

<https://blog.de.erste-am.com/2018/02/22/finanzmarkt-monitor-nach-markt-korrektur-ueberwiegt-die-zuversicht/>

Finanzmarkt Monitor: Nach Markt-Korrektur überwiegt die Zuversicht

Gerold Permoser

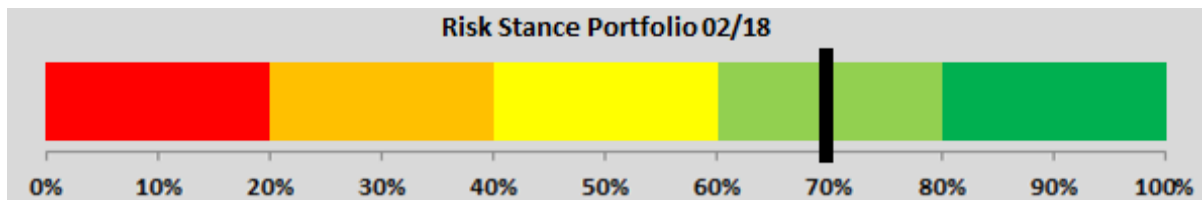


© © Fotolia.de

**„If you're going through hell, keep going!”
Sir Winston Spencer Churchill**

Das Jahr 2018 hatte so gut begonnen. Dachte man. Dachte ich. Anfang Februar hat uns der Markt dann eines Besseren belehrt. Entsprechend spannend waren die Diskussionen bei unserem ersten Investment Komitee Anfang Februar.

Die generelle Risiko-Bereitschaft des Teams ist im Vergleich zum letzten Wert (79 Prozent im Dezember) leicht gesunken, mit 70 Prozent aber immer noch deutlich offensiv. Stark verändert hat sich die Einschätzung der Gruppe, was den Markt betrifft. Hier gehen wir als Gruppe davon aus, dass die Risikobereitschaft inzwischen auf neutral (48 Prozent) zurückgegangen ist. Im Dezember lag dieser Wert noch bei 61 Prozent. Dazu kommt, dass sich die Verteilung innerhalb unserer Gruppe auseinanderentwickelt hat. Von einer bimodalen Sicht auf die Märkte zu sprechen wäre zwar übertrieben, die größere Unsicherheit spiegelt sich aber auch in der Verteilung wider.



Quelle: Erste AM

Das bedeutet, dass wir immer noch recht zuversichtlich für die Entwicklung der Märkte in den nächsten Monaten gestimmt sind. Ein Grund immer noch in risikobehafteten Anlageklassen investiert zu sein.

Inflationsdruck in den USA

Bereits Ende 2017 gingen wir davon aus (und haben auch in einem Blogbeitrag davon berichtet), dass die weitere Entwicklung der US Inflation einer der zentralen Parameter für die Marktentwicklung 2018 sein wird (siehe dazu auch den Blog-Beitrag [„Risikomärkte schon weit gelaufen“](#) vom 14.12.2017). „Die Philipps Kurve ist tot“ und „This Time It’s Different!“ waren die Erklärungen, warum die Inflation 2017 trotz guter Konjunktur einfach nicht ansteigen wollte. Nach unserer Meinung sollte die Inflation im Jahr 2018 ansteigen und die US Notenbank dadurch unter Druck kommen wird. Sie werde dazu neigen, die Zinsen schneller und stärker als vom Markt erwartet zu erhöhen. Das würde in weiterer Folge auch Auswirkungen auf längerfristige Zinssätze haben. Sprich die Renditen von Staatsanleihen sollten in diesem Szenario steigen.

Heftige Marktreaktion Anfang Februar

Im Jänner war bereits ein Anstieg der Renditen zu sehen, und Anfang Februar hat ein weiterer starker US-Arbeitsmarktbericht auf Lohndruck hingewiesen. Nachdem „This Time It’s Different“ nur solange richtig ist, bis es nicht mehr richtig ist, hat es uns nicht überrascht, dass der Markt auf diese Zahlen reagierte. Überraschend war für uns, wie stark der Markt reagierte. Dabei dürften neben dem beschriebenen Re-Rating der Zinserwartungen vor allem exponierte Positionierungen in einigen „populären“ Investments (z.B. VIX Futures) eine große Rolle gespielt haben.

Kein „echtes“ Inflationsproblem

Wie kann es nun weitergehen? Wir sind bereits im Dezember davon ausgegangen, dass die Inflation 2018 ansteigen wird. Wir gehen weiterhin davon aus, glauben aber nicht an einen massiven Inflationsanstieg (Core PCE Deflator bei 2 Prozent) bzw. an ein echtes Inflationsproblem (fortgesetzter Aufwärtstrend jenseits der 2 Prozent). Gemessen an den im Markt gepreisten Inflationserwartungen tut das der Markt aktuell aber auch nicht, woraus sich durchaus ein Risiko ergibt. Die aktuellen Turbulenzen sollten begrenzt bleiben. Sobald sich die Zinserwartungen an die neue Situation angepasst haben, sollte sich der Markt wieder beruhigen.

Schub durch US Steuerreform

Und damit kommen wir zum zweiten großen Punkt in unserer Diskussion: die Steuerreform in den USA. Die Einigung auf die neue Budgetobergrenze in den USA wird zusammen mit der im Dezember erzielten Einigung auf eine Steuerreform in einem deutlichen fiskalischen Stimulus resultieren. Und das in einer Phase, in der die US-Wirtschaft ohnehin schon über ihrem Potentialwachstum wächst (gemessen an unterschiedlichsten Schätzungen der Produktionslücke). In Summe bedeutet das einen weiteren Schub für das ohnehin solide Wirtschaftswachstum in den USA.

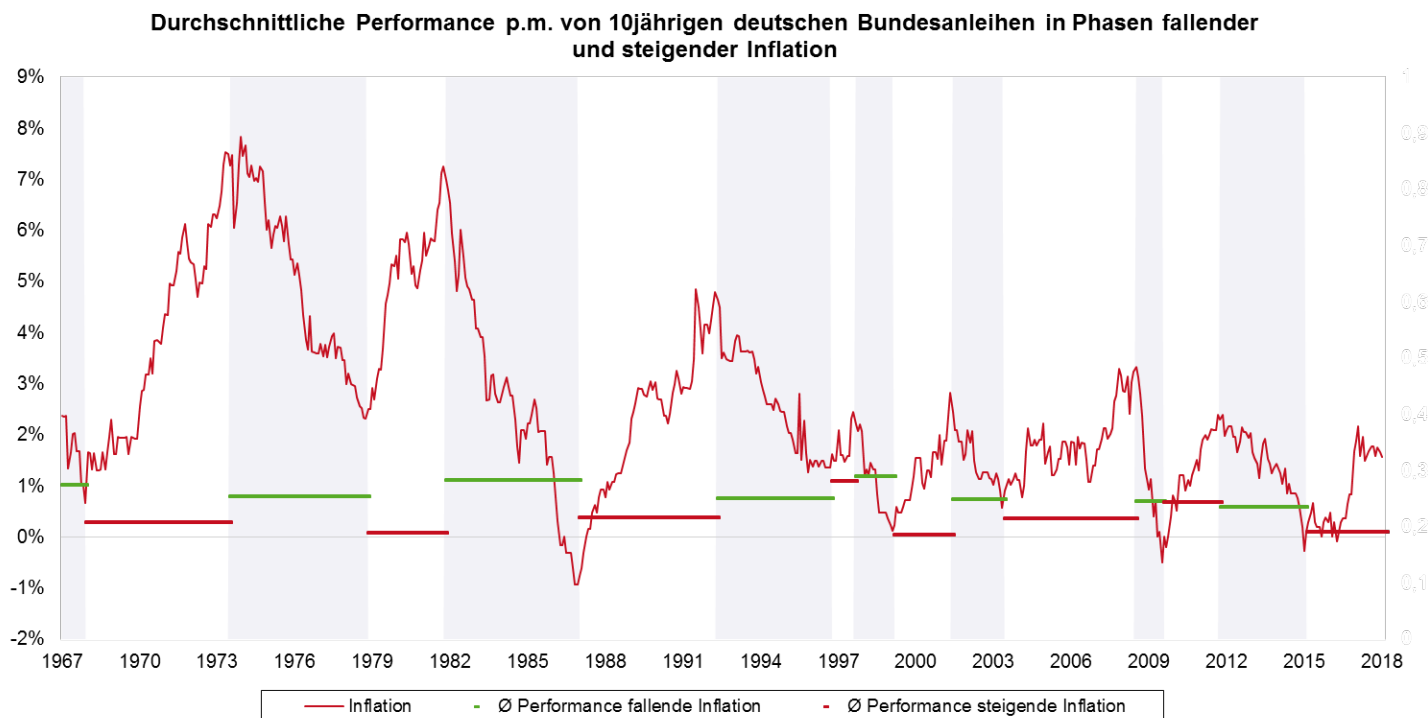
Da die Gegenfinanzierung fehlt, werden sich die fiskalischen Impulse vor allem in einer Ausweitung des Budgetdefizits niederschlagen. Zusammen mit dem hohen Leistungsbilanzdefizit weist die US-Wirtschaft damit ein klassisches *Twin Deficits* [\[1\]](#) auf. Kurzfristig sicherlich positiv für das Wachstum, langfristig aber auf vielen Ebenen ein Problem. Und solange die Konjunktur in den USA so gut bleibt wie sie derzeit ist, sollte das einem deutlichen und dauerhaften Einbruch der Aktienmärkte (aber auch anderer Märkte für risikobehafteten Assets) entgegen sprechen.

[\[1\]](#) Zwillingsdefizit, wenn ein Staat sowohl ein Haushalts- als auch ein Leistungsbilanzdefizit aufweist

Alles in allem wurde unsere Einschätzung bekräftigt: Wir gehen nicht davon aus, dass das schon das Ende des aktuellen Zyklus war. Man kann es mit Churchill halten: „If you’re going through hell, keep going!“ („Wenn du durch die Hölle schreitest, ziehe weiter“) Genau das werden wir auch machen – aber vorsichtiger als im Jahr 2017.

Was heißt das für die Positionierung?

- **Staatsanleihen unattraktiv.** wir sehen sichere Staatsanleihen und das mit ihnen verbundene Zinsänderungsrisiko nach wie vor als unattraktiv an. Steigende Leitzinsen und steigende Inflation sind beide für sich genommen kein gutes Umfeld für Anleihen. Das zeigt auch die nachfolgende Grafik, in der die deutsche Inflation seit 1967 dargestellt ist – jeweils unterschieden nach Phasen steigender und fallender Inflation. Ebenfalls in der Grafik dargestellt ist der durchschnittliche monatliche Ertrag eines Investments in deutsche Bundesanleihen in der jeweiligen Phase. Es zeigt sich deutlich, dass in Phasen steigender Inflation weniger zu holen ist als in den Phasen fallender Inflation.



Quelle: Erste AM

- **Aktien: Durchhalten ist angesagt.** Aktien sollten aus unserer Sicht weiterhin Potential bieten. Wir sehen eine Chance, dass die alten Höchststände im Jahr 2018 nochmals geknackt werden. Allerdings dürfte es durchaus ruppiger werden. Die letzten Wochen waren ein Vorgeschmack, was auf die Märkte zu kommen könnte. Entsprechend schwierig wird es, diese Auf und Abs im Zuge einer taktischen Allokation mitzunehmen bzw. es überhaupt auszuhalten in Aktien investiert zu bleiben. Vor diesem Hintergrund nehmen wir eine im Vergleich zum Jahr 2017 reduzierte aber deutliche Aktienposition ein. Wir nützen derzeit in etwa die Hälfte der uns zur Verfügung stehenden Bandbreite aus. In der aktuellen Marktphase muss man vor allem eines: Durchhalten!
- **Anleihen: Fokus auf Unternehmensanleihen und Schwellenländer.** Auf der Anleihen-Seite sind wir in der Asset Allokation weiterhin in Unternehmensanleihen und Schwellenländer positioniert. Diese erscheinen uns von ihrem Ertrags-/Risikoverhältnis her deutlich attraktiver als Staatsanleihen. Insbesondere Credits mit geringer Duration (z.B. kurzlaufende Anleihen aus Schwellenländern) scheinen attraktiv.
- **Warum steigt der US-Dollar nicht?** Besonders spannend ist derzeit der US-Dollar. In der Asset Allokation haben wir keine aktive Dollar-Position. Warum? Derzeit fällt der Dollar. In den 80er Jahren, der letzten Phase, in der in den USA *Twin Deficits* das große Thema waren, führten diese im Verbund mit einer entschlossenen Notenbank zu einem massiv festeren US-Dollar.

„Mögest du in spannenden Zeiten leben“, lautet ein bekannter chinesischer Fluch. 2018 ist bereits jetzt ein spannendes Jahr!

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch. Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt und im Falle der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ bzw. auf der Homepage unter www.ersteimmobilien.at veröffentlicht. Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem/der interessierten AnlegerIn kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich. Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere AnlegerInnen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer AnlegerInnen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf www.erste-am.at.



Gerold Permoser

Gerold Permoser ist seit Anfang April 2013 Veranlagungschef (Chief Investment Officer) der Erste Asset Management. In dieser Funktion verantwortet er die gesamten Asset Management Aktivitäten und Anlagestrategien aller Investmentfonds der Erste Asset Management Gruppe in Österreich, Deutschland, Kroatien, Rumänien, der Slowakei, Tschechien und Ungarn. Vor seinem Eintritt im Unternehmen übte er diese Funktion bei Macquarie Investmentmanagement Austria KAG aus. Permoser verfügt über Erfahrung im Veranlagungsbereich seit 1997.

Er begann seine Karriere als Fixed-Income Analyst in der Creditanstalt in Wien. Im Jahr 2000 wechselte er in das Fondsmanagement der Innovest KAG. Dort konnte er maßgebliche Akzente im Investmentbereich setzen und avancierte dann zum CIO (Leiter der Asset Allocation und des Research). Gerold Permoser studierte an der Universität Innsbruck und ist CFA-Charterholder. Er trägt an der Universität Wien und bei verschiedenen Post-Graduate Ausbildungen für Analysten und Portfoliomanager vor (z. B: bei der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften, VÖIG).