



CASPARA CAPITAL

DR. MONTASSÉR'S EXKLUSIVES RESEARCH
FÜR DEN INTERESSIERTEN ANLEGER



Lagebericht 2018-2019 am 20. März 2019

1. Gesamtwirtschaftliche Lage Deutschlands

1.1. Allgemeines konjunkturelles Umfeld

Auch im neunten Jahr des ununterbrochenen wirtschaftlichen Aufschwungs nach dem Ende der großen Finanzkrise im Jahr 2009 konnte die deutsche Wirtschaft 2018 noch ein beachtliches Wachstum von 1,5 Prozent hinlegen. Beachtlich ist dieses Wachstum deswegen, weil es zum einen noch über dem langjährigen durchschnittlichen potenziellen Trend-Wachstum von 1,2 Prozent liegt.

Zum anderen war das Jahr 2018 aus der geopolitischen und ökonomischen Sicht ein sehr schwieriges. Zu nennen ist hier vor allem der von den USA angezettelte Handelskrieg mit China und der EU und der damit einhergehenden Belastung der Wirtschaft mit hohen Zöllen und Steuern der Amerikaner, sowie den damit verbundenen Gegenzöllen und Gegensteuern.

Zudem wurde die für die heimische Wirtschaft bedeutende deutsche Automobilindustrie (rund 25 Prozent des gewerblichen Umsatzes in Deutschland und rund 7,7 Prozent der gesamten deutschen Wirtschaftsleistung) im Verlauf des Sommers 2018 infolge der Einführung des neuen verpflichtenden Emissionstestverfahrens (Worldwide harmonized Light vehicles Test Procedure: WLTP) in der Produktion sehr deutlich ausgebremst. Das hierdurch entstandene Produktionsminus konnte dieser wichtigste Wirtschaftszweig bis Ende des Jahres nicht mehr aufholen.

Der oben angesprochene Handelskrieg hatte im Verlauf des Jahres China's Wirtschaft deutlich geschwächt. Neben den „technischen“ Produktionsproblemen

Jährliche Wachstumsrate des BIP und dessen Wachstumsbeiträge									
Jahr	BIP		Inländische Verwendung					Außenbeitrag	
	BIP		Bruttoinves- titionen		Private Konsum- ausgaben		Konsum- ausgaben 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%
2018	1.4%	=	1.1%	+	0.5%	+	0.2%	+	-0.4%

Veränderung der Wachstumsbeiträge im Vergleich zum Vorjahr									
Zeitraum	BIP		Inländische Verwendung					Außenbeitrag	
	BIP		Bruttoinves- titionen		Private Konsum- ausgaben		Konsum- ausgaben des Staates		Exporte abzüglich Importe
2018 / 2017	-0.8%	=	0.4%	+	-0.5%	+	-0.1%	+	-0.6%

Caspara Capital GmbH / Dr. Reza Darius Montassér, 2019

Tab. 1

der Automobilindustrie war diese Schwächung ein weiterer Grund, weshalb eine weitere Tragsäule der deutschen Wirtschaft, namentlich der Export, einen deutlichen Dämpfer erhielt. Zwar waren die preisbereinigten Exporte von Waren und Dienstleistungen 2,6 Prozent höher als im Vorjahr, doch im Vergleich zur Wachstumsrate von 6,2 Prozent im Jahre 2017 sowie dem langfristigen jährlichen Exportwachstum von 5,5 Prozent stellt dies eine deutliche Abschwächung dar.

Auf der Importseite machte sich die sehr robuste inländische Konsumnachfrage in der Form deutlich, dass die Einfuhren mit einem jährlichen Anstieg von 3,4 Prozent (das langfristige Mittel liegt hier bei 4,9 Prozent) deutlicher zunahmen, so dass der Außenhandel hierdurch einen negativen Wachstumsbeitrag von -0,4 Prozent (Vorjahr: 0,2 Prozent) lieferte (vgl. Tab. 1).

1.2. Arbeitsmarkt

Der deutsche Arbeitsmarkt profitierte auch 2018 von der grundsätzlich sehr robusten Konjunkturentwicklung. So stieg die Anzahl der Erwerbstätigen im Verlauf des Jahres im Schnitt um 1,3 Prozent an (nach einem Plus von durchschnittlich 1,5 Prozent im Vorjahr). Mittlerweile befindet sich der deutsche Arbeitsmarkt nicht nur im dreizehnten Jahr des Booms, auch die Zahl der Erwerbstätigen erreichte 2018 den höchsten Stand seit der Wiedervereinigung. Spiegelbildlich sank die Arbeitslosenquote nach 5,7 Prozent in 2017 weiter auf 5,2 Prozent.

1.3. Konsumnachfrage

Die positive Lage am Arbeitsmarkt konnte jedoch nur bedingt dynamische Wachstumsimpulse in Form des privaten Konsums für die deutsche Wirtschaft auslösen. Zwar lieferten die privaten Konsumausgaben und die Ausgaben des Staates einen Wachstumsbeitrag von jeweils 0,5 Prozent bzw. 0,2 Prozent zum Vorjahr, da aber deren Wachstumsdynamik im Vergleich zu 2017 deutlich abnahm, bremste der Konsum das Wachstum des deutschen BIP in der relativen Beitragszurechnung um insgesamt 0,6 Prozent im Vergleich zum Vorjahr (vgl. Tab. 1).

1.4. Außenbeitrag

Im Gegensatz zur grundsätzlich gestiegenen Konsumnachfrage, war der Außenbeitrag per Saldo negativ. So stiegen zwar Exporte (+2,4 Prozent) und Importe (+3,4 Prozent) im Vergleich zum Vorjahr deutlich an, da aber die inländische Nachfrage sich deutlich dynamischer entwickelte als der Verkauf von Waren und Dienstleistungen ins Ausland (hier spürte die deutsche Wirtschaft dank den von den USA ausgelösten Handelskrieg mit China vor allem ab dem zweiten Halbjahr 2018 die nachlassende Weltkonjunktur), lieferte der Außenbeitrag ebenfalls einen negativen Wachstumsimpuls (-0,4 Prozent; vgl. Tab. 1).

1.5. Investitionen

Ein positiver Wachstumsbeitrag kam 2018 im dritten Jahr in Folge von den Bruttoanlageinvestitionen. So trugen diese Investitionen stolze 1,1 Prozent zum deutschen BIP-Wachstum von 1,4 Prozent bei. Für die deutsche Wirtschaft ist dies ein durchaus positives Zeichen, wird hierdurch doch signalisiert, dass die Unternehmen grundsätzlich vertrauensvoll in die Zukunft blicken.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass die deutsche Wirtschaft nach wie vor auf sehr solidem Fundament steht. Dies zeigen nicht nur die gesamtwirtschaftlichen Daten und Indikatoren. Auch die Tatsache, dass der deutsche Staat relativ zur Wirtschaftsleistung vernünftig haushält, führt zu dem, dass einerseits zyklische konjunkturelle Abschwünge relativ sanft verlaufen sollten. Zum anderen hätte der Staat genügend finanziellen Spielraum um bei drohenden deutlicheren wirtschaftlichen Einbrüchen (z.B. bei einem harten Brexit oder bei einer

Ausweitung des US-Handelskrieges mit China oder der EU) fiskalisch effizient gegenzusteuern. Sollten sich die latenten Krisenherde Brexit und US-Handelskrieg im Frühjahr/Frühsummer 2019 zum positiven auflösen, ist davon auszugehen, dass die deutsche Wirtschaft ab dem 3. Quartal 2019 wieder in eine Wachstumsphase umschwenken und damit die ab Mitte 2018 zu verspürende Konjunkturdelle hinter sich lassen wird.

2. Entwicklung der Zinslandschaft Deutschlands

2.1. Einflussfaktoren auf die Zinsentwicklung

Die Zinsentwicklung in Deutschland stand im vergangenen Jahre sowohl im Zeichen der monetären Politik der weltweiten Zentralbanken, als auch unter dem Einfluss der politischen Geschehnisse in Europa und den USA. Zu Beginn des Jahres waren die Zinsen in Deutschland Hand in Hand mit der globalen Zinsentwicklung heftig angestiegen. So kletterte die zehnjährige deutsche Bundesanleihe bis Mitte Februar 2018 auf 0,757 Prozent an. Zum Jahresultimo 2017 lag die zehnjährige Bundesanleihe noch deutlich tiefer bei 0,440 Prozent. Ähnlich deutliche Anstiege verzeichneten zu Jahresbeginn auch die kürzeren und mittleren Laufzeitenbereiche, so dass es zu Beginn des Jahres 2018 insgesamt zu einer Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve kam.

Auslöser dieses breiten Zinsanstiegs waren Aussagen der US-Notenbank und vor allem der Europäischen Zentralbank (EZB), welche darauf schließen ließen, dass die Zeit der

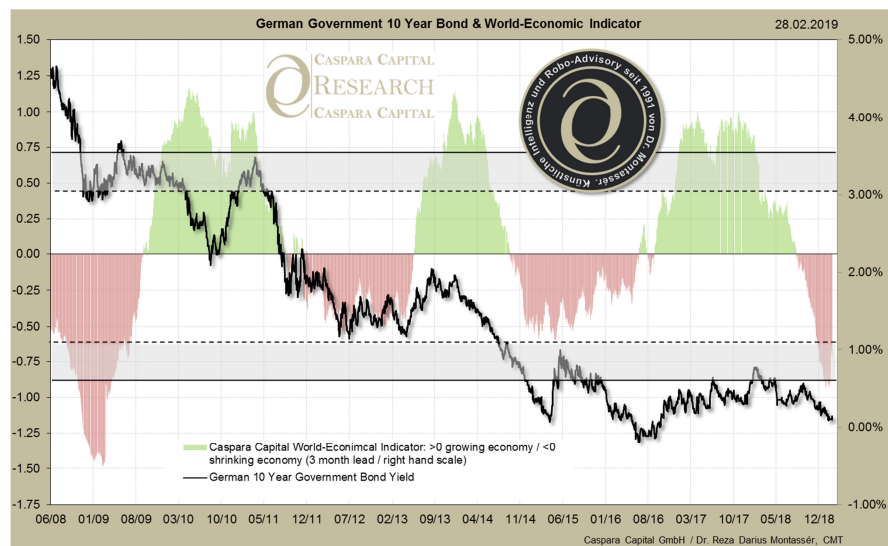


Abb. 1

ultralockeren Geldpolitik sich nun dem Ende neigen würde. Letztere hatte nicht nur das Ende des Anleihekaufprogramms (APP) zum Ende des Jahres 2018 in Aussicht gestellt, auch wurde im Herbst 2017 erstmals verkündet, dass über eine Anhebung der Leitzinsen nachgedacht würde. Auslöser dieser optimistischen Zentralbank-Guidance war die sehr

gute Wirtschaftsentwicklung im Verlauf des Jahres 2017, welche sich bis Jahresende nochmal verfestigt hatte.

Doch im Verlauf des vergangenen Jahres trübte sich die wirtschaftliche Lage zunehmend ein. Die Gründe hierfür sind zwar vielschichtig, aber durchgehend exogener Natur. Will heißen, dass die im Jahresverlauf 2018 vollzogene Konjunkturabkühlung hauptsächlich den, durch politischen und wirtschaftlichen Akteuren verursachten und herbeigeführten, ökonomischen Unsicherheiten geschuldet ist. Zu nennen ist hier vor allem Schädigung der globalen Wirtschaft durch Zollauflagen der USA gegen China im Rahmen des US-Handelskrieges. Diese hatten Anfang des Jahres zu chinesischen Gegenzöllen geführt, was aufgrund der globalen wirtschaftlichen Verflechtungen zu einer spürbaren Abbremsung des internationalen Handels geführt hatte. Abb.1 zeigt anhand des von uns errechneten weltweiten Konjunkturfrühindicators, wie deutlich und abrupt die Weltwirtschaft im Winter 2017/2018 durch den US-Protektionismus abgebremst wurde.

Zum Frühsommer sorgte zudem in Europa die neu gewählte populistische italienische Regierung für starke Unruhe an den Finanzmärkten, nachdem diese angekündigt hatten ihre generösen Wahlgeschenke (z.B. Basiseinkommen für alle, erhebliche Einkommenssteuerreduzierung etc.) durch eine deutliche Erhöhung der italienischen Staatsverschuldung – welche mit 132 Prozent des BIP ohnehin eine der höchsten im Euroraum ist – zu finanzieren. Die Antwort der Finanzmärkte kam prompt: Investoren flüchteten panikartig aus italienischen Staatsanleihen, weshalb sich die Renditen dieser Papiere innerhalb weniger Wochen im Schnitt mehr als verdoppelten. In der Folge dieser wirtschaftlichen Unruhen schlitterte Italien zum Ende des Berichtsjahres in die Rezession.

Der dritte entscheidende wirtschaftliche Bremsfaktor war der Brexit. Denn im Verlauf des Herbst/Winter 2018/2019 kristallisierte sich immer deutlicher heraus, dass Großbritannien keinen wirklichen Plan und auch keine Einigkeit für das Verlassen der Europäischen Union (EU) am 29. März 2019 hat. So wurden fast alle Vorschläge und Vertragsentwürfe, welche die Premierministerin Theresa May mit der EU vereinbart hatte, vom britischen Unterhaus abgelehnt. Je mehr sich die Engländer durch diese Unentschlossenheit und dem offensichtlichen Chaos in eine Sackgasse manövierten, desto mehr

wurde an den Märkten, ob des immer bedrohlicher näher rückenden Brexit-Termins, ein ungeordnetes Verlassen der EU (No-Deal-Brexit) mit all seinen verheerenden Folgen für Wirtschaft und Gesellschaft in Großbritannien und der EU eingepreist.

2.2. Entwicklung der Zinsen und der Zinsstrukturkurve

Insgesamt verlief das Jahr durch die oben dargelegten nach und nach aufkeimenden Wirtschaftskrisen somit ganz anders als zu Jahresbeginn von den Notenbanken und den Marktteilnehmern angenommen.

Daher blieb es auch nicht bei dem eingangs beschriebenen Zinsanstieg. Im Gegenteil: Bereits ab Ende Februar 2018 wechselten die Renditen der Bundeswertpapiere wieder in einen Abwärtstrend, welcher im Großen und Ganzen bis Ende 2018 anhielt und die Zinsen nahe an die 2016er-Tiefs fallen ließ (vgl. Abb.1).

Der überproportionale Zinsrückgang von 0,757 Prozent bis auf 0,229 Prozent ist auch der Tatsache geschuldet, dass Deutschland weiterhin als europäischer Schuldner mit der besten Bonität gewertet wird und damit von den Anlegern vor allem in Krisenzeiten als sicherer Hafen gesucht wird.

Mit dem Fall der Zinsen wich auch die konjunkturelle Zuversicht, welche Anfang des Jahres noch vorgeherrscht hatte, der Sorge, dass all die schwelenden politischen und wirtschaftlichen Krisen (Handelskrieg, Brexit und die populistisch-politische Lage der EU) die ansonsten sehr robuste deutsche Konjunktur nachhaltig schaden könnten. Beachtenswert dabei ist allerdings, dass der Rückgang der Zinsen sich auf den mittleren bis langen

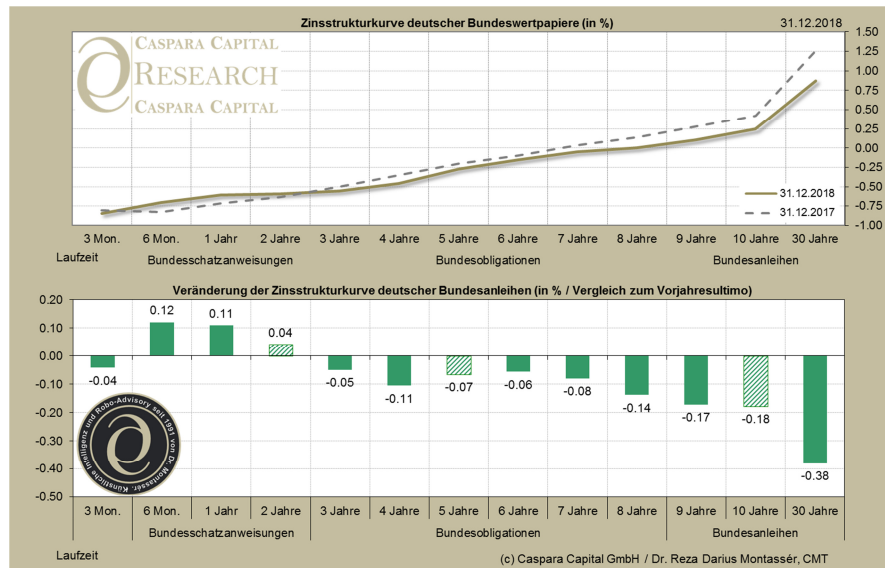


Abb. 2

Laufzeitenbereich beschränkte. Die kurzen Laufzeitenbereiche erfuhren hingegen einen leichten Zinsanstieg (vgl. Abb. 2).

Wir interpretieren diese Abweichung mit der Erwartung der Marktteilnehmer, dass die Europäische Zentralbank (EZB) den seit 2014 negativen Zinssatz für Einlagen bei den Notenbanken (Deposit facility) aufgrund der stark gesunkenen wirtschaftlichen Fragmentierung des Euroraumes und der wieder funktionierenden Kreditvergabe der europäischen Geschäftsbanken sehr bald anheben wird.

2.3. Ausblick auf die Zinsentwicklung

Für das laufende Jahr erwarten wir gemäß unserer ökonometrischen Analysen in der Tendenz einen Anstieg der gesamten Zinsstrukturkurve. Dies führen wir trotz der aktuell vorhandenen öko-

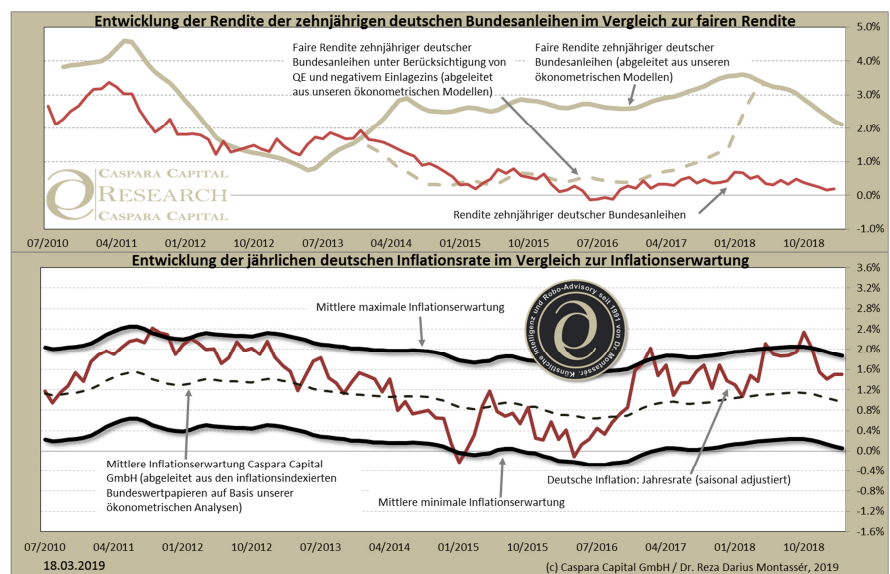


Abb. 3

nomischen und politischen Unsicherheiten hauptsächlich auf zwei Faktoren zurück: 1) Wir gehen davon aus, dass die politisch induzierten Belastungen für die Weltwirtschaft (vor allem der US-Handelskrieg und Brexit) insoweit gelöst werden, dass keine weiteren negativen Auswirkungen hieraus entstehen werden und dass 2) die bereits begonnene Stimulierung der Weltwirtschaft durch die Notenbanken (Zurückhaltung der US Federal Reserve und der Europäischen Zentralbank bei der Straffung der Geldpolitik) und Regierungen (z.B. Kreditlockerung und Investitionsprogramm in China) - bei Ausbleiben neuer Krisenherde – die globale Wirtschaft wieder auf ihren Wachstumspfad zurück bringen wird. Auf Basis unserer ökonomischen Analysen ist davon auszugehen, dass sich die

jährliche Inflationsrate in Deutschland im Jahresdurchschnitt um die 1,4-Prozent-Marke bewegt (oberes Quartil unseres Erwartungsspektrums; vgl. Abb. 3).

Unter Einbeziehung der nach wie vor sehr lockeren und akkommodierenden Zentralbankpolitik erwarten wir, *ceteris paribus*, entsprechend einen mittleren Durchschnittszins der zehnjährigen Bundesanleihen im laufenden Jahr von 0,45 Prozent. Sollten sich aber – entgegen unseren Erwartungen – die aktuellen politischen und ökonomischen Konflikte nicht lösen und somit die aktuelle Wirtschaftsabschwächung rezessive Züge erlangen, würde sich unsere mittlere Erwartung für den zehnjährigen Zins auf 0,10 Prozent für 2019 reduzieren.

3. Entwicklung des Geschäftsumfeldes für die Caspara Capital GmbH

3.1. Kerngeschäft des Instituts

Die Caspara Capital GmbH hat sich im Kerngeschäft auf den Anleihebereich und somit auf das Bondmanagement spezialisiert (aktuell wird ausschließlich der AIF Caspara I von der Tochtergesellschaft Caspara Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH beraten). Daher spielt für die wirtschaftliche Entwicklung des Instituts das Zinsumfeld in USA, Europa und insbesondere in Deutschland eine besondere Rolle.

3.2. Einflussfaktoren auf das Kerngeschäft

Auch das Jahr 2018 blieb für das Institut herausfordernd. Zum einen wirkte sich das manipulative Eingreifen der EZB weiterhin signifikant auf die Entwicklung der deutschen Zinsstrukturkurve aus. Dabei führten das nahe Ende der quantitativen Lockerung zum 31.12.2018 und die von der Notenbank in den Raum gestellte Zinserhöhung für den Spätsommer 2019 zu einer Abflachung der Zinskurve. Zum anderen führten die ökonomischen und politischen Krisen (US-Handelskrieg mit dem Rest der Welt, Wahl der populistischen Regierung in Rom und die Ungewissheit in Zusammenhang mit dem Austritt Großbritanniens aus der EU) zu einer großen Nachfrage internationaler Anleger nach dem sicheren Hafen der deutschen Bundeswertpapiere.

Dies führte dazu, dass trotz des sehr robusten wirtschaftlichen Umfelds und steigender Inflation die Zinsen deutscher Staatspapiere bis zum Jahresende sanken. Ausgenommen

davon waren die kurzen Laufzeiten, welche in Erwartung der Beendigung der ultralockeren EZB-Geldpolitik und damit der negativen Einlagezinsen leicht anstiegen (vgl. Abb.2).

3.3. Entwicklung des AIF Caspara I

Trotz des massiven Einflusses dieser kaum kalkulierbaren externen Faktoren konnte der AIF Caspara I vor Einbeziehung von Managementkosten eine Rendite von 1,92 Prozent erreichen. Seit Auflage des Fonds am 30.09.2016 summiert sich die Überrendite des Fonds gegenüber der Benchmark (10jährige deutsche Bundesanleihen) auf 6,15 Prozent. Mit dieser hohen Rendite gehört die Caspara I zu den Top 10 Prozent-Fonds seiner Kategorie.

Der AIF Caspara I wird seit September 2016 auf Basis eines – durch ein neuronales Netz (KI) gesteuertes – proprietären Handels-, Analyse- und Portfolio-management-systems, welches

seit 1991 in unterschiedlichen Banken erfolgreich im Einsatz war, verwaltet.

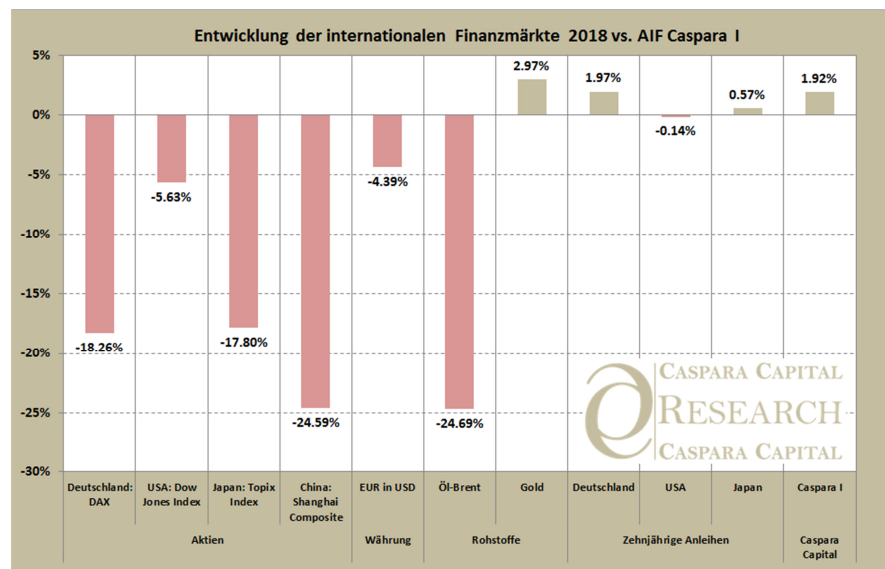


Abb. 4

Vor dem Hintergrund, dass es systematische Anlagestrategien durch häufig wiederkehrende unsystematische Schocks (wie sie 2018 sehr häufig vorkamen) sehr schwer haben positive Renditen zu erwirtschaften, ist die 2018er Caspara I-Bruttorendite von 1,92 Prozent bei einem 99%-VaR von 2,9 Prozent ein deutlicher Beweis für die nachhaltige und robuste Anlagestrategie des Instituts (vgl. Abb. 4).

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 weder zum Kauf noch zum Verkauf irgendwelcher Finanzinstrumente oder Wertpapiere auf. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt 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: 20.03.2019.