

1 Indices

		31.12.2015	31.12.2016	
Europa	Dax	10.743	11.481	+6,9%
	EuroStoxx 50	3.268	3.291	+0,7%
USA	Dow Jones	17.425	19.763	+13,4%
	S&P 500	2.044	2.239	+9,5%
	Nasdaq 100	4.593	4.864	+5,9%
Asien	Nikkei 225	19.034	19.114	+0,4%
	Hang Seng	21.914	22.001	+0,4%

2 Bericht

Donald Trump, the US-President elect, hat mit seinem unmittelbar nach seinem Wahlsieg am 8. November angekündigten Konjunkturprogramm die Kapitalmärkte massiv bewegt. Einerseits steigen seitdem Aktien, Öl, Kurse von Anleihen der zweiten Qualität und der US-\$ (insbesondere vs. dem Euro) – andererseits fallen Kurse von Anleihen der ersten Qualität und Gold (für Euro-Anleger aber durch den stärkeren US-\$ nur sehr begrenzt spürbar).

Trump hat die Aktienmärkte – und viele seiner Kritiker – beruhigt. Sein Konjunkturprogramm besteht aus zwei maßgeblichen Komponenten: Steuersenkungen und Infrastrukturinvestitionen von rund 1.100 Mrd. US-\$! Die Wahl dieser beiden Komponenten ist klug gewählt. Zunächst sind es altbekannte Stellschrauben der Konjunktursteuerung, d.h. ihre Umsetzung und Wirkungen sind seit Dekaden bekannt und daher zügig und präzise anzugehen. Beide Komponenten passen gut zueinander:

- Die Steuersenkung wirkt kurzfristig – mehr Geld im Portemonnaie der Unter- und unteren Mittelschicht wird direkt ausgegeben. Die obere Mittel- und Oberschicht investiert mehr an den Kapitalmärkten. Steuersenkungen wirken in der Breite. (Helikopter-/Gießkannenprinzip)
- Die Infrastrukturinvestitionen wirken mittel bis langfristig – insbesondere durch die Zweit- und Drittrundeneffekte. Ferner können mittels Infrastrukturprojekten gezielt wirtschaftlich schwächere Regionen gefördert werden. (Gartenschlauchprinzip)

Ein kurzes Beispiel anhand einer entlegenen Region in den USA mit einer überdurchschnittlich hohen Arbeitslosigkeit möge dies veranschaulichen:

- In dieser Region wird mittels des Infrastrukturprogramms der Bau und anschließende Betrieb einer neuen Schule, einer University, eines Krankenhauses und eines Flughafens geplant und gebaut.
- Mangels eigener Fachkräfte in der Baubranche kommen diese aus den umliegenden Regionen. Die bereits ortsansässigen Betriebe in der (noch) entlegenen Regi-

on – bspw. Bäcker, Metzger, Supermärkte, Restaurants, Hotels etc. – haben mehr Zulauf.

- In der Bauphase wird Baumaterial und –gerät angeschafft und es werden Betriebsmittel verbraucht.
- Nach der Bauphase sind die ortsansässigen Unternehmen vermöglicher und konsumieren selber mehr und höherwertige Güter.
- Zudem ist durch den Flughafen die Region plötzlich auch an andere Regionen besser angebunden. Ferner bleiben junge Leute in der Region, da sie jetzt auch vor Ort eine University vorfinden. Sie müssen nicht mehr wegziehen, so dass sich die Bevölkerungsstruktur verjüngt.
- Die Lebensqualität in der ehemals entlegenen Region ist gestiegen und bspw. jetzt Basis für Berufspendler.
 - ⇒ Es kommt zu einem wirtschaftlichen Steigerungsprozess, der über mehrere Jahre anhält – wenn er einmalig angestoßen worden ist.

Dies ist sicherlich ein rosarotes Beispiel aus dem Lehrbuch – es möge aber die entstehende Handlungskette verdeutlichen.

Die Kombination beider Elemente (Steuersenkungen und Infrastrukturinvestitionen) wird zu einer deutlich stärkeren US-Wirtschaft auf Sicht der nächsten fünf bis zehn Jahre führen – dies einhergehend mit einem längerfristig deutlich stärkeren US- $\text{\$}$.

Weiterhin überrascht die mediale 180°-Grad-Wendung von Trump. Bis zur letzten Wahlkampfminute fiel er mit allen negativen Eigenschaften auf, die hier nicht mehr aufgezählt werden mögen. Nur wenige Minuten nach Verkündung seines Wahlsieges hielt er eine staatsmännische Rede, in der er versprach, der Präsident aller Amerikaner zu sein und stellte unmittelbar sein oben beschriebenes zweiteiliges Konjunkturprogramm vor.

Seitdem war und ist bisher auch keine Rede mehr von der Abschottung der US-Wirtschaft mittels Strafzöllen und sonstigen Einfuhrbeschränkungen für ausländische Produkte. Dieses Ausbleiben der Abschottung ist sehr positiv. Einerseits, weil hierdurch auch die restliche Welt am erwarteten US-Konjunkturaufschwung teilhaben wird. Andererseits, weil jegliche Strafzölle und Einfuhrbeschränkungen letztlich sowohl Export- als auch Importstaat belasten, d.h. es würde letztlich auch Trumps eigenes Land negativ treffen. Von derartigen Restriktionen abzuweichen wird ein entscheidendes Puzzleteil für den Erfolg oder Misserfolg seines Konjunkturprogramms sein.

Unmittelbar nach der Wahl wurde aber auch klar, dass Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben auch bezahlt werden müssen. Mangels Guthaben des US-Staates muss auch dieses Vorhaben fremdfinanziert werden – die US-Staatsverschuldung wird weiter steigen.

Weiterhin ist – vor dem Hintergrund einer bereits sehr geringen Arbeitslosigkeit und hohen Auslastungsquoten in den USA von unter 5% – klar, dass ein stärkerer konjunktureller Aufschwung zu mehr Arbeitsplätzen und somit Neueinstellung führen wird. Tendenziell wird dies (bei bereits niedriger Arbeitslosigkeit) zu stärker steigenden Löhnen führen. Steigende Löhne führen zu höheren Preisen, d.h. zu steigender Inflation.

Diese gesteigerte Inflationserwartung wird nach Einschätzung der Kapitalmärkte zu mehr als vor der Trump-Wahl erwarteten Zinserhöhungen der FED führen. Wir gehen jetzt von zwei bis drei Erhöhungen in 2017 um jeweils +0,25%, d.h. von aktuell +0,50% auf +1,00% bis 1,25% per Ende 2017 aus. Nachrichtlich sei noch notiert, dass die FED wie erwartet ihren Zins im Dezember von 0,25% um 0,25% auf aktuell 0,50% anhob.

Einhergehend mit einer gesteigerten Inflationserwartung und tendenziell stärker steigenden US-Zinsen notierten US-\$-Anleihen der ersten Qualität deutlich schwächer: Bspw. notierten 10-jährige US-Staatsanleihen noch im September bei 1,57% p.a. Rendite – aktuell sind es 2,56%. Dies entspricht einem Kursrückgang von -9,9% (!!!).

Gold verlor im vergangenen Quartal im Gleichklang von 1.350 bis auf 1.120 US-\$/Unze – wobei das 1.120er-Niveau dreimal innert der letzten 10 Handelstagen getestet wurde, was für uns auf eine Bodenbildung schliessen lässt.

Ein weiterer Aspekt von Trump ist seine geplante Stärkung der amerikanischen Energie-Unabhängigkeit mittels Wiederbelebung der US-Ölförderung. Diese ist deutlich aufwendiger als in den meisten anderen Regionen (Arabische Länder, Russland, China, Südamerikanische Länder), da US-Öl deutlich tiefer im Boden, respektive unter Wasser lagert oder aus Schiefer bzw. Sand gelöst werden muss. Dies führt zu durchschnittlichen Förderkosten (break-even) für US-Öl bei ca. 60-70 US-\$/Barrel. Hingegen fördern die meisten voran genannten Länder bei 25-35 US-\$/Barrel.

Trump wird die US-Wirtschaft vermehrt mit US-Öl bedienen. Daher wird die Nachfrage der USA auf dem internationalen Öl-Markt tendenziell rückläufig sein, was den weiteren Preisanstieg im Öl begrenzen sollte.

Andererseits hat die am 30. November von der OPEC beschlossene Förderbegrenzung den Preis bereits bis auf 55 US-\$/Barrel wieder deutlich steigen lassen und wird ihn auch weiter unterstützen.

Letztlich werden die Ölförderländer um die USA herum aber den USA keinen Profit aus ihrer US-Ölförderung gönnen, so dass sie den Ölpreis auf maximal rund 65 US-\$/Barrel steigen lassen werden.

Wir erwarten für 2017 daher eine Handelsspanne im Öl zwischen 50 und 65 US-\$/Barrel.

Die vorangegangenen Ausführungen beschreiben allesamt US-Aspekte seit der Wahl des neuen US-Präsidenten und seiner sehr wirtschaftsfreundlichen Haltung. Zu Europa kann man im vergangenen Quartal nur wenig Positives festhalten.

- Italien bekommt nach dem gescheiterten Referendum vom 4. Dezember mal wieder eine neue Regierung,
- die kleine belgische Region Wallonien hat es in die internationale Presse geschafft, nachdem sie über mehrere Wochen ein bereits final zwischen Canada und Europa vereinbartes Handelsabkommen zum Stillstand brachte
- Francois Hollande tritt als erster französischer Präsident nach der ersten Amtszeit nicht mehr zur nächsten Präsidentschaftswahl an
- die Briten zerreden ihren Brexit und stellen fest, dass viele Aspekte einer finalen und gesamtheitlichen Herauslösung aus Europa möglicherweise gar nicht funktionieren
- und die EZB hat im Dezember angekündigt, ihr Anleihekaufprogramm von April 2017 bis einschließlich Dezember 2017 zu verlängern, jedoch das monatliche Ankaufsvolumen ab April von 80 auf 60 Mrd. Euro zu reduzieren. Wir erwarten hiernach ein Auslaufen des Programms – ggf. noch durch eine Reduktion um jeweils 10 Mrd./Monat leicht gestreckt – im Anschluss eine rund 12-18 monatige Stillhaltephase und dann eine erste Euro-Zinserhöhung von 0,00% um 0,25% auf 0,25%. Allerdings wären wir dann bereits in 2019 – bis dahin kann noch sehr viel passieren, so dass dieser Ausblick – bitte – nur als sehr grobe Skizze angesehen werden möge...

3 Ausblick

Wir erwarten eine Fortführung der Kurs-Entwicklungen aus dem 4Q16 im Jahr 2017, d.h. stärkere Aktienmärkte (insbesondere USA und Deutschland), stärkere Kurse in Anleihen der zweiten Qualität und deutlich schwächere Kurse in Anleihen der ersten Qualität.

Bei zwei Assets sehen wir kurzfristige Umkehrentwicklungen:

- Wir sehen eine Bodenbildung im Gold und erwarten in 2017 Preise deutlich über dem 2016er Hoch von 1.365 US-\$/Unze und können uns Kurse um 1.450 US-\$/Unze sehr gut vorstellen.
- Ferner erwarten wir einen schwächeren US-\$ gegen den Euro. Gegebenenfalls sehen wir vorher nochmals die Parität, jedoch spätestens dann erwarten wir nochmals rund 1,15 US-\$/Euro, bevor danach die Parität deutlich durchbrochen werden wird – es sei denn, Europa würde endlich seiner Konjunkturlethargie entkommen – was wir bezweifeln.

Beide obigen Aspekte zusammenfassend führen für Euro-Investoren zunächst zu Euro-hedged Anlagen in US-Aktien und Gold...

./19.877.418.396.481,66 lautete der Kontensaldo der USA am 8. Dezember 2016 – knapp 20 Billionen US-\$, d.h. 20.000 Mrd. US-\$.

Donald Trump wird den Saldo um mindestens 1.100 Mrd. US-\$ ausweiten.

Where do we go from here?

Eine deutliche Schuldenreduktion, oder gar vollumfängliche Schuldentilgung halten die Kapitalmärkte (und auch wir) für ausgeschlossen. Warum vertrauen Investoren dann noch in die Kreditfähigkeit – bspw. – der USA?

Allem voran, weil der amerikanische Staat mehr Vermögenswerte/Assets (u.a. Grund&Boden, Immobilien, Infrastruktur, Militär etc.) als oben genannte Schulden besitzt. Beispielsweise haben schon US-Highways eine aktuelle Gesamtlänge von rund 43.000 mls (69.000 km). Für die Erstellung eines Kilometers deutscher Bundesautobahn sind zwischen 6 und 10 Millionen Euro anzusetzen. Allein der Vermögenswert des amerikanischen Staates (zum deutschen Mittelwert von 8 Mio. Euro/km und vor Abschreibungen bewertet) an Highway lässt sich somit schon auf rund 550 Mrd. US-\$ schätzen. Die detaillierte Bewertung sämtlicher weiterer Assets führte zu einem Betrag von deutlich über 20.000 Mrd. US-\$. Allerdings unterläge die Preisfindung der erheblichen Schwierigkeit, dass viele Vermögenswerte noch nie gehandelt wurden (bspw. das Weiße Haus als Immobilien) und somit keine marktüblichen und aktuellen Preise bekannt sind und daher nur geschätzt werden könnten.

Ein Rückblick:

Bis vor rund 15 Jahren wurden neue amerikanische Anleihen insbesondere vom devisenstarken China gekauft, d.h. Cash floss aus China nach USA. Die Amerikaner kauften billige chinesische Waren, d.h. Cash floss aus den USA nach China.

Zum einen entwickelte sich in China in dieser Zeit eine Binnennachfrage, d.h. es ließ die Notwendigkeit nach, Produkte auch im Ausland verkaufen zu müssen und zum anderen wuchs in China das Misstrauen, welche eigentliche Sicherheit der amerikanische Staat böte, wenn man ihm Geld leiht und sich bei Fälligkeit auch Cash auszahlen ließe – und eben nicht wieder eine neue Anleihen erwerben würde. Dieses Misstrauen wuchs und führte letztlich zu einem Ende der regelmässigen chinesischen US-Anleihen Käufe. Den USA fehlt der größte Geldgeber.

Autor Dipl.-Kfm. Oliver Stolte · Alpine Trust Management AG · Am Südpark 45 · D – 50968 Köln-Marienburg
Tel. +49 221 250 80 987 · Fax +49 221 250 80 988 · Mail info@alpinetrust.de

WELCHER INVESTOR WÜRD SEIN VERMÖGEN NICHT VON UNS BEWIRTSCHAFTEN LASSEN.

„But – no problem. Wir drucken es selbst.“, war das neue US-Motto. Und so schuf die amerikanische (unabhängige) Zentralbank FED sukzessiv frisches Geld, welches sie dem amerikanischen Staat lieh (wie vorher die Chinesen). Dies wäre wahrscheinlich längerfristig gut gegangen, wenn nicht in 2007 die Immobilien-, die Banken- und in Europa noch die Staatenkrise gekommen wäre, durch die die Zentralbankbilanzen der FED und der EZB massiv ausgeweitet wurden und somit auch ihre Staaten sich immer weiter verschuldet haben.

Nochmals zurück zur Kernfrage, warum Investoren dann noch in die Kreditfähigkeit – bspw. – der USA (und einzelner europäischer Staaten) vertrauen?

Wir sehen die massgebliche Begründung in stabilen politischen demokratischen Systemen, die stabile Eigentumsrechte auf eine weiterhin lange Perspektive bieten. Hinzu kommt jeweils, dass US-\$ und Euro große Handelswährungen mit einem permanent verfügbaren und nutzbaren Volumen sind. Jede andere Währung hat entweder nicht ein vergleichbares Volumen und/oder sein Staat nicht vergleichbar gute demokratische Rahmenbedingungen.

Das sichere Eigentumsrecht ist im Falle der US- und bspw. D-Staatsanleihen ihre permanente Handelbarkeit und ihre sichere Zins- sowie Rückzahlung zu 100%. Selbst bei einer jetzt anstehenden weiteren starken US-Verschuldung durch Trump, ändert es an der sehr guten Bonität und der Einschätzung der Investoren nichts.

Jedoch „drückt der Schuh“ an einer anderen Stelle. Mittels wahrscheinlich anziehender US-Inflation wird der Wert der sicher beim Investor zurück nominal kommenden Zins- und Rückzahlung real weniger wert. Ebendies preisen die Märkte zur Zeit mit deutlich fallenden Kursen von Anleihen der ersten Qualität ein – es entstehen höhere Renditen. Dies wird ein längerfristiger Trend werden.

Mittelfristig stehen in den beiden größten europäischen Ländern Wahlen auf der Agenda: Am 23. April und 7. Mai wird ein neuer französischer Präsident/in gewählt, am 11. und 18. Juni das neue französische Parlament und am 17. oder 24. September der Deutsche Bundestag nebst Bundeskanzler/in.

Kurzfristig werden die Märkte auf den finalen Amtsantritt von Trump am 20. Januar schauen. Er hat bereits angekündigt, einen Großteil seiner geplanten Maßnahmen kurzfristig umzusetzen. Auch hiermit könnte er viele positiv überraschen.

Auch auf diesem Wege wünschen wir Ihnen und Ihren Familien nochmals alles Gute im Jahr 2017, bei Gesundheit, Zufriedenheit und Erfolg.

Abkürzungsverzeichnis

1Q2012	1. Quartal 2012 (etc.)
APEC	Asia-Pacific Economic Cooperation
Barrel	1 Fass Öl, rund 159 Liter
BIP	Brutto Inlands Produkt
BOJ	Bank of Japan
BP	Basispunkt (100 Basispunkte = 1%)
Brent	Europäisches Öl
BRIICS	Brasilien, Russland, Indien, Indonesien, China, Südafrika
CDS	Credit Default Swaps (Ausfallversicherung)
DAX	Deutscher Aktien Index
dod	day-over-day (Tagesvergleich)
ECB	European Central Bank (s. EZB)
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EIB	Europäische Investitions Bank
ELA	Emergency Liquidity Assistance (=Notfall-Liquiditätshilfe der EZB für Banken)
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
EuroStoxx50	Europäischer Aktien Index (der 50 grössten Unternehmen im Euro-Raum)
EZB	Europäische Zentral Bank
FED	Federal Reserve (Amerikanische Zentral Bank)
GDP	Gross Domestic Product (s. BIP)
HNWI	High-Net-Worth-Individual
HY	High-Yield-(Anleihen/Bonds)
ifo-Index	Index des Institutes für Wirtschaftsforschung an der Universität München
IG	Investment Grade (Anleihen AAA bis BBB-)
IMF	International Monetary Fund (Internationaler Währungsfonds)
IPO	Initial Public Offering (Börsengang)
IS	Islamischer Staat
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISM	Institute for Supply Management (publiziert den PMI)
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
LTRO	Longer Term Refinancing Operation (der EZB)
M&A	Merger & Akquisition (Zusammenschlüsse und Übernahmen)
MBS	Mortgage Backed Securities
mom	month-over-month (Monatsvergleich)
Non-IG	Non-Investment Grade (Anleihen BB+ bis D)
NR	Not rated (Anleihen ohne Rating)
OMTs	Outright Monetary Transactions (der EZB), (= Kauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank)
PBoC, PBOC	Peoples Bank of China = chinesische Volksbank = chinesische Zentralbank
PE	Private Equity (nicht an Börsen gelistete Unternehmen)
PIIGS	Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Spanien
PMI	Purchasing Manager Index (Einkaufsmanager-Index)
QE	Quantitative Easing (der FED)
S&P	Standard & Poors Rating (von Unternehmen, Staaten und seinen Anleihen)
S&P 500	Standard & Poors Index (der 500 grössten US-Unternehmen)
SEC	United States Securities and Exchange Commission (=US Börsenaufsicht)
SMI	Schweizer Aktien Index
SMP	Security Market Programm (= Kauf von Staatsanleihen durch die Zentralbanken)
Stoxx50	Europäischer Aktien Index (der 50 grössten Unternehmen in Europa)
TARP	Troubled Asset Relief Program
wow	week-over-week (Wochenvergleich)
WTI	Amerikanisches Öl (West Texas Intermediate)
yoy	year-over-year (Jahresvergleich)
YTD	Year-to-Date (Rendite seit 1.1.dJ bis heute)
ZEW-Index	Index des Mannheimer Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung

Disclaimer und Risikohinweise

Diese Unterlage ist kein Angebotsprospekt und stellt kein Angebot zum Erwerb von Wertpapieren jeglicher Art dar. Sie dient ausschließlich der Information. Diese Unterlage ist persönlich und darf nur von derjenigen Person verwendet werden, der wir die Unterlage ausgehändigt und/oder zugesandt haben. Sie darf ohne unsere ausdrückliche Genehmigung weder vervielfältigt noch direkt oder indirekt verteilt oder einer anderen Person zugänglich gemacht werden. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen geben den Stand zum Zeitpunkt der Publikation wieder. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus von uns als zuverlässig erachteten Quellen. Dennoch garantieren wir weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen stellen keine rechtliche und/oder steuerliche Empfehlung allgemeiner oder spezifischer Natur dar. Bevor auf der Grundlage dieser Unterlage eine Anlageentscheidung getroffen wird, empfehlen wir einen eigenen unabhängigen steuerlichen und/oder juristischen Berater zu konsultieren. Die Informationen in dieser Unterlage können Aussagen über künftige Entwicklungen enthalten. Aufgrund ihrer Art beinhalten solche Aussagen allgemeine und spezifische Risiken und Ungewissheiten. Es besteht die Gefahr, dass Vorhersagen, Prognosen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder impliziert sind, nicht eintreffen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf und bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Es wird weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Haftung oder Garantie bezüglich der künftigen Wertentwicklung übernommen. Investitionen sind mit Risiken verbunden, wozu auch der Verlust des eingesetzten Kapitals gehört.

Autor Dipl.-Kfm. Oliver Stolte · Alpine Trust Management AG · Am Südpark 45 · D – 50968 Köln-Marienburg
Tel. +49 221 250 80 987 · Fax +49 221 250 80 988 · Mail info@alpinetrust.de

WELCHER INVESTOR WÜRD SEIN VERMÖGEN NICHT VON UNS BEWIRTSCHAFTEN LASSEN.