



## BEWEGENDE FRAGEN 2018

### HANDELSKRIEG, ZINSRISIKEN UND POPULISMUS VS. STEUERREFORM, GESUNDES WACHSTUM UND ATTRAKTIVE BEWERTUNGEN

*Wir haben uns wieder Fragen gewidmet, die uns alle als Anleger, aber auch zur allgemeinen Einschätzung der globalen Lage, beschäftigen. Da die Märkte kurzfristig von der Politik beeinflusst werden, sind die Fragen in Teilen auch politischer Natur. Das macht sie interessanter, aber auch die Einschätzung schwieriger. Wir richteten uns an einige der von uns favorisierten Vermögensverwalter und liefern Ihnen kontroverse Antworten auf derzeit bewegende Fragen. Es antworteten uns Ufuk Boydak, Vorstandsvorsitzender der LOYS AG, Frank Fischer, Vorstand der Shareholder Value Management AG, Dr. Ulrich Kaffarnik, Mitglied des Vorstandes der DJE Kapital AG, Dr. Uwe Rathausky, mit J. Henrik Muhle Gründer und Vorstand der GANÉ Aktiengesellschaft und Philipp Vorndran, Kapitalmarktstrategie der Flossbach von Storch AG.*

*Die Welt steht unter Druck – unter populistischem Druck. US-Präsident Trump hält sie mit teils noch angedrohten Schutzzöllen in Atem, möchte die USA mit wie auch immer zu blockierendem Wissenstransfer statt mit Fördern von Innovation und Technologieführerschaft einmauern. Europa hat mit einer Einigung zur Migration, welche viel Ungeklärtes und Freiwilliges enthält, ein weiteres Auseinanderdriften der Mitgliedsstaaten vorerst verhindert, immer noch aber liegen die Vorstellungen von Solidarität und zur Vertiefung der Union weit auseinander. Man darf hoffen, dass dies nun sachlicher abgearbeitet wird und auch andere Problemfelder wieder Beachtung finden.*

- **Wie blicken Sie in das zweite Halbjahr 2018, welche Fundamentaldaten – im Gegensatz zu vorstehendem Politischen – sind für Sie ausschlaggebend?**



**Ufuk Boydak**

Ja, der Populismus hat in der Welt an Boden gewonnen und in Donald Trump wohl seinen prominentesten Vertreter gefunden. Auch in Europa wird dieses Phänomen entlang der Lösung des Flüchtlingsproblems sichtbar und hat hier leider die Politiker sehr stark von der

Bearbeitung bedeutender wirtschaftlicher und finanzpolitischer Themen abgehalten.

Auf die Börsen hat dies eine gewisse Unsicherheit übertragen und uns den diesjährigen Seitwärtstrend beschert. Viele Investoren fragen sich, ob sich aus der aktuellen Gemengelage

ein Momentum für eine größere Korrektur entwickeln könnte. Schließlich befinden wir uns bereits im zehnten Jahr der Aufwärtsbewegung nach der großen Finanzkrise und auch die Bewertungen vieler Unternehmen sind in den letzten Jahren überproportional zur Ertragskraft angestiegen.

Hinzu kommt die Zinsentwicklung am US-Markt, wo man mit inzwischen drei Prozent bei den langlaufenden Staatsanleihen eine Alternative zum Aktienmarkt hat. In Europa wird uns das aktienfreundliche Nullzinsumfeld hingegen noch erhalten bleiben und nach unseren Erwartungen gepaart mit den moderateren Bewertungen im internationalen Vergleich zu einer überdurchschnittlichen Entwicklung der Aktienmärkte führen.



**Frank Fischer**

Man wird auch im zweiten Halbjahr die politischen Hemmnisse nicht außer Acht lassen können. Vor allem der Handelskrieg, den US-Präsident Donald Trump immer weiter auf die Spitze zu treiben scheint, wird die Märkte weiter beschäftigen. Was uns Sorgen bereitet,

sind die Ausblicke, die jetzt von den Unternehmen gegeben werden. Der Grund dafür ist einfach: man muss sich nur mal in die Lage des Managements hineinversetzen, dann wird man leicht verstehen, warum die Unternehmen aufgrund der konjunkturellen Eintrübung und des sich verschärfenden Handelskrieges gar nicht anders können, als mit angezogener Handbremse in die Zukunft zu schauen. Die Bereitschaft, unternehmerisch groß ins Risiko zu gehen, wird abnehmen. Das liegt in erster Linie am politischen Umfeld – reines Gift für die Entwicklung an den Märkten.



**Dr. Ulrich Kaffarnik**

Die Erwartungen an das weltweite Wirtschaftswachstum für das zweite Halbjahr 2018 bleiben im Durchschnitt relativ stabil. Zwar hat sich die Situation in Europa und Japan leicht eingetrübt, dafür in den USA aber verbessert. Somit sollten auch die Unternehmensgewinne

in diesem Jahr weiter zulegen, am stärksten in den USA aufgrund der Steuersenkungen und der expansiven Fiskalpolitik. Zu beachten ist zweifelsohne die gestiegene Inflation.

Hier hat der deutlich höhere Ölpreis eine starke Rolle gespielt. Ein weiteres Anziehen würde zu einem Anstieg der Inflationserwartungen führen und könnte die US-amerikanische Notenbank zu einem steileren Zinserhöhungspfad veranlassen und auch die Bondmärkte negativ beeinflussen.



**Dr. Uwe Rathausky**

Unsere Unternehmen, die wir im Portfolio haben, sollten ungeachtet der politischen und börslichen Großwetterlage Jahr für Jahr wertvoller werden. Daher blicke ich mit Zuversicht in die Zukunft.



**Philipp Vorndran**

Die von Ihnen angeführten Beispiele taugen sicherlich dazu, die Stimmung an den Börsen zu dämpfen, zumindest vorübergehend. Erst recht da sie scheinbar geballt auftreten. Nichtsdestotrotz ist das Zinsniveau langfristig die wichtigste Koordinate für Investoren. Wir sind nach

wie vor der Ansicht, dass es keine Zinswende geben wird, zumindest keine, die diesen Namen verdient. In diesem Umfeld sind und bleiben erstklassige und liquide Sachwerte für Anleger unverzichtbar.

► *Auch der Anleihenmarkt war deutlich unter Druck in diesem Jahr. Die Ausweitung der Risikoaufschläge für Italien waren nur ein Grund. Die Zinsen steigen in den USA, in Europa verbleiben sie rekordniedrig. Wie kann man in diesem Umfeld auf der defensiven Seite des Portfolios noch Erträge ohne übermäßige Risiken erwirtschaften?*

**Ufuk Boydak**

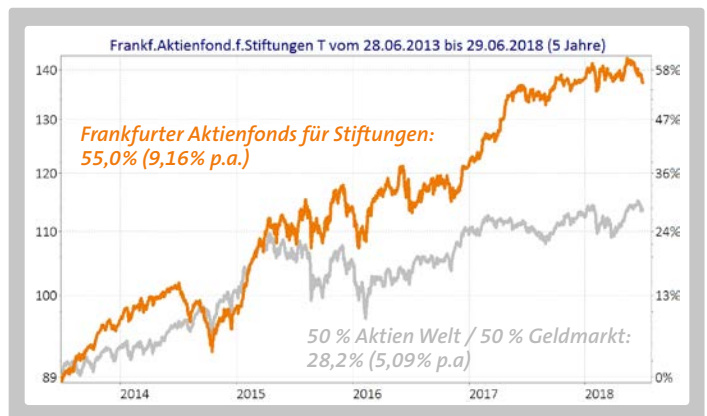
Der Anleihemarkt bleibt schwierig. In Europa lässt sich mit Staatsanleihen schon länger kein Geld mehr verdienen. Spätestens seit 2016, als im Juni die zehnjährigen Bundesanleihen negativ rentierten, waren die goldenen Zeiten des Rentenmarktes passé. Und wir erwarten hier bis auf weiteres keine wesentliche Veränderung. Der aktuelle Zins ist kein Marktzins, sondern ein politischer Zins, der durch das Eingreifen der Zentralbanken über die letzten Jahre herbeigeführt und gepflegt wurde. Hierüber wurde der langjährige Aufwärtstrend an den Aktienmärkten natürlich maßgeblich gestützt. Den klassischen Mischfonds, die sehr häufig als defensiver Baustein in Anlegerportfolios genutzt werden, droht heute ein doppeltes Risiko. Im Falle einer Korrektur am Rentenmarkt droht ein paralleler Wertverlust sowohl auf der Renten- als auch auf der Aktienseite. Für defensive Anleger gilt es hier nach Alternativen zu suchen, damit das Kapital nicht schutzlos der Inflation

auf unverzinsten Terminkonten ausgeliefert wird. Wir bieten hier mit dem abgesicherten Aktienfonds LOYS Global L/S eine Lösung.



**Frank Fischer**

Wir steuern unsere Mandate in erster Linie über die Aktien- und Cash-Quoten, weniger über Engagements am Anleihemarkt. Wenn es die Situation erfordert, sichern wir das Aktien-Exposure mit Hilfe von Derivaten ab.



**Dr. Ulrich Kaffarnik**

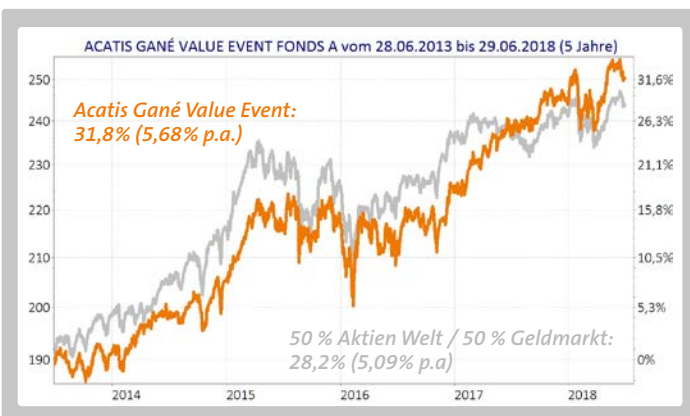
Anleihen in den Industrieländern haben sich in diesem Jahr sehr unterschiedlich entwickelt. Während in den USA aufgrund der Zinserhöhungen durch die FED praktisch alle Bondsegmente Kursverluste verbuchen, haben sich Staatsanleihen in Europa gut behauptet bzw. sogar freundlich (Portugal, Spanien) gezeigt. Ausnahme ist natürlich Italien, wo die neue Regierung konträr zu den Vorstellungen der Europäischen Kommission agiert. Dies dürfte italienische Papiere in der nächsten Zeit weiter belasten. Das eigentliche Drama spielte sich aber in vielen Entwicklungsländern ab, wo eine Mischung aus Zinserhöhungen durch die FED, hohen Engagements ausländischer Investoren aufgrund der guten Performance im letzten Jahr, politischen Unsicherheiten und damit verbundener Währungsschwäche zu einem Ausverkauf geführt haben. Wir bevorzugen bei Anleihen weiter eine vorsichtige Anlagepolitik mit kürzeren Laufzeiten und hoher Selektivität bei

Unternehmensschuldverschreibungen, basierend auf unserem hauseigenen Research. Positive Impulse könnten sich aus Beimischungen in Währungen ergeben.



### Dr. Uwe Rathausky

Von der defensiven Seite des Portfolios würde ich angesichts des Zinstiefs und aufgeblähter Notenbankbilanzen nicht sprechen. Der Anleihemarkt in Europa ist in seiner Breite vollkommen überbewertet. Die Prospektbedingungen werden für Gläubiger immer nachteiliger. Investoren überzeichnen aber trotzdem fast jede Emission und nehmen Abschlüsse bei der finalen Festlegung der Kupons in Kauf. In den USA steigen die Zinsen dagegen wieder, was für Anleihen mit längerer Laufzeit gefährlich ist. Aber für gute Schuldner gibt es bereits wieder 3% p.a. für drei Jahre Restlaufzeit.



### Philipp Vorndran

Die Zeiten, in denen sich risikolos drei oder gar vier Prozent Rendite erzielen ließen, sind lange vorbei. Von daher müssen defensive Investoren opportunistisch vorgehen – auf Anlagegelegenheiten warten und sie dann auch nutzen. So gesehen ist es schön, wenn es Bewegung gibt an den Märkten. Denn dann ergeben sich auch Opportunitäten. Im Falle einiger erstklassiger Unternehmensanleihen beispielsweise, deren Kurse zwar gelitten haben, deren Rückzahlung aber außer Frage steht. Eines jedenfalls ist unseres Erachtens gewiss: Wer langfristig sein Vermögen erhalten will, kommt nicht umhin, Kursschwankungen zu akzeptieren.



► Der „Handelskrieg“ kann weiter eskalieren, die „trump´sche Rauferei“ aber auch in Einigungen ein Ende finden. Wird eventuell China irgendwann damit drohen, keine US-Staatsanleihen mehr zu kaufen bzw. ihre Bestände auf den Markt zu werfen und somit den Dollar unter Druck bringen? Welche Abhängigkeiten hiervon sehen Sie in den von Ihnen gesteuerten Portfolien, wie stellen Sie sich darauf ein?

### Ufuk Boydak

Der amerikanische Präsident Donald Trump ist wahrlich ein Trampeltier zum fremdschämen. Für ihn ist auch die Politik ein Geschäft. Er möchte „Deals“ machen und ist hierbei bereit, mit großer Rücksichtslosigkeit seine Interessen durchzusetzen. Sein Leitspruch „America first“ bringt dieses Verhalten wohl am besten auf den Punkt. Leider wurde hierbei schon eine Menge Porzellan zerschlagen, welches auch mit hohem diplomatischen Geschick nur schwer zu kitten sein wird.

China wird dem Druck der Amerikaner mit klugen Antworten standhalten. Das Gegendruckmittel wird aber nicht der Abverkauf der Staatsanleihen sein, sondern die weiterwachsende Wirtschaftsmacht in der bevölkerungsreichsten Region unserer Erde. Übrigens sind die Chinesen schon lange nicht mehr größter Gläubiger der Vereinigten Staaten. Die amerikanische Zentralbank hält heute über vier Billionen USD an Treasuries und damit rund viermal so viel wie China. Die Chinesen haben das Problem längst erkannt und setzen ihre Dollarposition zur Projektfinanzierung ein, um ihre Interessen und ihren Einfluss im Ausland zu stärken und dabei eine Gegenposition zu ihrem Dollarbestand aufzubauen.

Es ist heute noch nicht absehbar wohin sich der Handelskrieg entwickeln wird und in welchem Umfang er zu Bremseffekten in der globalen Wirtschaft sorgen wird. Für den chinesischen Markt oder ausgewählte Branchen und Unternehmen können wir zwar Einflüsse beobachten, jedoch sind wir hier nicht positioniert, so dass dieses Thema für unsere Überlegungen eine eher untergeordnete Rolle spielt. Wir glauben, dass mittelfristig die Vernunft siegt und sich der Handelskonflikt entschärft.

### Frank Fischer

Wir sind in China nur in einigen wenigen Titeln engagiert. Die Gefahr, dass Peking seine Bestände an US-Staatsanleihen in großem Maße auf den Markt wirft, sehen wir zwar als Möglichkeit, aber als eher unwahrscheinlich an. Denn darunter würden die Renditen der US-Staatsanleihen leiden – und damit auch Pekings Bestände. Aber, wie gesagt, auszuschließen ist das nicht. Es kommt darauf an, wie sehr der Handelskonflikt eskaliert und wie hart China in diesem Konflikt zurückschlagen wird.

### Dr. Ulrich Kaffarnik

Das Konstanteste an Trump scheint seine Inkonstanz zu sein. Es gibt aber einen gemeinsamen Nenner: „America first“. Hier geht es ihm vor allem darum massive Forderungen zu erheben und Drohungen auszusprechen, um in den folgenden Diskussionen möglichst viel für sein Land zu erreichen. Sein Verhalten ist vor allem innenpolitisch motiviert, er präsentiert sich seinen Wählern als starker Mann. Ein solches Vorgehen birgt natürlich das Risiko zu überziehen. Als Portfoliomanager sollte man in diesem Umfeld sehr beweglich sein und sich den mitunter schnellen Änderungen des Kapitalmarktumfeldes anpassen. Grundsätzlich ist aber in den USA von weiter steigenden Zinsen und guten Unternehmensergebnissen auszugehen. Letzteres sollte auch den Aktienmarkt stützen.

### Dr. Uwe Rathausky

Gut möglich, dass Währungen künftig wieder stärker schwanken werden. Wir haben unsere Fremdwährungsbasis im letzten Jahr etwas verbreitert, in dem wir Investments zum Beispiel in Neuseeland und Norwegen eingegangen sind.

### Philipp Vorndran

Die Frage beinhaltet sehr viel Konjunktiv. Fest steht: Ein Handelskrieg kennt keine Gewinner, bestenfalls 2. Verlierer. Ich würde davon ausgehen, dass sich alle Beteiligten dieses Umstandes bewusst sind – und ihre Grenzen kennen. Auch Trump. Von daher gehe ich nicht davon aus, dass dieser Konflikt eskalieren wird. Generell gilt jedoch, dass wir stets versuchen, unsere Portfolios so robust wie möglich aufzustellen. Über eine kluge Asset-Allokation, den Fokus auf Qualitätstitel, ausreichend Cash-Reserve, um handlungsfähig zu sein und den gezielten, aber sorgsam Einsatz von Absicherungsgeschäften.

- *Die Währungen der Schwellenländer haben zuletzt stark gegenüber USD (und EUR) abgewertet. Hierdurch kamen Schwellenländeraktien unter Druck und führen das Ende der diesjährigen Börsenranglisten an. Insbesondere die chinesischen Indizes haben gelitten. Zurecht? Wie reagieren Sie im Rahmen Ihrer Strategie? Eine Gelegenheit zum Kauf oder doch besser absichern?*

### Ufuk Boydak

Die betroffenen Länder, allen vorweg vielleicht Brasilien, importieren über die schwächelnden Währungen natürlich Inflation und treiben die Zinsen, was natürlich die Aktienmärkte belastet. Die Emerging Markets legen daher eine Atempause ein, nachdem sie sich in den letzten Jahren sehr überdurchschnittlich entwickelt hatten. Jedoch profitiert der Export von dieser Entwicklung und sollte das Wirtschaftswachstum positiv beeinflussen. Ohnehin muss man sich darüber im Klaren sein, dass das Wachstum der Weltwirtschaft zukünftig zunehmend in Asien und den Emerging Markets generiert wird. Hier wächst nach wie vor die Bevölkerung und nach wie vor gibt es hier die größten Wachstumspotentiale. Wir profitieren von diesem Trend über die internationale Aufstellung unserer Unternehmen, die wir in unseren Fonds halten und meiden in diesen Märkten eher Direktinvestments. Hierin sehen wir den konservativeren Weg, um an der Wertschöpfung in diesen Märkten zu partizipieren.

### Frank Fischer

Wie oben bereits erwähnt, sind wir derzeit nur punktuell in den Emerging Markets engagiert. Um breit in diese Märkte einzusteigen, ist es aber wohl noch zu früh.

### Dr. Ulrich Kaffarnik

Wir bleiben hier zurückhaltend. Der Risikocktail der Schwellenländer scheint einfach zu stark, zumal Absicherungen häufig nicht möglich oder zu teuer sind.

### Dr. Uwe Rathausky

Mit Ausnahme einer Anleihe der Europäischen Investitionsbank, deren zugrundeliegende Währung der brasilianische Real ist, haben wir kein direktes Schwellenländer-Exposure.

### Philipp Vorndran

Wir denken nicht in den Kategorien „Schwellenländer“ oder „entwickelte Märkte“. Wir denken in Unternehmen, und dann ist es erst einmal unerheblich, wo der Hauptsitz eines Unternehmens ist. Die Qualität entscheidet. Generell erachten wir Korrekturen als Gelegenheit – vorausgesetzt, die Qualität des jeweiligen Unternehmens stimmt.

- *Während die US-Märkte im Plus stehen, ist die Entwicklung in Europa mau. Die Technologielastigkeit der US-Börsen kann ein Grund hierfür sein. Hinzu kommen die erwarteten positiven Effekte der Steuerreform, die langfristig eine Hypothek darstellt, weil sie durch geringere Einnahmen die hohen Staatsschulden der USA noch weiterwachsen lässt. Welche weiteren Gründe für die unterschiedliche Entwicklung der europäischen und der US-Märkte sehen Sie? Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen? Wie positionieren Sie sich hierfür? Welche Branchen favorisieren Sie?*

### **Ufuk Boydak**

Die Musik auf dem internationalen Börsenparkett wird immer noch von den Amerikanern gespielt. Die Marktkapitalisierung des US-Marktes besitzt mit über 40 Prozent nach wie vor den größten Anteil an der Kapitalisierung des Weltaktienmarktes. Deutschland nimmt hier im Vergleich mit nur 1,7 Prozent Anteil eine unbedeutende Rolle ein. Die unter der Trump-Regierung beschlossene und umgesetzte Steuerreform hat zu einem außerordentlichen Gewinnsprung bei den US-Unternehmen geführt und die Kursentwicklung befeuert.

Mittelfristig wird sich zeigen, dass die Reform dem US-Markt nicht das nachhaltige Wachstum und die erhofften Investitionen bescheren wird. Die breite amerikanische Bevölkerung wird dies zu spüren bekommen und es steht zu befürchten, dass dann die Finanzierungslücken des Staatshaushaltes erneut über die Druckerpresse gelöst werden. Innerhalb dieser Gemengelage könnte dann der US-Markt ins Taumeln geraten und angesichts der hohen Unternehmensbewertungen stark fallen. Aber natürlich sollte man sich bewusst darüber sein, dass im Rahmen einer Korrektur des US-Marktes der Rest der Welt nicht unberührt bleiben wird. Wir fühlen uns allerdings mit den moderater bewerteten europäischen Aktien wohler und haben den US-Markt untergewichtet.

### **Frank Fischer**

Prinzipiell ist die Verschuldung ein großes Problem. Das gilt sowohl für die Unternehmen – und hier vor allem für viele amerikanischen Konzerne – aber auch für zahlreiche Staaten, die allzu oft über ihre Verhältnisse leben. In der EU ist dies etwa Italien, um nur ein Beispiel zu nennen. In Europa trüben sich derweil die Stimmungsindikatoren ein, was kein gutes Zeichen für die Konjunkturentwicklung und die Konjunkturerwartungen ist. Diese sind übrigens weltweit auf dem Rückzug und werden über kurz oder lang auch in den USA ankommen. Was einzelne Branchen betrifft, so stellt sich diese Frage für uns nicht, da wir als Value Investoren immer nur das jeweilige Unternehmen im Blick haben, seine Geschäftsaussichten, ein hoher Cash Flow und ein Management, das langfristig agiert und eine auf die Zukunft gerichtete Asset Allokation im Blick hat.

### **Dr. Ulrich Kaffarnik**

Die langfristigen Folgen der US-Steuerpolitik spielen an der Börse derzeit keine Rolle, genauso wenig wie die Rekordverschuldung auf der Welt oder die anhaltende Verschmutzung der Umwelt. Die deutlich bessere Performance der USA ist gerade, aber auch schon in den letzten Jahren, mit der Stärke der Technologietitel zu erklären. Sie spielen international eine Vorreiterrolle, was sich auch in deutlich steigenden Erträgen der Gesellschaften niederschlägt. Der Tech-Sektor zeigt seit Anfang 2015 eine Performance von rund 80%, während der S&P 500 in diesem Zeitraum ein Drittel zulegte. Ein Nachteil für Technologieaktien besteht darin, dass die Investoren in

diesem Bereich deutlich übergewichtet sind, was bei negativen Überraschungen (z.B. regulatorischer Art) eine Verkaufswelle auslösen könnte. Ein genereller Faktor für die unterschiedliche Wertentwicklung zwischen Europa und den USA ist das Vorhandensein einer positiven Aktienkultur in Amerika. Als stärkster Treiber sind aber die Unternehmen selbst in Form hoher Aktienrückkaufprogramme zu nennen. Besonders in diesem Punkt, aber auch bei den Unternehmenserträgen kann Europa nicht mithalten. Trotz niedrigerer Bewertung hängt deshalb „good old Europe“ hinterher.

### **Dr. Uwe Rathausky**

Wir sind sowohl in US-Unternehmen als auch in europäische Unternehmen investiert. Gut geführte Geschäftsmodelle gefallen uns auf beiden Seiten des Atlantiks.

### **Philipp Vorndran**

Die jüngste Indexentwicklung in den USA geht im Wesentlichen auf die großen Tech-Unternehmen zurück, die damit das Bild verzerren und Anleger glauben machen, der US-Markt sei sehr viel teurer als der europäische. Das ist er aber nicht. Nimmt man die großen Tech-Konzerne heraus, für die es in Europa übrigens keine vergleichbaren Unternehmen gibt, ist da kein allzu großer Unterschied bei den Bewertungen zu erkennen. Sicherlich wird die Unternehmenssteuerreform den Schuldenstand der USA weiter in die Höhe treiben. Aber ist das Schuldenproblem in Europa weniger drängend? Ich denke nein.

Wir machen keine Branchenallokation, von daher gibt es auch keine Favoriten. Generell finden sich die von uns bevorzugten Unternehmen aber eher in defensiven Branchen wieder.

► ***Defensive Aktien schwächeln, bieten in Krisenzeiten aber auch Risikopuffer und stabilisieren das Portfolio: Ist mit einem Revival der „langweiligen“ Aktien zu rechnen?***

### **Ufuk Boydak**

Wir bei LOYS haben immer schon gerne in die langweiligen Geschäftsmodelle investiert und meiden die Unternehmen, bei denen die Bewertung zu stark von hohem Wachstum in der Zukunft abhängt. Wir lieben Unternehmen mit starken Cashflows, einer soliden Historie und einer gewissen Berechenbarkeit in der zukünftigen Entwicklung. Wenn Qualität und Preis passen, investieren wir und warten mit Geduld ab, bis der Markt die Unterbewertung des Unternehmens auflöst und wir dann über den Verkauf unsere Rendite ernten können. Mit diesem Vorgehen haben wir in den vergangenen 13 Jahren überdurchschnittliche Ergebnisse erzielt und werden dies auch in der Zukunft tun. Wir raten zu hohen Aktienquoten, aber eben konservativ gemanagt. In diesem Sinne ist es unser Anspruch, unter den Aktienfondsmanagern zu den konservativsten zu zählen.

## Frank Fischer

Unserer Einschätzung nach gibt es keine „langweiligen“ Aktien, sondern nur solche, die Potential aufweisen, oder eben nicht. Wir engagieren uns als Value Investoren bevorzugt in unterbewerteten, und wenn möglich eigentümergeführten Unternehmen mit strategischen Wettbewerbsvorteilen, um auf der einen Seite die Risiken zu reduzieren und gleichzeitig die Renditechancen zu erhöhen. Deshalb halten wir in unseren Mandaten derzeit auch relativ viel Cash, um die weitere Entwicklung an den Märkten abzuwarten und dann bei niedrigen Kursen in attraktiven Aktien wieder einzusteigen. Dabei wird uns bestimmt nicht langweilig.

## Dr. Ulrich Kaffarnik

Einige Sektoren sind in den letzten Jahren völlig aus der Mode gekommen, viele defensive Titel, z.B. aus den Branchen Pharma und Telekommunikation, gehören dazu. Bei mittlerweile reduzierten Bewertungen, stabiler Ertragslage und guten Dividendenrenditen sollte man hier fündig werden.

## Dr. Uwe Rathausky

Wenn Sie jetzt das Argument der fehlenden Value-Jahre und die Rückkehr zum Mittelwert bemühen, dann muss ich Sie enttäuschen. Das wird nicht funktionieren. Die Digitalisierung vernichtet Geschäftsmodelle, Unternehmen und ganze Branchen. Umso wichtiger und schwieriger ist es, die Frage zu beantworten, welches „langweilige“ Unternehmen in fünf Jahren überhaupt stärker dastehen wird als heute.

## Philipp Vorndran

Schlussendlich kommt es auf das jeweilige Unternehmen an. Auf dessen Geschäftsmodell, seine langfristigen Perspektiven und nicht zuletzt dessen Management. Von daher bin ich immer vorsichtig, von den defensiven, obendrein langweiligen Aktien zu sprechen. Wenn wir es denn doch relativ pauschal halten wollen, dann ließe sich sagen, dass echte Qualitätstitel den großen Vorteil haben, in Krisen nicht unterzugehen – und wenn die Krise dann vorbei ist, gewöhnlich schnell wieder aufholen.

*Diese Ausführungen lassen uns mit dem Wissen um die flexibel gesteuerten Portfolios der Verwalter konstruktiv auf das verbleibende Jahr blicken. Die Verwalter berücksichtigen in ihrer jeweiligen Strategie die vorherrschenden Risiken und nutzen Chancen, die sich ergeben. Die Kombination mehrerer Verwalter mit unterschiedlichen Strategien sorgt für geringere Schwankungen auf Depotebene. Die untenstehende Grafik zeigt Ihnen die erfolgreiche Entwicklung der einzelnen Fonds über 5 Jahre auf, welche die Marktsicht der Verwalter abbilden.*



## HABEN WIR IHR INTERESSE GEWECKT?

Gerne erläutern wir Ihnen alle Details in einem persönlichen Gespräch.

### BÜRO MÜNCHEN

Gottfried Krebs  
Tel.: (089) 208 027 127  
Fax: (089) 208 027 450  
muenchen@vermoegenswerk.com

### BÜRO HAMBURG

Florian Baumgartner  
Tel.: (040) 794 163 66  
Fax: (040) 794 163 67  
hamburg@vermoegenswerk.com

### BÜRO BERLIN

Tel.: (030) 450 866 11  
Fax: (030) 450 866 12  
berlin@vermoegenswerk.com

WWW.VERMOEGENSWERK.COM

### HINWEIS

Datenstand: 29.06.2018, Vergleichsindex: 50% MSCI Welt/50% Eonia; Quelle: VWD. Die vorliegenden Unterlagen wurden von VermögensWerk AG auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft werden, erstellt. VermögensWerk AG hat keine Garantie für die Richtigkeit der Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit ändern. VermögensWerk AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile sowie das Einkommen aus Anteilen können schwanken und nicht garantiert werden. Diese Unterlage stellt kein Angebot zum Kauf von Investmentfondsanteilen oder Aktien dar. Die Grundlage für den Kauf von Investmentfondsanteilen sind die jeweiligen gültigen Verkaufsprospekte und aktuellen Halbjahres- und Jahresberichte. Diese können jederzeit bei VermögensWerk AG, Nymphenburger Str. 4, 80335 München angefordert werden. Im Prospekt sind wichtige Angaben zu Risiko, Kosten und Anlagestrategie enthalten.



VERMÖGENSWERK AG  
VERMÖGEN | VERWALTER | AUSWAHL