

2. Quartal 2017: Marktbericht und Ausblick

Marktüberblick (seit 01.01.2017)



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Neue historische
Höchststände

überfällige
Marktkorrektur
bereits im Gange

Wie schnell doch das erste Halbjahr 2017 wieder Geschichte ist - für uns ein guter Zeitpunkt Zwischenbilanz zu ziehen. Das zweite Quartal war für Aktionäre, sowohl in Europa als auch den USA mit neuen historischen Höchstständen sehr zufriedenstellend, wobei ein Teil der Gewinne gerade in der letzten Handelswoche wieder abgegeben wurde. Die Rentenmärkte korrigierten weiter (Staatsanleihen) bzw. traten auf der Stelle (Unternehmensanleihen). Überraschend schwach präsentierte sich im abgelaufenen Quartal der US-Dollar und ließ US-Investments für Euro-Anleger teilweise ins Minus rutschen. Der Goldpreis trat per Saldo ebenfalls auf der Stelle.

Unsere Einschätzungen für das 2. Halbjahr 2017:

US Wachstum
schwächt sich ab, FED
bereits „hinter der
Kurve“?

EZB bereitet weiter
den behutsamen
Ausstieg vor

Politische Risiken in
Europa abgenommen
- Sorgenkind Italien

- Seit der starken Erholung zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 2016 mehren sich nun die Zeichen, dass das globale Wirtschaftswachstum an Dynamik verliert.
- Die FED hält an ihrem Zinserhöhungsmodus fest, während das lange (Zins-) Ende sich weiter einengt – eine Verflachung der Zinsstrukturkurve ist die Folge.
- Die EZB verändert ihre Rhetorik und bereitet die Märkte auf ein Ende ihrer expansiven Geldpolitik vor – 2018 sollte die nächste Reduzierung des Anleihekaufprogramms anstehen.
- Wir sehen im zweiten Halbjahr eine nachlassende US Wirtschaft aufgrund sich abschwächenden Wachstumsimpulsen voraus – so lassen die geplante Steuerreform, wie auch angekündigte Infrastrukturmaßnahmen weiter auf sich warten.
- China konnte die Handelsspannungen mit den USA reduzieren – allerdings müssen die Auswirkungen einer verschärften Finanzregulierung im Auge behalten werden.
- In Europa erwarten wir ein solides, anhaltendes Wachstum – als Risiko sehen wir weiter Italien, die ein Struktur- und Bankenproblem haben.
- Wir gehen von deutlich stärkeren Schwankungen im zweiten Halbjahr aus – sowohl an den Zins- als auch an den Aktienmärkten. Risikomanagement und Timing bleiben daher wichtig.

Mehr Volatilität bei
Anleihen erwartet, aber
kein Crash

Anleihen: Nachdem die niedrigsten Renditen der Geschichte sehr wahrscheinlich hinter uns liegen, gilt es, sich auf höhere Zinsen einzustellen. Auch wenn wir keinen Rentencrash erwarten, können aufgrund fehlender, laufender Verzinsung bereits leichte Zinserhöhungen zu Kursverlusten führen. Ein aktives Management bleibt daher ein wesentlicher Erfolgsfaktor.

Defensive Ausrichtung
bei Aktien präferiert

Aktien: Eine weiterhin defensive Aufstellung mit der Konzentration auf Titel, die nicht in den großen Indizes enthalten sind und weniger stark mit den Gesamtmärkten korrelieren, wird präferiert. So wurde in die Stärke des Marktes netto Aktienvolumen verkauft und Nachkäufe nur bei temporärer Marktschwäche und besonderen Opportunitäten getätigt.

Gold bleibt
strategischer Baustein

Substanzenanlagen: Gold handelte in einer sehr engen Spanne um 1.250 USD im Durchschnitt. Es bleibt für uns ein fester Bestandteil in einem robusten Portfolio, um für den Fall der Fälle gewappnet zu sein.



Finanzmärkte

„Wann kommt der große Einbruch?“ Das ist eine in der letzten Zeit immer häufiger gestellte Frage unter Investoren und Anleger. Nach den starken Kursgewinnen am Aktienmarkt bewegt diese Frage viele. Und tatsächlich, mit Beginn des meteorologischen Sommers und dem gefühlten Sommerloch steigt das Risiko für „Unfälle“ oder Ereignisse, die in einer Phase fehlender Impulse aus Unternehmen und Wirtschaft potentiell Auslöser für Korrekturen sein können. Allein der von den Notenbanken angestoßene Prozess des Übergangs einer aggressiv expansiven Geldpolitik hin zur Normalität könnte zu Verwerfungen an den Märkten führen. Auch politische Risiken wirken sich in einem solchen Umfeld deutlich stärker an den Kapitalmärkten aus. In der vergangenen Phase einer extrem lockeren Geldpolitik und eines langen konjunkturellen Aufschwungs waren diese sehr häufig ein „non event“. Besonders die veränderte Handelspolitik der USA, die zu „De-Globalisierung“ und zukünftig zu vermehrten „Division Trades“ führt (die Volkswirtschaften dividieren sich mehr und mehr auseinander und handeln weniger miteinander), sollte zu weniger bilateralem Handel führen und das globale Wachstum schwächen. Die Folge wäre weniger Wohlstandsgewinn für alle. Aus unserer Sicht müssen Investoren sich auf diese Situation vorbereiten. Aktuell erachten wir es nicht für sinnvoll, große Risikopositionen einzugehen. Es ist eher an der Zeit abzuwarten und, im Falle von Verwerfungen, aufgebaute Liquidität zu investieren.

Sommerloch macht Märkte für globale Risiken anfällig

US-Handelspolitik führt zu „Division Trades“

Risiken und Unsicherheiten

Risiko	Wahrscheinlichkeit (mittelfristig)	Ökonomische Kosten
Protektionismus	niedrig	hoch
Erstarken des Populismus	mittel	mittel
Spezielle Risiken		
Brexit	hoch	mittel
Griechenland	mittel	limitiert
China / Kreditblase	mittel	hoch
(Banken)-Krise Italien	mittel	hoch
FED/EZB Zinszyklus	hoch	mittel
Geopolitischer Konflikte (Nordkorea)	mittel	abhängig vom Konflikt

Quelle: eigene Einschätzung

USA

Derzeit deuten nur wenige Anzeichen auf neue Wachstumsimpulse durch die „Trump-Reflation“ hin. Weder in Bezug auf die Steuerreform noch bei den Infrastrukturmaßnahmen sind Fortschritte vor Jahresende zu erwarten. Wir haben gehörige Zweifel, dass fiskalpolitische Impulse vor 2018 einen Wachstumseffekt entfalten. Beide Projekte waren Wahlversprechen Trumps und hatten bei den Anlegern stets die Hoffnung auf ein beschleunigtes Wirtschaftswachstum in den USA geweckt. Immer klarer zeigt sich nun aber, dass im weiteren Jahresverlauf Enttäuschungen anstehen und es ungemütlicher an den Märkten werden könnte. Auch der verlangsamte Preisanstieg am Immobilienmarkt deutet darauf hin, dass stärkeres Preis- und Einkommenswachstum in den USA nicht nachhaltig sein könnte.

Die Politik der US-Notenbank FED reflektiert diese Entwicklung der fiskalpolitischen Schwäche. Sie bleibt bei ihrer Politik der moderaten Zinserhöhungen und wird vorerst keine Beschleunigung vornehmen. Allerdings steht ein Kurswechsel in ihrer Geldpolitik an, der Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben könnte. So wird sie die Wiederanlagepolitik ihrer Anleihekäufe verändern, was einerseits zu einer Rückführung der Bilanz führt und andererseits die Dollarliquidität im globalen Finanzsystem quantitativ reduzieren wird. Gerade die Ausweitung der Liquidität führte dazu, dass viele Assetklassen in der Vergangenheit deutlich an Wert gewannen. Somit ist die sukzessive Rückführung ihrer Bilanz über die Reduzierung der Wiederanlage von US-Staatsanleihen ein wichtiger Test dafür, ob die Volatilität an den Märkten im weiteren Jahresverlauf so niedrig bleiben wird. Dieser Test ist vor dem Hintergrund spannend, da sich das Zinsniveau am langen (Zins-) Ende seit einiger Zeit weiter einengt und zu einer flacheren Zinsstrukturkurve führt. Das langfristige Zinsniveau spiegelt die Inflations- und Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer wider. Somit trifft die aktuelle Reduktionspolitik der FED zeitgleich mit einem vom Markt erwarteten schwächeren Wirtschaftswachstum zusammen. Diese Entwicklung werden wir genau verfolgen und rechnen unverändert für das zweite Halbjahr mit stärkeren Ausschlägen an den Finanzmärkten.

Marktteilnehmer zweifeln zunehmend die „Trump-Reflation“ an

US-Zinsstrukturkurve verflacht sich weiter - Vorbote einer schwächeren Konjunktur?



Europa

Europa im Spannungsfeld:

gute Konjunkturdaten und positive Wahlausgänge

vs.

Notenbank, die geldpolitischen Rückzug vorbereitet

In Europa sollte das stabile Wachstum auf niedrigem Level weiter anhalten. Besonders der Sieg der europafreundlichen Partei um Emmanuel Macron bei den französischen Präsidentschaftswahlen hat die Aussichten verbessert und schürt bei den Anlegern neue Hoffnung auf eine sich wieder erstarkende deutsch-französische Politik in Europa. Selbst die Idee eines europäischen Budgets und Finanzministers ist in dieser neuen Konstellation nicht mehr ausgeschlossen. Gleichzeitig könnten sich die Brexit-Gefahren für Großbritannien verschärfen, da das Wahlergebnis die Entschlossenheit der EU-Staatschefs stärken sollte, Großbritannien als eine Warnung für andere Länder einen hohen Preis für ihren Austritt zahlen zu lassen.

Verbesserungen am europäischen Arbeitsmarkt sind ebenfalls sichtbar, allerdings scheint das Lohnwachstum eher schwach zu bleiben. Somit dürfte die Gesamtinflation im ersten Quartal ihren Höhepunkt erreicht haben. Ein nachlassender Ölpreis und die Kostenentwicklungen bei Nahrungsmitteln sprechen nicht für eine höhere Inflation. Unter diesen Rahmendaten wird eine Zinserhöhung auf absehbare Sicht, zumindest bis zum Ende der Amtszeit von Mario Draghi in 2019, weniger realistisch. Wir gehen aber davon aus, dass in 2018 eine weitere Reduzierung des Anleihekaufprogramms („Tapering“) ansteht, alleine deshalb, da das Angebot an „kaufbaren“ Anleihen sich deutlich reduziert hat. Dieses ändert aber wenig an der Tatsache, dass die Zinsen in der Eurozone niedrig bleiben (müssen), um die angehäuften Staatsschulden langfristig zu finanzieren. Besonders die unterschiedliche Leistungsfähigkeit der einzelnen Mitgliedsländer macht es der EZB besonders schwer einen ersten Schritt auf der Zinsleiter zu gehen.

Italien weiterhin mit großem Reformstau und damit DAS Risiko für den Euro

So erscheint besonders Italien immer mehr in den Fokus des Euro-Mitgliederverbund zu rücken. Nachdem nötige Strukturreformen im Land bis heute nur unzureichend umgesetzt wurden und auch die aktuelle Bankensanierung über eine europäische Gesetzeslücke durch den italienischen Steuerzahler finanziert wurde, kann nicht von einer Verbesserung der Struktur gesprochen werden. Vielmehr gewinnt man den Eindruck, dass sich der Rückstand Italiens zu den anderen Ländern der Eurozone (Ausnahme Griechenland) vergrößert hat und in Zukunft noch größer werden könnte. Ab September kann es Wahlen in Italien geben und man darf gespannt sein, ob dies der nächste Prüfstein für die Eurozone sein wird.

Auch in Deutschland läuft sich die Politik langsam im Bundestagswahlkampf warm und wir schauen gebannt welche regierungsfähige mögliche Koalitionen sich am Abend des 24. September ergeben werden. Wir erwarten keine negativen Auswirkungen und erachten als wahrscheinlichstes Szenario eine Koalition unter der Führung von Frau Merkel.

China

Gefahr eines Handelskrieges vorerst gebannt – eine Straffung der chinesischen Geldpolitik birgt die größte Gefahr

Im zweiten Quartal kam es zu dem mit Spannung erwarteten Treffen von Herrn Trump und dem chinesischen Staatspräsidenten Xi Jinping. Trump hatte im Vorfeld Chinas Handelspolitik des öfteren hart kritisiert und einen deutlichen Abbau des Handelsbilanzdefizites mit China gefordert. Nach dem Treffen scheint es zumindest auf absehbare Sicht keinen Handelskrieg zwischen den beiden Ländern zu geben und eine engere Zusammenarbeit, gerade in Bezug auf das heikle Thema Nordkorea, wurde vereinbart. Das Ganze fällt in eine Zeit, in der die Dynamik des Wirtschaftswachstums in China merklich nachlässt und der Umbau zu einer mehr dienstleistungsorientierten Volkswirtschaft sich deutlich schwieriger gestaltet als gedacht. Die private Kreditvergabe explodiert aufgrund der stark gesunkenen Zinsen. Um Blasen zu vermeiden, ist eine Straffung der Geldpolitik weiter das Ziel der Verantwortlichen. Diese wird aber unweigerlich ab einem gewissen Punkt das Wachstum belasten. Gerade das Schattenbankensystem ist seit längerem im Fokus der Aufsichtsbehörden. Die schwierige Aufgabe ist es, die Kreditkosten steigen zu lassen, ohne eine Liquiditätsklemme zu erzeugen. Der Interbankenmarkt zeigte in der Vergangenheit schon erste Stressanzeichen, allerdings noch ohne Auswirkungen auf die chinesische Volkswirtschaft. Die eingeführten

Kapitalmarktkontrollen scheinen die Schwankungsbreite des Renminbi zu reduzieren und auch der Immobilienmarkt zeigt eine verhaltene Stabilisierung. Aus unserer Sicht wird aber die staatliche Konjunkturpflege nur auf Kosten der Währungsreserven fortgesetzt werden können. Aktuell ist der Kommunistischen Partei (KP) stark daran gelegen, Wachstum künstlich zu erzeugen, um weiter Wohlstand für die Bevölkerung zu schaffen und damit die Unterstützung für die KP zu sichern. Eine heikle und schwierige Mission, die zu Verwerfungen an den Kapitalmärkten in der zweiten Jahreshälfte führen könnte.

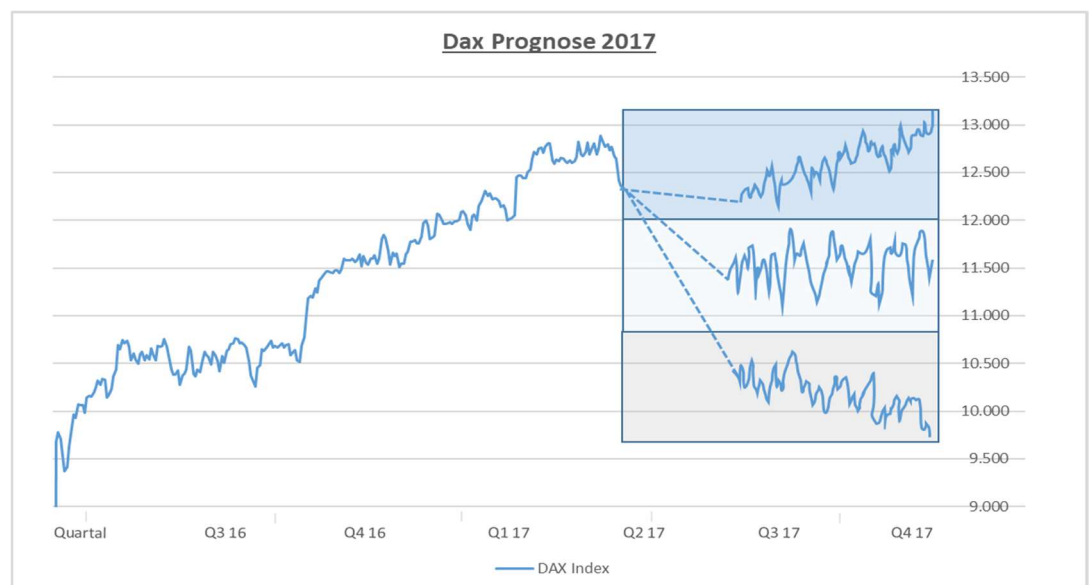
Aktienmarkt

Das zweite Quartal 2017 konnten die Aktienmärkte erneut positiv abschließen. Sowohl der DAX (mit 12.951) als auch der amerikanische S&P 500 (mit 2.453) markierten neue historische Höchststände. Auslöser war der Höhenflug an der Wall Street und hier besonders die Entwicklung der hochgewichteten vier FANG Aktien (**FACEBOOK**, **AMAZON**, **NETFLIX** und **GOOGLE**). Anleger setzen auf niedrige Steuern und milliardenschwere Infrastrukturinvestitionen durch die neue US-Regierung. Der französische Wahlsieg von Emmanuel Macron trieb in Europa den DAX auf neue Höchststände. Hinzu kamen positive globale Konjunkturdaten, sowie solide Unternehmensgewinne.

In der Zwischenzeit erachten wir aber gerade in den USA die Bewertungen als sehr hoch und den Zyklus als sehr weit fortgeschritten. Hinzu kommt, dass die erhöhten politischen Risiken in der Welt (Nordkorea, Brexit, Mittlerer Osten) sich im bisherigen Verlauf des Jahres erstaunlich wenig auf die Kapitalmärkte ausgewirkt haben. Somit ist eine Korrektur der stark gestiegenen Märkte immer wahrscheinlicher. Wir erwarten im zweiten Halbjahr daher schwächere Kurse und haben unser Szenario vom Jahresbeginn auf die aktuellen Gegebenheiten angepasst. Mit 80% Wahrscheinlichkeit sehen wir den DAX unter 12.000 Punkten zum Jahresende (siehe Grafik). Ebenfalls mit einer Wahrscheinlichkeit von 80% sollten die Kurse jedoch über der charttechnischen Marke von 10.800 Punkten bleiben. Weitere Kursteigerungen oberhalb des jetzigen Niveaus halten wir für weniger wahrscheinlich (20%).

Korrektur an den
Aktienmärkten erwartet

DAX Ende 2017
20% über 12.000
60% zwischen 10.800 und 12.000
20% unter 10.800



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, eigene Markteinschätzung

Antizyklische und selektive Zukäufe in Schwächephase geplant

Wir behielten deshalb unsere defensive Branchengewichtung bei und reduzierten zudem die Aktienquote in die steigenden Märkte hinein. Zyklische Aktien wurden mit guten Gewinnen verkauft. Somit bleiben wir unserer Linie treu und verkaufen weiter Titel aus den großen Indizes, die durch starke Abverkäufe institutioneller Investoren in Schwächephasen besonders unter Verkaufsdruck geraten können. Dagegen schichten wir vermehrt in Titel um, die nicht so stark im Fokus der großen Investoren stehen und somit weniger korreliert sind mit dem Gesamtmarkt, sowie Werte in Spezialsituationen. Von unseren Basistiteln konnten sich ausgewählte Unternehmen aus den Bereichen Ernährung und Pharma im zweiten Quartal gut entwickeln.

Zinswende, auch außerhalb der USA, wahrscheinlicher geworden

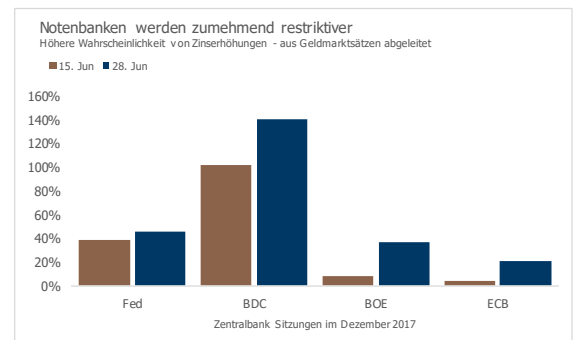
Anleihenmarkt

Die Rückkehr der Volatilität für Rentenanlagen war gerade in der letzten Juniwoche zu beobachten. Eine einzelne Rede von Herrn Draghi auf dem EZB-Forum in Sintra (Portugal) reichte aus, um einen Abverkauf von Anleihen auszulösen. Und das, obwohl die jüngsten Inflationsdaten wieder leicht rückläufig waren und immer noch um einiges von dem 2% Inflationsziel der EZB entfernt sind. Nachdem die amerikanische FED bereits seit längerem im Zinserhöhungsmodus ist, könnten im Laufe des 2. Halbjahres weitere namhafte Notenbanken dazukommen, die eine Straffung der Geldpolitik vornehmen. Selbst für die EZB ist die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung im Dezember 2017, abgeleitet von Marktpositionierungen im Zinsderivatemarkt, vergangene Woche auf ca. 20% angestiegen.

Aktives Management sorgt für viele kleine Wertbeiträge, die zu einer kontinuierlichen Rendite führen

Im abgelaufenen Quartal konnte sich der Rentenanteil in Ihren Portfolios gegen den allgemeinen Trend weiter positiv entwickeln. Dazu beigetragen haben viele kleine Gewinnmitnahmen, die im Rahmen eines aktiven Managements kontinuierlich angestrebt werden. Während die FED ihren Zinserhöhungspfad weiter bestreitet und wahrscheinlich auch ihre Bilanz ab Herbst durch Reduzierung der von der Notenbank gehaltenen Wertpapiere zurückfährt, erwarten bereits viele Marktteilnehmer eine sich abschwächende Konjunktur in den USA. Dies kommt in der verflachten Zinsstrukturkurve zum Ausdruck. War die Differenz zwischen der 10-jährigen und der 2-jährigen US Treasury zu Jahresbeginn noch rund 1,25%, ist diese aktuell nur noch 0,9%. Zinsstrukturkurven werden i.d.R. flach bzw. sogar invers, wenn die Konjunktur sich abschwächt oder auf eine Rezession zusteuert. Es wird also in den nächsten Monaten spannend werden, wie stark die FED die Geldpolitik weiter straffen wird.

Auch wenn wir im Jahresverlauf noch nicht mit einer Zinserhöhung in Europa rechnen, rückt der Zeitpunkt immer näher. In USA könnten es weniger Zinsschritte sein, als noch zu Jahresbeginn erwartet. In Summe erwarten wir aber höhere Renditen diesseits und jenseits des Atlantiks bis Ende 2017, begleitet von deutlich stärkeren Schwankungen in den Anleihekursen.



Quelle: Bloomberg



Währungen

USD und Schwedische
Krone bleiben als
Portfoliobeimischung
interessant

Die sich bereits Ende des ersten Quartals angedeutete breite Erholung des Euros, hat sich im 2. Quartal nochmal massiv beschleunigt. Der Euro wertete unisono gegen alle „G10“-Währungen auf, wobei es gegenüber der Schwedischen Krone nur zu einer leichten Aufwertung von 0,8% kam. Insbesondere der klare Wahlsieg in Frankreich von Macron Anfang Mai führte beispielhaft den EUR/USD von 1,08 auf zwischenzeitlich über 1,14. Neben dem Wegfall der politischen Unsicherheiten in der EU-Zone entwickelt sich aber auch die Konjunktur in Europa positiv, was zu weiteren Kapitalzuflüssen führt und die Währung entsprechend aufwerten lässt. Die Aufwertungs dynamik des Euros wird sich aber nicht so fortsetzen lassen und es sollte im Jahresverlauf eine Konsolidierung einsetzen. Unsere erwartete Trading Range für die zweite Jahreshälfte liegt zwischen 1,08 und 1,20. Käufe in USD würden wir am oberen Rand der Trading Range wieder vornehmen. Grundsätzlich sehen wir daher weiter Anlagen in USD und Schwedischen Kronen als gute Diversifikationsmöglichkeit an und halten an den Positionen fest.

Gold

Gold als
risikoreduzierende
Alternative für den
Fall der Fälle

Im zweiten Quartal konsolidierte der Goldpreis leicht im Bereich um 1.250 USD. Die enge Korrelation zu den Realzinsbewegungen in den USA hat weiter Bestand. Wir sehen ein Goldinvestment nicht als Spekulation, sondern als eine Versicherung für Ihr Portfolio an, die in Extremsituationen schützen soll. Aktuell scheint der Markt keine kurzfristigen Risiken auszumachen, dies kann sich aber schlagartig bei unvorhergesehenen Ereignissen ändern. Weitere Zukäufe würden wir ab 1.200 USD vornehmen.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder deren Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.