



Castell'scher Anlagebrief

Monatlicher Anlagebrief der Fürstlich Castell'schen Bank, Mai/Juni 2018

Nr. 40

Zinspolitik im Dilemma oder von Falken, Tauben und Krähen

*Dr. Sebastian Klein,
Vorsitzender des Vorstands der
Fürstlich Castell'schen Bank*



Seit Ausbruch der Finanzkrise 2008 haben die Notenbanken weltweit in den Krisenmodus geschaltet. Nullzinsen, Refinanzierungsfazilitäten und Wertpapierkäufe – dieser Dreiklang von Instrumenten wurde aktiv eingesetzt. Mit konventionellen und nicht konventionellen Maßnahmen sind die Notenbanken ihrer Rolle als »lender of last resort« gerecht geworden. Und das war bitter nötig, stand doch – neben dem Deflationsgespenst – die Stabilität des Finanzsystems per se und einzelner Währungen in Frage. Bereits gut ein halbes Jahr nach seinem Amtsantritt sah sich Mario Draghi gezwungen, die Bereitschaft und Fähigkeit der EZB zum Schutz des Euro zu betonen. »Whatever it takes« ist zu Recht zum geflügelten Wort geworden. Ähnliche kommunikative und faktische Initiativen gab es von den Notenbanken in den USA, Japan, Schweden und der Schweiz. Daher wurde das Schlimmste verhindert. Von einer Instabilität des Finanzsystems ist keine Rede mehr. Das Vertrauen in den Euro ist zurückgekehrt. Eine von uns durchgeführte aktuelle Umfrage unter Vermögensmillionären zeigt, dass sich seit 2016 der Anteil der über die Zukunft des Euro Besorgten halbiert hat.

Weltweit synchrones wirtschaftliches Wachstum, stabile Wechselkurse und moderate Inflationsraten – die Volkswirtschaft scheint ein günstiges neues Gleichgewicht gefunden zu haben. Und doch zeigt die Eurobarometerumfrage, dass mehr als 40 % der Bürger der EZB misstrauen. Reale negative Zinsen für Einleger könnten gerade im Land der Sparer, Deutschland, ein Grund dafür sein. Die Sorge vor einem »Platzen« von wahrgenommenen oder sich abzeichnenden Blasen in bestimmten Anlageklassen ist ein weiterer Faktor. Vor diesem Hintergrund wird auch die Forderung des Chefs der Bundesbank verständlich, zügig eine Normalisierung der Zinspolitik einzuläuten, damit die Zentralbank wieder Munition für die nächste Krise aufbauen kann. Die USA sind hier bereits weiter, sie haben mit dem sogenannten Quantitativen Easing allerdings auch rund drei Jahre vor der EZB begonnen!

In der Finanzwelt spricht man von dem Kampf zwischen Falken und Tauben, als den zwei Fraktionen in den Noten-

banken. Diese Metapher symbolisiert das Dilemma: Soll ein radikal restriktiver geldpolitischer Kurs mit dem Risiko des »Abwürgens« der Konjunktur (»Falken«) oder ein moderat akkommodierender Kurs mit dem Risiko einer starken Inflation (»Tauben«) eingeschlagen werden? Wir glauben, dass zunächst der geldpolitische Kurs zwischen den USA und Europa divergent bleiben wird. Grund ist der zeitliche Versatz der unkonventionellen Maßnahmen. Damit gewinnt ein international aktives Rentenmanagement an Bedeutung. Wir haben gezeigt, dass für Investoren dennoch Renditen um die 2 % p. a. möglich sind, also oberhalb der derzeitigen Inflation im Euroraum. Und vielleicht ist weder der Falke noch die Taube das richtige Profil für die Notenbanker der Zukunft. Innovationskraft scheint gefragt: Restriktive Schritte mit Optionalität und kommunikativer Begleitung. Biologen haben die Krähe als denjenigen Vogel identifiziert, der an Innovationskraft den anderen überlegen ist und mit neuen Herausforderungen am geschicktesten umzugehen weiß. Vielleicht eine neue »Spezies« im bildhaften Vokabular der Finanzwelt.

Gesagt – Getan

*Dr. Achim Hammerschmitt, CFA,
Leiter Vermögensverwaltung & Fondsmanagement der
Fürstlich Castell'schen Bank*



In gewissem Sinne war es schon fast unheimlich, wie sich die Aktien-, Zins- und Währungsmärkte in den letzten vier Wochen gemäß unseres Drehplans bewegt haben. Die Aktien sind gestiegen und haben aus unserer Sicht wichtige Marken zurückerobert, die wir dann, wie angekündigt, auch zur Aufstockung unserer Aktienquote genutzt haben. Die Unternehmen haben dabei global sehr gute Ergebnisse berichtet und viele Sorgen der Markt-Kassandras, wie z. B. »Maximal-Marge überschritten«, »Maximalgewinne erreicht« etc. haben sich auch dieses Quartal wieder als grundlegend falsch erwiesen. Selbst wenn man den Effekt der US-Steuersenkung aus den Gewinnzahlen des ersten Quartals herausrechnet, sind die Margen der amerikanischen Unternehmen gestiegen, übrigens bei gleichzeitigem Anziehen des Umsatzes! Auch in Europa zeigt sich mittlerweile ein gutes Bild und man nähert sich dem oberen Rand der Erwartungen an, was die Aktien weiter beflügeln sollte. Kein Wunder also, dass die Aktienmärkte, je nach Disposition, mehr oder weniger dynamisch ihre Erholung fortgesetzt haben. Das noch weiteres Potential für Aktien besteht, habe ich schon letzten Monat dargestellt.

Bei den Zins- und Rentenmärkten haben die Notenbanken der USA, die Federal Reserve Bank, (FED), und die europäische Zentralbank (EZB) wichtige Statements veröffentlicht, die Zinsängste in den USA und der Eurozone deutlich beruhigt haben. So fiel die Reaktion der Märkte bei nachlassendem »GeTwitter« und Handelskriegsängsten moderater aus als erwartet. Die Zinsen stiegen zwar, was wir auch zum Anlass genommen haben unsere Zinssensitivität, wie letzten Monat angekündigt, wieder deutlich zu senken. Das Ausmaß war aber erträglicher als bei vergleichbaren Perioden des letzten Jahres. In den USA bestand die Angst, dass der Geist der Inflation aus der Flasche entschlüpft, wie es z. B. ein Maß für die Gehaltsentwicklung der regionalen Niederlassung der FED in Atlanta impliziert. Die Reaktion der FED wäre ein schnelleres, stärkeres Erhöhen der Zinsen gewesen, um zu verhindern, dass die Zielinflation übertroffen wird. Gott sei Dank hat sich die US-Notenbank recht pragmatisch geäußert, nämlich, dass sie nach dieser langen Zeit der Unterschreitung in den letzten Jahren, ein gewisses Überschießen der Inflation tolerieren wird, ihr Ziel sozusagen symmetrisch um die Ziel-Inflation herum interpretiert. Dem liegt sicherlich die

Gewissheit zugrunde, dass eine Notenbank ihr Instrumentarium kennt, mit dem sie Inflation wirkungsvoll bekämpfen kann. Damit sind Befürchtungen eines schneller als erwarteten Zinsanstiegs in den USA und einer »Ansteckung« für Europa vorerst vom Tisch.

Zum dritten hat sich auch der Währungsmarkt weitgehend so entwickelt, wie wir erwartet hatten. Der US-Dollar ist stärker geworden und hat verlorenes Terrain zurückerobert. Begünstigt wurde diese Erholung sicherlich auch mit der leicht abnehmenden Synchronizität und Dynamik des globalen Wirtschaftswachstums. In Europa haben wir in Bezug auf Wirtschaftswachstum wohl schon den Höhepunkt überschritten, glauben aber, dass wir dieses und nächstes Jahr noch oberhalb des jeweiligen nationalen Potentials wachsen. Ausnahme könnte einmal mehr Italien sein, deren im Entstehen begriffene Regierungskoalition wirre und schädliche Wirtschaftsprogramme anvisiert. In Japan gab es im ersten Quartal ebenfalls kleine Bremsspuren wie auch erste Stolperer bei einigen Schwellenländern. So musste Argentinien knapp 19 Jahre nach dem letzten Staatsbankrott, wieder einmal den Internationalen Währungsfonds um Hilfe bitten. Damit hatte das Bild des gleichzeitig an Dynamik gewinnenden Wachstums, das historisch eher zu Dollar-Schwäche führte, erste Kratzer erhalten, was das Erstarren des Dollars begünstigte. Wir erhoffen uns noch etwas mehr Stärke und haben daher auch unsere Dollarquote angehoben.

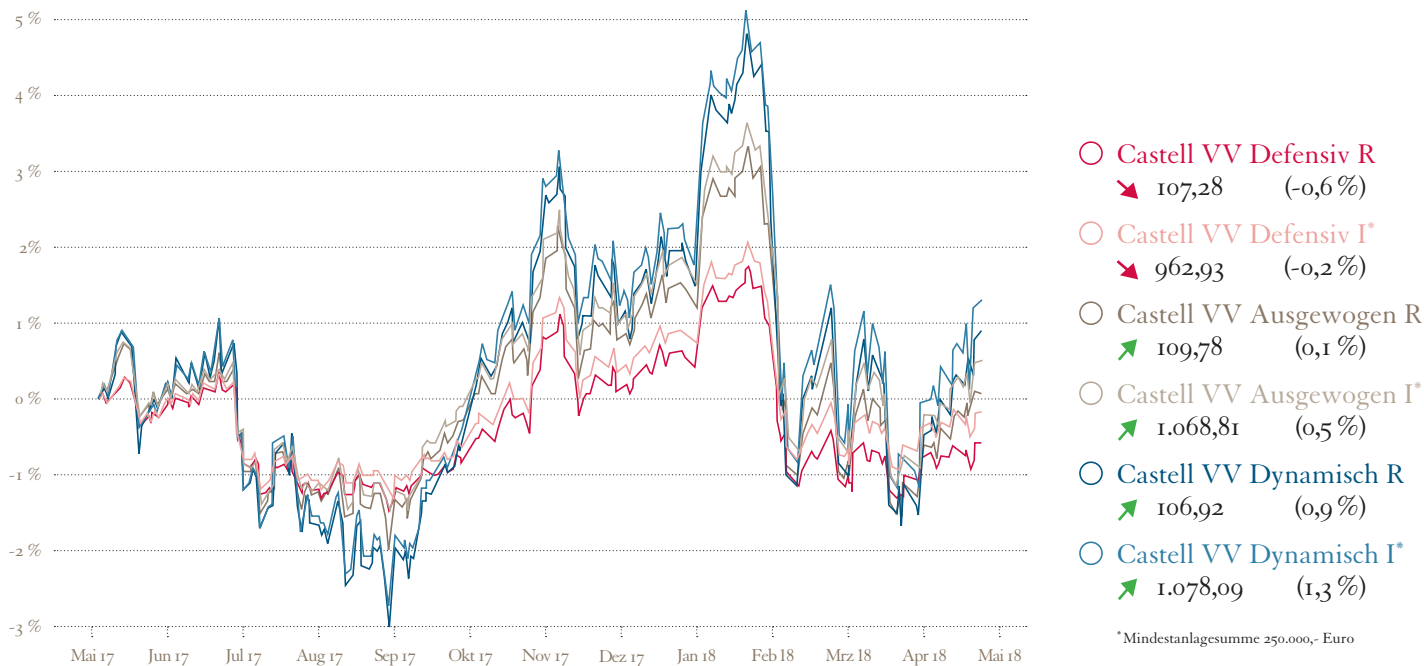
Auch auf der Risikoseite haben unsere Versuche der Trump-Exegese, nämlich, dass er vermeiden möchte die Märkte zu schädigen und, dass er auf seine Militärs hört, funktioniert. Das Damoklesschwert einer Handelsauseinandersetzung schwebt aber nach wie vor über unseren Häuptern. Hier ist aufgeschoben definitiv nicht aufgehoben. Die Zölle werden von Trump schlau als mögliche Strafe und Druckmittel für europäische Gegenreaktionen auf die Iranpolitik oder andere Sonderwege genutzt, weshalb die Verschiebung der Entscheidung über die Zölle gegen die EU recht clever war. So bleibt der europäische Tiger zahnlos und die Politik nur mediale Empörungspolitik. Für eine tiefergehende Irritation der Kapitalmärkte müssten aber echte Handelsauseinandersetzungen entstehen, was vielleicht

der Juni mit der endgültigen Entscheidung über die Stahl- und Aluminium-Zölle bringen könnte. Dann wäre das klassische »Sell in May and go away« wieder einmal die richtige Strategie. Wir erwarten aber, dass mit dem reinigenden Gewitter im ersten Quartal jahreszeitliche Schwankungen vorgezogen wurden und die Rückbesinnung auf die guten Ergebnisse der Unternehmen und die gute Lage der Weltwirtschaft bis in den Sommer anhält.

Unser Kurs für die nächsten Monate bleibt weiter gesetzt: Wir glauben an die Chancen der Aktien, verlieren aber die großen Probleme der Welt nicht aus den Augen und halten an unseren Gegengewichten fest. Wenn unser Risikoszenario eintritt, werden wir einem Kursverfall der Märkte nicht untätig zusehen, sondern entsprechend unseres Ansatzes Gewinne sichern und unsere Risikobudgets verteidigen und falls nötig in »sichere Häfen« umschichten.

Indexierte Wertentwicklung der Vermögensverwaltenden Fonds für die vergangenen 12 Monate (30.04.2017 – 30.04.2018)

Aktuelle Kurse der Vermögensverwaltenden Fonds Stand: 30.04.2018 (Entwicklung 30.04.2017 – 30.04.2018)



Wertentwicklung (kumuliert, brutto) in %

	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	Seit Auflage	Seit Auflage p. a.
Defensiv R	-1,1 %	-0,6 %	-1,3 %	13,6 %	2,2 %
Defensiv I*	-1,0 %	-0,2 %	-0,1 %	-1,8 %	-0,6 %
Ausgewogen R	-1,3 %	0,1 %	-1,6 %	18,5 %	3,0 %
Ausgewogen I*	-1,2 %	0,5 %	-0,3 %	13,2 %	2,9 %
Dynamisch R	-0,9 %	0,9 %	-	8,5 %	4,3 %
Dynamisch I*	-0,8 %	1,3 %	-	9,4 %	4,8 %

Darstellungen und Angaben zu Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

**Fürstlich Castell'sche Bank,
Credit-Casse AG**
Marktplatz 1
97070 Würzburg

Telefon 0931 3083-0 info@castell-bank.de
Telefax 0931 3083-995980 www.castell-bank.de

Sie erhalten den monatlichen Anlagebrief kostenlos in digitaler Form per E-Mail, sobald Sie sich auf der Homepage der Fürstlich Castell'schen Bank unter www.castell-bank.de dazu anmelden.



Disclaimer// Die vorstehenden Informationen sind Marketinginformationen und stellen keine Finanzanalyse i. S. d. § 85b WpHG und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) dar. Die Informationen genügen daher nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Wertpapierstammdaten und Wertpapierkurse bezieht die Bank aus öffentlichen Quellen und von Dritten, die sie für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann die Bank nicht übernehmen. Die Fürstlich Castell'sche Bank übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder Verwendung dieser

Broschüre oder ihrer Inhalte entstehen. Soweit die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen Prognosen, Meinungsäußerungen oder Beurteilungen zur Marktsituation, zu Branchen, einzelnen Unternehmen oder Wertpapieren enthalten, ist eine individuelle Anlageempfehlung damit nicht verbunden. Insbesondere ersetzt diese Broschüre weder die Anlageberatung noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Etwaige Prognosen, Meinungen, Beurteilungen der Bank beruhen auf Einschätzungen der Bank zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Broschüre, die sich, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Zu einer Mitteilung von künftigen Änderungen ist die Bank nicht verpflichtet.