

## Portfolio Management Bericht – 4. Quartal 2016

### Unsere Anlagestrategie in der fundamentalen Vermögensverwaltung

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

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

Währungsprognosen (Quartalsende)	Aktuell	2017 Q1	2017 Q2
EUR/USD	1,05	1,08	1,03
EUR/GBP	0,85	0,83	0,80
EUR/CHF	1,07	1,08	1,08
EUR/JPY	123,00	120,00	115,00

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

#### Kurz gefasst

- Die wirtschaftliche Entwicklung der Eurozone bleibt auch 2017 stabil und zu einem wesentlichen Teil vom privaten Konsum getragen. Allerdings lassen sich bereits leichte Zeichen aufkeimenden Preisdrucks feststellen, weshalb wir auch von höheren Teuerungsraten ausgehen. Diese werden aber dennoch unter der Zielmarke der Notenbank bleiben.
- Die US-Konjunktur bleibt auf ihrem soliden Wachstumspfad. Entscheidend ist nun, welche konkreten (wirtschafts-)politischen Maßnahmen der künftige Präsident setzen wird. Erst wenn man diese in die Prognose einfließen lassen kann, lassen sich konkretere Aussagen treffen.
- Die Europäische Zentralbank (EZB) führt ihr Kaufprogramm bis Ende 2017 fort und bleibt damit unverändert expansiv in ihrer Ausrichtung. Anders die US-Notenbank, sie dürfte ihr Zinsanhebungstempo erhöhen.

## Rückblick 4. Quartal 2016

### Einmal mehr ein Spannungsfeld zwischen Politik und Notenbanken

Beim Rückblick auf die letzten drei Monate des vergangenen Jahres sticht ein Ereignis besonders hervor, nämlich die Wahl des US-Präsidenten. Als Resultat eines kaum von Inhalten geprägten Wahlkampfes konnte Donald Trump die Mehrheit der Wähler für sich gewinnen. Die Finanzmärkte nahmen dieses Ergebnis überaus positiv auf, Aktienmärkte stiegen auf Rekordstände, an den Anleihemärkten wurde durch eine höhere beziehungsweise steilere Zinskurve mehr Inflation eingepreist. Grund dafür waren mehrere Ankündigungen des zukünftigen Präsidenten, wie zum Beispiel massive Infrastrukturinvestitionen tätigen oder auch die Steuerlast der Unternehmen senken zu wollen. Ausgaben in Infrastruktur wären jedenfalls eine überaus positive Maßnahme, in diesem Bereich geschah seit vielen Jahren kaum etwas. Der Anteil der öffentlichen Infrastrukturausgaben an der Wirtschaftsleistung der USA liegt nahe bei Null! Allerdings ist nach wie vor die Frage der Finanzierung unbeantwortet. Sinnvoll wäre es natürlich so weit als möglich den privaten Sektor mit einzubeziehen, um den öffentlichen Schuldenstand nicht allzu sehr ansteigen zu lassen.

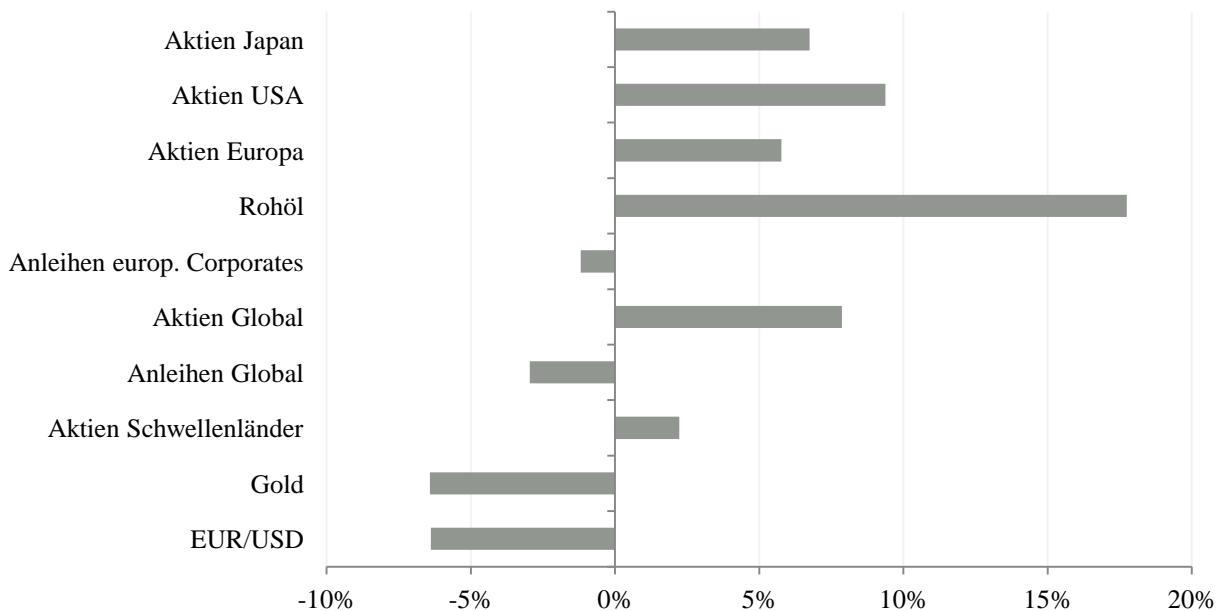
Die allgemeine Lage der US-Wirtschaft ist zweifellos gut. Der Arbeitsmarkt erwies sich auch im letzten Quartal als überaus stabil, die Arbeitslosenrate fiel zuletzt auf 4,6 Prozent. Der private Konsum trug weiterhin als wesentliche Kraft zum Wirtschaftswachstum bei. Insofern war es letztlich nicht überraschend, dass sich die US-Notenbank Mitte Dezember dazu entschieden hat, ihren Leitzins anzuheben. Die aktuelle Bandbreite beträgt 0,5 bis 0,75 Prozent, was einem Anstieg von 25 Basispunkten entspricht. Wenngleich dieser Schritt selbst nicht überraschend war, eine nicht unbedeutende Änderung gab es dann doch. Die Mitglieder des Direktoriums werden regelmäßig nach ihren Erwartungen zum zukünftigen Zinspfad befragt. Während die Mehrzahl von ihnen im Herbst noch von zwei Zinsanhebungen zu je 25 Basispunkten in 2017 ausging, erhöhte sich die Prognose im Dezember auf drei. Notenbank-Präsidentin Yellen wollte im Rahmen der Pressekonferenz einen direkten Zusammenhang zum nächsten US-Präsidenten naturgemäß nicht einräumen, gab jedoch zu, dass geänderte Erwartungen im Hinblick auf die Fiskalpolitik möglicherweise mitentscheidend waren.

Auch in der Eurozone gab es Wahlen. Besonders aufmerksam wurde hier das Referendum zur Änderung der Verfassung in Italien beobachtet. Die Taktik, sein politisches Überleben mit dem Wahlausgang zu verbinden, wurde dem ehemaligen Premierminister Matteo Renzi zum Verhängnis. Aufgrund des mehrheitlichen „Nein“ zu den von ihm zur Wahl gestellten Reformmaßnahmen trat er zurück. Derzeit gibt es eine Übergangsregierung, die im wesentlichen den Reformkurs Renzis weiter verfolgt. Allerdings sind die gegenwärtigen Akteure auch keine neuen Gesichter und so bleibt es fraglich, ob der Opposition und deren Kampf gegen die sogenannte Elite der Wind aus den Segeln genommen werden kann.

Wirtschaftlich befindet sich die Eurozone weiter in einer stabilen Lage, wenngleich die Wachstumsraten nach wie vor eher unterdurchschnittlich sind. Aktuellste Daten weisen jedoch darauf hin, dass die Industriedynamik im vierten Quartal zugenommen hat, insofern besteht nicht nur die Erwartung eines guten Jahresausklangs, sondern auch eines dynamischen Starts in das Jahr 2017. Die Teuerung befindet sich mit 0,6 Prozent im November zwar in einem Aufwärtstrend, aber trotzdem noch weit vom Ziel entfernt. Wohl auch deshalb hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Anleihe-

kaufprogramm bis Dezember 2017 verlängert, wenngleich ab April mit einer geringeren Kaufsumme von monatlich 60 Mrd. Euro.

Abb. 1: Performance verschiedener Anlageklassen im vierten Quartal 2016 in EUR (bis 30.12.2016)



Quelle: Bloomberg

Performanceergebnisse der Vergangenheit lassen – insbesondere, wenn sich diese auf einen Zeitraum von unter einem Jahr beziehen – keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

### Eurozone: Wir starten mit vorsichtigem Optimismus in das neue Jahr

Die Wirtschaft in der Eurozone dürfte auch 2017 im Wesentlichen dasselbe Bild wie im Vorjahr zeigen, wenngleich mit einer kleinen Änderung. Während wir davon ausgehen, dass das Wirtschaftswachstum erneut bei etwas unter zwei Prozent liegen wird, werden die Teuerungsraten höher ausfallen, als das im vergangenen Jahr der Fall war.

Wesentliche Säule der konjunkturellen Entwicklung bleibt der private Konsum. Die in einigen Ländern gute Lage am Arbeitsmarkt vereint mit höheren Lohnabschlüssen steigert die Konsumfreude. In zunehmendem Maße wird aber auch auf Kreditfinanzierung zurück gegriffen. Die Geldpolitik wirkt sich hier positiv durch die vergleichsweise geringen Kreditkosten aus. Auf der Kehrseite dieser Entwicklung steht allerdings auch, dass Sparen relativ unattraktiv wurde und daher eher z.B. Immobilienkäufe getätigt werden. Insgesamt ist das Niveau der privaten Verschuldung innerhalb der Eurozone aber noch gering.

Ein wenig Unterstützung sollte die Binnennachfrage von der globalen Konjunktur bekommen. Aktuell verfügbare Daten weisen darauf hin, dass die Industrie deutlich mehr Aufträge von außerhalb der Eurozone verzeichnet. Stimmungsindikatoren aus diesem Segment der Wirtschaft unterstreichen diese Entwicklung. Hilfreich in diesem Zusammenhang ist der eher zur Schwäche neigende Euro.

So positiv eine schwächere Währung für Exporteure ist, so nachteilig ist sie für jene, die Waren und Dienstleistungen von außerhalb der Eurozone beziehen. Höhere Importpreise und daraus resultierend steigende Verbraucherpreise können die Folge sein. Auch aus diesem Grund sind wir der Meinung, dass letztere in den kommenden Monaten nach oben tendieren werden. Im vergangenen Jahr gab es einzelne Monate mit im Jahresvergleich sinkenden Teuerungsraten, das dürfte vorerst vorbei sein. Ein weiterer Grund sind die Energiepreise, die ihr Tief überwunden haben und langsam wieder anziehen. Zu guter Letzt sind noch die Löhne zu nennen, die, wie bereits erwähnt, langsam zu steigen beginnen. Auch das kann zu höherem Druck auf die Verbraucherpreise führen. Das bedeutet jedoch nicht, dass das Ziel der Europäischen Zentralbank von einer Teuerung im Jahresvergleich von knapp unter zwei Prozent bereits erreicht werden wird. Nachdem aber die Preise 2016 im Durchschnitt nur knapp über null Prozent zugelegt haben, dürften sie 2017 etwas über ein Prozent steigen.

USA: Welche Maßnahmen setzt der neue Präsident tatsächlich um?

Die wirtschaftliche Entwicklung der USA wird auch davon abhängen, was der zukünftige Präsident tatsächlich umsetzt, beziehungsweise umsetzen kann. Im Wahlkampf wurde viel versprochen, jetzt wird sich zeigen, wie viel davon in der Realpolitik übrig bleibt. Das ohnehin vorhandene Maß an Unsicherheit bei Prognosen wird nun noch verstärkt, da konkrete Pläne bislang fehlen. Die Ausgangsbasis ist jedenfalls eine gute und wir sind zuversichtlich, dass auch das neue Jahr ein stabiles wirtschaftliches Umfeld für die USA bringen wird. Allerdings sind wir verhalten, was allzu rasche Veränderungen durch die neue Regierung betrifft. Die zukünftigen Minister werden sich auch erst in ihre Rollen einfinden müssen, einige sind zudem neu in der Politik.

Der private Konsum dürfte auch weiterhin die tragende Säule der US-Wirtschaft bleiben. Ein hohes Beschäftigungsniveau und steigende Löhne bilden die wesentlichen Voraussetzungen dafür. Hier sehen wir in den kommenden Monaten auch keine Verschlechterung der Situation. Unternehmensinvestitionen haben sich zuletzt wieder eingetrübt, manches davon könnte durchaus mit einer Zurückhaltung aufgrund der Wahl zu tun haben. Diese würde dann auch im neuen Jahr anhalten und solange andauern, bis die Unternehmen abschätzen können, was auf sie zukommt. Wir gehen daher nicht davon aus, dass von dieser Seite im ersten Halbjahr ein zusätzlicher Stimulus kommen wird. Etwas optimistischer sind wir für die zweite Jahreshälfte, allerdings unter der Voraussetzung, dass eventuelle Maßnahmen, Gesetzesänderungen etc. zu diesem Zeitpunkt bereits bekannt sind.

Während der kurzfristige Ausblick wenig Grund zur Sorge bietet, lässt der Blick auf die kommenden zwei bis drei Jahre doch ein gewisses Maß an Skepsis aufkommen. Prinzipiell sind die vom künftigen Präsidenten im Zuge des Wahlkampfes geäußerten wirtschaftspolitischen Gedanken zu begrüßen. Öffentliche Investitionen in Infrastruktur oder auch Steuersenkungen für Haushalte und Unternehmen sind an sich positiv. Entsprechend war auch die Reaktion an den Finanzmärkten. Allerdings kommen diese Pläne zu einem Zeitpunkt, an dem beispielsweise die Arbeitslosenrate mit 4,6 Prozent bereits recht gering ist. Die langsam aufkeimende Knappheit am Arbeitsmarkt schlägt sich bereits in steigenden Löhnen nieder. Trotz der im Dezember erfolgten Zinsanhebung auf eine Bandbreite von 0,5 bis 0,75 Prozent ist die Geldpolitik, auch angesichts einer Teuerungsrate von etwa 1,7 Prozent, nach wie vor expansiv. In dem nun doch schon recht weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus würde sich nun gegebenenfalls noch eine expansive Fiskalpolitik (Steuersenkungen und höhere Staatsausgaben) dazu gesellen. Mittelfristig könnte diese Kombination zu einer Überhitzung der Wirtschaft führen, gefolgt von einem signifikanten Abschwung.

Wichtig wird einmal mehr die Rolle der US-Notenbank sein. In Erwartung des neuen Umfelds haben die Mitglieder des Offenmarktausschusses ihre Zinsanhebungserwartungen für 2017 bereits auf drei Schritte angehoben. (Auch) die Zentralbank wird es in der Hand haben, die Wirtschaft so zu lenken, dass der Aufschwung so lange wie möglich andauert und zugleich die Gefahr einer neuerlichen Blasenbildung gering gehalten wird.

#### Aktienmärkte 2017 mit positiven Vorzeichen

Die Verbesserung der Gewinndynamik schafft die Rahmenbedingungen für eine potenziell positive Aktienmarktperformance im neuen Jahr. Nach weltweiten Aufwärtsrevisionen im letzten Monat wird nun für die USA ein Gewinnwachstum der Unternehmen von 11,5 Prozent erwartet, die Schätzungen für den europäischen Markt betragen 13,5 Prozent. Die Gewinnmargen haben sich stabilisiert und im letzten Quartal konnten die Unternehmen auch wieder steigende Umsätze verbuchen. Obwohl der von Analysten erwartete zweistellige Anstieg der Gewinne nur schwer erreichbar scheint, ist doch eine deutliche Verbesserung der Gewinndynamik zu bemerken.

#### US Markt preist hohes Wachstum ein

*“The U.S. equity market is modestly overvalued but the conditions are ripe for an overshoot in 2017 given optimism about a boost to profits from the new administration’s policies. Earnings expectations are far too high and ignore the likelihood that rising labor costs will squeeze margins. Nevertheless, that need not preclude equity prices moving higher. There is a good chance of a sell-off in early 2017 and that would be a buying opportunity.”*

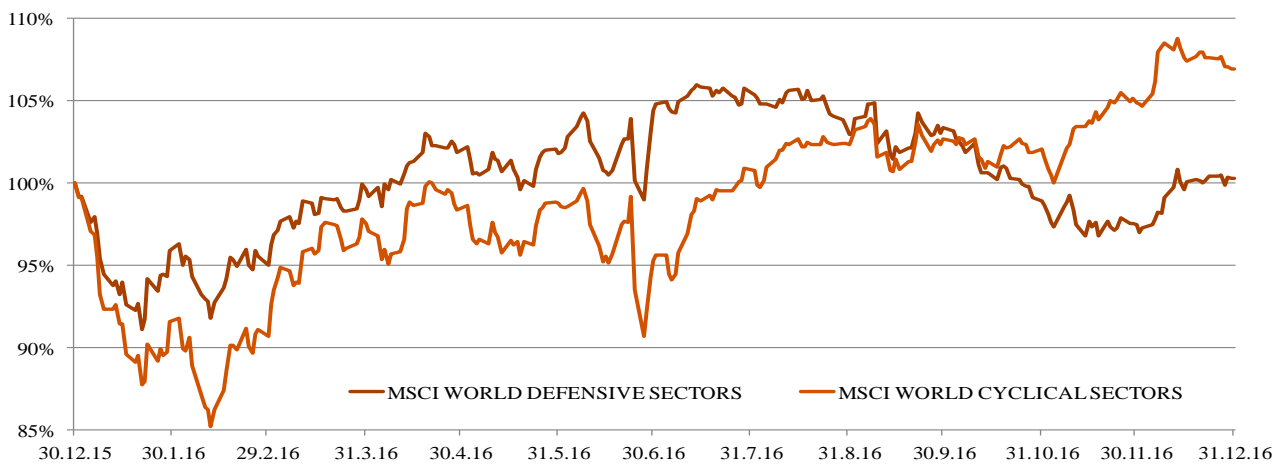
BCA Research

Im Vergleich zum seit Jahresbeginn nahezu unveränderten europäischen Stoxx 600 erzielte der S&P 500 einen Anstieg von über 14 Prozent (19 Prozent in Euro). Die Investoren konzentrierten sich nach der Wahl Trumps zum künftigen US-Präsidenten auf die Erwartung von höheren Infrastrukturausgaben, Steuersenkungen und weniger Regulierung. Dementsprechend teuer erscheinen die US-Märkte im Gegensatz zu europäischen Aktien. Der starke US-Dollar könnte sich zunehmend negativ auf die US-Unternehmensgewinne auswirken.

#### Performancevorschuss zyklischer Aktien ambitioniert

Vor dem Hintergrund der Wachstumseuphorie nach den US-Wahlen setzte sich der seit Juli laufende, zyklische Umschichtungprozess weiter fort. Die deutlich schwächere Performance defensiver Werte preist die gestiegenen Inflationserwartungen und eine steilere Zinskurve bereits ausreichend ein. Wir rechnen nicht mit einer Fortsetzung dieser Bewegung. Das Verhältnis zwischen zyklischen und defensiven Werten scheint mittlerweile überzogen und eine erste Gegenbewegung ist sichtbar.

Abb. 2: Performance zyklischer versus defensiver Sektoren



Quelle: Thomson Reuters  
Performanceergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

### Aktiensentiment: Präsidentenwahl in den USA bringt deutliche Veränderungen

Die Sentimentindikatoren der US-Märkte konnten nach der Wahl deutlich zulegen, wobei der Aufschwung in traditionellen Bereichen und im Small Cap Segment am stärksten ausfiel. Auch in Europa verbesserte sich das Sentiment ab Anfang Dezember wieder. Sehr unterschiedliche Entwicklungen waren innerhalb der prominenten asiatischen Märkte abzulesen. Während in Japan die Sentimentindikatoren für Aktien durch den rasch fallenden Yen durch die Decke gingen, fiel die Stimmung in Hong Kong kontinuierlich. Drastische Abschwünge mussten die Parameter besonders in einigen Emerging Markets hinnehmen, vor allem in Mexiko, Brasilien und Indien. Die chinesischen Lokalmärkte sind zwar absolut im positiven Bereich, aber auch hier gab es deutliche Rückgänge. Insgesamt ergibt sich derzeit ein potenziell unterstützendes Sentiment für USA und Europa sowie deutlicher Gegenwind in Bezug auf die Emerging Markets insgesamt. Spannend bleibt, ob die Emerging Markets wieder Terrain zurückgewinnen können oder ob deren Schwäche auch die entwickelten Märkte erfasst.

Wir halten unsere Aktienquote neutral und bevorzugen weiterhin dividendenstarke Werte

Zumindest kurzfristig stehen dem prinzipiell positiven Aktienumfeld vor allem in den USA bereits aggressiv eingepreiste Wachstumserwartungen gegenüber. Mögliche negative Konsequenzen einer Trump-Regierung und die Zinswende in den USA werden ausgeblendet. Wir bleiben daher in Aktien neutral gewichtet und favorisieren weiterhin dividendenstarke Werte.

Aus Bewertungsgründen haben wir unser Engagement in europäischen Aktien im Dezember auf ein leichtes Übergewicht verstärkt. Die verbesserte Gewinnsituation sehen wir in den Kursen noch nicht ausreichend berücksichtigt. Unser Engagement in Asien ist seit Dezember leicht reduziert, liegt aber nach wie vor über der neutralen Positionierung. Das Aktienumfeld in Japan sehen wir herausfordernd und halten die Aktiengewichtung entsprechend niedrig.

## Japan: Leichter Konjunkturoptimismus stellt sich ein

In Japan dürfte die leichte Erholung der Wirtschaft voranschreiten. Die Zahlen zum Wirtschaftswachstum im dritten Quartal wiesen nach der Revision einen Anstieg von 1,3 Prozent im Quartalsvergleich auf. Zunächst war man noch von einem Anstieg von 2,2 Prozent ausgegangen. Geänderte Berechnungsmethoden erschweren jedoch einen direkten Vergleich. Der Anstieg für das zweite Quartal wurde nach oben revidiert. Besonders positiv zeigten sich im Zeitraum Juli bis September die Exporte, während die Unternehmensinvestitionen deutlich nach unten korrigiert werden mussten und hinter den Erwartungen blieben. Positive Zeichen gibt es nun auch von den Ausgaben der privaten Haushalte. Die schon lange schwächelnden Einzelhandelsumsätze konnten im dritten Quartal positiv beitragen und lagen im November deutlich über den Erwartungen. Da dieser Teil zirka 60 Prozent zum Bruttoinlandsprodukt beiträgt, stimmt dies positiv für eine weitere moderate Wirtschaftsentwicklung. Zuletzt konnten auch die Maschinenbauaufträge, welche als Indikator für Investitionen gelten, wieder einen leichten Anstieg verzeichnen. Und auch die Exporte werden durch den wieder schwächeren Yen gestützt.

Doch auch wenn zuletzt aus allen Bereichen Verbesserungen zu verzeichnen waren, wird die weitere Entwicklung moderat eingeschätzt. Die OECD geht von einem Wirtschaftswachstum von einem Prozent für das Jahr 2017 aus, unterstützt von einem weiteren Stimuluspaket.

Nach dem Überraschungseffekt der Bank of Japan mit der Steuerung der Rendite der 10-jährigen Anleihen im September gab Haruhiko Kuroda keine weiteren Änderungen in der Notenbankpolitik bekannt. Die Inflationserwartung wurde jedoch so angepasst, dass man nun davon ausgeht, dass das Ziel von zwei Prozent erst im März 2019 erreicht werden wird.

## Asien: Welche Außenpolitik wird der künftige US-Präsident verfolgen?

Die OECD erwartet in ihrem „Ausblick für Südostasien, China und Indien 2017“ für die ASEAN-Länder für das kommende Jahr ein durchschnittliches, gewichtetes Wirtschaftswachstum von 4,9 Prozent. Für die meisten Länder bedeutet dies einen leicht höheren Wert als 2016, Thailand sei hier als Ausnahme für ein niedrigeres Wachstum genannt. Der Anstieg in China wird auf 6,4 Prozent geschätzt und liegt damit unter der Erwartung für dieses Jahr. Das chinesische Wachstum dürfte sich dabei vor allem auf die Einzelhandelsumsätze stützen, welche weiterhin stark wachsen. Es ist davon auszugehen, dass die chinesische Regierung die Reformen im Land weiterführen wird. Im Herbst wurde ein Staatsfonds gegründet, der unrentable Staatsunternehmen in der Umstrukturierung unterstützen soll. Dabei geht es insbesondere um Unternehmen in Branchen mit Überkapazitäten, wie der Stahl- und Kohleindustrie. Für Indien wird ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 7,6 Prozent erwartet.

Die asiatischen Währungen haben seit Sommer diesen Jahres begonnen gegenüber dem USD abzuwerten. Insbesondere seit der Wahl Donald Trumps haben sie weiter Schwäche gezeigt. Die weiteren Auswirkungen der US-Wahl für die Emerging Markets generell und China im besonderen sind derzeit noch nicht klar abzusehen. Auch wenn die Bedeutung der Exporte für China zuletzt zurückgegangen ist, so hätten mögliche Strafzölle auf chinesische Einfuhren in die USA dennoch eine starke Auswirkung. Immerhin gehen 18 Prozent der Exporte Chinas in die USA. Um jedoch einen Handelskrieg – welcher auch negative Auswirkungen für die USA hätte – zu vermeiden, ist davon auszugehen, dass der Kongress hier kalmierend eingreifen wird. Ein möglicher Rückzug der USA

aus dem TPP (Trans Pacific Partnership) wurde ebenso angesprochen. Hier ist die Auswirkung auf andere asiatische Länder größer, da China kein Teil dieses Abkommens ist.

### Tiefere Zinsen jetzt – höhere Zinsen später

Die Entwicklung der Anleihemärkte im vierten Quartal war auf den ersten Blick negativ. Für das kommende Jahr bedeutet dies aber, dass die Abwärtsrisiken zurückgegangen sind. Trotzdem sind die Aussichten für Anleiheinvestoren nicht rosig.

Bereits vor der Wahl Trumps, besonders aber danach, haben sich die Renditen in der Eurozone nach oben bewegt. Die zehnjährige deutsche Staatsanleihe rentiert mittlerweile bei plus 0,20 Prozent, während der Wert zu Beginn des Quartals noch bei minus 0,10 Prozent lag. Dieses Niveau ist schon wesentlich „realistischer“, wenn wir es mit der zukünftig erwarteten EZB-Politik vergleichen. Noch deutlicher war die Korrektur bei Anleihen mit 20 Jahren Laufzeit. Hier „normalisierten“ sich die Renditen noch deutlicher, sodass sehr langfristig (d.h. zwischen 2026 und 2036) wieder Zinsen von rund 1,2 Prozent eingepreist sind. Nach dem Brexit waren die in den Anleihe-Preisen enthaltenen Erwartungen noch bei 0,5 Prozent.

Wesentlich für diese Korrektur auf ein viel nachhaltigeres Niveau waren die Veränderungen in der EZB-Politik. Es wurden Käufe von Staatsanleihen unter einem Renditeniveau von minus 0,40 Prozent zugelassen, was zu weniger EZB-Nachfragedruck auf die langen Anleihen und zu Kursverlusten dieser langen Anleihen führte. Auf der anderen Seite wurden kurze Anleihen noch teurer – die Renditen kurzer Staatsanleihen noch stärker negativ.

Für das Jahr 2017 bedeutet das folgendes: Das Risiko starker Kursverluste bei lange laufenden Anleihen ist jetzt geringer geworden, wenngleich steigende Inflationsraten zu starken Schwankungen führen werden. Die Investition in kurz laufende Anleihen hingegen ist noch schwieriger geworden. Zweijährige deutsche Staatsanleihen weisen Renditen von minus 0,80 Prozent aus. Nur mit entsprechenden Kreditrisiken kann man bessere Renditen erwirtschaften.

In den USA ist das Fed nun endgültig in einem Umfeld steigender Zinsen angelangt. Für 2017 werden zwei bis drei Zinserhöhungen erwartet, was den Abstand der Renditen noch ausweiten dürfte. (Mit der Verlängerung des Quantitative Easing der EZB bis Dezember 2017 sind in der Eurozone Zinserhöhungen erst 2018 wieder ein Thema) Je mehr Ausgabenprogramme Trump umsetzen kann, desto mehr Zinserhöhungen werden erwartet, denn umso mehr wird die Inflation über das Ziel hinausschießen.

Gute Chancen erwarten wir 2017 bei Bankanleihen, wo die Konzentration auf die Kapitalstruktur gelegt werden muss. Einige Banken sind so gut wie kaum jemals zuvor kapitalisiert. Von diesen Banken können auch nachrangige Instrumente interessant sein. Andere Banken, die sich noch immer mit der Vergangenheit beschäftigen müssen, sind nur im Sektor der Pfandbriefe interessant. Angesichts der Situation bei kurz laufenden Anleihen werden Geldmarktfloater 2017 eine große Rolle spielen. Zu Beginn des Jahres sehen wir unsere Übergewichtung der Inflation-Linked Bonds als wichtige Chance zur Outperformance.



## Rückfragen

**Mag. Friedrich Strasser**  
Mitglied des Vorstandes und Partner  
Bank Gutmann Aktiengesellschaft  
Tel.: +43-1-502 20-216, [friedrich.strasser@gutmann.at](mailto:friedrich.strasser@gutmann.at)  
[www.gutmann.at](http://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](http://www.gutmann.at)

Jänner 2017