

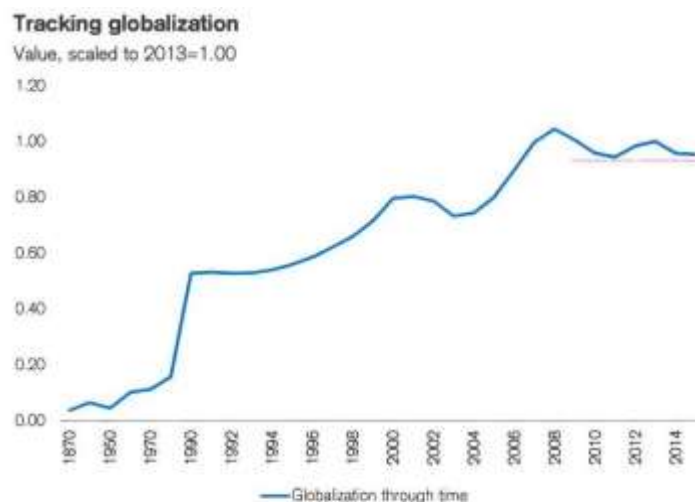
Strategische Perspektiven März 2017

1. USA: Mad man walking, oder eine berechenbare Politik?

Es bringt nichts, das Verhalten von Präsident Trump mehr oder minder blumig oder empört beschreiben zu wollen. Entscheidend ist vielmehr, ob von ihm, oder genauer von den USA in nächster Zeit eine Politik erwartet werden kann, die einigermaßen berechenbar ist.

In Details ist das wegen des derzeit allzu erratischen Führungsverhaltens des Präsidenten schwer möglich. Auch in seiner Rede am 28. Februar hat er es zwar an konkreten Details mangeln lassen, jedoch hat er etliche große Linien gezogen, die sich mit seinen Versprechungen im Wahlkampf weitgehend decken und daher wohl ernst zu nehmen sind.

Das gilt vor allem für die Wirtschaftspolitik. Zu erwarten ist eine steuerliche Entlastung der Unternehmen, auch wenn deren Umfang noch unklar ist, und ein Abbau der Bankenregulierung. International ist dagegen mit erhöhten Handelshemmnissen der unterschiedlichsten Art zu rechnen. Es gibt daher Befürchtungen, daß ein Zurückfahren der Globalisierung und eine Rückkehr zu verstärktem Isolationismus der Weltwirtschaft massiv schaden werde. Allerdings ist nicht zu übersehen, daß die Globalisierung schon seit einiger Zeit stagniert, wie die nachstehende Graphik zeigt, ohne daß dies den derzeit zu beobachtenden Wirtschaftsaufschwung verhindert hätte.



Source: World Bank, Thomson Reuters DataStream, SIPRI, Credit Suisse

Das rechtfertigt zunächst einmal unsere – nicht gerade dem Mainstream entsprechende - Vermutung, daß selbst weitere unerwartete Maßnahmen des Präsidenten die positive wirtschaftliche Entwicklung zumindest des heurigen Jahres kaum beeinträchtigen dürften, auch wenn die längerfristige Entwicklung offen bleiben muss. Ohnedies dürften hinter der Stagnation der Globalisierung Trends stehen, auf die wir später noch zurückkommen wollen.

Ziemlich ausgeprägt ist erstens das Verlangen, die Europäer sollten mehr zu ihrer Verteidigung beitragen, zweitens eine distanziertere Haltung zur EU, vor allem zum Euro und zu europäischen Exporten in die USA, drittens eine härtere Haltung sowohl gegenüber dem angrenzenden Mexiko und gegenüber dem entfernteren Iran. Unklar ist die Haltung zu Russland. Hier gab es anfangs sehr freundliche, zuletzt dagegen deutlich kritischere Stellungnahmen.

Für die Börsenentwicklung wird maßgeblich sein, welche Auswirkungen auf europäische Unternehmen, den Euro – Kurs und die EU in ihrer Gesamtheit zu erwarten sind. Die sind mehrheitlich nicht sehr günstig. Europäische Unternehmen werden sich mit Exporten in die USA vermutlich schwerer tun, wenn sie nicht in den USA selber produzieren oder dort in neue Produktionskapazitäten investieren. Man kann nicht übersehen, daß die reichlich hemdsärmelige und etwas außerhalb der Legalität operierende Art, mit der Präsident Trump einzelnen Firmen direkt gedroht hat, in eben diesen Einzelfällen auch durchaus Erfolge hatte. Damit hat er Präzedenzfälle geschaffen, die andere Unternehmen zum Nachdenken bringen. Am ehesten ist noch mit einer präferentiellen Behandlung Englands zu rechnen, schon weil England sich sehr bemühen und weit entgegen kommen wird, um die Situation nach dem Brexit mit neuen Partnern bestmöglich zu bewältigen.

Das TTIP – Abkommen ist auf absehbare Zeit vom Tisch, und die eigene Federal Reserve wird durch Trump in Verlegenheit gebracht. Die Märkte steuern derzeit auf ein ziemliches Dilemma zu: Die wirtschaftliche Lage in den USA und auch schon in Europa spricht für höhere Zinsen. Aber der EZB fallen Zinserhöhungen schon wegen der Problematik der europäischen Staatsschulden schwer. Daher könnte das wahrscheinlichste zu erwartende Szenario, nämlich eine Zinserhöhung in den USA, aber nicht in Europa, zu einem höheren Dollarkurs und damit zum genauen Gegenteil dessen führen, was Trump haben möchten.

2. Der Optimismus der Analysten

Ungeachtet der politischen Probleme sind die meisten Analysten im Lauf der letzten Monate für die Entwicklung der Aktienkurse immer optimistischer geworden. Die Werte in der nachstehenden Graphik errechnen sich auf etwas umständliche Weise, und zwar wird aus den Änderungen der Kursziele der Analysten für die einzelnen Aktien eines Index errechnet, welcher Indexwert sich ergäbe, wenn alle diese Kursziele erreicht würden. Die hier angegebenen Kursziele für den jeweiligen Index sind also nichts anderes als die Summe der jeweils in den einzelnen Monaten berechneten Kursziele. Wie ersichtlich, sind die Schätzungen von Monat zu Monat gestiegen.

Veränderung (Drift) der Kursziele in den letzten Monaten



Quelle: Daten Bloomberg, Graphik: Privatconsult

Die positive Haltung der Analysten wird durch die Entwicklung der Konjunktur gestützt.

In den USA läuft derzeit die Konjunktur besser als in den letzten Jahren und wird durch weitere Maßnahmen zur Förderung der Wirtschaft zusätzlich unterstützt werden. Diese gedeihliche Entwicklung wird zumindest heuer selbst durch gelegentliche Eskapaden des Präsidenten und auch durch verstärkten Isolationismus nicht so schnell abgewürgt werden. Auch in Europa läuft die Konjunktur momentan besser als erwartet, und das keineswegs nur in Deutschland. Spanien und Irland scheinen das Ärgste hinter sich zu haben, Irland konnte sogar wieder die Staatsverschuldung abbauen. Und der Einkaufsmanagerindex liegt für den

gesamten Euro – Raum auf dem höchsten Stand seit sechs Jahren. Sorgen bereitet nach wie vor Italien, dort stagnieren die Einkommen seit nunmehr 15 Jahren.

Dieses per Saldo schöne Bild wird durch vielfältige politische Risiken getrübt. Die wirtschaftspolitischen Risiken in den USA halten wir aus den angeführten Gründen für überschaubar – einmal abgesehen vom zu befürchtenden Zins- und damit Währungs-dilemma. Die weltpolitischen Risiken werden sich erst dann besser abschätzen lassen, wenn die neue US Regierung ihren Standpunkt und ihre Strategie detaillierter darlegt als bisher.

In Europa dagegen gibt es nicht nur personelle Risiken aus der Unberechenbarkeit des künftigen Führungspersonals, sondern auch strukturelle Risiken. Zu den personellen Risiken muß man doch auch eine Wahl von Frau Marie LePen zählen. Obwohl die Umfragen derzeit darauf hindeuten, daß nunmehr Emmanuel Macron die besten Chancen hat, den zweiten Wahlgang zu gewinnen, ist angesichts des Bildes, das die französische Politikerklasse derzeit bietet, nichts völlig auszuschließen. Und die Haltung von Frau LePen zu Europa ist bekannt. Aber auch das ist nicht die ganze Geschichte. Der französische Präsident hat mehr Bewegungsspielraum als so manch anderer Staatschef. Nur ganz unabhängig von seinem Parlament ist er nicht. Und derzeit sieht es angesichts der Zerrissenheit der französischen Parteienlandschaft so aus, daß jeder der Kandidaten ein großes Problem haben wird, eine ausreichende parlamentarische Mehrheit für vernünftige Reformen zu finden.

Es gibt noch ein weiteres Risiko personeller Natur, auch wenn das etwas anders geartet ist. Die Wahl von Martin Schulz zum Spitzenkandidaten hat der SPD in Deutschland einen unerwarteten Höhenflug beschert. Die aktuellen politischen Kalkulationen gehen davon aus, dass die AfD in Deutschland wieder schwächer wird, nachdem sich die AfD den Luxus interner Personaldebatten bis hin zur Selbstzerfleischung leistet. Für diesen Fall rechnen sich die Befürworter einer Koalition von Rot – Rot – Grün sogar wieder ganz gute Chancen aus. Es liegt uns fern, politische Präferenzen zu äußern, aber der frühere EU – Politiker Schulz hat hinlänglich klar gemacht, daß er eine betont europafreundliche Politik verfolgen wolle, und liegt damit zumindest mit dem Linken Flügel seiner Partei, mit den Linken sowieso, und mit den Grünen auf einer Linie. Mit einer solchen Koalition könnte ein Umschwenken in der Frage einer Vergemeinschaftung der europäischen Bank- und Staatsschulden verbunden

sein. Wer das nicht ernst nimmt, der kennt den massiven Druck nicht, der schon jetzt hinter den Kulissen auf Deutschland ausgeübt wird.

Wir wollen diese Problematik hier gar nicht weitschweifig ausbreiten. Schließlich genügen ein paar Zahlen, um die enorme Brisanz des Themas zu verdeutlichen. Das Volumen der faulen Kredite in der Eurozone wird aktuell mit rund 1000 Milliarden Euro angegeben, und die Targetsalden, (die den Zahlungsverkehr der europäischen Zentralbanken untereinander widerspiegeln) der Deutschen Bundesbank gegenüber anderen europäischen Zentralbanken haben gerade 800 Milliarden Forderungen überschritten. Zugleich hat Italien einen Minussaldo, also eine Verbindlichkeit gegenüber Deutschland in Höhe von 360 Mrd. Euro, Spanien eine solche von 320 Milliarden Euro. Wie soll das je bezahlt werden?

Zu Griechenland hat der Internationale Währungsfonds IWF seine Meinung deutlich genug ausgesprochen: Ohne Schuldenschnitt werden die Griechischen Staatsfinanzen nie in Ordnung kommen, und die von der EU verlangten und vorgeschlagenen Maßnahmen werden genau dieses Ziel ebenfalls nie erreichen. Momentan wird gerade wieder ein neuer Kompromiss angestrebt. Der beinhaltet nach aktuellem Verhandlungsstand eine neuerliche Ausweitung der Schulden und verpflichtet zugleich die griechische Regierung unter anderem zu weiteren Kürzungen im ohnedies schon stark strapazierten Pensionssystem. Die sozialen Spannungen in Griechenland werden dadurch weiter steigen. Dabei werden die Griechen heuer die laufenden Ausgaben durch ihre Einnahmen decken können und ein Wirtschaftswachstum verzeichnen, das derzeit auf 2,7 % geschätzt wird. Das Problem sind die Schulden, und die reichlich problematischen Strukturen des politischen Systems in Griechenland, und nicht unbedingt die Kosten der griechischen Rentner und Sozialhilfeempfänger.

Man kann Draghi, dem Chef der EZB, seine Niedrigzinspolitik aus mehreren Gründen zum Vorwurf machen. Geschädigt werden dadurch nicht nur der sprichwörtliche kleine Sparer, sondern auch die Pensionskassen, und das in einer Phase, in der die Sozialsysteme durch die demographische Entwicklung gerade in eine kritische Phase geraten. Aber man kann Draghi nicht vorwerfen, die Grenzen der Geldpolitik nicht klar genug aufgezeigt zu haben. Er hat immer wieder betont, Geldpolitik könne nur der Politik Zeit für dringend nötige Reformen kaufen, aber sie nicht ersetzen. Genutzt hat die Politik die gekaufte Zeit in Europa nirgends.

In früheren Zeiten, als dieses Bild noch allgemein vertraut war, hätte man von einem Damoklesschwert gesprochen, das über der aktuellen Lage schwebt. Nennen wir es heute anders: Die Wirtschaft zeigt sich erfreulich robust. Aber aus dem politischen Bereich können jederzeit Schwarze Schwäne auftauchen, die viel Unheil anrichten können.

Es gibt schließlich genug mögliche Krisenursachen, die jederzeit virulent werden könnten. Und wenn die europäische Bankenaufsicht sich um immer höhere Eigenkapitalvorschriften bemüht, wird damit zwar die Stabilität im Krisenfall gestärkt, aber die hauptsächliche Krisenursache nicht angegangen. Und die liegt darin, daß der europäische Bankensektor untereinander durch wechselseitige Forderungen und Verbindlichkeiten so eng miteinander vernetzt ist, daß irgendwo entstandene Probleme wie Wellen durch das ganze System laufen – wie es weltweit schon 2008 / 2009 der Fall gewesen ist. Oder mit anderen Worten: Der europäische Bankensektor ähnelt unfreiwillig und zunehmend einem immer größeren Haufen von Mikadostäbchen. Es muß nicht sein, daß das Herausziehen eines einzigen Stäbchens den ganzen komplex gebauten Turm einstürzen läßt. Aber es kann sein.

Dies vor Augen, gäbe es sogar ganz gute Gründe für eine rein defensive Strategie. Aber man verzichtet damit eines ungewissen Risikos wegen auf wirtschaftlich gut begründete Chancen. Vermutlich ist es erfolgversprechender, nur die offenkundigen Risiken nicht einzugehen, risikoferne Aktiva zu bevorzugen und mit den riskanteren Veranlagungen stets nahe dem Notausgang zu operieren. Das klingt etwas glatt, läßt sich aber konkretisieren.

3. Der nervös gewordene Anleihemarkt

Auf dem Anleihemarkt merkt man Unsicherheiten und Erwartungen stets deutlich. Und es sind mindestens 3 Faktoren, die derzeit das Marktgeschehen bestimmen. Im Vordergrund steht dabei die Erwartung höherer Zinsen, die allein schon durch die Besserung der wirtschaftlichen Lage gestärkt wird. Zur Absicherung dagegen bieten sich auf den ersten Blick vor allem kurze Restlaufzeiten an. Das kostet freilich umso mehr Rendite, je steiler die Renditekurve bei zunehmender Laufzeit verläuft. Aber höhere Renditen bei längeren Laufzeiten sollte man nur dann wählen, wenn die Bonität des Schuldners außer Frage steht, man zwischenzeitliche Verluste vor Endfälligkeit gelassen hinnimmt und sich ziemlich sicher ist, das Geld nicht vorzeitig zu brauchen. Keine schlechte Alternative dazu sind Anleihen mit

flexibler Verzinsung, sogenannte Floater. Da solche eher selten von Adressen erster Bonität begeben werden, empfehlen sich am ehesten spezielle Fonds für solche Anleihen.

Aus den bereits genannten politischen Risiken ziehen wir seit längerem den Schluß, nicht nur auf Staatsanleihen, sondern ebenso auf europäische Bankanleihen zu verzichten, und sehen uns durch die jüngste Entwicklung in dieser Auffassung nur bestärkt. Gerade der Februar hat gezeigt, wie schnell es zu teils beachtlichen Kursschwankungen kommen kann. So stiegen die Kurse zweijähriger deutscher Bundesanleihen binnen eines knappen Monats so stark, daß die Effektivrendite von minus 0,64 auf minus 0,95 weiter gefallen ist. Da waren Anleihekäufe der EZB vermutlich nicht ganz unbeteiligt, aber in solchen Entwicklungen spiegelt sich auch die Nervosität der Anleger, die aus Anleihen anderer Länder in die Deutschlands wechseln.

Der dritte erwähnte Punkt sind die nunmehr wieder gestiegenen Inflationserwartungen. Auf den ersten Blick scheint die beste Strategie der Kauf von Anleihen oder von entsprechenden Fonds zu sein, bei denen die Verzinsung von einem Inflationsindex abhängt. Derartige Fonds haben derzeit hohe Zuflüsse, in Deutschland allein stecken rund 26 Milliarden in solchen Fonds. Aber Achtung. Die meisten inflationsgeschützten Anleihen stammen zumindest in Europa aus Frankreich, und kaum ein einschlägiger Fonds will auf sie verzichten. Und zweitens zahlen sich solche Anleihen nur aus, wenn die üblicherweise niedrigere Basisverzinsung solcher Anleihen auf Grund der Inflation so stark steigt, daß dieser Startnachteil ausgeglichen wird. Davon ganz abgesehen besteht durchaus keine Einigkeit darüber, welche Inflationsraten zu erwarten sind. Wir meinen, daß die Hauptursache der jüngsten Beschleunigung der Preisanstieg bei Rohöl gewesen ist, so wie der vorangegangene Preisverfall wesentlich zur längeren Preisstabilität beigetragen hat. Zwar könnte die bessere Konjunktur über gestiegene Lohnkosten zu höheren Preisen führen. Aber diesen Faktor sollte man nicht überschätzen. Die nachstehende Graphik der Societe Generale zeigt jene Inflationserwartungen, die sich aus tatsächlich abgeschlossenen Börsengeschäften wie etwa Swaps errechnen lassen, und in der gestrichelte Linie die Erwartungen der Bank. Auch die rechnet auf mittlere Sicht nicht mit einem Anstieg der Inflationsrate über ca. 1,5 %.

Aktuelle Inflationserwartungen

► Equally, European inflation expectations may also be underpriced by the market



Source: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics, market expectations for euro area HICP ex tobacco; Bloomberg quarterly estimates for HICP % yoy. Data as at 06/01/2017. Past performance is not a reliable indicator of future performance. The figures relating to future performance are a forecast and are not a reliable indicator of future results.
January 2017

Man kann und sollte im eigenen Portfolio diese Möglichkeit einer steigenden Inflation durch entsprechende Investments der skizzierten Art berücksichtigen, muß aber – wieder einmal politische Wechselbäder ausgenommen – eher nicht von einem sonderlich dramatischen Anstieg der Inflation ausgehen.

4. Aktien als immer noch attraktivste Veranlagungsform

Kommen wir auf das eingangs erwähnte Thema der Globalisierung zurück. Der englische Economist hat sich unlängst mit dem Phänomen befasst, dass gerade die grössten multinationalen Konzerne in den letzten Jahren stagnierende, wenn nicht überhaupt rückgängige Gewinne zu verzeichnen haben, wovon vor allem Unternehmen der „Old Economy“ wie etwa Getränkehersteller (Coca Cola) betroffen seien. Noch ist das Phänomen unklar, aber ganz vernachlässigen sollte man es bei eigenen Dispositionen nicht.

Sehen wir lieber in die nächste Zukunft. Nach der Gewinnentwicklung der Unternehmen waren schon die bisherigen Kurssteigerungen durchaus gerechtfertigt. Als bedenkenswertes Kommentar zum Anstieg der Kurse in den letzten Wochen hat ein deutsches Wirtschaftsblatt vorgerechnet, daß der Anstieg des DAX in den ersten Wochen des Jahres um 14,8 % ziemlich genau der durchschnittlichen Steigerung der Gewinne der 30 DAX – Unternehmen von 2015

auf 2016 entspricht. Der machte nämlich nach dieser Quelle gerade 15 % aus. So völlig unerklärlich ist daher auch beim DAX der Zuwachs nicht.

In den USA sind die Analysten im Moment geradezu euphorisch, die meisten erwarten durchschnittliche Gewinnsteigerungen der größten Unternehmen im zweistelligen Bereich. Nun ist es leider alte Tradition, daß Analysten am Jahresanfang immer wieder besonders optimistisch für die Gewinnentwicklung sind, und diese Hoffnung während des Jahres immer wieder zurückschrauben müssen. Aber eine positive Tendenz ist vorhanden, und die passt recht gut zur erfreulichen Konjunktorentwicklung.

Was sich allerdings schon zeigt, ist eine zuletzt doch deutlicher werdende Überbewertung amerikanischer Aktien. Die nachstehende Graphik von JP Morgan zeigt, daß der Bewertungsabstand zwischen europäischen und amerikanischen Aktien doch wieder recht groß ist.

Die unterschiedlichen Bewertungen amerikanischer und europäischer Aktien



Um es kurz zusammen zu fassen: Konjunkturlage und bisherige wie auch voraussichtliche Ertragslage sprechen für Aktien. Nach den Kurssteigerungen der letzten Wochen ist es vermutlich angezeigt, mit konkreten Käufen auf technische Rücksetzer zu warten. Aber ein baldiger Konjunkturrückgang ist weit weniger zu fürchten als Schwarze Schwäne, die aus dem politischen Bereich einfliegen.

Entgegen einer alten Tradition wollen wir diesmal nicht einzelne Aktien zum Anschauen empfehlen, sondern im Gegenteil zur Vorsicht raten: Die Aktie von **Snapchat**, einer neuen

Spielform von Social Media, ist mit einem ungeheuren Werbeaufwand an die Börse gebracht worden, und es gibt vermutlich wenig Anleger auch in Europa, die nicht zumindest Mails erhalten haben, in denen auf diese großartige Chance hingewiesen worden ist. Jeder, der noch überlegt, sei darauf hingewiesen, daß der Verlust bisher größer gewesen ist als der ganze Umsatz, und daß die Gewinnung neuer Kunden nur sehr schleppend verläuft, so daß sich an diesem eher krassen Verhältnis zweier wichtiger Unternehmenskennzahlen in absehbarer Zeit auch kaum etwas ändern wird.

Wien, am 7.3. 2017

Privatconsult Vermögensverwaltung Ges.m.b.H.

Telefon: +43 (0) 1 535 61 03 39

E-Mail: office@privatconsult.com

Impressum: Medieninhaber ist die Privatconsult Vermögensverwaltung GesmbH, Wien. Gegenstand des Unternehmens ist die gemäß WAG konzessionierte Vermögensverwaltung. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es bestehen keinerlei Treuhandschaften.

Disclaimer: Dieser Bericht ist im Sinne des WAG rechtlich lediglich als Marketinginformation zu verstehen, und nicht als Verkaufsprospekt. Alle Angaben in diesem Bericht stammen aus für zuverlässig gehaltenen Quellen, sind aber ohne Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der jeweiligen Information. Eine Haftung für direkte oder allfällige Folgeschäden aus der Nutzung dieser Informationen ist daher ausgeschlossen. Sie ersetzen auch keine persönliche, auf die individuellen Verhältnisse abstellende Beratung. Diese Aussendung bedeutet daher weder eine Finanzanalyse noch eine Anlageberatung im Sinne des WAG oder BWG noch eine verbindliche Auskunft, noch auch ein Anbot zum Abschluss eines Beratungs- oder Auskunftsvertrages oder eines Wertpapiergeschäftes. Weil es sich nicht um eine Finanzanalyse handelt, wurde diese Ausarbeitung auch nicht unter Einhaltung der Vorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Jegliche Erwähnung eines Wertpapiers ist als Weitergabe einer bei Dritten eingeholten Sachinformation zu werten, die den gerade genannten Einschränkungen unterliegt, und damit weder als pauschale Kauf- oder Verkaufsempfehlung, noch als persönliche Empfehlung an den Empfänger dieser Aussendung zum Kauf oder Verkauf eines der Wertpapiere. Auf die Zukunft bezogene Aussagen sind allein auf Grund heutiger oder vergangenheitsbezogener Daten erstellt und unterliegen daher erheblichen Unsicherheiten. Auch ist es nicht möglich, im vorliegenden Zusammenhang alle Risiken zu erwähnen, die bei der Entscheidung über Investitionen in erwähnten Veranlagungsinstrumenten berücksichtigt werden sollten. Grundlage für Investitionsentscheidungen können immer nur die individuellen Verhältnisse und Risikoprofile sowie eine vollständigere und aktualisierte Datenlage sein.