

CASPARA CAPITAL

Dr. Montassér's exklusives Research für den interessierten Anleger



Lagebericht 2017-2018 am 2. März 2018

1. Gesamtwirtschaftliche Lage Deutschlands

Synchron mit dem weltweiten Konjunkturaufschwung konnte die deutsche Wirtschaft ihren Aufschwung auch im achten Jahr nach Beginn der Finanzkrise 2007/2008 ungebrochen fortsetzen. So stieg das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP), hergeleitet auf Basis der aktuellen Schätzungen für das allerdings statistisch noch nicht endgültig erfasste vierte Quartal 2017, um 2,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahr an.

Dabei profitierte die hiesige Konjunktur weiterhin von einer sehr starken Auslandsnachfrage, welche durch einen Anstieg von 6,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr erneut ihrem Ruf als Stütze der deutschen Volkswirtschaft alle Ehre machte. Da allerdings die deutschen Importe mit einem Anstieg von 8,31 Prozent gegenüber dem Vorjahr noch deutlicher als die Exporte wuchsen, sank der nominelle Außenbeitrag insgesamt um 0,99 Prozent gegenüber dem Vorjahr.

Zum deutschen Bruttoinlandsprodukt lieferte der Außenbeitrag allerdings einen positiven Wachstumsbeitrag von 0,2 Prozent (Vorjahr: -0,2 Prozent).

	Jä	hrliche \	Nachstumsrat	e de	es BIP und de	ssen	Wachstumsb	eitr	äge
	BIP		Inländische Verwendung						Außenbeitrag
Jahr	BIP		Bruttoinves- titionen		Private Konsum- ausgaben	а	Konsum- usgaben des Staates		Exporte abzüglich Importe
2012	0.7%	=	-1.0%	+	0.4%	+	0.3%	+	1.0%
2013	0.4%	=	-0.2%	+	0.5%	+	0.1%	+	0.0%
2014	1.6%	=	0.3%	+	0.7%	+	0.2%	+	0.4%
2015	1.7%	=	-0.1%	+	1.1%	+	0.5%	+	0.2%
2016	1.9%	=	0.2%	+	1.1%	+	0.8%	+	-0.2%
2017	2.2%	=	0.7%	+	1.0%	+	0.3%	+	0.2%
Veränderung der Wachstumsbeiträge im Vergleich zum Vorjahr									
Zeitraum	BIP		Bruttoinves- titionen		Private	Konsum-		ĺ	Exporte
					Konsum- ausgaben	а	usgaben des Staates		abzüglich Importe
2017 / 2016	0.3%	=	0.5%	+	-0.1%	+	-0.5%	+	0.4%

Caspara Capital GmbH / Dr. Reza Darius Montassér, 2018

Trotz der exzellenten Lage am deutschen Arbeitsmarkt, - die Zahl der Erwerbstätigen stieg nach den Berechnungen des Statistischen Bundesamtes im Jahr 2017 um 1,5 Prozent an und die Arbeitslosenquote lag zum Dezember 2017 bei 5,3 Prozent nochmals deutlich unter den Vorjahreswerten- war der private Konsum in 2107 kein Wachstumsbeschleuniger mehr (vgl. Tab. 1). So bremsten der private Konsum und auch die Konsumausgaben des Staates das Wachstum des deutschen BIP in der relativen Beitragszurechnung um insgesamt 0,6 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Da aber die Wachstumsbeiträge der Bruttoinvestitionen und die des Außenbeitrages um insgesamt 0,9 Prozent zunahmen, konnte – wie oben bereits erwähnt – das BIP-Wachstum der Bundesrepublik um insgesamt 0,3 Prozentpunkte von 1,9 Prozent in 2016 auf 2,2 Prozent in 2017 gesteigert werden.

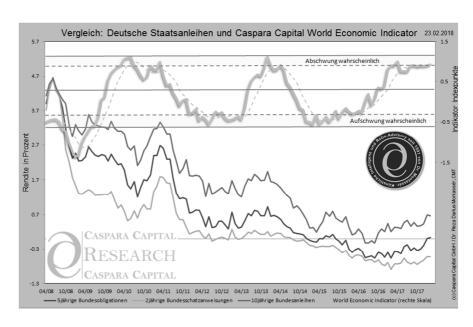
Zwar ist der Wachstumsbeitrag der privaten Konsumausgaben in 2017 mit einem Prozent im Vergleich zum Vorjahr nicht weiter angestiegen, doch in der absoluten Betrachtung legten die Konsumausgaben in 2017 um 1,9 Prozent zu und lagen damit nicht nur auf sehr hohem Niveau. Auch zeigt dieses hohe Wachstum, dass der private Verbrauch – der immerhin gut 53 Prozent der Wirtschaftsleitung ausmacht – eine tragende Säule des Wirtschaftswachstums geworden ist.

Aber auch die weiterhin sehr hohe Nachfrage nach deutschen Gütern aus dem Ausland ist in 2017 ein entscheidendes Standbein der bundesdeutschen Wirtschaftsentwicklung gewesen. Insgesamt ist wohl die deutliche Belebung des Außenhandels sehr wahrscheinlich ein wichtiger Faktor dafür, dass im Berichtszeitraum auch die Bruttoinvestitionen deutlich zulegen konnten. Denn wie an allen maßgeblichen Unternehmerbefragungen abzulesen ist, erwarten die Unternehmen, dass die extrem dynamische Weltkonjunktur sich auch in 2018 fortsetzen wird. Auf Basis dieser Vorschau wurden daher viele Neuinvestitionen in Sachanlagen durchgeführt.

Problematisch an dem deutlichen Anstieg der Bruttoinvestitionen ist aus unserer Sicht die Tatsache, dass die Kapazitätsauslastung der deutschen Industrie mit zurzeit 88 Prozent am oberen Rand der historisch beobachteten Werte liegt und sich damit sehr wahrscheinlich ihrer natürlichen zyklischen Obergrenze genähert hat. Sollte sich der Optimismus der Unternehmenslenker nicht bewahrheiten und sich der weltweite dynamische Aufschwung wider Erwarten abkühlen, dann würde sich dies – aufgrund der Überinvestitionen der Unterneh-

men – sehr deutlich auf die Unternehmenserträge und damit auch auf die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands niederschlagen.

Einen Hinweis der nicht zu unterschätzenden Risiken einer vorübergehenden konjunkturellen Überhitzung zeigt der von uns errechnete World Economic Indicator (vgl. Abb. 1). Dieser beruht auf über 180 durch empi-



Δhh 1

rische Forschung validierte volkswirtschaftliche Indikatoren der bedeutendsten Volkswirtschaftliche Lage bewertet, sondern auch volkswirtschaftliche Frühindikatoren und die Stimmung der Investoren einbezieht, ist er in der Lage konjunkturelle Trendwenden relativ genau vorherzusagen. So zeigt der Indikator aktuell eine zyklische Überhitzung des weltweiten Wirtschaftswachstums an. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die globale Konjunktur – und damit auch Deutschland – im Verlauf 2018 von der aktuellen Hochkonjunktur in ein zumindest ruhigeres Fahrwasser bzw. in einen leichten zyklischen Abschwung wechselt auf über 80 Prozent.

2. Entwicklung der Zinslandschaft Deutschlands

Die Zinsentwicklung in Deutschland stand im vergangenen Jahre sowohl im Zeichen der monetären Politik der Europäischen Zentralbank (EZB), als auch unter dem Einfluss der politischen Geschehnisse in Europa und den USA. So waren vor allem zu Beginn des Jahres die Ängste der Marktteilnehmer groß, dass es in der Europäischen Union (EU) zu einem Rechtsruck bei den Wahlen in einigen EU-Staaten (insbesondere Niederlande und Frankreich)

kommt. Daneben sorgte auch der Amtsantritt des neuen, wenig konfliktscheuen und ausgabenfreundlichen US-Präsidenten Donald Trump für Unruhe an den Märkten. Aber auch die Ungewissheit, wie sich das Verhältnis der EU mit dem Vereinigten Königreich nach dem Ausscheiden Großbritanniens aus der EU (Brexit) entwickeln wird, sorgte bis zum Frühjahr 2017 für ein konstant hohes internationales Interesse nach dem sicheren Hafen deutscher Zinspapiere.

Ab Mitte des Jahres rückte zusehends die EZB-Politik in den Fokus der Marktteilnehmer. Ausgehend von überzeugend guten Wirtschaftsdaten aus dem Euroraum stieg immer mehr die Erwartung der Investoren, dass die Notenbank von ihrer extrem lockeren Geldpolitik abrücken (Anleiheaufkaufprogramm APP), daher einen leichten Zinsanstieg zulassen und hierzu das Anleihespielfeld mehr und mehr wieder den Anlegern überlassen wird. Und tatsächlich deutet die Guidance der EZB (schrittweise Hinführung der Investoren durch die Notenbank zu ihrer zukünftigen Politik) genau in Richtung eines bedachten, etappenweisen Ausstiegs aus dem APP.

Die Auswirkung dieser Zentralbankpolitik ist der Abb. 2 zu entnehmen. Hier wird deutlich, dass sich die deutsche Zinsstrukturkurve Ende 2017 im Vergleich zum Jahresultimo 2016 nach oben verschoben hat. Diese Ver-

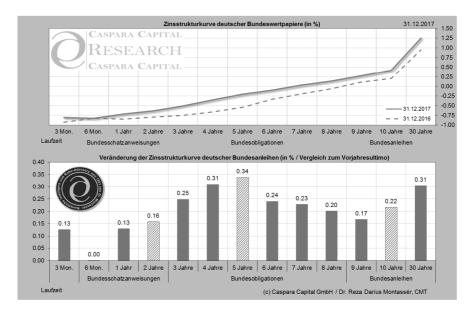


Abb. 2

schiebung hat allerdings nicht parallel stattgefunden. Markant ist, dass die mittleren Laufzeitenbereiche sich sehr deutlich nach oben entwickelt haben, wohingegen das kurze und das lange Ende einen weniger ausgeprägten Anstieg verzeichnen. Zu erklären ist dies damit, dass gerade der mittlere Laufzeitenbereich in den Jahren zuvor sehr deutlich von dem Anlei-

hekaufprogramm der EZB profitiert hatte, sodass die Zinsen in diesem Bereich noch lange (bis Mitte 2017) tief blieben. Im Gegensatz dazu wechselte der längere Laufzeitenbereich, ob der stetig besserwerdenden Konjunkturdaten, bereits ab Ende 2016 in einen Aufwärtstrend. Dass das kurze Ende ebenfalls einen geringeren Anstieg verzeichnete, ist hingegen darauf zurückzuführen, dass die EZB immer wieder betont, dass die Zentralbankzinsen noch eine sehr lange Zeit nach Beendigung des Kaufprogramms APP auf dem aktuellen Niveau verbleiben werden. Dies führt dazu, dass die an den Geldmarkt – und damit an der EZB-Politik – gebundenen Laufzeiten (bis zu einem Jahr) kaum Spielraum nach oben haben.

Die Aussage der EZB, dass die Notenbankzinsen noch lange nach dem APP-Programm niedrig bleiben werden, ist aus unserer Sicht zu differenzieren. Dass die Notenbank die Haupt- und Spitzenrefinanzierungssätze (zurzeit 0,00 und 0,25 Prozent) noch eine lange Zeit auf aktuellem Niveau halten wird, ist unseres Erachtens sehr wahrscheinlich und ökonomisch klug.

Wir gehen aber davon aus, dass die EZB den Zinssatz der Einlagefazilität (aktuell -0,40 Prozent) sehr zügig – wahrscheinlich in zwei Schritten – an den Hauptrefinanzierungssatz anpassen wird. Dies wird zur Folge haben, dass es ab Mitte des Jahres

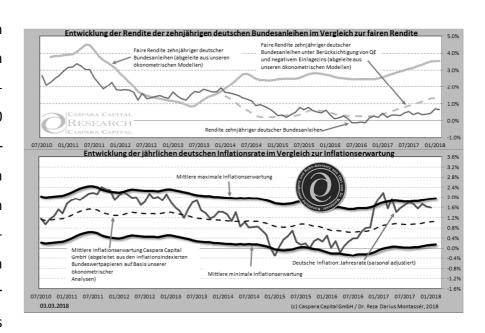


Abb. 3

2018 auch am kurzen Ende zu spürbaren Anpassungsprozessen kommen wird.

Für das laufende Jahr erwarten wir gemäß unseren Analysen in der Tendenz einen weiteren leichten Anstieg der gesamten Zinsstrukturkurve. Dies führen wir ausschließlich auf die Normalisierung der Zinslandschaft nach dem stufenweisen Ausstieg der EZB aus ihrem Anleihekaufprogramm. Auf Basis unserer ökonomischen Analysen ist davon auszugehen, dass sich die jährliche Inflationsrate in Deutschland im Jahresdurchschnitt um die 1,4-

6

Prozentmarke bewegt (oberes Quartil unseres Erwartungsspektrums; vgl. Abb. 3). Unter Einbeziehung der nach wie vor laufenden zinsreduzierenden APP-Maßnahmen der Zentralbank erwarten wir, ceteris paribus, entsprechend einen mittleren Durchschnittszins der zehnjährigen Bundesanleihen im laufenden Jahr von 0,7 Prozent. Sollten sich aber unsere oben dargestellten Prognosen einer sich abschwächenden Konjunktur bewahrheiten, würde sich unsere mittlere Erwartung für den zehnjährigen Zins auf 0,5 Prozent für 2018 reduzieren.

Dr. Reza Darius Montassér 2. März 2018

Haftungsausschluss und Disclaimer: Die bereitgestellten Informationen beruhen auf Quellen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich der allgemeinen Information und ersetzt auf keinen Fall die anleger- und produktbezogene Beratung. Jede – auch auszugsweise – Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung der Caspara Capital GmbH. Dies gilt insbesondere für die Vervielfältigung, Verbreitung, Bearbeitung, Übersetzung, (Mikro-)Verfilmung und die Einspeicherung in elektronische Geräte oder Systeme. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu erarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Das gesamte Research stellt lediglich unsere Meinung dar, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden könnte. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Dieses Research fordert werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden. Herausgeber: Caspara Capital GmbH, Taxisstraße 41, 80637 Münche. Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Dr. Reza Darius Montassér. Redaktionsschluss: 02.03.2018.