brutto kann sich über 309 Euro mehr freuen. Eine Familie mit zwei Kindern und einem Haushaltseinkommen von 5500 Euro hat 643 Euro mehr in der Tasche. „Die Änderungen führen zu spürbaren Entlastungen insbesondere für Familien mit Kindern, was insbesondere auf die

Erhöhung des Kindergeldes zurückzuführen ist“, sagte Hechtner. So steigt das Kindergeld zum 1. Juli 2019 um zehn Euro. Hechtner hat auch errechnet, welchen Effekt die diskutierte vollständige Streichung des Solis hätte. Wer 4000 Euro im Monat verdient, käme auf eine zusätzliche Entlastung von 455 Euro pro Jahr, ein Arbeitnehmer mit 6500 Euro im Monat hätte jährlich 1052 Euro mehr. Martin Greive
> Bericht Seite 6

4 Titelthema

Folgen der EZB-Politik

Handelsblatt
MITTWOCH, 2. JANUAR 2019, NR. 1

J. Blume, A. Cünnen, F. Wiebe Frankfurt

Ohne Mario Draghi wäre Italiens Lage desolat: Die Staatsschulden lägen bei knapp 160 Prozent des Bruttoinlandsproduktes - und wären bis 2020 auf fast 180 Prozent gestiegen. Der drittgrößte EU-Staat stünde, ähnlich wie Griechenland 2011, vor einer schweren Krise, rechnete die italienische Zeitung „La Repubblica“ unter Berufung auf Zahlen des Instituts Economia Reale vor gut einem Jahr vor. Nur der expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ist es zu verdanken, dass Italiens Staatsverschuldung mit 131 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) noch auf einem tragbaren Niveau liegt. Doch auf die Hilfe der Notenbank kann Italien nun nicht mehr zählen. Seit dem neuen Jahr, 20 Jahre nach Einführung des Euros, kauft die EZB keine Zinspapiere mehr zu, sondern ersetzt nur noch auslaufende Bonds. Jahrelang hatte die Notenbank ihre Geldschleusen weit geöffnet. Nicht nur die Kurse von Anleihen stiegen über lange Zeit, auch Aktien profitierten. Doch nun setzen die Zentralbanker die Märkte auf Entzug - und das in einer schwierigen Zeit, in der die Investoren extrem nervös sind, wie sich am Einbruch der Aktienmärkte ablesen lässt.

Grundsätzlich dürfte die EZB an dem strafferen Kurs auch unabhängig davon festhalten, wer im Herbst Draghis Nachfolger als ihr Präsident wird. Dabei ist Bundesbank-Chef Jens Weidmann auch noch im Rennen. Aber alles ist offen, weil diese Position in politischem Proporz mit anderen europäischen Ämtern vergeben wird. Recht gute Chancen werden hier und da François Villeroy de Galhau, dem französischen Notenbankchef, zugesprochen. Hin und wieder wird auch der Finne Erkki Liikanen genannt. Die Entscheidung dürfte sich aber erst nach der Europawahl im Mai anbahnen.

Ökonomen begrüßen, dass die EZB ihr umstrittenes Kaufprogramm beendet. Seit 2015 hat sie ihre Bilanzsumme durch Käufe von Staats- und Unternehmensanleihen auf gut 40 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) der Euro-Zone aufgepumpt. „Das schiere Ausmaß der Anleihekäufe ließ selbst hart gesottene Volkswirten einen Schauer über den Rücken laufen“, sagt Thomas Gitzel, Chefvolkswirt der VP Bank in Liechtenstein. Seit März 2015 haben EZB und nationale Notenbanken vor allem Staatspapiere für knapp 2,6 Billionen Euro gekauft.

Das geldpolitische Experiment brachte den Notenbankern rund um EZB-Chef Mario Draghi viel Kritik ein. „Böse Zungen mögen behaupten, dass das Kaufprogramm ein Flop war“, meint Gitzel. Mit Blick auf die Zahlen könne das auch nicht gänzlich bestritten werden: Die Inflationserwartungen sind niedriger als zu Beginn der Käufe, die Renditen italienischer Staatsanleihen sind hochgeschwollen. Aber: „Die Erfolge des Kaufprogramms können selbst Gegner der expansiven Geldpolitik kaum bestreiten“, hebt Gitzel hervor. Das Vertrauen der Investoren kehrte zurück, die Kreditvergabe legte zu. Und: Es gibt den Euro noch.

Doch das Vertrauen der Märkte kann die EZB sich nicht endlos erkaufen, wie sich bereits im abgelaufenen Jahr gezeigt hat. Die Notenbank hat die Dosis an frischem Geld stetig reduziert. Zuletzt kaufte sie nur noch Anleihen für 15 Milliarden Euro pro Monat. Auf dem Höhepunkt der Käufe zwischen April 2016 und März 2017 waren es 80 Milliarden Euro. Die Einschnitte blieben nicht folgenlos: Die Renditen für italienische Staatsanleihen stiegen deutlich an. Auch die europäischen Aktienmärkte gerieten ins Rutschen. Der europäische Leitindex Euro-Stoxx 50 hat 2018 fast 15 Prozent verloren, beim Dax waren es mehr als 18 Prozent.

Allerdings ist die Entwöhnung der Märkte von den Liquiditätsspritzen der EZB nur einer der Gründe, warum die Märkte - gerade die Aktienbörsen - gegen Jahresende so deutlich nachgaben. Die US-Notenbank Fed hat die Leitzinsen 2018 viermal erhöht und damit so deutlich wie seit dem Jahr 2006 nicht mehr. Dazu kommen politische Sorgen wie der Handelsstreit zwischen den USA und China, der Brexit und die Probleme in Italien. In keinem großen Euro-Land bereitet der Rückzug der EZB von den Märkten so großes Kopfzerbrechen

Das Ende von Draghis Schützenhilfe

Die EZB kauft seit dem Jahreswechsel keine Staatsanleihen der Euro-Länder mehr zu. Lediglich auslaufende Papiere werden ersetzt. **An den Märkten wächst die Angst vor dem Entzug der Liquidität.**

wie hier. Ökonomen, Politiker und Medien wissen sehr genau, was sie der EZB verdanken. Sie hat dafür gesorgt, dass die Investoren die hohe Verschuldung zu einem guten Teil ignorieren, und dem Land akzeptable Zinsen beschert. Davon haben die Regierung, aber auch einzelne Kommunen und Regionen profitiert.

Weil die Unternehmen über die Kreditzinsen der Banken oder Unternehmensanleihen letztlich auch von der EZB abhängig sind, hat die Notenbank die italienische Wirtschaft am Laufen gehalten und strukturelle Probleme des Landes überdeckt. Als im abgelaufenen Jahr die neue Regierung in Rom eine höhere Verschuldung ankündigte und damit die Zinsen hochtrieb, spielte im Hintergrund an den Märkten auch eine wichtige Rolle, dass die Anleger

den Rückzug der EZB voraussahen. Mehr Schulden und weniger Unterstützung durch die Geldpolitik - das ist keine gute Mischung.

EZB-Präsident Draghi selbst hat sich daher mit der Regierung seines Heimatlandes mehrfach angelegt. Er verlangt Reformen. Im November forderte er nach Informationen des „Corriere Della Sera“ die Machthaber in Rom sogar auf, das Staatsdefizit noch stärker zu senken, als nach den Regeln der EU notwendig wäre. Ende November betonte er vor dem Europäischen Parlament, als er nach Italien gefragt wurde: „Ich habe immer gesagt, dass Länder mit hohen Schulden ihre Schulden abbauen sollten. Damit stärken sie sich selber.“ Er fügte mit Blick auf mögliche Krisen in der Zukunft hinzu: „Zu hohe Schulden machen ein Land verwundbarer.“



Mario Draghi: „Zu hohe Schulden machen ein Land verwundbarer.“

Folgen der EZB-Politik



In Deutschland liegt der entsprechende Zins dagegen bei unter einem Viertelprozent. Andere Regierungen zahlen je nach Schuldenstand und Risikoeinschätzung der Investoren mehr. Die Zinsen Italiens haben bei einer Laufzeit von zehn Jahren mit knapp 2,8 Prozent aktuell etwa dasselbe Niveau wie die in den USA. Dabei spielt in Italien aber das höhere Risiko die entscheidende Rolle, während die geldpolitische Straffung, die die USA durchmachen, in Europa gerade erst langsam beginnt.

Der Entzug des EZB-Geldes trifft die Märkte damit in einer schwierigen Zeit. Da hilft es zumindest etwas, dass die EZB „den Fuß nur ganz leicht vom geldpolitischen Gaspedal nimmt. Eine geldpolitische Normalisierung bedeutet dies noch lange nicht“, sagt Oliver Eichmann, Co-Chef für europäische Anleihen bei der DWS. Zum Teil haben es die Märkte schon vorweggenommen, dass Staaten und Unternehmen jetzt nicht mehr auf ihren größten Investor zählen können. Bis zum Herbst fielen die Kurse von vielen Staatsanleihen deutlich, und im

REUTERS

131

PROZENT

des Bruttoinlandsprodukts Italiens beträgt der Schuldenstand des Landes.

Quelle: EU-Kommission

Es wäre allerdings fahrlässig, den Blick allein auf Italien zu richten. Frankreich hat unter dem Druck chaotischer Demonstrationen seine Finanzplanung auch auf mehr Schulden umgestellt. Deutschland wird sich ebenfalls neu orientieren müssen. Die Regierung in Berlin hat in den vergangenen Jahren real, also nach Abzug der Inflation, für neue Schulden negative Zinsen gezahlt. So konnten die Finanzminister ohne größere Probleme schwarze Nullen im Haushalt produzieren.

Das wird in Zukunft schwieriger. „Es ist durchaus möglich, dass Anleger das volle Ausmaß der potenziellen Risiken in Europa unterschätzen“, warnt Michael Hasenstab, globaler Anleihechef beim US-Vermögensverwalter Franklin Templeton: „Wir gehen davon aus, dass der Euro im kommenden Jahr weiterhin gegenüber ungeklärten strukturellen und politischen Risiken anfällig sein wird.“

Vorsprung für die USA

Die EZB dürfte frühestens gegen Ende 2019 zum ersten Mal die Zinsen erhöhen, manche Ökonomen erwarten diesen Schritt sogar erst 2020. Dabei hat die Notenbank angekündigt, erst „eine gute Zeit“ nachdem der Prozess der Zinserhöhungen eingeleitet wurde, mit dem Abbau der Bilanzsumme zu beginnen, also auslaufende Zinspapiere nicht mehr in vollem Umfang zu ersetzen und so Liquidität abzusaugen. Damit ist aus heutiger Sicht also frühestens Mitte 2020 zu rechnen.

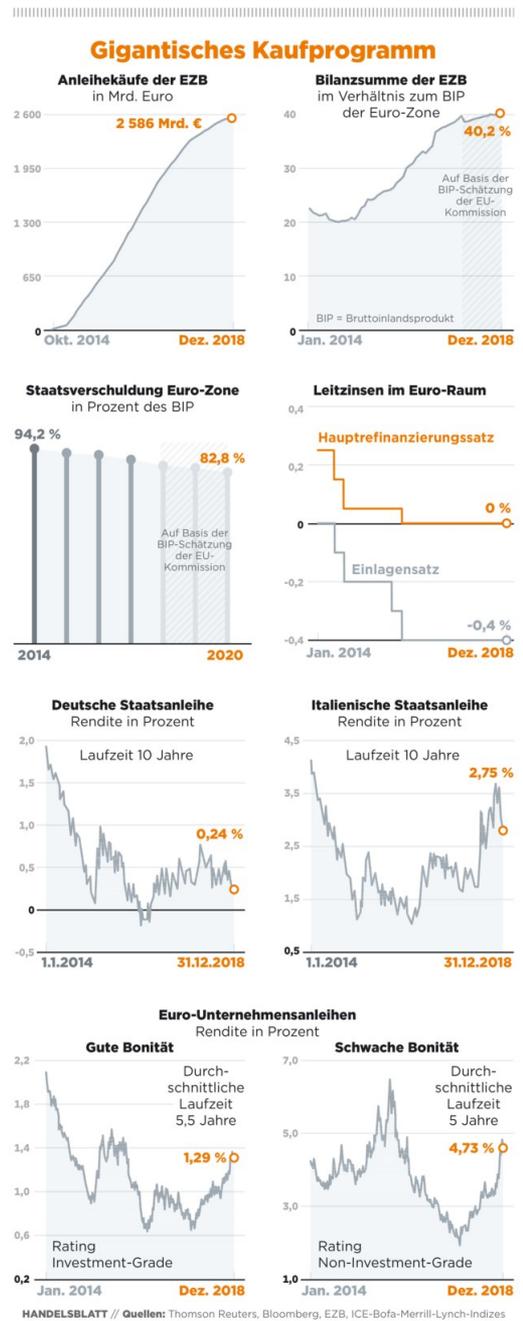
Welche Folgen eine Abkehr von der expansiven Geldpolitik haben kann, lässt sich derzeit in den USA beobachten. Die US-Notenbank Fed ist der EZB im Zinszyklus rund drei Jahre voraus. Die Erfahrungen in den USA haben gezeigt, dass die langfristigen Zinsen auf Veränderungen der Geldpolitik erst langsam reagieren - aber dann deutlich. Die Fed hat die Leitzinsen schon auf mehr als zwei Prozent angehoben und das Abschmelzen der Bilanzsumme eingeleitet. Dort ist der Zins für zehnjährige Staatspapiere zeitweise auf über drei Prozent angestiegen und liegt jetzt bei 2,8 Prozent.

Umkehrschluss stiegen die Renditen. Erst mit der Zuspitzung der Krise an den Aktienmärkten hat sich das Bild gedreht. Anleger schichten stärker von Aktien in Staatsanleihen um - vor allem in deutsche Bundesanleihen, die als sicher gelten. Bei Unternehmensanleihen dagegen stiegen die Renditen und Risikoprämien deutlich.

Der Wegfall eines großen Teils der EZB-Nachfrage dürfte aber 2019 für weiteren Aufwärtsdruck bei den Risikoprämien sorgen, ist die DZ Bank überzeugt. Und die zögerliche Haltung Draghis bei der Zinswende birgt ebenfalls Risiken: Denn die Wirtschaft in der Euro-Zone und auch in den USA hat ihren Höhepunkt überschritten und kühlt sich bereits wieder ab. Sollte sich die Konjunktur 2020 deutlich eintrüben, womit viele Ökonomen rechnen, kann die EZB ihre Zinsen kaum deutlich anheben. Im Gegenteil: „Das größte Problem der EZB besteht darin, dass bereits vor der ersten Zinserhöhung wieder Zinssenkungen angesagt sein könnten“, meint Christoph Rieger, Leiter der Zins- und Kreditstrategie bei der Commerzbank. Die Bank erwartet, dass die EZB in diesem Jahr die Leitzinsen noch nicht antastet.

Sorgen bereitet deutschen Ökonomen, dass die Verschärfung der Geldpolitik in eine Phase fällt, in der Europa seine Institutionen noch nicht ausreichend gefestigt hat, um Krisen zu begegnen. Isabel Schnabel, Professorin an der Uni Bonn und Mitglied der Wirtschaftsweisen, twitterte kürzlich: „Mein Weihnachtswunsch: ein umfassendes Reformpaket für Europa, das den Zusammenhang zwischen Staaten und Banken aufbricht und die finanzielle Disziplin verbessert, zugleich aber zur Stabilität beiträgt.“

Der „Nexus“ zwischen Staaten und Banken, wie er häufig genannt wird, ist gerade in Italien ein Problem. Dort besitzen die Banken viele Staatsanleihen und erleiden Verluste, wenn die Kurse der Staatsbonds sinken, weil Investoren die Risiken scheuen und sie abstoßen. Schnabels französischer Kollege Jean Pisani-Ferry antwortete: „Glaubst du noch an den Weihnachtsmann, Isabel? (Aber ich stimme zu, dass wir das brauchen).“ Draghi, so viel ist klar, hat immer weniger Geschenke zu verteilen.



HAHNESBLATT // Quellen: Thomson Reuters, Bloomberg, EZB, ICE-Bofa-Merrill-Lynch-Indizes



Aktien sind böse, die EZB bringt uns um unsere Ersparnisse, der Euro ist wegen der schuldenwütigen Italiener eine Schwachwährung, die Deutsche Bank ist ein Zockerladen! Da bringt man sein Geld doch lieber in Immobilien oder Gold in Sicherheit oder lässt es einfach auf dem Girokonto liegen.

VON HOLGER ZSCHÄPITZ

Das Jahr 2018 bedient so ziemlich sämtliche Klischees der hiesigen Sparer. Die Anlagen haben sich in den vergangenen zwölf Monaten so entwickelt, wie es der deutsche Michel am Stammtisch nicht besser wehklagen könnte: Der Deutsche Aktienindex Dax hat seit Januar 18,3 Prozent verloren, so viel wie seit der Finanzkrise von 2008 nicht mehr. Auf Tagesgeld gibt es dank Nullzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) magere 0,1 Prozent. Der Euro hat zum Dollar fast fünf Prozent abgewertet, zum japanischen Yen sogar sieben Prozent. Aktien der Deutschen Bank sind mehr als 50 Prozent eingebrochen und notieren nun mehr als 92 Prozent unter ihrem Rekord von vor der Finanzkrise. Dagegen haben sich Immobilien (gemessen am Europace House Price Index) um weitere acht Prozent verteuert, und auch Gold ist drei Prozent mehr wert als noch vor einem Jahr.

Doch deutsche Sparer sollten durch die vergangenen zwölf Monate nicht in alte Verhaltensweisen zurückfallen oder aber sich in ihrem finanziellen Nichtstun bestätigt fühlen. Immerhin interessieren sich Bundesbürger wegen der Niedrigzinsen zunehmend für Alternativen zum Tagesgeld. Nach Angaben des Fondsverbands BVI haben die Deutschen im laufenden Jahr rund 20 Milliarden Euro in aktive und passive Investmentfonds gesteckt, knapp drei Milliarden in Aktienfonds und fast 21 Milliarden in Mischfonds. Aus den ehemals so beliebten Renten- und Geldmarktfonds wurden wegen der mickrigen Zinsen dagegen Milliarden abgezogen.

Für all jene, die den Einstieg 2018 gewagt haben oder mit dem Gedanken spielen, endlich mit gutem Sparen zu beginnen, halten die vergangenen zwölf Monate zahlreiche Lehren bereit.

Aktien sind nur etwas für Investoren mit langfristigem Anlagehorizont. Das Dax-Minus 2018 folgt auf eine Serie von sechs positiven Jahren mit mehr oder weniger dicken Kursgewinnen. Das war die längste Positivserie des Dax, die in diesem Jahr nun zu Ende gegangen ist. Sowohl auf Sicht von fünf, auf zehn oder auf 20 Jahren liegen Dax-Sparer noch immer im Plus. Wer Ende 2013 in deutsche Standardwerte eingestiegen ist, kann auch nach dem Horrorjahr 2018 auf eine jährliche Rendite von 2,4 Prozent schauen. Das liegt deutlich über den Renditen beim Tagesgeld. Erfolgreicher war ein Einstieg vor zehn Jahren. Wer damals inmitten der Finanzkrise couragiert loslegte, kann heute eine Rendite von fast neun Prozent pro Jahr feiern. Wer schon vor zwei Jahrzehnten in den Dax investiert hat, kommt trotz zweier dicker Krisen auf eine jährliche Performance von rund vier Prozent.

Was deutsche Sparer aus 2018 lernen können

Der Dax hat seine Rekordserie beendet, die Deutsche Bank ist größter Jahresverlierer im Index. Also Finger weg von Aktien? Das wäre die falsche Lehre

Das wurde 2018 aus 100 Euro

| Anlageform | Aktueller Wert in Euro | € |
|--------------------------------------|------------------------|-------|
| Immobilien (Europace) | 107,9 | +7,9 |
| Japanischer Yen | 107,2 | +7,2 |
| US Dollar | 104,9 | +4,9 |
| Schweizer Franken | 103,8 | +3,8 |
| Gold | 103,3 | +3,3 |
| Portugiesische Staatsanleihen | 103,2 | +3,2 |
| Lebensversicherung Sparanteil brutto | 102,5 | +2,5 |
| Bundesanleihen | 102,5 | +2,5 |
| Festgeld 5 Jahre | 100,6 | +0,6 |
| Tagesgeld | 100,1 | +0,1 |
| US Tech-Aktien | 100,0 | 0,0 |
| Italienische Staatsanleihen | 98,7 | -1,3 |
| Unternehmensanleihen | 98,0 | -2,0 |
| US Aktien (S&P 500) | 97,5 | -2,5 |
| Aktien Japan | 93,3 | -6,7 |
| Aktien Euro-Zone | 85,2 | -14,8 |
| Öl | 80,0 | -20,0 |
| Aktien Deutschland (Dax) | 81,7 | -18,3 |
| Deutsche Bank Aktie | 43,9 | -56,1 |
| Bitcoin | 29,7 | -70,3 |

Quelle: Eigene Recherche

FOTO: GETTY IMAGES/ARTPARTNER-IMAGES

Die Zahlen belegen, dass der Einstiegszeitpunkt für den Börsenerfolg maßgeblich ist. Da selbst ausgebuffte Profis den Markt nicht richtig timen können, sollten auch private Sparer nicht auf einen Schlag ihr Geld investieren. Ratsam ist ein gestaffelter Einstieg, mithilfe eines Sparplans ist das spielend möglich. Mit einem solchen Produkt profitieren Anleger vom sogenannten Durchschnittskosteneffekt – sofern es

unterm Strich nach oben geht. Da sie Monat für Monat einen fixen Betrag investieren, bekommen sie in Zeiten hoher Kurse weniger Dax-Anteile fürs Geld, in Zeiten niedriger Notierungen gibt es mehr. Wer in diesem Jahr auf diesen Durchschnittskosteneffekt gesetzt hat, liegt mit dem Dax lediglich 12,8 Prozent und nicht 18,3 Prozent im Minus.

Doch 2018 zeigt auch, dass Anleger ihr Heimatfokus ablegen und eher ihr

Geld in einen weltweiten Index wie den MSCI All Country World oder den FTSE All-World stecken sollten. Die beiden Indizes liegen auf Euro-Basis in diesem Jahr lediglich fünf Prozent im Minus. In beiden Indizes stecken viele US-Werte. Die haben sich viel besser als der Dax entwickelt und von der Aufwertung des Dollar zusätzlich profitiert. Unterschiedliche Währungen können zur Risikostreuung des Depots beitragen.

2018 hat eindrucksvoll gezeigt, dass bereits stark gefallene Aktien weiter fallen können. Eine solche Bullenfall war die Aktie der Deutschen Bank. Viele Anleger sahen nach den starken Verlusten beim einstigen deutschen Bankenprimus attraktive Einstiegskurse und konnten sich vor dem Hintergrund alter Größe nicht vorstellen, dass die Aktie weiter fallen könnte. Doch ein ums andere Mal wurden sie eines Besseren belehrt und mussten lernen, dass sie nicht schlauer als der Markt sind. Die Deutsche-Bank-Aktie hat sich dieses Jahr noch mal mehr als halbiert und notiert mit rund sieben Euro auf dem tiefsten Stand seit Dekaden. Investments in einzelne Aktien sind zwar spannender als Indexinvestments, jedoch nichts für Sparer mit schwachen Nerven oder Novizen, die ihr Geld möglichst risikoarm an der Börse mehren wollen.

Der Bitcoin hat einen anderen tief sitzenden Anlegerfehler hart bestraft. Aus Angst, eine Hausse zu verpassen, von der alle Welt spricht, sprangen viele auf den Trend auf. Wer am Jahresanfang 100 Euro in die Kryptowährung steckte, hat heute gerade noch einen Gegenwert von 30 Euro. Das Phänomen hat mit FOMO, fear of missing out (zu Deutsch: die Angst, etwas zu verpassen) einen eigenen Namen bekommen. Bitcoin wurde von vielen Experten als digitales Gold bezeichnet, doch die Kryptowährung hat diese Erwartungen noch nicht wirklich erfüllt. 2018 hat gelehrt, dass Sparer lediglich Spielgeld in Bitcoin investieren sollten, also Geld, das sie im Zweifel auch entbehren können.

Dagegen hat das echte Gold zum Jahresende ein kleines Comeback hingelegt. Dank der Jahresendrallye liegt das Edelmetall gut drei Prozent im Plus, zumindest in Euro gerechnet. Dennoch ist Gold lediglich als Beimischung geeignet.

Die höchsten Renditen warfen in diesem Jahr Immobilien ab. Der Europace-Immobilienindex legte fast acht Prozent zu. Doch für die meisten Bundesbürger sind solche Renditen mit Betongold unerreichbar. Offene Immobilienfonds, die in diesem Jahr Zuflüsse von immerhin fünf Milliarden Euro verzeichneten, legten im Schnitt lediglich zwischen zwei und fünf Prozent zu. Außerdem warnen inzwischen Experten vor einem Ende des deutschen Immobilienbooms. Sollte sich die Konjunktur spürbar abkühlen und die Banken ihre Kreditvergabe einschränken, könnten die Preise nach der acht Jahre währenden Rallye stagnieren.

Doch Investoren tun gut daran, sich nicht zu sehr verrückt machen zu lassen. Stattdessen sollten sie aus den Fehlern von 2018 lernen und sich für die Geldanlage strikte Regeln setzen. Dann fallen sie auch nicht auf Klischees herein.



Vorzeichen der Zeitenwende: Ab Januar 1999 zeichnerten viele Geschäfte wie das Frankfurter Kaufhaus „Hertie“ die angebotenen Waren bereits in Euro aus

Der Euro wird 20, und kaum jemand feiert

Die Bilanz der Gemeinschaftswährung ist äußerst durchwachsen, und 2019 droht bereits die nächste Zerreißprobe

Bewegte Geschichte



Stabilere Preise als zu Zeiten der D-Mark



Null ist die neue Normalität



Jahrzehnten der Euro-Existenz auf nur noch 1,43 Prozent.

Auch der Preisvergleich innerhalb Europas ist dank des Euro viel einfacher geworden. Das gilt nicht nur für Verbraucher, die vermeintliche Schnäppchen im Ausland besser einordnen können: Ein Blick auf das Euro-Preisschild genügt. Es gilt vor allem für Unternehmen, für die es seitdem deutlich einfacher und attraktiver geworden ist, über die Grenzen hinweg zu investieren.

Wer jedoch gedacht hätte, dass der Euro deshalb landauf, landab für einheitliche Preise in der Euro-Zone sorgt, wird enttäuscht. Das zeigt ein Blick auf den Big-Mac-Index des Wirtschaftsmagazins „The Economist“, der die Preise für den klassischen Hamburger in aller Welt vergleicht. Demnach kostet die Bulette in Österreich nur 3,40 Euro, während hierzulande im Durchschnitt 3,90 Euro fällig sind, in Frankreich und Italien sogar 4,20 Euro.

An den Finanzmärkten, wo der Euro von Anfang an galt, wohingegen Münzen und Scheine für Verbraucher erst 2002 eingeführt wurden, hat die Gemeinschaftswährung ebenfalls für mehr Transparenz gesorgt. Anleger können im Euro-Raum ihr Geld anlegen, ohne dabei dem Risiko schwankender Wechselkurse ausgesetzt zu sein. Doch dieses Plus konnte die Gemeinschaftswährung bis heute nicht ausspielen. Die europäischen Kapitalmärkte haben im Vergleich zur Wall Street weiter Zwergengröße. Unter den nach Marktkapitalisierung führenden 50 Börsenfirmen der Welt finden sich mit Unilever und LVMH gerade mal zwei Unternehmen der Euro-Zone.

Auch die große Hoffnung, den Euro neben dem Dollar als Reservewährung zu etablieren, hat sich nicht erfüllt. Aktuell beträgt der Anteil des Euro an den weltweiten Devisenreserven nur etwas über 20 Prozent. Der Dollar macht rund 62 Prozent aus. Dabei hatte der Euro in den Anfangsjahren zum Dollar Boden gutgemacht. Bis kurz vor Ausbruch der Staatsschuldenkrise war der Euro-Anteil an den globalen Reserven auf 28 Prozent gestiegen. Doch die Angst vor einem Zerfall der Gemeinschaftswährung und der Mangel an sicheren Anlagemöglichkeiten im Euro haben die positive Entwicklung gestoppt.

Gern wird der Euro dafür als Friedensprojekt beworben. Zwar muss man dahinter wohl spätestens seit der Euro-Krise und ihren vergifteten Debatten zwischen Krisenländern und Helfernationen ein dickes Fragezeichen setzen. Fakt ist aber auch, dass eine gemeinsame Währung eine gemeinsame Identität schafft. Genau das war es auch, was die Gründerväter des Euro einst im Sinn hatten, als sie das Gemeinschaftsprojekt aus der Taufe hoben: eine gemeinsame Währung, über Grenzen hinweg, um den Wohlstand für alle zu mehren und den Zusammenhalt innerhalb der EU zu stärken.

Dieses Ziel ist bis heute noch nicht erreicht. So ist die Währungsunion auch zwei Jahrzehnte nach dem Start des Euro entgegen aller Hoffnungen ein uneinheitliches Gebilde geblieben, in dem zusammengewürfelt wurde, was nicht unbedingt zusammenpasst. Hochverschuldeten Nationen stehen solche mit soliden Staatsfinanzen gegenüber, Wachstums- und wettbewerbsstarken Ländern mit großer Exportkraft solche, die im preislichen Wettbewerb hinterhängen. Der Euro hat diese Unterschiede keineswegs nivelliert, sondern eher noch stärker zutage gefördert.

Die gemeinsame Währung mit ihrer einheitlichen Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank (EZB) hat verhindert, dass gerade schwächere Nationen zur Allzweckwaffe früherer Jahre greifen konnten: Abwertungen der eigenen Währung sind nicht mehr möglich, seit es den Euro gibt. Jetzt müssten harte Strukturmaßnahmen her, um die eigene Wettbewerbsfähigkeit im fixen Euro-Verbund zu verbessern. Doch die lassen sich oft politisch nicht durchsetzen, und so dopen sich die Staaten mit einem anderen Mittel, das eigentlich verboten ist: Schulden. Statt sich an die gemeinsam vereinbarten Verträge und Regeln zu halten, haben einige Länder den Schlendrian walten lassen – wohl wissend, dass sie im Zweifel von der Gemeinschaft der Euro-Staaten gerettet werden würden.

Nach der Staatsschuldenkrise wurden deshalb verstärkte Rettungsmechanismen und noch strengere Regeln eingeführt. Doch bisher sieht es nicht danach aus, als ob das die Probleme besei-

tigen würde. Gerade weil die einheitliche Politik einigen Ländern zumindest phasenweise stärker zugutekommt als anderen, fördert das Zwiertoch und Neid in den öffentlichen Debatten. Es ist der Nährboden, auf dem der Populismus gedeiht, in Europa und anderswo.

Zu schaffen macht dem Euro vor allem ein gravierender Geburtsfehler: Anders als ursprünglich geplant, wurde die gemeinsame Währung nicht der krönende Abschluss der europäischen Integration, sondern kurzerhand zu ihrem Antriebsmotor umfunktioniert. Doch die optimistische Annahme, dass die Vorteile des Euro dafür sorgen würden, dass sich die Haushalts- und Wirtschaftspolitik der einzelnen Euro-Staaten einander schon irgendwann annähern würden, hat sich bis heute nicht bewahrheitet.

Zwar gibt es in einigen Mitgliedsländern durchaus prominente Rufe nach mehr Integration und mehr Vergemeinschaftung, etwa, indem man eine gemeinsame Einlagensicherung im europäischen Bankensystem einführt oder gemeinsame Euro-Anleihen schafft. Den dafür notwendigen Verzicht auf nationale Hoheitsrechte will aber bisher keine der Euro-Nationen leisten.

„Gemeinsame Haftung zu fördern und gleichzeitig auf Eigenständigkeit in Finanzfragen zu pochen passt einfach nicht zusammen“, kritisierte Bundesbankpräsident Jens Weidmann daher erst kürzlich im Interview mit WELT. Schon länger weisen Ökonomen darauf hin, dass ein Euro-System nur dann stabil funktioniert, wenn Haftung und Handlung stärker zusammengeführt werden, weil sich die Länder nicht aus eigenem Antrieb an die Regeln halten.

Die Fronten waren keineswegs immer so verhärtet. „Ich erinnere mich in diesen Tagen an einen reibungslosen Start der Währungsunion – entgegen allen skeptischen Stimmen“, beschreibt der einstige Chefökonom der EZB, Otmar Issing, gegenüber WELT die ersten Stunden nach der Geburt des Euro. „Die EZB erwarb Glaubwürdigkeit durch die Ankündigung ihrer auf die Bewahrung der Geldwertstabilität ausgerichteten Strategie.“ Tatsächlich haben die Währungshüter der EZB bisher die unangenehme Aufgabe übernommen, immer wieder als Ausputzer in der Krise einspringen zu müssen, um den Euro vor dem Schlimmsten zu bewahren. Doch das hat seinen Preis.

Die jahrelange ultralockere Geldpolitik mit massiven Ankäufen von Staatsanleihen hat die Bilanz der Notenbank aufgebläht und die einst scharf gezogenen Grenzen zwischen Geld- und Finanzpolitik verwischt. Viele Sparer in Deutschland sehen den Euro mit gemischten Gefühlen. Seit 2011 bekommen sie im Gleichlauf mit den EZB-Leitzinsen keine Renditen mehr auf ihre Tagesgeldkonten oder Spargbücher. Sie sind es auch, die für die Konstruktionsmängel zahlen müssen. Und das wohl noch für längere Zeit. „Es gibt keine schnelle Lösung, um die Konstruktionsmängel des Euro zu beheben“, sagt Blackrock-Mann Lück.

Bei allen wirtschaftlichen Unzulänglichkeiten sieht er aber eine Zukunft für Europas gemeinsame Devisen: Seiner Meinung nach lässt sich der Euro nur aus der Geschichte erklären. Wer lediglich fundamental auf die Gemeinschaftswährung schaue, könnte zu falschen Anlageentscheidungen kommen. „Jede Anlage muss auch historisch einsortiert werden“, sagt Lück. „Viele Amerikaner verstehen die historische Dimension des Euro nicht und setzen daher auf seinen Untergang.“

Höhere Kursschwankungen, steigende Zinsen

Wie europäische Investoren auf das veränderte Umfeld reagieren sollten

Restriktivere Zentralbanken, höhere Volatilität, steigende Zinsen, fallende Gewinnerwartungen: Für Anleger rund um den Globus haben sich die Investitionsbedingungen in den vergangenen Monaten erheblich verändert. Welche Reaktion ist angebracht?

Seit geraumer Zeit argumentieren wir vom BlackRock Investment Institute, dass Portfolios angesichts höherer Kursschwankungen und steigender Zinsen wetterfest gemacht werden sollten. Wetterfestigkeit ist dabei jedoch keinesfalls mit absoluter Risikovermeidung gleichzusetzen. Vielmehr ist es ratsam, eine Strategie zu verfolgen, welche Angelsachsen als „Barbell Strategy“ bezeichnen. Barbell bedeutet auf Deutsch „Hantel“. Die Strategie zielt darauf ab, hinsichtlich des Risikospektrums verstärkt auf die beiden Enden der Hantel zu setzen. So sollten weiterhin dort gezielt höhere Risiken eingegangen werden, wo sie angemessen durch Rendite entlohnt werden. Nach wie vor sind wir beispielsweise der Ansicht, dass Aktien aus ausgewählten Schwellenländern interessant sind.

Der Bewertungsabschlag, mit dem Aktien aus Emerging Markets (EM) aktuell gehandelt werden, ist der höchste seit vielen Jahren. Da Schwellenländer nach wie vor die Wachstumslokomotiven in der Welt sind, ist aus unserer Sicht eine Übergewichtung des Segments EM-Aktien selbst in unruhigeren Zeiten angebracht.

US-Aktien gehören ins Portfolio

Auch US-Aktien sollte in Portfolios nach wie vor ein prominenter Platz eingeräumt werden – unabhängig von der Basiswährung. Das risikoarme Ende der Hantel sollte gestärkt werden, indem die Qualität im Portfolio erhöht wird. So empfehlen wir etwa auf der Aktienseite auf Unternehmen zu setzen, die krisenfeste beziehungsweise konjunkturunabhängige Cashflows aufweisen, gering verschuldet sind und nachhaltige Governance-Strukturen implementiert haben. Die gleichen Kriterien gelten auch für Staats- und Unternehmensanleihen, wobei hier zusätzlich das Zinsänderungsrisiko reduziert werden sollte, um der Gefahr steigender Zinsen zu begegnen.

So plausibel diese Empfehlungen zunächst klingen mögen: Bei der konkreten Umsetzung stoßen

DAS INVESTMENT

gerade europäische Investoren schnell an Grenzen. Insbesondere auf der Rentenmarktseite gibt es große Herausforderungen, da es anders als in den USA hier auf unserem Kontinent keine Möglichkeit gibt, Cash an der Seitenlinie zu parken oder in kurzlaufende Anleihen zu investieren, ohne dabei einen Kaufkraftverlust zu erleiden.

Während in den USA die Geldmarkttrenditen mittlerweile über dem Inflationsniveau liegen, sind Anleger hier in Europa von solchem Luxus gefühlt noch Lichtjahre entfernt. Die allgemeine Empfehlung, kurze Laufzeiten ins Visier zu nehmen, ist für Anleger in Europa kaum sinnvoll, da reale Verluste drohen.

Amerikanische Langhantel, europäische Kurzhantel

Aufgrund des nach wie vor sehr niedrigen Zinsniveaus in Europa sind europäische Anleger gezwungen, eine Investment-Strategie zu verfolgen, die von unserer Empfehlung für US-Anleger abweicht. Europäische Anleger müssen selbst am weniger riskanten Ende der Hantel stets mehr Risiko in Kauf nehmen als US-Anleger mit gleichem Renditeziel. Die „Up-in-Quality-Empfehlung“ für den US-Investor ist in Europa nur bedingt umsetzbar. Um bei dem Bild einer Hantel zu bleiben: Die „optimale“ Hantel des europäischen Anlegers ist deutlich kürzer als die eines US-Anlegers.

Wie aber schafft ein europäischer Investor es, einerseits widerstandsfähig zu sein und gleichzeitig auskömmliche Renditen zu erzielen? Die Lösung liegt aus unserer Sicht in einem Mix an Maßnahmen. So hat ein europäischer Anleger an den europäischen Rentenmärkten zum Beispiel mit gezielten Investitionen im Bereich Investment-Grade-Unternehmensanleihen die Chance, positive Realrenditen einzufahren.

Auch das Euro-High-Yield-Segment ist interessant, da es eine kurze Duration aufweist. Zudem hat sich die Bonität der Emittenten in den vergangenen Jahren deutlich verbessert. Unternehmen mit einem BB-Rating machen mittlerweile den mit Abstand größten Teil des Segments aus. Im Bereich Euro-Investment-Grade hat sich das durchschnittliche Rating hingegen verschlechtert. Investment-Grade-Anleihen und High-Yield-Anleihen sind in Europa näher zusammengedrückt.

Im Gegenzug könnten beispielsweise Exposures im Bereich langlaufender Staatsanleihen reduziert werden. Deutsche, österreichische oder schweizerische Staatsanleihen haben natürlich immer noch eine Daseinsberechtigung in den Portfolios, da deren Kursentwicklung negativ zu den Aktienkursen korreliert ist und sie dementsprechend eine ausgleichende Funktion im Portfolio haben. Dennoch sollten die Positionen deutlich kleiner sein als früher, da das Rendite-Risiko-Profil aktuell ungünstig ist.

Alternative Investments als Zufluchtsort

DAS INVESTMENT

Da es in Europa keinen positiven risikolosen Realzins gibt, müssen europäische Anleger auf Asset-Klassen ausweichen, die rentenmarktähnliche Auszahlungsströme versprechen. Privatinvestoren setzen verstärkt auf alternative Investments. Manche alternativen Investments können als Substitut für Rentenmarktprodukte eingesetzt werden, obwohl sie in punkto Liquidität oder Rendite-Risiko-Profil häufig nur bedingt vergleichbar sind.

Immobilienfonds sind zum Beispiel eine Möglichkeit, um das Gesamtrisiko in einem Portfolio zu reduzieren und gleichzeitig regelmäßige Ausschüttungen zu generieren. Die Fondszuflüsse in diesem Markt zeigen, wie stark und ungebrochen groß das Interesse in Europa an der Asset-Klasse Immobilien ist. Dennoch müssen Anleger beachten, dass es hier zusätzliche Besonderheiten wie etwa Rückgabefristen gibt, die man bei klassischen Rentenmarkt-Investments nicht kennt.

Auch Fonds im Bereich Infrastruktur können rentenmarktähnliche Auszahlungsprofile haben, mit denen man die in Europa so schwierigen Bedingungen an den Anleihemärkten umschiffen kann. Der Bedarf an Infrastrukturinvestitionen weltweit ist immens: Einer Studie von McKinsey zufolge müssten jährlich weltweit knapp 3 Billionen Euro für Infrastruktur aufgewendet werden, um mit dem erwarteten Wirtschaftswachstum bis zum Jahr 2030 Schritt halten zu können.

Infrastrukturanlagen sind wie Immobilien den Realwerten zuzuordnen. Sie bilden eine sehr heterogene Anlageklasse, die sich in die Bereiche Strom, Energie, Transport (beispielsweise Straßen und Schienenverkehr), Kommunikation (zum Beispiel Glasfaserkabel und Funktürme) sowie soziale und sonstige Infrastruktur wie Krankenhäuser, Schulen und Abfallentsorgung einteilen lässt.

Das Problem für Privatanleger: Eine Direktbeteiligung an Infrastrukturanlagen ist aufgrund der Komplexität und der Höhe des Mitteleinsatzes meist nur wenigen institutionellen Investoren vorbehalten. Privatanleger haben Zugang über Aktien börsennotierter Betreibergesellschaften („Listed Infrastructure“) – etwa Flughafen-, Seehafen-, Mautstraßen oder Stromtrassenbetreiber – oder offene Investmentfonds mit solchen Aktien oder ETFs / Indexfonds, die globale Infrastrukturindizes abbilden. Infrastrukturaktien folgen allerdings weitgehend der allgemeinen Aktienmarktentwicklung und der Konjunktur und bieten somit nur eingeschränkt Substitutions- und Diversifikationspotenzial.

Angesichts der weiterhin mageren Zinsen in Europa befassen sich immer mehr institutionelle Anleger auch mit dem Thema Private Debt. Private Kreditmärkte versprechen höhere Renditen als herkömmliche Anleihen, stabile Erträge, geringe Kursschwankungen und Diversifikationschancen. Allerdings ist die Asset-Klasse in der Tendenz konjunkturabhängiger als Infrastruktur- oder Immobilieninvestments.

Zu guter Letzt sollten Investoren im aktuellen Kapitalmarktumfeld die Qualität aller Vermögenswerte im Portfolio durch einen Fokus auf das Thema Nachhaltigkeit erhöhen. Durch das „G“ in ESG (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung) kann beispielsweise die Wahrscheinlichkeit

unliebsamer Überraschungen im Bereich Unternehmensführung reduziert werden.

Ausblick: 2019 wird anstrengend

2019 dürfte ein volatileres Anlagejahr als 2018 werden. Schlagen 2018 zwei größere Kursrutsche zu Buche, könnten derartige Ereignisse im kommenden Jahr häufiger auftreten. Das muss nicht heißen, dass am Jahresende wieder ein Verlust stehen muss. Risiken sind derzeit günstig bewertet, und nach Rezession sieht es weder in den USA noch in Asien oder Europa aus. Aber der Schutz, den die ungewöhnlich gute Makrosituation lange Zeit vor exogenen Schocks geboten hat, dürfte sich abschwächen.

Europäische Anleger, ob sie nun in Euro oder Franken bilanzieren, werden sich auch 2019 schwerer tun als US-Anleger. Rund 3 Prozent Kurssicherungskosten fressen die Zusatzrendite eines Engagements in US-Anleihen auf, sodass ein europäischer Anleger bei gleicher Renditeerwartung mehr Risiko in Kauf nehmen muss als ein amerikanischer. Die Welt ist ungerecht. Trost mögen europäische Anleger in der Tatsache finden, dass es auch in unserer Region interessante Möglichkeiten gibt, wenigstens die kurze Version der Hantelstrategie zu spielen.

Dieser Artikel erschien am **21.12.2018** unter folgendem Link:

<https://www.dasinvestment.com/hoehere-kursschwankungen-steigende-zinsen-wie-europaeische-investoren-auf-das-veraenderte-umfeld/>