

Portfolio Management Bericht – 2. Quartal 2017

Unsere Anlagestrategie in der fundamentalen Vermögensverwaltung

Positionierung zu unserem Vergleichsindex (MSCI World) bzw. zur neutralen Aktien/Anleihen Allokation

Aktien Europa	Übergewichtet
Aktien USA	Untergewichtet
Aktien Japan	Untergewichtet
Aktien Asien	Übergewichtet
Aktien Emerging Markets	Übergewichtet
Renten Europa	Untergewichtet
Renten USA	Untergewichtet

Währungsprognosen (Quartalsende)	Aktuell	2017 Q3	2017 Q4
EUR/USD	1,13	1,10	1,08
EUR/GBP	0,89	0,90	0,85
EUR/CHF	1,10	1,10	1,10
EUR/JPY	127,30	130,00	135,00

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Kurz gefasst

- Der Ausblick für das zweite Halbjahr ist für die Eurozone durchaus positiv. Konjunkturindikatoren stehen auf oder zumindest nahe an Rekordständen und das anhaltende Umfeld niedriger Teuerungsrate dürfte der vorherrschenden Konsumfreude ebenso keinen Abbruch tun.
- Auch in den USA ist das konjunkturelle Umfeld in Ordnung. Allerdings ist der Zyklus schon weiter fortgeschritten, wofür die aktuelle Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt ein Indiz ist. Besondere Aufmerksamkeit scheint angebracht, um Zeichen eines möglichen Abschwungs frühzeitig zu erkennen.
- Die geringen Inflationsraten und diesbezügliche Erwartungen geben der Europäischen Zentralbank viel Zeit, um den Leitzins unverändert zu lassen. Eine Reduzierung der Anleihekäufe Anfang 2018 scheint derzeit wahrscheinlich. Die US-Notenbank plant weiterhin eine dritte Zinsanhebung in diesem Jahr.

Rückblick 2. Quartal 2017

Politische Lage ermöglicht freien Blick auf die gute Konjunktur in der Eurozone

Auch im vergangenen Quartal wurden wieder einige richtungsweisende Wahlen geschlagen und die politischen Kräfte stellen sich jetzt anders dar als noch vor drei Monaten. Am deutlichsten ist dies in Frankreich zu sehen, wo der neue Präsident Emmanuel Macron jetzt auch im Parlament eine Mehrheit für seine Bewegung vorfindet. Somit ist der Weg frei, seine Reformvorhaben auch in die Tat umzusetzen. Ebenso wichtig war die rasche Annäherung an Deutschland und die damit einhergehende Stärkung der zuletzt ein wenig eingerosteten Achse Berlin-Paris. Gerade in Zeiten der nun gestarteten Brexit-Verhandlungen ist es wichtig, als geeintes Europa aufzutreten. Das ist in dieser personellen Konstellation sehr wahrscheinlich.

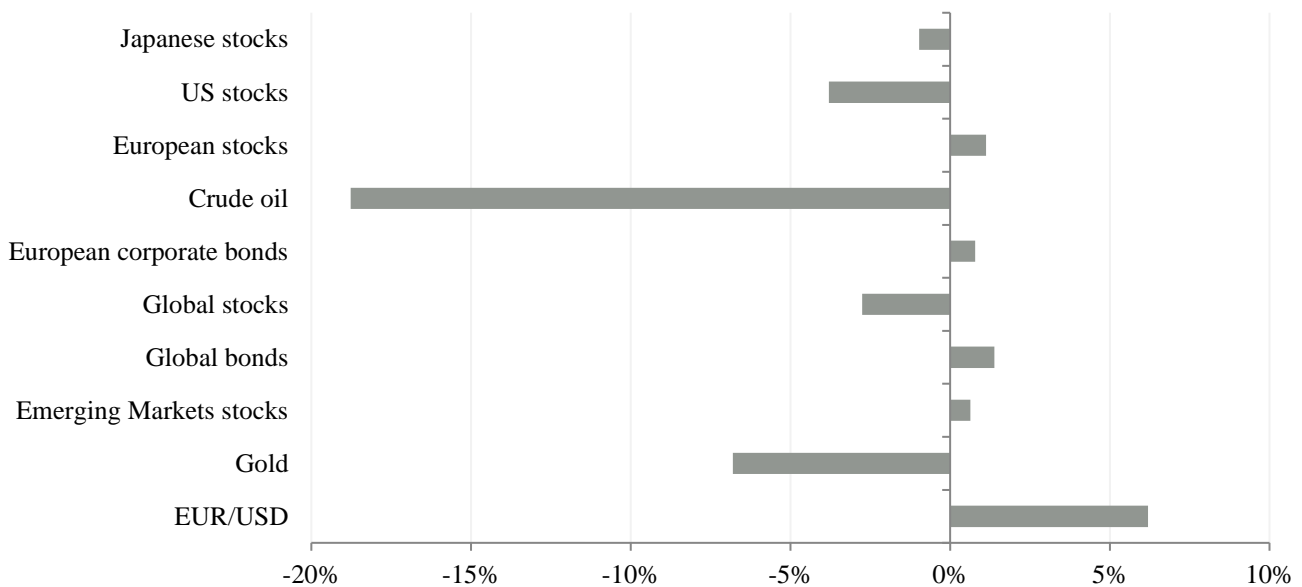
Die britischen Parlamentswahlen brachten indes eine Schwächung für Premierministerin Theresa May. Somit ergibt sich eine durchaus interessante Situation für die schwierigen Verhandlungen. Erste Gespräche zeigten demgemäß auch eine eher amikale Herangehensweise.

Neben der Politik gibt es in der Eurozone aber noch eine überaus dynamische wirtschaftliche Entwicklung. Bereits das erste Quartal war mit einem realen Wirtschaftswachstum von 0,6 Prozent im Quartalsvergleich überdurchschnittlich gut. Selbst wenn sich der Anstieg vermutlich nicht im selben Stärke Ausmaß wiederholen wird, bleibt dennoch das freundliche konjunkturelle Umfeld bestehen. Diese Meinung teilt die Europäische Zentralbank (EZB) offenbar auch, hat sie doch anlässlich ihrer Juni-Sitzung die Konjunkturrisiken als ausgewogen bezeichnet und somit keine Abwärtsrisiken mehr betont. Erwartungen im Hinblick auf einen frühzeitigen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik wurden allerdings enttäuscht. Mehr noch, die Notenbank hat ihre Inflationsprognosen nach unten revidiert und begründete dies mit dem Ölpreisrückgang. Gemäß ihrer aktuellen Einschätzung beträgt die Teuerung in 2019 1,6 Prozent und läge somit weiterhin unter der Zielrate für die Inflation.

Die überzogenen Markterwartungen waren wohl mit ein Grund für die Euro-Stärke gegenüber dem US-Dollar im vergangenen Quartal. Seitens der USA kam in diesem Zeitraum wenig Neues: Die Notenbank hob wie erwartet ihren Leitzins an und sieht diesen nun in einer Bandbreite zwischen 1 und 1,25 Prozent. Zugleich bekräftigte sie ihr Ziel von drei Zinsanhebungen in diesem und dem kommenden Kalenderjahr.

Die Konjunktur rechtfertigt dieses Vorgehen in jedem Fall. Trotz des beinahe schon üblichen relativ schwachen Starts in das neue Jahr deutet wenig darauf hin, dass die US-Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal nicht wieder um etwa zwei Prozent zulegen konnte. Passend zum wirtschaftlichen Umfeld sank die Arbeitslosenrate weiter und liegt aktuell bei 4,3 Prozent. Breitere Aggregate lassen zudem den Schluss zu, dass die freien Ressourcen am Arbeitsmarkt weiter zurückgegangen sind. Im Vergleich dazu steigen die Löhne ungewöhnlich langsam. Zwar ist ein Reallohnzuwachs sichtbar, in der Vergangenheit wären in einem solchen Umfeld jedoch höhere Lohnsteigerungen zu verzeichnen gewesen. So gilt für die USA ebenso wie für die Eurozone, dass der oft unterstellte Zusammenhang zwischen Arbeitsmarkt und Löhnen beziehungsweise in weiterer Folge Preisen nicht oder zumindest kaum funktioniert.

Abb. 1: Performance verschiedener Anlageklassen im zweiten Quartal 2017 in EUR (bis 27.6.2017)



Quelle: Bloomberg

Eurozone: Wirtschaft startet mit bester Laune in das zweite Halbjahr

Wir hatten im Rahmen des letzten Quartalsberichts ja bereits die positiven Entwicklungen diverser Konjunkturvorlaufindikatoren innerhalb der Eurozone hervorgehoben – mit dem Vorbehalt, dass die Realwirtschaft noch folgen müsse. Das ist nun geschehen, das erste Quartal wies mit einem Anstieg der realen Wirtschaftsleistung um 0,6 Prozent im Quartalsvergleich beziehungsweise 1,9 Prozent im Jahresvergleich bereits einen recht guten Wert aus. Ein ähnliches Ergebnis für das zweite Vierteljahr scheint möglich.

Angesichts der besonders guten Stimmungslage bei Unternehmen wie Haushalten ist unser Ausblick für die zweite Jahreshälfte naturgemäß auch positiv. Bei deutschen Unternehmen quer über verschiedene Sektoren ist sogar ein historischer Höchststand zu verzeichnen. Die Produktion für die kommenden Monate scheint somit gesichert. Die steigende Beschäftigung wird weiterhin den Konsum unterstützen, ebenso wie die anhaltend attraktiven Fremdkapitalzinsen. Diese werden offenbar in immer höherem Ausmaß genutzt, die Kreditvergabe an Haushalte nimmt rasch zu. Alleine im Mai wurden neue Kredite in Höhe von 18 Mrd. Euro vergeben. Zudem weist der Arbeitsmarkt in der Eurozone, anders als jener der USA, durchaus noch ein höheres Maß an freien Ressourcen auf. Das Wachstum kann also noch fortschreiten, ohne dass Ressourcenknappheit ein Problem darstellt.

Das ist wohl auch einer der Gründe dafür, dass trotz guter Konjunkturlage und ebenso guter Perspektiven, die Inflation aktuell kein Thema darstellt. Zwar ist in der Eurozone mittlerweile die Angst vor der Deflation gewichen, die EZB-Grenze der Inflation liegt aber ebenfalls in weiter Ferne. Somit besteht auch in den kommenden Monaten keine Notwendigkeit für die Europäische Zentralbank, an der Zinsschraube zu drehen. Der positive Stimulus durch die expansive Geldpolitik bleibt daher auf absehbare Zeit bestehen, was unsere Erwartung einer anhaltend stabilen Konjunktur in der Eurozone unterstützt.

USA: Trotz bereits lange währender Aufschwungphase ist der kurzfristige Ausblick positiv

Die wirtschaftliche Lage der USA ist zweifellos eine gute. Das zweite Quartal wird aller Voraussicht nach das 30. mit positivem Wachstum seit dem Ende der Wirtschaftskrise darstellen. Und es werden wohl noch weitere folgen. Der Konsum dürfte weiterhin eine Stütze für das Wachstum darstellen und wird zudem noch von steigenden Investitionen begleitet.

Die Konsumenten finden derzeit ein Umfeld vor, in welchem Vollbeschäftigung herrscht. Das sorgt für das nötige Vertrauen sowie das Einkommen, das höhere Ausgaben ermöglicht. Der monatliche Netto-Stellenzuwachs liegt über dem Anstieg des Arbeitskräftepotenzials, weshalb die Arbeitslosenrate noch unter ihr derzeitiges Niveau von 4,3 Prozent fallen kann. Allerdings darf man sich, an der Vollbeschäftigung angekommen, auch die Frage stellen, wie lange es noch so weitergehen kann. Leider ist das nicht präzise zu beantworten und der Zeitpunkt des nächsten Abschwungs nicht exakt zu antizipieren. Aber angesichts dieses Umfelds und eines beinahe acht Jahre dauernden Aufschwungs wird unsere Aufmerksamkeit in den kommenden Monaten verstärkt darauf gerichtet sein, Problemherde zu identifizieren, um gegebenenfalls rasch reagieren zu können.

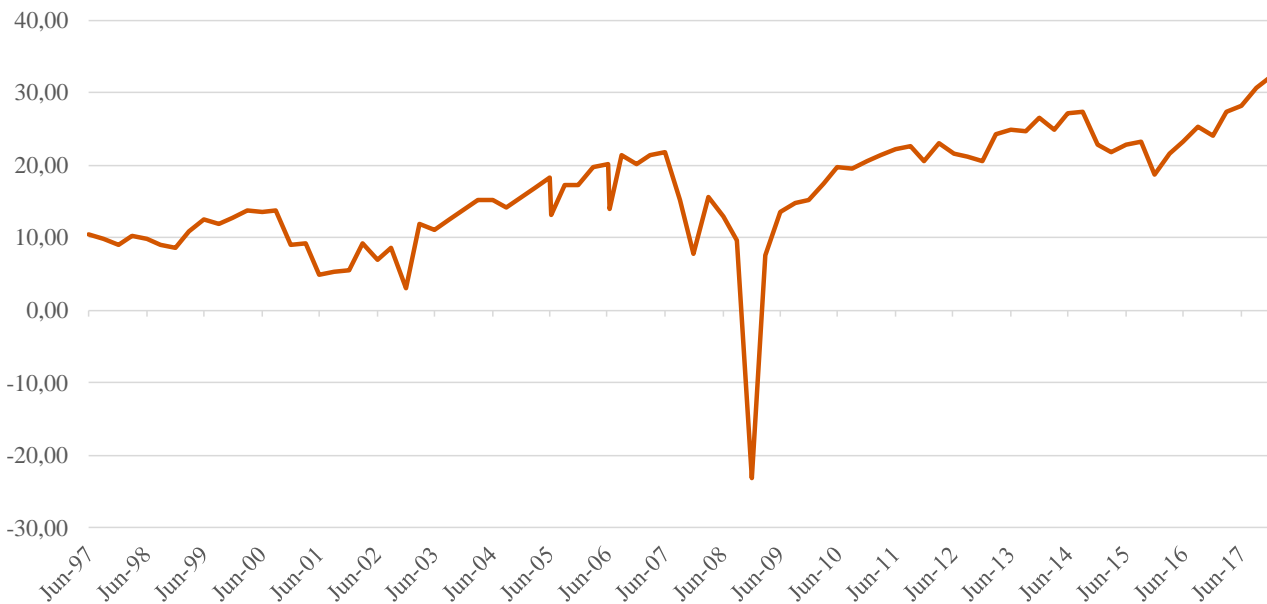
Die US-Notenbank ist sich dessen auch bewusst und setzt ihren Zinsanhebungspfad fort, demgemäß ist noch mit einer weiteren Anhebung in diesem Jahr zu rechnen. Für das kommende Jahr sind ebenfalls drei Schritte geplant. Entsprechend dieses Plans stünde der Leitzins Ende 2018 dann bei etwas über zwei Prozent. Angesichts der gegenwärtigen und der zu erwartenden Teuerung ist das noch immer nicht restriktiv: die Notenbank versucht bewusst behutsam vorzugehen, um auch an den Finanzmärkten keine allzu großen Turbulenzen hervorzurufen. Was diesen Punkt betrifft, so gibt es jedoch noch Handlungsbedarf seitens der Notenbank. Schließlich geht derzeit gerade einmal ein Drittel der Marktteilnehmer von einem weiteren Zinsschritt im Dezember aus. Die Mehrheit glaubt an keine Änderung und somit daran, dass die Notenbank ihren Plan nicht umsetzen wird. Diese Meinung teilen wir nicht. Ein frühzeitiges „Bremsen“ kann helfen, ein überhitzen beziehungsweise eine Blasenbildung zu verringern. Das würde zwar zunächst Wachstum kosten, allerdings den Abschwung weniger tief ausfallen lassen.

Die erwähnte Marktmeinung bezüglich zukünftiger Geldpolitik hat wohl auch dazu beigetragen, dass der US-Dollar im Vergleich zum Euro zuletzt schwächer geworden ist. Sollte sich unsere Meinung allerdings als korrekt erweisen, würde das für einen neuerlich stärkeren US-Dollar in der zweiten Jahreshälfte sprechen.

Gewinndynamik hat Höhepunkt vorerst erreicht

Die Berichtssaison für das erste Quartal 2017 ist fast beendet. Das Wachstum für die Unternehmen des europäischen Stoxx 600 von über 15 Prozent der Gewinne und knapp zehn Prozent der Umsätze liegt weit über den Erwartungen. Die Gewinne der US-Unternehmen entwickeln sich ähnlich gut. Das Umsatzwachstum liegt mit sieben Prozent aber unter dem der Unternehmen in Europa.

Abb. 2: S&P 500, ausgewiesener Gewinn je Aktie in US-Dollar (Schätzungen ab Juni 2017)



Quelle: Standard and Poor's

Angaben zur früheren Wertentwicklung sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Der gute Start spiegelt sich auch in der Entwicklung der Gewinnschätzungen für das Jahr 2017 wider. Tendieren Analysten sonst dazu, ihre Schätzungen zu Jahresanfang nach unten zu revidieren, ist heuer das Gegenteil der Fall. Die Dynamik der Revisionen ist weiterhin aufwärts gerichtet. Einen wichtigen Anteil an den steigenden Gewinnerwartungen haben die Energie- und Bankensektoren. Nach der Aktienmarkttrallie seit Juni letzten Jahres ist aber ein Gutteil des positiven Gewinnumfelds in den Kursen bereits eingepreist. Für die kommenden Quartale sind die Prognosen für das Wachstum nicht mehr ganz so stark. Positive Überraschungen sind notwendig, damit die Gewinndynamik weiterhin als Aktientreiber wirken kann. Die Luft wird also dünner.

Bewertungen sind hoch aber nicht zu hoch

In den letzten Jahren stiegen die Aktienkurse schneller als die Gewinne und die Bewertungen nahmen zu. Europäische Aktien sind aber nicht im selben Maß gestiegen wie US-Titel und vergleichsweise günstiger. Wenn man die erwarteten Unternehmensgewinne für die kommenden zwölf Monate zugrunde legt, ist der europäische Aktienmarkt derzeit mit einem KGV von 15,2 bewertet und der US-Markt mit einem KGV von 17,8. Beide Märkte befinden sich damit über dem 10-jährigen Durchschnitt. Blasen-Niveaus sehen wir aber noch nicht. Vor allem im Vergleich zu den Renditen von sicheren Staatsanleihen sind Gewinnrenditen (Kehrwert des KGVs) nach wie vor attraktiv.

Goldilocks – ein ideales Umfeld für Aktien

Goldilocks steht für ein Szenario, in dem die Wirtschaft moderat und nachhaltig wächst und die Inflationsraten im Rahmen bleiben. Wir befinden uns aktuell in so einem Umfeld. Politische Risiken treten als marktbeeinflussende Faktoren immer mehr in den Hintergrund.

Vor diesem erhöhten wir unsere Aktiengewichtung im April und im Mai in zwei Schritten von einem leichten Untergewicht auf ein leichtes Übergewicht. Eine noch stärkere Anhebung des Risikos halten wir aufgrund der ambitionierten Bewertungen an den Aktienmärkten derzeit für nicht angebracht.

Speziell bei europäischen Aktien sehen wir noch Kurspotenzial. Seit Februar 2017 halten wir diese Region übergewichtet. Im Mai haben wir unsere Portfolios mit der Aufstockung des europäischen Bankensektors zusätzlich etwas zyklischer ausgerichtet. Steigende Inflation, höhere Zinsen in den USA und besseres BIP-Wachstum helfen den Banken.

Auch Asien, speziell China, gehört zu unseren favorisierten Märkten. Die langfristigen Wachstumstreiber sind weiterhin intakt. Das Ende der Erzeugerpreisdeflation führt nun zu höheren Margen und Gewinnen. Das Wachstum der Unternehmensgewinne konnte sich im vergangenen Quartal um über 20 Prozent verbessern.

Trotz Untergewichtung hat die USA einen großen Anteil in unserer Asset Allokation. In den letzten Wochen haben die Anleger erkannt, dass die US-Wirtschaft auch wächst, wenn Präsident Trump seine Finanzreformen nicht durchbringt. Wir sehen den Markt positiv, aber weniger positiv als Europa und Asien.

Im Rentenbereich sind wir untergewichtet und weiterhin kürzer aufgestellt. Wir behalten die großzügige Beimischung von Unternehmensanleihen bei. High Yield und Emerging Markets-Anleihen bieten interessante Möglichkeiten und wurden in den letzten Monaten sukzessive aufgestockt.

Japan: Steigende Nachfrage aus dem asiatischen Raum

Äußerst positiv zeigt sich derzeit die Stimmung der Unternehmen in Japan. Der Reuters Tankan Index wies zuletzt sowohl für das verarbeitende, als auch für das nicht verarbeitende Gewerbe einen Anstieg aus und spiegelt so die positive Stimmung der Unternehmen wider. Gestützt wird diese Entwicklung von guten Exportzahlen, auch wenn die Ausfuhren hinter den Erwartungen zurückblieben. Und auch innerhalb Japans werden Produkte von Ausländern stark nachgefragt. Die Käufe von Touristen in Kaufhäusern sind stark angestiegen und zeigen das Interesse von vor allem chinesischen, aber auch anderen asiatischen Konsumenten an qualitativ hochwertigen japanischen Produkten. Ein Trend, der aufgrund der wachsenden Mittelschicht in der Region anhalten dürfte.

In der letzten Sitzung hat die Bank of Japan keine Änderung der Geldpolitik vorgenommen, jedoch kommuniziert, dass das Volumen der Anleihenkäufe im Rahmen des Quantitative Easing-Programms schwanken kann.

China: Chinesische Aktien in MSCI Emerging Markets

Die Rating Agentur Moody's hat das Rating Chinas um eine Stufe von Aa3 auf A1 herabgesetzt. Begründet wurde dieser Schritt mit der ansteigenden Verschuldung des Landes. Die Entscheidung war im Markt bereits eingepreist worden und führte zu keiner Verwerfung. Von der Regierung wurden bereits Schritte gesetzt, dieser Entwicklung entgegenzuwirken.

Nach jahrelangen Diskussionen hat der Indexanbieter MSCI im Juni chinesische Aktien, die an den heimischen Börsen in Renminbi notieren (A-shares), in den weltweiten Index der Schwellenländer (MSCI Emerging Markets) aufgenommen. Außerhalb Chinas gelistete Aktien sind bereits prominent im Index vertreten. Auch wenn die Gewichtung in diesem ersten Schritt relativ klein ausfällt und die Umsetzung erst 2018 erfolgt, geht es vor allem um die symbolische Wirkung. Außerdem orientieren sich viele Investoren an MSCI Indizes. Gleichzeitig hat die chinesische Regulierungsbehörde angekündigt, die Öffnung des Marktes vorantreiben zu wollen, um internationalen Investoren den Zugang weiter zu vereinfachen.

Indien: Einheitliche Mehrwertsteuer für alle

Mit Anfang Juli kann Indiens Premierminister Narendra Modi eines seiner zentralen Wahlversprechen einlösen. Im Rahmen einer großen Wirtschaftsreform wird das Steuersystem per 1. Juli vereinheitlicht. Zahlreiche unterschiedliche Steuern, die in den Bundesstaaten bisher eingehoben wurden, werden nun zur sogenannten Goods and Service Tax zusammengefasst. Das erleichtert den Transfer zwischen den Bundesstaaten erheblich.

Obwohl die Industrie eine solche Vereinheitlichung lange gefordert hatte, scheint es nun, dass viele Unternehmen dennoch nicht auf diesen Schritt vorbereitet sind. Das Finanzministerium hat daher die Fälligkeit der ersten Abfuhr der Steuer auf September verschoben.

Auch wenn es aufgrund der kurzen Umsetzungszeit zu Schwierigkeiten in der Implementierung kommen dürfte, ist zu erwarten, dass diese Vereinfachung des Steuersystems einen positiven Effekt auf das bereits starke Wirtschaftswachstum des Landes haben wird. Analysen gehen von einem zusätzlichen Impuls von ein bis zwei Prozent in den nächsten Jahren aus.

Anleihen: Zurück zum Start nach sechs Monaten

EZB-Präsident Mario Draghi hat Ende Juni einmal mehr seine Vorstellungen zum zukünftigen geldpolitischen Pfad skizziert. Man kann nun davon ausgehen, dass bereits früh in 2018 die Anleihekäufe zurückgefahren werden. An der Zinsschraube wird indes auf absehbare Zeit nicht gedreht werden. Insgesamt legte Draghi Wert auf die Feststellung, dass die Geldpolitik nicht tatsächlich weniger expansiv werde, sondern die Parameter an die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angepasst würden. Die Hoffnungen der EZB, bald wieder ihr Ziel von zwei Prozent Inflation in Sichtweite zu haben, scheinen sich indes kaum zu erfüllen. Das führte im zweiten Quartal in einigen Segmenten des Marktes zu einem erneuten Rückgang der Renditen. Anleihen konnten so die Verluste des ersten Quartals wieder ausgleichen.

Zusätzlich profitierten Anleiheinvestoren von abnehmenden Ängsten rund um politische Entwicklungen in Frankreich und Italien. Französische Staatsanleihen gehören seit den Präsidentschaftswahlen zu den großen Outperformern und handeln nun zu Renditeaufschlägen nur knapp über den österreichischen Staatsanleihen. Die Reduktion der österreichischen Staatsanleihen in der Hoffnung auf genau diese Bewegung gehörte zu den Entscheidungen des zweiten Quartals. Auch italienische Staatsanleihen haben wir noch deutlich untergewichtet. Diese Untergewichtung hat geholfen, solange Investoren eine Wahl noch 2017 befürchtet hatten, danach allerdings leider geschadet. Nach vorne schauend lässt sich für Staatsanleihen festhalten: Macron konnte letztlich durch spürbare wirtschaftliche Verbesserungen die Rechts- und Links-Populisten deutlich überflügeln und lässt auf Reformen hoffen. Renzi bräuchte in Italien ähnliche Rahmenbedingungen, um an seine Erfolge anknüpfen zu können. Wenn sich diese Rahmenbedingungen (vor allem ein Rückgang der Arbeitslosigkeit) einstellen, werden wir italienische Staatsanleihen wieder stärker gewichten.

In der Zwischenzeit legten Unternehmensanleihen eine starke Performance an den Tag. Vor allem Bankanleihen (nicht nur jene in schlechten Rängen) konnten deutlich zulegen. Das ist nicht nur durch das EZB-Kaufprogramm bedingt, sondern auch meist durch solides Wachstum und Ergebnisse gerechtfertigt und führt zu dem allzu einfachen Schluss, Unternehmensanleihen wären bereits zu teuer. Bei genauerer Betrachtung stellt man aber fest, dass bis zu den Niveaus vor der Krise noch einiges an Performancepotenzial vorhanden ist. Um dieses voll zu realisieren, müssten aber wiederum die politischen Probleme – vor allem Italiens – ausgeräumt werden. Für eine starke Gewichtung der Unternehmensanleihen sprechen aber die aktuellen Renditeaufschläge in jedem Fall.

Rückfragen

Mag. Friedrich Strasser
Mitglied des Vorstandes und Partner
Bank Gutmann Aktiengesellschaft
Tel.: +43-1-502 20-216, friedrich.strasser@gutmann.at
www.gutmann.at

Dies ist eine Werbemitteilung. Die Anlage in Finanzinstrumenten ist Marktrisiken unterworfen. Hinweise auf frühere Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investments zu. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert. Für deren Richtigkeit und Vollständigkeit sowie für das Eintreten von Prognosen wird jedoch keine Gewähr übernommen und jede Haftung ausgeschlossen. Bank Gutmann AG weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe ist ohne die Zustimmung der Bank Gutmann AG untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage stellt nicht auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Anleger ab (gewünschter Ertrag, steuerliche Situation, Risikobereitschaft etc.), sondern ist genereller Natur und basiert auf dem neuesten Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Angebot noch eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Offenlegungspflicht gemäß § 25 MedienG: Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz sind unter folgender Web-Adresse zu finden: <https://gutmann.at/Impressum>.

© Bank Gutmann Aktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich
Tel.: +43-1-502 20-0, www.gutmann.at

Juli 2017