

# GLOBAL WATCH

## 3. Quartal 2017



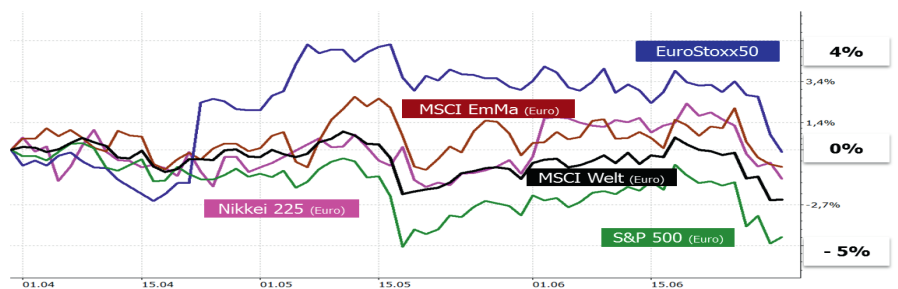
# „SCHWACHER US-DOLLAR BREMST GLOBALE ANLEGER AUS“

Im 2. Quartal hielten sich die befürchteten politischen Probleme in Grenzen. Die Hoffnung auf eine weitere Verbesserung des weltweiten Wachstums sorgte zeitweise für eine positive Stimmung der Anleger. So zeigten sich die Aktienmärkte zunächst von der freundlichen Seite, um dann aber Ende Juni die Zuwächse wieder vollständig abzugeben. Aus Sicht eines global investierenden Anlegers war allerdings die Schwäche des US-Dollars bzw. die unerwartete Stärke des Euros eine große Enttäuschung und verhagelte das Quartalsergebnis.

## „Spannende Zeiten“

Das vergangene Quartal hatte an politischen Ereignissen einiges zu bieten. In Europa ging es, vielen Medienberichten folgend, um ein Schicksalsjahr für die Europäische Union. Die Anleger wurden vor allem von der Präsidentschaftswahl in Frankreich in Atem gehalten. Bei einem Wahlsieg von Marie Le Pen wurde von den Medien ein weiterer Zerfall Europas und ein Ende des Euro vorhergesagt. Entsprechend groß war auch die Anspannung der Märkte im Vorfeld der zwei Wahlgänge. Zum Glück hat der parteilose Emmanuel Macron die Wahl letztlich für sich entschieden. Vielen Menschen, Politikern, Notenbankern und den Märkten wurde damit eine große Last von den Schultern genommen. Europa hatte wieder eine Chance und entsprechend positiv haben die europäischen Aktienmärkte und vor allem der Euro darauf reagiert. Die Ergebnisse der Neu-Wahlen in Großbritannien - die amtierende Partei von Theresa May ist nur äußerst knapp regierungsfähig geblieben - wurden von den Märkten nur zur Kenntnis genommen. Der „heimlich“ erhoffte Exit vom Brexit bleibt damit (vorerst) aus. Auch die zahlreichen Fauxpas des US-Präsidenten Donald Trump, wirkten sich kaum auf die Börsen aus. Weder seine protektionistischen Drohungen gegenüber Ländern mit einer zu den USA positiven Handelsbilanz (wie z.B. Deutschland), noch sein oft merkwürdiges außenpolitisches Verhalten (z.B. im Umgang mit dem Konflikt im Nahen Osten), führten an den Börsen zu größeren Reaktionen. Überraschenderweise hat selbst das (bisherige) Ausbleiben der von Trump großspurig versprochenen Maßnahmen zur Ankurbelung der US-Konjunktur keine nachhaltige Enttäuschung der Anleger und damit größere Korrekturen an den (US-) Börsen ausgelöst.

## Aktienmärkte in Euro: „Zwischen Null und Minus“



Indexentwicklung 2. Quartal 2017 wichtiger Aktienmärkte in Euro. Quelle: VWD

## „Fast alles entspannt“

Der in den vergangenen drei Monaten überwiegend ruhige Verlauf an den Kapitalmärkten war schon fast gespenstisch. Kein Wunder, dass immer mehr warnende Stimmen aufkamen, die vor einem unmittelbar bevorstehenden Crash warnten. Die Anleger seien zu sorglos, die geringen Schwankungen der Märkte ein mahnendes Zeichen. Aber die Marktteilnehmer ließen sich nicht beirren und konzentrierten sich auf die guten globalen Wachstumswahlen und die positiven Frühindikatoren. Erst Ende Juni setzte eine größere Korrektur ein, als sich der EZB-Chef Mario Draghi auf einer Konferenz äußerte und ihm diese Äußerungen vom Markt als eine „unerwartete“ Umkehr der bisherigen Geldpolitik ausgelegt wurden. Der Dax30 und der EuroStoxx50 verloren von ihren zwischenzeitlichen Höchstständen in kurzer Zeit rd. 4%. An den Staatsanleihemärkten der Eurozone gingen die Kurse aufgrund der Äußerungen in die Knie und der Euro zog kräftig an.

„Schwäche oder Stärke“

Aus Sicht eines global investierenden Anlegers aus dem Euroraum war die größte Enttäuschung die Schwäche des US-Dollars bzw. die unerwartete Stärke des Euros. Im vergangenen Quartal hat der US-Dollar zum Euro rd. 6,7% verloren - über das gesamte 1. Halbjahr fast 8%. Als Auslöser für die Dollar-Schwäche können mehrere Dinge genannt werden. Auf Seiten der USA hat das bisherige Ausbleiben der „Trump'schen Konjunkturmaßnahmen“ die Bedenken des Marktes vor einer weiter ausufernden US-Staatsverschuldung und eines damit verbundenen starken Anstiegs der Zinsen abgemildert. Ebenso hat die US-Notenbank verbal eine deutlich langsamere Gangart im Hinblick auf die Geschwindigkeit weiterer Zinserhöhungen eingelegt. Beides hätte ursprünglich für einen stärkeren US-Dollar gesprochen. Zudem scheint das Wachstum in den USA unter den (hohen) Erwartungen zu bleiben. Im Euroland haben sich die Wachstumsperspektiven hingegen deutlich verbessert. So gut verbessert, dass der Markt „plötzlich“ ein Ende der ultralockeren Geldpolitik und mittelfristig schnellere Zinserhöhungen der EZB, als bisher gedacht, erwartet. Auch die Hoffnung, dass die Eurozone unter Führung des Duos Merkel-Macron wieder politisch zusammen findet und sich damit das Euro-Problem lösen könnte, hat den Euro gegenüber dem US-Dollar und vielen anderen Währungen kräftig ansteigen lassen. Weiterhin schwelende Krisenherde (wie z.B. das große Banken- und Schuldenproblem in Italien) wurden dabei völlig ausgeblendet.

„Kein Blumentopf zu gewinnen“

Im 2. Quartal verzeichneten die Aktienmärkte ein Ergebnis zwischen Null und Minus. Der Dax30 und EuroStoxx50 traten mit 0% auf der Stelle. Die im vergangenen Quartal erfolgten Dividendenzahlungen haben ein deutlich tieferes Minus verhindert. Die US-Börsen, die in US-Dollar gerechnet ein Plus von rd. 2,5% (S&P500) erzielten, verloren aufgrund des schwachen US-Dollars in Euro gerechnet rd. 4,3%. Aber auch etliche Sektoren, wie zum Beispiel Energie- und Rohstoffaktien, mussten kräftige Korrekturen hinnehmen. An vielen Anleihemärkten war im Berichtszeitraum ebenso nicht viel zu verdienen. Europäische und global agierende Anleihefonds verzeichneten ein Nullsummenspiel oder fielen sogar etwas ins Minus. Einzig europäische Unternehmensanleihen- und Emerging Market Bond-Fonds konnten moderat zulegen.

In Summe war das abgelaufene Quartal für Anleger (aus dem Euroraum) jedoch nicht so erfreulich, wie es in vielen Medien in den vergangenen Wochen dargestellt wurde. Der Dax hat seit Jahresanfang rd. 7% zugelegt. Er wird daher bei den deutschen Anlegern wieder populär, verfälscht aber den richtigen Blickwinkel bei der Beurteilung des Erfolgs einer Anlagestrategie. Der Dax taugt kaum als Vergleich für die Entwicklung eines global anlegenden Portfolios. Das liegt nicht nur am nationalen Fokus, sondern auch an der im Vergleich zum Welt-Aktienmarkt viel zu kleinen Marktkapitalisierung des Index. Der MSCI World in Euro konnte dagegen im 1. Halbjahr nur einen Zuwachs von rd. 2% verzeichnen, was vor allem am schwachen US-Dollar lag. Aber wer hätte am Anfang des Jahres gedacht, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro fast 8% verliert und der Dax daher den MSCI World Index deutlich schlägt? Wir sind der Meinung, dass eine mittel- bis langfristige globale Ausrichtung eines Portfolios weiterhin sinnvoll und unverzichtbar ist. Die kurzfristige Entwicklung einzelner Indizes sollte daher für eine nachhaltige Anlagestrategie keine Rolle spielen.

Börsen: „Im 2. Quartal ein Nullsummenspiel“

	1. Halbjahr	2. Quartal		1. Halbjahr	2. Quartal
MSCI World net (Aktien Welt) in Euro	+2,3%	-2,5%	Topix1 (Aktien Japan) in Euro	+1,6%	-1,4%
MSCI World net (Aktien Welt) in USD	+10,6%	+4,0%	MSCI EM net in Euro (Aktien Schwellen)	+9,0%	-0,9%
MSCI Europe net (Aktien Europa)	+6,7%	+0,7%	iBoxx 3-5 Jahre (Staatsanleihen Euroland)	-0,4%	+0,15%
DJ EuroStoxx 50 (Aktien Euroland)	+6,7%	-0,1%	Rex Perf. (Staatsanleihen Deutschland)	-1,0%	-0,7%
Dax30 (Aktien Deutschland)	+7,3%	+0,1%	Rex Perf. 2 J. (2-jährige Staatsanl. Dtlid.)	-0,7%	-0,5%
S&P500 (Aktien USA) in Euro	-0,3%	-4,3%	Euribor 1 Monat Perf. (Euro-Geldmarkt)	-0,2%	-0,1%
S&P500 (Aktien USA) in USD	+8,2%	+2,5%	US-Dollar vs. Euro	-8,0%	-6,7%

Entwicklung wichtiger Indizes 2017 (in Euro bzw. Währung). Quelle: VWD

## „SCHAUKELBÖRSEN VORAUS?“

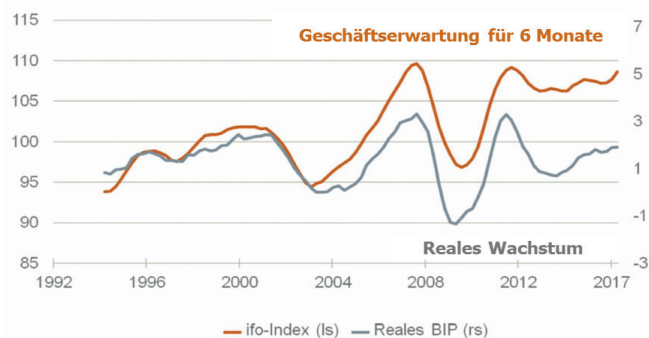
Die Marktteilnehmer bewegen sich derzeit zwischen Euphorie und Ernüchterung. Die Hoffnung auf eine anhaltende Beschleunigung des globalen Wirtschaftswachstums beflügelt - die Folgen einer Zinswende durch die Notenbanken beängstigt. Steigen Aktien weiter oder kommt es zu einer ausgeprägten Korrektur? Wir sehen die Entwicklung mittelfristig weiterhin positiv, erwarten aber im 2. Halbjahr eine deutliche Zunahme der Schwankungen.

### „Schöne neue Welt“

Die Prognosen der meisten Volkswirte sind derzeit schon fast zu schön um wahr zu sein. Weltweit ist bei fast allen Volkswirtschaften eine Wachstumsbeschleunigung erkennbar. Die ökonomischen Rahmenbedingungen für die Weltwirtschaft haben sich kontinuierlich verbessert. Vor allem in den Schwellenländern, aber auch in den Industrieländern ist eine stärkere Konjunkturdynamik festzustellen. Für Kontinentaleuropa wird derzeit eine weitere Zunahme des Wachstums vorhergesagt. Deutschland befindet sich schon in der Nähe einer Boomphase. Obwohl in den USA die „Trump-Euphorie“ abebbt und die letzten Daten durchaus gemischt waren, erwarten die meisten Prognosen hier in 2017 auch ein relativ hohes Wachstum. Und selbst in China, das von den Analysten in den vergangenen Monaten äußerst kritisch gesehen wurde, scheint es besser zu laufen als gedacht. Der IWF erwartet mittlerweile wieder ein höheres globales Wachstum von rund 3,5%.

Haben wir plötzlich die beste aller Welten? Kann es nur noch aufwärts gehen? In der Tat scheint sich etliches deutlich verbessert zu haben. Allerdings basieren diese Erkenntnisse immer auf den Daten der vergangenen Monate. Daher sollte eine Prognose für die Zukunft, insbesondere von Volkswirten und Organisationen wie dem IWF, mit einer gesunden Skepsis begegnet werden. In den meisten Fällen lagen die Volkswirte mit ihren Prognosen daneben. In wirtschaftlich schwachen Zeiten fallen die Prognosen oft zu negativ aus, in starken Zeiten meistens zu euphorisch. Analysten neigen dazu den aktuellen Trend einfach in die Zukunft fortzuschreiben. Derzeit lassen Umfragen, wie sie zum Beispiel vom ifo Institut unter deutschen Firmenchefs vorgenommen werden, schon eine fast überschwängliche Einschätzung über die künftige Geschäftslage erkennen. Ähnliches auch in anderen Teilen der Welt. Die Vergangenheit hat gezeigt, immer wenn es zu sehr guten Prognosen der Volkswirte und sehr optimistischen Geschäftsausblicks der Unternehmenslenker gekommen ist, folgte mit einem zeitlichen Abstand eine gewisse Ernüchterung.

Ist die Stimmung besser als die Lage?



### Champagnerlaune in Deutschland - wie lange noch?

Kann die wirtschaftliche Realität tatsächlich den hohen Erwartungen folgen?  
 Grafik: ifo-Index (Geschäftserwartungen und -beurteilungen der befragten Unternehmen aus Sicht der nächsten 6 Monate) und reales Wachstum in % des BIP, gleitende Durchschnitte.  
 Quelle: Ifo-Institut, Deutsche Bundesbank. Stand Mai 2017.

Die Bäume werden vermutlich nicht gleich in den Himmel wachsen. Im 2. Halbjahr sollte sich das Wirtschaftswachstum eher abflachen. Dafür sprechen die Aufwertung des Euro, der nachlassende geldpolitische Rückenwind der Notenbanken und die weiterhin erwartete konjunkturelle Abkühlung in China, die insbesondere der deutschen Exportwirtschaft einen Dämpfer bescheren könnte. Die Vorzeichen dürften sich im Laufe des Sommers umkehren. Sobald die vorausschauenden Konjunkturbarometer wieder nach unten drehen, könnten die Aktienmärkte zu einer möglicherweise auch ausgeprägten Konsolidierung ansetzen. Diese dürfte aber nur vorübergehend sein und gute Kaufge-

**FED: „Große Zinswende oder geldpolitische Hygiene?“**

legenheiten bieten, da sich nach einer Delle die globale Konjunktur weiter überwiegend positiv zeigen und die Zinsen auf einem relativ niedrigen Niveau verharren sollten.

Einer der sicherlich entscheidenden Treiber für die Trends der Kapitalmärkte ist das Verhalten der Notenbanken. Die geldpolitische Rhetorik bei den Notenbankern der USA, der Eurozone und auch in Japan beginnt sich zu ändern und weist auf eine künftig restriktivere, oder zumindest weniger lockere, Geldpolitik hin. Allein die US-Notenbank ist bereits mit zwei Erhöhungen der Leitzinsen einen Schritt weiter, hat für 2017 allerdings nur noch einen und 2018 (evtl.) drei weitere Zinsschritte in Aussicht gestellt, wobei die meisten Marktteilnehmer derzeit im nächsten Jahr nur eine Zinserhöhung erwarten. Zudem möchte die FED die durch die massiven Anleihekäufe enorm aufgeblähte Notenbankbilanz zurückfahren und diese Anleihebestände schrittweise durch Verkäufe abbauen. Das ist sicherlich sinnvoll, um die Handlungsfähigkeit im nächsten Wirtschaftsabschwung zu verbessern. Derzeit ist die FED aber zwischen der Erwartung (oder Hoffnung?) eines anziehenden und vor allem stabilen Wachstums und einer wieder rückläufigen Inflation gefangen. Insbesondere die schwächelnde Inflation besorgt die Notenbanker und hält sie von einem entschlosseneren Handeln ab. Hinzu kommt die hohe Bewertung der Börsen in den USA. Gelingt es der FED nicht, die Märkte von der künftigen Geldpolitik zu überzeugen, dann kann es sehr schnell zu heftigen Bewegungen der Börsen und einem Vertrauensverlust kommen, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft. Alle geldpolitischen Versuche der vergangenen Jahre die Wirtschaft wieder anzukurbeln wären dann umsonst gewesen. Die von der FED in den vergangenen Monaten schrittweise vorgenommene Anhebung der Leitzinsen, und auch die geplanten weiteren Schritte, würden wir als geldpolitische Hygiene bezeichnen - einen Versuch Handlungsfähigkeit zu demonstrieren. Eine große Zinswende ist das sicherlich (noch) nicht.

**US-Dollar: Spielball der Notenbanken?**



Die Entwicklung des US-Dollar zum Euro hängt stark vom Abstand der US-Zinsen zu den Euro-Zinsen ab. Erwartet der Markt steigende Zinsen in den USA und keine Veränderung der Zinsen in der Eurozone, spricht das für einen steigenden US-Dollar ... und umgekehrt.  
Quelle: VWD, Entwicklung des US-Dollar zum Euro Zeitraum 6/2014 bis 6/2017.

**EZB: „Gefangen in der eigenen Rettungspolitik“**

Die EZB steckt im selben Dilemma, befindet sich aber erst am Anfang des Weges. Die Null- bzw. Minuszinspolitik ist weiter „aktiv“ und die massiven Anleihekäufe sollen noch (mindestens) bis Ende des Jahres fortgesetzt werden. Allerdings haben sich die Wirtschaftsdaten in der Eurozone deutlich verbessert und auch die Inflation ist gestiegen, liegt aber mit 1,3% noch weit unter der Zielmarke von 2%. Sollte sich diese Entwicklung als nachhaltig erweisen, dann muss die EZB im Grunde jetzt schon die Märkte auf einen Wechsel der Geldpolitik vorbereiten. Wie schwierig das ist, hat ein Test Draghis Ende Juni gezeigt. Auf einer EZB-Konferenz in Portugal hat er sich zunächst lobend über die starke Konjunkturdynamik geäußert und den jüngsten Inflationsrückgang als „temporäres Phänomen“ eingestuft - das war nichts Neues. Dann aber folgerte er, dass im Falle einer anhaltend guten Entwicklung der monetäre Stimulus graduell zurückgefahren werden könnte. Allein die Tatsache, dass die EZB doch irgendwann aus der ultraexpansiven Geldpolitik aussteigen will, hat die Anleihemärkte in Panik versetzt. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe schnellte von 0,2% auf 0,4% innerhalb weniger Sekunden nach oben. Der Euro legte deutlich zu, was wiederum die Aktienmärkte der Eurozone einige Prozent in die Knie zwang. Auch ein am Tag darauf erfolgtes Dementi, Draghi sei missverstanden worden, überzeugte die Märkte nicht und so setzte sich der Anstieg des Euro und die Korrektur an den Anleihe- und Aktienmärkten fort.

Wir dürfen gespannt sein, wie sich die EZB künftig verhält. Sehr aufschlussreich fiel das EZB-Protokoll zur jüngsten Zinsentscheidung im Juni aus. Darin heißt es, man sei

### „... und was macht die Politik?“

sich der Auswirkungen einer veränderten Kommunikation zum Wertpapierkaufprogramm bewusst. Es seien Bedenken geäußert worden, dass schon kleine Änderungen in der Kommunikation als grundsätzliche Wende beim geldpolitischen Kurs missinterpretiert werden könnten. Genau das ist der Fall. Die EZB wird daher höchstens eine graduelle Anpassung ihrer Geldpolitik vornehmen. Der Markt (vor allem der Euro/US-Dollar und die Anleihenmärkte) macht derzeit daraus eine dynamische Zinswende, die es nach unserer Einschätzung so nie geben wird. Diese Fehlspekulation läuft derzeit auf Hochtouren. Die EZB wird stärker (verbal) intervenieren müssen, um negative Auswirkungen auf den Aktienmarkt durch eine zu schnelle und zu starke Euro-Aufwertung und damit einhergehenden Dämpfern für die Konjunktur zu verhindern. Mittelfristig ist es sicherlich gut, wenn es der EZB gelingt, aus dem Wertpapierkaufprogramm auszusteigen und die Zinsen etwas anzuheben, aber deutlich höhere Zinsen wären für viele Staaten der Eurozone nicht finanzierbar. Insbesondere Italien hat ein sehr großes Banken- und Verschuldungsproblem. Die Niedrigzinsen sind für Italien schlicht überlebensnotwendig geworden. Ein Ausfall Italiens würde die gesamte Eurozone in eine heftige Krise stürzen und den Euro massiv abwerten lassen. Im Grunde trägt die EZB die Schuldenlast Europas und damit die Verantwortung für Fortbestand des Euro. In den kommenden Jahren sind daher marginale Zinserhöhungen vorstellbar. Wir gehen davon aus, dass die EZB mindestens bis 2019 an ihrer lockeren Geldpolitik festhält. Auch langfristig sehen wir keine echte globale Zinswende. Die hohen Verschuldungsniveaus der meisten Staaten, die demographischen Probleme in den Industrieländern und die eher begrenzten Wachstumsperspektiven sprechen dagegen. Zinsniveaus von 4 bis 6 %, wie dies noch vor 10 Jahren der Fall war, sind sehr unwahrscheinlich.

Der im Grunde geringe Einfluss der Politik auf die Börsen hat sich im vergangenen Halbjahr wieder einmal bestätigt. Trotz der Wahlen und des befürchteten politischen Links- und Rechtsrucks in Europa, blieben die Börsen davon unbeeindruckt. Auch das bisherige Versagen Trumps ist von den Börsen kaum mit entsprechenden Kursreaktionen quittiert worden. Was wirklich zählt, ist die fundamentale Entwicklung oder wie es der ehemalige US-Präsident Bill Clinton ausdrückte: „It's the economy, stupid!“

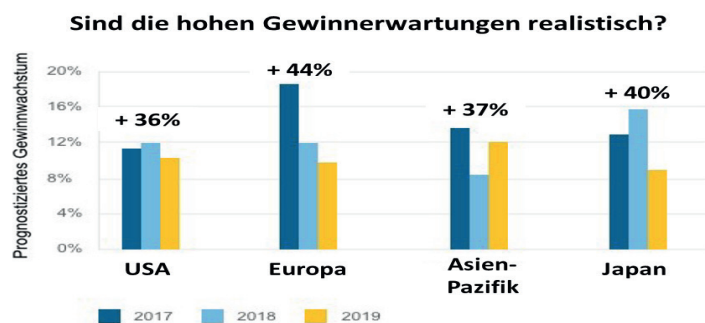
Nach dem Wahlsieg Macrons in Frankreich hat sich wieder die Hoffnung breitgemacht, dass es der EU (unter Führung Deutschlands und Frankreichs) doch gelingen könnte, das Ruder herumzureißen und wieder eine gemeinsame Linie zu finden. Aber das wird sicherlich ein hartes Stück Arbeit. Zu verschieden sind die Interessen der einzelnen EU-Staaten, zu unterschiedlich die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und soziale Struktur der Mitglieder. Die nächste politische Herausforderung wird nicht die Bundestagswahl in Deutschland, sondern die Neuwahlen im Frühjahr 2018 in Italien. Hier steht tatsächlich wieder die Eurozone auf dem Spiel. Wollen wir hoffen, dass die Vernunft, ähnlich wie in Frankreich, siegt. In den USA wird es höchst spannend, ob und in welchem Umfang Trump und seine Republikaner die angekündigte Steuerreform und die Infrastrukturmaßnahmen umsetzen können. Die im nächsten Jahr anstehenden „midterm elections“ (Nov. 2018) bergen für Trump das Risiko seine politische Handlungsfähigkeit zu verlieren. Wenn Trump dabei seine republikanische Mehrheit verliert, kann er eigentlich gleich zurücktreten. Vermutlich wird dann keines seiner Wahlversprechen mehr durchsetzbar sein. Der Druck, jetzt die versprochenen Projekte auf den Weg zu bringen, damit sich diese dann im Sommer 2018 bereits vor den Wahlen wirtschaftlich positiv auswirken, ist enorm. Sollte es ihm gelingen, dann wird das sicherlich erneut von den Börsen entsprechend honoriert. Umgekehrt besteht jedoch auch erhebliches Enttäuschungspotenzial. Die geopolitischen Risiken werden von den Börsen weiterhin ausgeblendet. Die Krisenherde, wie Katar - Saudi Arabien, Syrien - Russland - USA, Nordkorea - USA, werden zwar beobachtet, aber man misst diesen (noch) keine Bedeutung bei. Die Märkte hoffen einfach, dass es dort nicht zu einer massiven Eskalation kommt, die sich dann auch wirklich negativ auf die globale Konjunktur auswirken würde.

### „Hohe Erwartungen“

Für die Kursentwicklung von Aktien ist hauptsächlich die Erwartung der Anleger hinsichtlich der künftigen Gewinnentwicklung der Unternehmen entscheidend. Wer sich fragt, warum die US-Indizes bis vor Kurzem immer noch neue Hochs erreicht haben, findet die Antwort in den Prognosen zur Gewinnentwicklung. Analystenschätzungen zufolge steigen die Gewinne der US-Unternehmen (gemessen am S&P500) bis Ende 2018 um sagenhafte 27%! Die derzeit von den Marktteilnehmern wahrgenommene

Überbewertung der US-Börsen würde sich dann wieder etwas relativieren. Aber das Problem ist: die Vorhersagen sind wahrscheinlich viel zu optimistisch. Laut den Prognosen sollen sich die Gewinne im Energiesektor verdoppeln, fallende Öl- und Gaspreise sprechen derzeit dagegen. Der Finanzsektor soll einen Gewinnanstieg um über 20% haben, dank höherer Zinsen, falls diese wirklich steigen. Für den Konsumgüterbereich wird ein Plus von 30% erwartet, obwohl der US-Konsument sich gerade in einer Art Streik befindet. Und die Gewinne bei den Technologietiteln (wie Apple oder Microsoft) sollen über 50% steigen. Bedenkt man, dass ein Großteil der Gewinne von ganz wenigen, ganz großen Unternehmen gestemmt werden soll, dann erscheint das schon recht optimistisch. Zudem haben die enormen Mittelzuflüsse in passive Anlagevehikel, wie Index-ETFs, dazu geführt, dass die Aktienindizes in den vergangenen Jahren überwiegend von sehr teuren Einzeltiteln nach oben gezogen wurden. Mittlerweile haben Anlegerfavoriten, wie Amazon (KGV 141) oder Netflix (KGV 138) in den USA oder Anheuser-Busch, Adidas oder Beiersdorf in Europa (KGV um 30) hohe Überbewertungen erreicht. Günstige Aktien sind dabei kaum beachtet worden. An den europäischen Indizes sieht es bei den durchschnittlichen Bewertungen zwar besser als in den USA aus, aber auch hier ist der Unterschied zwischen teuren Aktien (z.B. Konsum) und günstigen Aktien (z.B. Automobil) sehr groß und das Bewertungsbild wird verzerrt dargestellt. Große Gefahren sehen wir bei den kleinen und mittelgroßen Unternehmen. Hier ist es bereits zu massiven Überhitzungen gekommen. Sollte sich hier der Trend umkehren, kann es zu großen Kursverlusten kommen, da diese Aktien in der Regel eine sehr geringe Liquidität aufweisen. Die kurzfristige Erwartungshaltung an den Börsen ist aus unserer Sicht schon recht hoch und es wurde bereits viel durch die erfolgten Kursanstiege vorweggenommen. Zwischenzeitliche Enttäuschungen, vor allem bei den sehr hochbewerteten Aktien, wie z.B. aus dem Technologie- oder Konsumbereich, sind eigentlich vorprogrammiert. Die Frage ist nur, wann es hier zu Korrekturen kommen wird. Auf der anderen Seite gibt es aber auch sehr viele günstig bewertete Aktien, die sogenannten Value-Aktien. Bei einem Favoritenwechsel der Anleger sollte dieses Segment mit hohen Kursgewinnen profitieren.

**Gewinnschätzungen:  
Zu schön um wahr zu sein?**



Die Analysten sind sich einig: Weltweit sind in den kommenden drei Jahren enorme Steigerungen bei den Unternehmensgewinnen zu erwarten. Was haben die Börsen aber davon bereits vorweggenommen? Stand 6/2017. Quelle: Prognosen von Fidelity, Fidelity Insight, Fidelity Intl.

**„Ohne Vola keine Cola“**

Mittelfristig sieht das fundamentale Umfeld für Aktien weiterhin gut aus. Aber die Sorglosigkeit aus dem 1. Halbjahr dürfte vorerst beendet sein. In den kommenden Monaten sind ein Wechselbad der Gefühle und damit wieder höhere Schwankungen zu erwarten. „Schaukelbörsen“ mit schnellen, heftigen Anstiegen und Korrekturen sind wahrscheinlich. Vermutlich wird erst im Laufe des 4. Quartals ein neuer Aufwärtstrend starten, der durchaus weit in das nächste Jahr laufen kann. Der Mix aus zunehmend skeptischer Anlegerstimmung, einem wachstumsfreundlichen Umfeld und geldpolitisch eher zögerlichen Notenbanken spricht dafür. Davor sollte aber idealerweise die Überhitzung der Börsen nach dem Anstieg seit Herbst 2016 abgebaut werden. Korrekturen bieten dann wieder neue, günstige Einstiegsmöglichkeiten. Für den langfristigen Anlageerfolg („Cola“) ist daher die Akzeptanz zwischenzeitlich höherer Schwankungen („Vola“) unerlässlich. An den Anleihemärkten bleibt das Umfeld sehr schwierig. Der Anlagenotstand treibt die Investoren weiterhin weltweit auf Renditejagd. Bei den klassischen Staatsanleihen überwiegen die Kursrisiken. Daher investieren wir überwiegend in ausgesuchte, global agierende Rentenfonds, die auf ein großes Anleiheuniversum zurückgreifen, eine hohe Flexibilität aufweisen und antizyklisch Kaufgelegenheiten nutzen können.

## Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

wir hoffen unser "Global Watch" hat Ihr Interesse gefunden. Gerne stehen wir Ihnen für weitere Informationen zur Verfügung.

## Wir freuen uns auf Ihr Feedback.

### Ihre Ansprechpartner bei VAM:

Michael Friebe:	Tel: (089) 24 41 802 11	E-Mail: friebe@value-am.com
Michael Schmidt:	Tel: (089) 24 41 802 10	E-Mail: schmidt@value-am.com
Rüdiger Sälzle:	Tel: (089) 24 41 802 31	E-Mail: saelzle@value-am.com

## IMPRESSUM

### Value Asset Management GmbH

Theresienhöhe 13, D-80339 München

Telefon: (089) 24 41 802 10

kontakt@value-am.com | [www.value-am.com](http://www.value-am.com)

HRB 13 83 50 (HR Amtsgericht München)

Geschäftsführer: Michael Schmidt

**Redaktion:** Michael Friebe

Telefon: (089) 24 41 802 11

**Haftungsausschluss:** Alle Angaben und getroffenen Aussagen wurden nach bestem Wissen recherchiert. Ein Obligo wird aber generell ausgeschlossen!

## WER IST VAM?

Die Value Asset Management GmbH ist eine unabhängige, eigentümergeführte Vermögensverwaltungsgesellschaft. Im Mittelpunkt unserer Tätigkeit steht die Verwaltung von privaten und institutionellen Vermögen.

Unsere Kernkompetenz ist dabei das Asset Management mit Investmentfonds. Hierbei greifen wir auf die über 20-jährige Expertise unserer Schwestergesellschaft FondsConsult Research AG zurück.

## WOFÜR STEHEN WIR?



Als eigentümergeführtes und damit unabhängiges Unternehmen sind wir frei in unserem Handeln. So rücken wir bei der Auswahl von Produkten und Geschäftspartnern die Interessen unserer Kunden in den Mittelpunkt.

Bei der Verwaltung des Vermögens steht für uns die Nachhaltigkeit des Wirtschaftens im Vordergrund. Das heißt: Substanzieller Wertzuwachs bei gleichzeitigem Vermögenserhalt. Entscheidend ist hierbei eine disziplinierte und systematische Vorgehensweise, nicht zuletzt, um die Risiken möglichst gering zu halten. Dabei sind wir in unserem Handeln offen und transparent und verstehen uns als ein verlässlicher und nachhaltiger Partner.

Im Vordergrund unseres partnerschaftlichen Handelns stehen dabei die Tugenden Verantwortung, Besonnenheit und Beständigkeit.

## DISCLAIMER

*Dieses Dokument ist eine unverbindliche Marketingmitteilung. Sie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder ein öffentliches Angebot, eine Empfehlung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar, noch ist sie als Aufforderung anzusehen, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder Nebenleistung abzugeben und kann auch eine auf die jeweiligen persönlichen, wirtschaftlichen Verhältnisse, Kenntnisse und Erfahrungen des potentiellen Anlegers abgestimmte Beratung nicht ersetzen. Alle Angaben und Inhalte dieses Dokumentes sind ohne Gewähr, vertraulich und ausschließlich für den internen Gebrauch bestimmt.*

*Jede unautorisierte Form des Gebrauches dieses Dokuments, insbesondere dessen Reproduktion, Verarbeitung, Weiterleitung oder Veröffentlichung ist untersagt. Der Ersteller dieses Dokuments sowie mit ihm verbundene Unternehmen schließen jede Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen und geäußerten Meinungen zur Gänze aus.*

*In diesem Dokument gegebenenfalls enthaltene Performancekennzahlen der Vergangenheit, Backtestdaten sowie vergangenheits- oder zukunftsbezogene Simulationen lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung dieser Zahlen oder der diesen zugrunde liegenden Finanzinstrumente bzw. Indices zu und sind somit keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen. Das gilt insbesondere für den Einsatz von Backtest-Daten, welche immer zu hypothetischen, vergangenheitsbezogenen Darstellungen führen.*

*Jede Veranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Kurse können sowohl steigen als auch fallen. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung eines Investments beeinflussen. Potentielle Anleger müssen sich der mit dem jeweiligen Finanzinstrument verbundenen Anlagerisiken bewusst sein, einschließlich des Risikos, den investierten Betrag vollständig zu verlieren.*

*Grundlage für den Kauf von Finanzinstrumenten sowie Investmentanteilen ist der jeweils gültige Verkaufsprospekt, der Jahresbericht und, falls älter als acht Monate, der Halbjahresbericht. Der veröffentlichte Verkaufsprospekt der genannten Publikumsfonds in der aktueller Fassung steht dem Interessenten bei der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaft kostenlos zur Verfügung.*

*Die Darstellungen in diesem Dokument sind nur allgemeiner Natur, berücksichtigen nicht die individuelle steuerliche Situation des jeweiligen Anlegers und können sich jederzeit durch gesetzliche Änderungen oder Verwaltungspraxis verändern. Für detaillierte Auskünfte sollte daher ein Steuerberater kontaktiert werden. Folgende Datenquellen können verwendet werden: Bloomberg, Standard&Poors (Micropal), Thomson Financial Datastream, CorporateFocus by Infinancials, Morningstar, VWD und Value Asset Management GmbH.*

Copyright: Value Asset Management GmbH