

Gutmann Investment Mail – Juni 2013

Anleihen – Zwischenbericht

An den Märkten scheint die europäische Schuldenkrise überwunden, in den Staatshaushalten noch nicht. Dieses Verhältnis zeigt wieder eindrücklich, dass auf den Finanzmärkten weniger der Status quo - und schon gar nicht die Vergangenheit – gehandelt werden, sondern Erwartungen an die Zukunft. Alleine das Momentum der Zukunftserwartungen entscheidet über Wohl und Wehe der Performance. Und sehr viel Liquidität, die die Asset-Preise treibt.

Trotz der indirekten Rückkehr Berlusconis an die Macht (war er je weg?) und „unklaren Verhältnissen“ in Italien, trotz des leidigen Zypern-Bailouts, trotz der Bankenkrise in Slowenien, trotz, trotz, trotz... Die Risikoaufschläge von spanischen und italienischen Staatsanleihen sind auf Niveaus deutlich unter drei Prozent gesunken. Diese Bewertungen wurden zuletzt vor der Eskalation der Griechenland-Krise gesehen. Zusammen mit den niedrigen Renditen für deutsche Staatsanleihen ergibt das Refinanzierungskosten, die schon fast als „normal“ bezeichnet werden können.

Für Anleger bedeutete das: Ungeachtet berechtigter Sorgen bezüglich der Performance von Anleiheportfolios konnte man, mit einer entsprechenden Beimischung von Anleihen aus der Peripherie, eine deutlich positive Performance im aktuellen Jahr erwirtschaften.

Trotz der positiven Entwicklung der Peripherieanleihen zeigten sich deutsche Staatsanleihen im bisherigen Jahresverlauf ebenfalls robust, der Bund-Future (ein Indikator für 10-jährige deutsche Staatsanleihen) erreichte sogar bei der Zinssitzung im Mai ein Rekordhoch. Wie ist diese Entwicklung zu erklären?

Erholung bleibt hinter den Erwartungen zurück – Zentralbanken pushen weiter

Entscheidend für die anhaltend tiefen Renditen der kerneuropäischen Staatsanleihen war die etwas schwächer ausfallende Erholung der Wirtschaft - auch in Kerneuropa. Damit zusammenhängend fiel die Inflationsrate etwas stärker als prognostiziert und die EZB senkte den Leitzins auf 0,5 Prozent. Die Erwartung wurde von „lange extrem niedrige Zinsen“ auf „noch länger extrem niedrige Zinsen“ korrigiert und entsprechend sanken die Renditen der Staatsanleihen.

Draghi hat es vor allem auf die unterschiedliche Verfügbarkeit von Krediten für Unternehmen in der Eurozone abgesehen, d.h. auf die Tatsache, dass seine Niedrigzinspolitik zwar den Unternehmen im Kern zu günstigen Krediten verhilft, doch die Unternehmen in der Peripherie schwer zu Investitionskrediten gelangen. Die Logik dabei ist, dass die Zentralbank daran arbeiten muss, dass ihre Politik auch überall ankommt. Dem entsprechend sind auch „bad news“ manchmal „good news“ für riskante Anleihen. Die schleppende Erholung hat nämlich

die Erwartungen an die Aktivität der Zentralbank noch weiter verstärkt und Anleihepreise in die Höhe getrieben.

Ein wichtiger Faktor wurde in den letzten Monaten auch die japanische Notenbank. Während beim Fed in den USA früher - oder (doch eher) später - eine Reduktion des Quantitative Easing erwartet wird, steht die Bank of Japan noch mitten in ihrem expansiven Experiment. Die Ausweitung der Geldmenge in Japan hat auch global gesehen Auswirkungen – sie treibt die Asset Preise und auch die Preise von europäischen Anleihen nach oben.

Die positive Stimmung an den Finanzmärkten ist zu einem guten Teil durch die hohe verfügbare Liquidität und durch die „Jagd nach Rendite“ getrieben. Je geringer die Renditen bei relativ sicheren Anleihen sind, desto eher sind Anleger bereit (oder gezwungen), mehr Risiken zu nehmen, um ihre Mindestrenditen zu erreichen. Das muss sich nicht immer als nachhaltig erweisen, doch solche Bewegungen zu verpassen kann teuer sein.

Es ist überhaupt sehr schwer zu unterscheiden, ob es sich bei einer Kursbewegung um eine nachhaltige „Normalisierung“ nach einer Übertreibung - oder um eine Übertreibung selbst - handelt! Konkret: Rechtfertigen die Fortschritte in der Peripherie die Erholung der Staatsanleihen?

Eurozone – Quo vadis?

„Eigentlich“, sagte Oliver Mangan, Chief Economist der Allied Irish Bank zu mir, „sollte die Troika alle zehn Jahre in alle Euro-Länder kommen.“ Ich bin sicher, dass nicht alle Iren das so sehen, entgegnete aber, dass die Troika auch in Österreich wertvolle Vorschläge machen könnte.

Der entscheidende Punkt dabei ist, dass Irland (und auch die anderen Programm-Länder) nicht mehr bei der Frage „Können wir im Sozialbereich fünf oder doch sechs Milliarden mehr einsparen?“ stehen, sondern dass echte Strukturreformen umgesetzt werden. Vielleicht ist es vergleichbar mit einem Unternehmen: Erst wenn man wirklich mit dem Rücken zur Wand steht lässt man Berater von extern zu, die - ohne falsche Sentimentalität - dorthin zeigen, wo es weh tut. Wenn man dann an die Umsetzung dieser „Umstrukturierung“ geht, sind die Unternehmensergebnisse noch immer schlecht, oder sogar schlechter. Allerdings beginnen die Aktienkurse schon zu steigen, weil immer mehr Aktienkäufer die Zukunft besser einschätzen, da endlich die notwendigen Schritte unternommen worden sind. Wenn es gut gegangen ist, sagen dann alle, sie hätten die Aktien „unterbewertet“ gekauft. Ähnlich verhält es sich bei den Staatsanleihen der Peripherieländer. Die Einschätzung aber, wer die richtigen und genügend strukturelle Maßnahmen gesetzt hat, ist schwierig.

In Irland kann man mittlerweile wieder positiv in die Zukunft sehen. Harte Einschnitte wurden exakt nach Vorgabe durchgeführt. Auch Portugal und sogar Griechenland können gewisse Verbesserungen vorzeigen. Neue Berichte, dass man in Spanien zusätzliche Risikovorsorgen für Immobilien-Entwickler-Kredite erzwingen will, zeugen zumindest von der Zu-

versicht, dass das Finanzsystem härtere Vorgaben verkraften kann. Der schwierige Arbeitsmarkt bleibt im Focus der Investoren, die spanische Industrie hat aber vor allem gegenüber Frankreich an Wettbewerbsvorteilen gewonnen. Oder ist Frankreich nur zurückgefallen? Dort stehen die Reformbemühungen erst am Anfang und werden von der müßigen Debatte über „Wachstum versus Sparen“ überlagert. In Italien soll die Immobiliensteuer jetzt tatsächlich fallen, so wie es Berlusconi im Wahlkampf angekündigt hat. Das ist zwar an sich ein schlechtes Zeichen, doch im Gesamtkontext auch nur ein Puzzlestück - das Gesamtbild von Montis begonnenen Reformen ist noch zu erkennen. Monti konnte den „zurückrollenden Wagen“ allerdings nur zum Stillstand bringen, um bergauf anzufahren bedarf es noch großer Anstrengungen.

Anleiheinvestoren sind nicht auf Wachstumsraten von zehn Prozent und mehr angewiesen, die Schuldner sollen nur das Geld am Laufzeitende zurückbezahlen. Insofern ist der größte Teil der Performance im bisherigen Jahresverlauf durch die realwirtschaftlichen und politischen Entwicklungen gedeckt – für die Performance der nächsten Monate freilich bedeutet das wenig.

Mag. Thomas Neuhold, BA, Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft

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

Renate Skoff, The Skills Group
Tel.: +43-1-505 26 25, skoff@skills.at
www.skills.at

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. Gutmann KAG 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 Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft 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 Wissenstand 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. Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz finden Sie unter folgender Website: <http://www.gutmannfonds.at/Impressum.412.0.html>

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

Juni 2013