



SPÄNGLER
IQAM invest

Wissen schafft Vermögen

Spängler IQAM Report Spezial

02/2016

Marktausblick und Anlagestrategien 2016/17



Marktausblick und Anlagestrategien 2016/17

Dr. Thomas Steinberger
CIO, Geschäftsführer und Mitglied der Wissenschaftlichen
Leitung bei Spängler IQAM Invest

- 04** Marktausblick und Entwicklungsszenarien
- 06** Relevante Szenarien für die Marktentwicklung 2016/17
- 08** Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Anlagestrategien
- 10** Kurzlebenslauf

Vor dem Hintergrund sehr volatiler Finanzmärkte und großer politischer Unsicherheit nach dem für die meisten Beobachter sehr überraschenden negativen Ausgang des EU-Referendums im Vereinigten Königreich, haben wir unsere szenariobasierte Analyse der zu erwartenden Dynamik der Zinskurven im Euro und US-Dollar sowie der globalen Aktien-, Währungs- und Rohstoffmärkte aktualisiert. Unter dem Eindruck dieses historischen Ereignisses haben wir uns dazu entschlossen ein Szenario mit starken negativen Ansteckungseffekten in der globalen Realwirtschaft „Brexit-Schock“ zu nennen. In diesem Szenario bleibt der Effekt der aktuellen politischen Unsicherheit über die Zukunft der wirtschaftlichen Stellung des Vereinigten Königreichs in Europa nicht auf eine erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten beschränkt, sondern löst eine globale Rezession durch einen abrupten Rückgang der Investitions-, Konsum- und Exportnachfrage aus.

Eine zweite Änderung in der Szenariodefinition ist dem Faktum geschuldet, dass eine rasche Erholung des Wachstums in den Emerging Markets trotz der Stabilisierung der Rohstoffpreise kaum noch zu erwarten ist. Stattdessen wird in vielen Staaten über eine aktivere Fiskalpolitik zur Erhöhung der Investitionsquote debattiert bzw. werden solche Maßnahmen bereits umgesetzt. In Abbildung 1 ist ein Überblick über alle vier Szenarien 2016/17 dargestellt.

Abbildung 1 | Übersicht der Szenarien 2016/17

Szenario	Charakteristik
Moderates Wachstum	<ul style="list-style-type: none">■ Globale Inflationsraten steigen kaum■ EZB und Fed halten Zinssätze niedrig■ Unternehmensgewinne und Beschäftigung wachsen moderat■ Planmäßige Entwicklung in China
Brexit-Schock	<ul style="list-style-type: none">■ Politische Unsicherheit führt zu globaler Rezession■ Notenbanken steuern dagegen■ Rohstoffpreise sinken noch einmal deutlich
Eskalation	<ul style="list-style-type: none">■ Geopolitische Spannungen eskalieren■ Rohstoffpreise steigen deutlich an■ Konsum und Investitionsnachfrage gehen global zurück
Investitionsschub	<ul style="list-style-type: none">■ Optimismus über globales Wachstumspotenzial kehrt zurück■ Fiskalpolitiken werden expansiver■ Realzinssätze steigen deutlich

Relevante Szenarien für die Marktentwicklung 2016/17

Unser Hauptszenario für 2016/17 trägt weiterhin den Titel „**Moderates Wachstum**“ und ist gekennzeichnet durch stabile und niedrige Inflationsraten und weiterhin historisch niedrige, in der Eurozone sogar deutlich negative, nominelle Zinssätze in den Hauptwährungen. Wir erwarten in diesem Szenario moderat steigende Unternehmensgewinne und Aktienmärkte sowie einen relativ stabilen EURUSD-Wechselkurs. Wachstumstreiber sind dabei die im historischen Vergleich niedrigen Rohstoffpreise und eine relativ robuste Binnenkonjunktur in den USA und der Eurozone, die auf der Basis steigender Beschäftigungszahlen zusätzliche Konsumnachfrage schafft. Geringe Erwerbsquoten halten dabei die Lohninflation niedrig und eine relativ schwache Wirtschaftsentwicklung in China und anderen Emerging Markets führt zu weiter sinkenden Produzenten- und Importpreisen. Die Entwicklung der chinesischen Realwirtschaft bleibt in diesem Szenario stabil und in der Nähe des angestrebten Wachstumszieles von rund 6,5 % p.a. Der erwartete Ertrag eines klassischen Aktien-/Renten-Portfolios mit 50 % Aktienanteil liegt in diesem Szenario bei etwa 2 bis 3 % p.a. in EUR.

Deutlich höhere Ertragserwartungen für ein solches Portfolio ergeben sich hingegen im „**Investitionsschub**“ mit über 5 % p.a. In diesem Szenario würden besonders die Aktien- und Rohstoffmärkte für deutlich höhere Erträge sorgen. Getrieben durch steigende Nachfrage nach Investitionsgütern auf Grund expansiverer Fiskalpolitiken steigen die Unternehmensgewinne deutlich an und erzeugen damit wieder positives Momentum für die Aktienmärkte. Steigende Beschäftigung und steigende Konsumnachfrage erzeugen Preisdruck auf den Rohstoffmärkten.

Die Herausforderung für die Anleger in diesem Szenario besteht darin, den erwarteten Anstieg der mittel- und langfristigen Zinssätze um 150 bis 250 Basispunkte möglichst unbeschadet zu überstehen. Die Erträge für Anleihen mit Restlaufzeiten über fünf Jahre wären dadurch signifikant negativ.

Neben diesem, aus heutiger Sicht nur wenig wahrscheinlichen Wachstumsszenario, schätzen wir vor allem zwei weitere Risikoszenarien als für den Investor relevant ein. Im bereits zuvor erwähnten Szenario „**Brexit-Schock**“ erwarten wir einen unerwartet scharfen Rückgang des globalen Wirtschaftswachstums im Gefolge des Brexit-Schocks. Sollten sich die Ansteckungseffekte der Realwirtschaft als so stark erweisen, erwarten wir deutlich negative Renditen an den Aktienmärkten und einen weiteren Rückgang der Zinssätze für Staatsanleihen bis in den negativen Bereich auch für die längsten Laufzeiten. Während Staatsanleihen in diesem Szenario gut performen, würden Corporate Bonds und Emerging Markets-Anleihen auf Grund steigender Ausfallsrisiken und Spreads negative Erträge liefern. Auch die Rohstoffpreise würden noch einmal kräftig sinken.

Relevante Szenarien für die Marktentwicklung 2016/17

Im Szenario der „**Eskalation**“ kommt der wirtschaftliche Schock von einer dramatischen Verschärfung der Konflikte in Osteuropa, dem Nahen und Mittleren Osten sowie Asien. Wichtige Handelsrouten für Energie und andere Güter könnten negativ betroffen sein und viele Rohstoffpreise würden sprunghaft ansteigen. In Europa und den USA ist in einer solchen Situation mit einem Rückgang der Konsumfreude und der Investitionsnachfrage zu rechnen, woraus sich eine Situation steigender Inflationsraten und gleichzeitig sinkender Produktion ergibt. Beinahe alle Assetklassen sind in diesem Szenario negativ betroffen und es könnte eine Fluchtreaktion der Anleger in krisensichere Veranlagungen wie Staatsanleihen mit höchster Bonität, Gold oder den Schweizer Franken und den japanischen Yen ausgelöst werden. Die erwarteten Erträge in den beiden Krisenszenarien für das angesprochene 50/50 Portfolio sind in beiden Fällen deutlich negativ.

Weitere längerfristig zu beobachtende Risiken für den Euro-Investor stammen aus der aktuellen politischen Entwicklung in der Europäischen Union. Die Migrationskrise und die wachsenden Probleme bei der Finanzierung der relativ hohen Sozialausgaben stärken in vielen Ländern nationalistisch orientierte Parteien und erschweren damit das Finden von Kompromissen auf europäischer Ebene. Die Austrittsverhandlungen mit dem Vereinigten Königreich werden komplex und langwierig und es könnte zu einer Sonderbehandlung Schottlands kommen, die anderen Unabhängigkeitsbewegungen Aufwind gibt. Parallel gibt es ungelöste Probleme im europäischen Bankensektor, die trotz der extrem expansiven Geldpolitik der EZB akut werden könnten. Insgesamt könnten die aktuellen politischen Dynamiken mittelfristig sogar das gesamte Integrationsprojekt und damit auch die gemeinsame europäische Währung in Gefahr bringen. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit eines Zerfalls der Eurozone aus heutiger Sicht jedoch weiterhin als sehr gering ein.

Eine weitere Quelle für außergewöhnlich hohe Volatilität auf den Finanzmärkten könnte die Entwicklung der chinesischen Wirtschaft darstellen. Um das Wachstumstempo in China aufrechterhalten zu können, sind drastische Strukturreformen notwendig, welche dem Kapitalmarkt eine stärkere Rolle bei der Vergabe von Investitionsfinanzierung zukommen lassen. Die chinesische Führung strebt bereits seit längerer Zeit die freie Konvertibilität des chinesischen Yuan und eine stärkere Liberalisierung der Finanzmärkte in China an. Zuletzt ist es jedoch zu einer starken Bremsung der Reformen gekommen, wodurch das Risiko eines abrupten Wachstumsrückgangs in den nächsten Jahren deutlich erhöht wurde. Die Situation ist äußerst schwierig und der Spielraum für Politikfehler sehr gering, wenn eine stabile Entwicklung des chinesischen Wachstums bei gleichzeitiger Öffnung der chinesischen Finanzmärkte erreicht werden soll. Die Gefahr einer tiefen realwirtschaftlichen Rezession analog der 30er Jahre in den USA oder einer Dekade sehr langsamen Wachstums wie in Japan in den 90er Jahren ist real und hätte negative Konsequenzen auch für nicht direkt in China exponierte Investoren.

Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Anlagestrategien

Vor dem Hintergrund der Entwicklung in den letzten Juni-Wochen schätzen wir das Szenario „Moderates Wachstum“ weiterhin als das wahrscheinlichste Szenario mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von etwa 60 % ein. Moderates, aber robustes Konsumwachstum in den USA, der Eurozone und Japan sollte einen

ausreichend stabilen Anker für die wirtschaftliche Entwicklung bieten. Niedrige Inflationserwartungen und die hohe Arbeitslosenrate in der Eurozone werden hingegen die EZB weiterhin dazu bringen eine sehr expansive Geldpolitik zu verfolgen.

Abbildung 2 | **Aktuelle Wahrscheinlichkeitsgewichtung der Szenarien**



Stand: 30.06.2016
Quelle: Spängler IQAM Invest

Mit einer aktuellen Gewichtung von 30 % ist das „Brexit-Schock“-Szenario das konkreteste Risikoszenario. Das „Investitionsschub“-Szenario und das „Eskalation“-Szenario erscheinen mit einer aktuellen Eintrittswahrscheinlichkeit von rund 5 % weniger relevant. Mit dem weiteren Verlauf des Jahres könnten sich hier jedoch auch bei den Eintrittswahrscheinlichkeiten stärkere Verschiebungen ergeben und wir schätzen diese beiden Szenarien trotzdem als beobachtungswert ein.

Vor dem Hintergrund dieser Szenarien und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten empfehlen wir für das

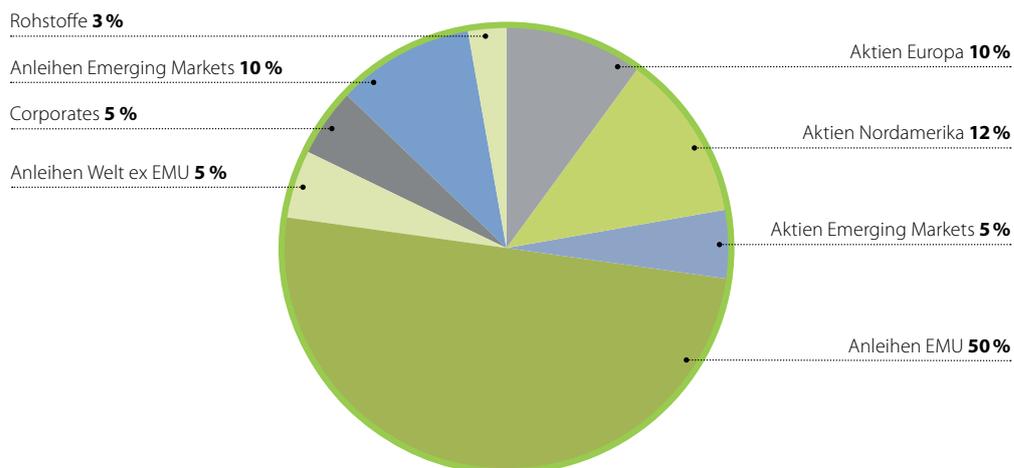
Veranlagungsjahr eine breit gestreute Asset Allocation mit einem Aktienanteil von etwas unter 30 %. Abbildung 3 stellt unsere Empfehlung für die strategische Asset Allocation eines langfristig orientierten Total Return Portfolios grafisch dar. Innerhalb des Aktienbereiches sollte eine relative Konzentration auf US-Aktien (12 %) erfolgen und der Anteil europäischer Aktien (10 %) sowie der Emerging Markets-Aktien (5 %) geringer gewichtet werden. Euro-Geldmarktveranlagungen sollten beim aktuell niedrigen Zinsniveau gemieden werden und die Assetklasse der Unternehmensanleihen im Investment Grade Bereich (5 %) sollte weiter reduziert werden.

Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Anlagestrategien

Auch die Duration der Euro-Staatsanleihen sollte angesichts der historisch niedrigen Zinssätze signifikant gegenüber einer klassischen Indexduration untergewichtet werden, insgesamt sollte die Assetklasse jedoch weiter relativ hoch gewichtet sein (50%). Eine höhere Gewichtung als in den Perioden zuvor ist auch im Bereich der Emerging Markets-Anleihen (10%) und der in US-Dollar emittierten Anleihen (5%) zu empfehlen. Generell sollte bei unter den Erwartungen liegender Dynamik des realen Wachstums in Europa das Fremdwährungsexposure vor allem zum US-Dollar

weiter erhöht werden. Die Assetklasse Rohstoffe sollte weiterhin nur gering gewichtet bleiben (3%). Temporäre Rückschläge auf den Aktienmärkten sollten nur dann als Kaufgelegenheiten genutzt werden, wenn sich gleichzeitig Perspektiven für höhere Inflation oder höheres realwirtschaftliches Wachstum ergeben. Andernfalls sollte man, auf Grund der zu erwartenden hohen Volatilität der Finanzmärkte im kommenden Jahr, Zurückhaltung üben oder nur sehr opportunistisch und kurzfristig orientiert die Aktienquote erhöhen.

Abbildung 3 | **Strategisches Total Return Portfolio 2016/17**



Stand: 30.06.2016
Quelle: Spängler IQAM Invest

**Dr. Thomas Steinberger**

ist Geschäftsführer und CIO bei Spängler IQAM Invest. Davor war er beim Institut für strategische Kapitalmarktforschung und der Vienna Graduate School of Finance beschäftigt. Nach dem Studium der Volkswirtschaftslehre an der WU Wirtschaftsuniversität Wien und einem Master am Institut für Höhere Studien erlangte er 2003 den Ph.D. in Economics am European University Institute in Florenz. Seine Karriere begann er als Makroökonom in der Oesterreichischen Nationalbank, von 2003 bis 2005 war er Senior Scientist an der Universität von Salerno. Von 2005 bis 2007 leitete er die quantitative Forschung am Institut für strategische Kapitalmarktforschung. Er ist ein international anerkannter Fachmann für dynamische Makroökonomie, Ökonomie der Altersvorsorge und Prognose von Wertpapierrenditen mittels makroökonomischer Fundamentalmodelle. Seine Publikationen sind in international renommierten Zeitschriften erschienen. Er ist Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest.

Spängler IQAM Invest GmbH

Franz-Josef-Straße 22
5020 Salzburg

T +43 (0) 505 8686-0
F +43 (0) 505 8686-869

Standort Wien
Wollzeile 36-38
1010 Wien

T +43 (0) 505 8686-0
F +43 (0) 505 8686-869

Standort Frankfurt am Main
An der Welle 4
60322 Frankfurt am Main

T +49 (0) 69 7593-8150

office@spaengler-iqam.at
www.spaengler-iqam.at

SPÄNGLER
IQAM invest

Wissen schafft Vermögen

Wichtige Informationen

Marketingmitteilung. Die enthaltenen Angaben dienen ausschließlich der Information, stellen kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und enthalten auch keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen, noch wurden diese mit der Absicht erarbeitet einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu erteilen. Die genannten Investitionsmöglichkeiten eignen sich ggf. nicht für alle Investoren. Ein Anleger muss seine Investitionsentscheidung daher auf seine individuellen Investitionsziele sowie seine finanzielle Situation abstimmen und je nach persönlichem Ermessen eine unabhängige Finanzberatung in Anspruch nehmen. Die Angaben sind keine Finanzanalyse und unterliegen daher weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Finanzinstrumentes zu.

Der Wert eines Finanzinstrumentes ist Schwankungen unterworfen und kann sowohl steigen als auch fallen. Bei Finanzinstrumenten, die auf Fremdwährung lauten, können Veränderungen der Währung eine negative Auswirkung auf die Rendite haben. Die geäußerten Meinungen geben die derzeit aktuelle Einschätzung wieder, Änderungen sind auch ohne vorherige Bekanntmachung möglich. Die Prospekte und die Wesentlichen Anlegerinformationen (= Kundeninformationsdokument, KID) unserer Publikumsfonds finden Sie in deutscher Sprache unter www.spaengler-iqam.at bzw. sind bei bestehender Zulassung zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank GmbH, München, erhältlich. Die Inhalte wurden nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, etwaige Fehler und Irrtümer bleiben vorbehalten.

Zuständige Aufsichtsbehörde der Spängler IQAM Invest GmbH: Finanzmarktaufsicht, Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien