



---

# Castell'scher Anlagebrief

---

*Monatlicher Anlagebrief der Fürstlich Castell'schen Bank, Dezember 2018/Januar 2019*

---

*Nr. 47*

---

# 2018 – ein bescheidenes Kapitalmarktjahr

---

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

---



Für uns Anleger fühlte sich das ablaufende Kapitalmarktjahr 2018 nicht gut an. Ein düsterer Schleier aus geopolitischen und ökonomischen Sorgen lag im Gesamtjahr über den Märkten. Im Ergebnis ergaben sich bis Ende November in fast allen wesentlichen Wertpapiermärkten negative Renditen für die Anleger. Lediglich der breite US-amerikanische Markt und deutsche Staatsanleihen wiesen (leicht) positive Renditen auf. Demgegenüber rutschten die meisten Aktienmärkte recht deutlich ins Minus: So verloren Aktien in der Eurozone bis Ende November fast 8 % nach +13 % im Jahr zuvor. Und dies alles bei recht ordentlichen Wachstumsaussichten für die globale Wirtschaft. Sowohl für 2018 als auch für 2019 wird ein reales Wachstum z. B. vom IWF von 3,7 % erwartet, in den Triade- Märkten (USA, Europa, Japan) von 2,4 % bzw. 2,1 %. Das ist solide und in der Synchronität der Wachstumsdynamik besonders bemerkenswert.

Wie erklärt sich diese Diskrepanz zwischen Wirtschaftsprognosen und Aktienpreisen? Wenngleich sich durch eine mögliche Jahresendrally diese Lücke etwas schließen sollte, so scheint der Kapitalmarkt doch in 2018 Risiken antizipiert zu haben, die in der Tendenz eher für Abgabedruck sorgen. Dies zeigt sich auch an eigentlich stärkeren Börsentagen, an denen gegen Börsenende Gewinnmitnahmen zu gegenüber dem Tagesverlauf reduzierten Notierungen führen. Man ist vorsichtig in der Grundstimmung. Oder anders ausgedrückt: Die Kapitalmarktteilnehmer scheuen nichts so sehr wie Unsicherheit. Dies kann dazu führen, dass Kapitalmärkte mehr schwanken, als die ökonomische Gesamtsituation nahelegen würde. Positiv ausgedrückt, könnten sich abzeichnende Lösungen in folgenden fünf Problemkreisen für eine Reduktion der Unsicherheit sorgen und damit eine verstärkte Belebung der Aktienmärkte nach sich ziehen:

1. Eine Lösung des Handelskonfliktes zwischen den USA und China, die ja beide quasi symbiotisch in einer engen Abnehmer/Finanzier Beziehung stehen.
2. Die Stabilisierung des Wachstumspfad in China, an der die chinesische Führung größtes Interesse haben sollte, gerade mit Blick auf die Festigkeit des politischen Systems.

3. Politische Schritte auf europäischer Ebene, die (endlich) vom Krisenmodus (Italien, Brexit) in die Zukunftsgestaltung einer wirtschaftlich tragfähigen Eurozone führen.

4. Eine Zentralbankpolitik, die sich der Sensibilität der Anpassungsprozesse einer Zinswende bewusst ist – in Japan, USA und Europa.

5. Gezielte staatliche Investitionen in Infrastruktur für das zukünftige Wachstum in einer sich verändernden Wirtschaft: Digitalisierung und Bildung als Kernfelder der entwickelten Volkswirtschaften, sowie Klimaschutz weltweit.

Positive Schritte in diesen fünf Feldern und ausbleibende Störfeuer bei anderen Themen könnten positive Perspektiven für die Aktienmärkte bringen.

Ein versöhnliches Ende 2018 und ein guter Start 2019 wären denkbar. Allerdings sei vor übertriebenen Renditeerwartungen mittelfristig gewarnt; denn wir befinden uns unbestreitbar in einer späten Phase eines Wachstumszyklus. Und auch makroökonomisch kann im Grundsatz von einer Rückkehr zum Mittelpunkt ausgegangen werden.

---

# Rückblick – Ausblick

---

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

---



In der Tradition der letzten Jahre möchte ich zum Jahresabschluss einen Rückblick auf das vergangene Jahr und einen Ausblick auf das kommende Jahr 2019 formulieren. Über viele Entwicklungen haben Sie die zurückliegenden Monatsbriefe zeitnah informiert, weswegen ich einen Schritt zurück machen möchte, um zu beurteilen, was das Jahr besonders gemacht hat.

Über das Jahr hinweg war immer wieder der Vergleich mit dem Jahr 1998 und dem Jahr 2015 gemacht worden. Ersteres diente der Diskussion, wann mit einer Rezession in den USA zu rechnen ist, letzteres stellte eine Analogie zur beobachteten Abkühlung in der globalen Industrie dar. Die damit entstandene Mischung aus erhöhter Volatilität, wie wir sie auch 1998 im Rahmen der Asien-Krise erlebt hatten, und einer Abschwächung in der Industrie, ähnlich wie 2015, war aufgrund der Beigabe einer großen Prise Trump'scher Politik eine gefährliche Mischung. Die Fehler der deutschen Autoindustrie mit dem WLTP Testverfahren, italienische Fantasiehaushalte und ein vor sich hin köchelnder Brexit waren weitere Zutaten, um aus einer gefährlichen Mischung eine toxische zu machen. Das Ergebnis war, dass Unternehmensanleihen je nach Bonität und Rangigkeit zwischen 2 % und 6 % verloren. Einzig deutsche Bundesanleihen mittlerer und langer Laufzeiten konnten sich knapp im positiven Bereich halten. In der Summe verlor eine typische Mischung von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen ca. 2 % in diesem Jahr. Bei Aktien sieht es nicht anders aus. Deutsche Aktien verloren seit Jahresbeginn ca. 16 %, europäische Aktien gaben 8 % ab, der asiatisch-pazifische Raum büßte 6,5 % ein und Aktien der Schwellenländer verloren 8,5 % (alle in Euro gerechnet). Die beste Aktienregion war Nordamerika, wo der breite US-Markt in US-Dollar gerechnet 1 % verlor und nur der starke Greenback ihn auf insgesamt +5 % hieven konnte. Angesichts dieser Vorgaben gab es keinen Ort im Anlageuniversum, wo man sich wirkungsvoll verstecken konnte. Selbst Gold konnte, aus deutscher Anleger-Sicht, mit dem Rückenwind des Dollars erst im Dezember knapp über die Nulllinie klettern. Das machte dieses Jahr für Portfoliomanager zu einem schwierigeren Jahr als das Jahr der Finanzkrise 2008!

Auch wir konnten uns von diesen breiten Kapitalmarktentwicklungen nicht freimachen. Wir konnten zwar Problemfälle, wie Italien auf der Rentenseite weitestgehend vermeiden, mit dem Aufbau von US-Staatsanleihen gar positive Akzente setzen und mit unserer Übergewichtung von US-Aktien die Probleme der Aktienmärkte lindern. Bei den sehr schlechten Vorgaben der Renten-, Aktien- und Rohstoffmärkte kamen wir allerdings um Verluste in diesem Jahr nicht herum. Immerhin konnten wir sicherstellen, dass sich unsere Anlageprofile im Rahmen ihrer Risikobudgets entwickelten. Dieses, für uns als Portfoliomanager und für Anleger unerfreuliche Jahr neigt sich dem Ende zu und das Jahr 2019 steht vor der Tür.

Wie gewohnt werden wir versuchen, von einem wirtschaftlichen Weltbild ausgehend, die Chancen für Unternehmen abzuschätzen und zu einer Erwartung für die Märkte zu kommen. Wie schwierig das ist, zeigte z. B. die recht gute Abschätzung der Unternehmensgewinne in den USA, deren Wachstum um 25 % wir gut, die Kursentwicklung von -1 % aber so definitiv nicht vorausgesehen haben. Das Wachstum wird global etwas schwächer ausfallen als letztes Jahr und auch ein leichter Anstieg der Inflation wird sich einstellen. Das hat z. B. mit meiner Erwartung eines anhaltenden Drucks auf China durch die Regierung Trump zu tun. Etwaige »Erfolge« im Handelskrieg sind nur als Etappen zu sehen. China wird daher schwächer wachsen als 2018 und kein Motor, sondern Bremse sein. Nur eine starke Korrektur des Kapitalmarkts könnte Trump zu einer echten Einigung zwingen. Dann würde der US-Markt aber eher bei 2.300 als 2.600 Punkten stehen.

In der Eurozone werden wir frühestens im vierten Quartal so weit sein, dass die EZB die Zinsen erhöhen kann, während wir in den USA noch mindestens zwei weitere Zinserhöhungen absehen. Nach Ende des EZB-Kaufprogramms nutzt nur noch die BOJ (Bank of Japan) dieses Instrument zur Steuerung der Zinsen. Damit verschlechtert sich auch für das nächste Jahr das Liquiditätsbild weiter und wir müssen damit rechnen, dass dazugehörige Prämien, also Risikoaufschläge, weiter steigen und

Preise unter Druck setzen. Dies kann insbesondere weiter den Bereich illiquider Anleihen aus dem Bereich der Nachträge als auch der Hochzinsanleihen betreffen. Hier sehen wir, wenn nicht ein schwieriges, so doch ein herausforderndes Jahr voraus. Wir werden hier an unserem im letzten Jahr eingeschlagenen Kurs festhalten und diese Bereiche weiter reduzieren. Bei Staatsanleihen hat immer auch die Wahrnehmung von Risiken eine besondere Rolle. Die anhaltende Ungewissheit im Handelskrieg USA-China und die Unberechenbarkeit des amerikanischen Präsidenten wird den Staatsanleihen in der ersten Jahreshälfte noch eine Stütze sein, während ich dann nur moderat höhere Zinsen in Deutschland erwarte. Die von vielen in den vergangenen Jahren bereits ausgerufene Zinswende wird das allerdings nicht sein.

Bei europäischen Aktien erwarte ich, dass selbstgemachte Probleme, wie die der Autoindustrie mit dem WLTP-Messzyklus, sich auflösen und ein gewisser Aufholeffekt stattfinden kann. Das könnte dann selbst bei moderaten Kurs-Gewinn-Verhältnissen den DAX in den Bereich 12.000–12.500 führen. Für Europa ist die »wild-card« nach wie vor der Brexit, weshalb ich einen substantiell besseren Aktienmarkt erst nach dem zweiten Quartal erwarte. In den USA wird das Gewinnwachstum der Unternehmen nach der Steuerreform geringer werden, aber wohl

immer noch zweistellig bleiben. Diese starke Gewinnbasis sollte Risiken nach unten abfedern und bei einer Deeskalation des Handelsthemas die Basis für ordentliche Kursgewinne liefern. Häufig war es in der Vergangenheit so, dass die schlechtesten Märkte des letzten Jahres die besten des nächsten Jahres wurden, was für Europa und Schwellenländer sprechen würde. Ob es sich für Letztere 2019 genauso einstellt, wird von der amerikanischen Notenbank FED abhängen. Erhöht sie die Zinsen in den USA mehr als zwei Mal, werden es die Schwellenländer schwer haben, an die Spitze vorzudringen.

Das wesentliche Risiko für 2019 ist eine Fortsetzung oder Verschärfung des Handelskonflikts. Dann werden bei Unternehmen aus ehemaligen Globalisierungsgewinnen, De-Globalisierungsverluste und die Marktteilnehmer fordern höhere Risikoprämien in Form niedrigerer Kurs-Gewinn-Verhältnisse.

Damit wird auch das kommende Jahr 2019 ein herausforderndes sein. Wir freuen uns, dieses für Sie mit unserer risikokontrollierten Investmentphilosophie managen zu dürfen.

Ihnen und Ihren Lieben wünscht das gesamte Casteller Team ein gesegnetes Weihnachtsfest und einen guten Start in das Jahr 2019.

---

**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](http://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.