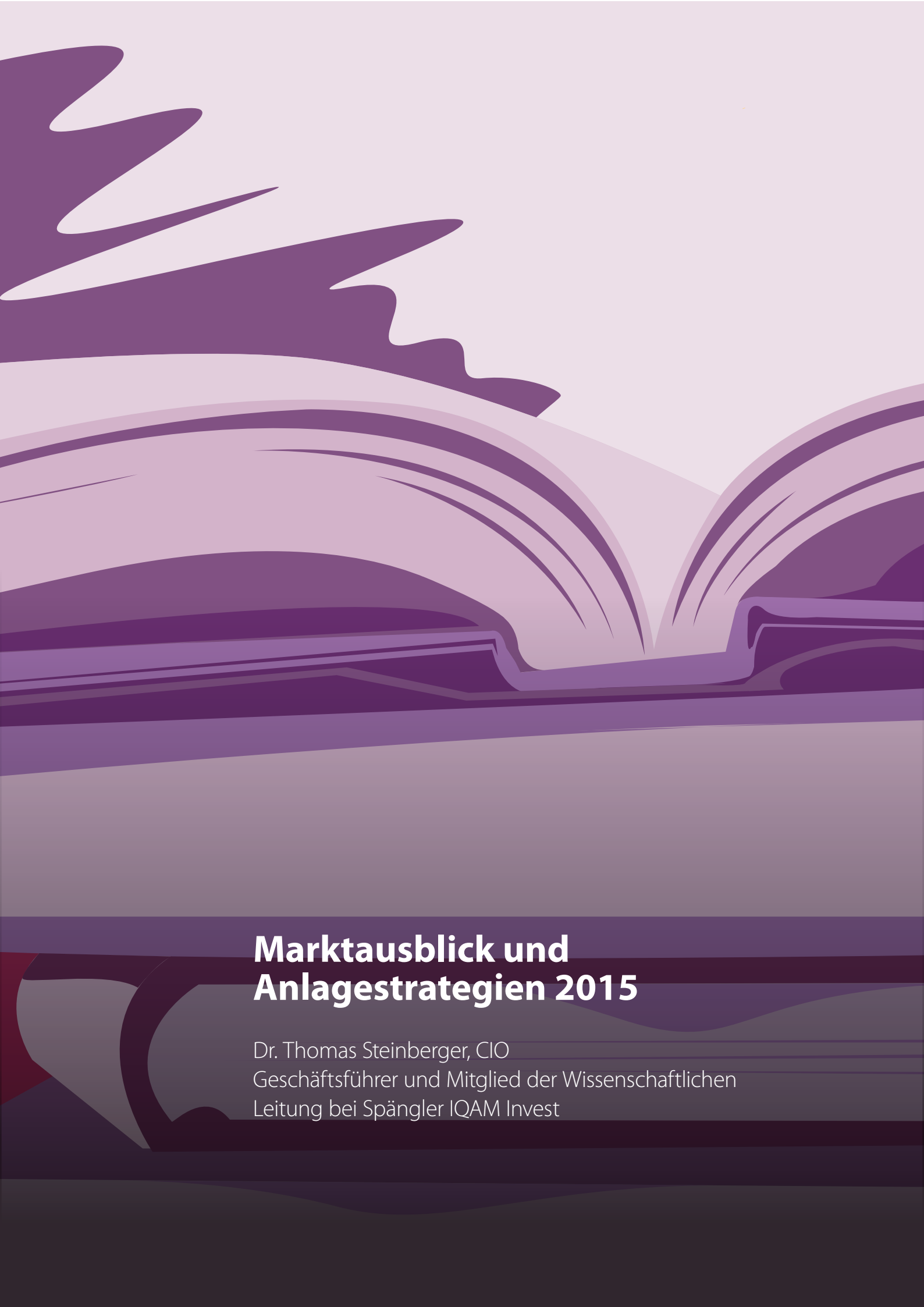
SPÄNGLER IQAM invest

Wissen schafft Vermögen

# Spängler IQAM Report Spezial

01/2015



# Marktausblick und Anlagestrategien 2015

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

# Inhalt

**04** Executive Summary

**05** Marktausblick und Entwicklungsszenarien

**07** Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Anlagestrategie

**09** Kurzlebenslauf

# Executive Summary

Auch im Verlauf des Jahres 2015 wird sich die Situation auf dem Euro-Geldmarkt nicht signifikant verbessern. Spängler IQAM Invest erwartet weiterhin negative Realrenditen für kurzfristige Veranlagungen im Investment Grade-Bereich[1] und vermeidet daher diese Assetklasse so weit wie möglich. Die Alternative der längerfristigen Veranlagung in Staats- oder Unternehmensanleihen erscheint uns beim aktuellen Zinsniveau im 5 bis 10-jährigen Bereich ebenfalls nicht mehr attraktiv. Zinsrisiken vor allem im Bereich der Unternehmensanleihen sollten daher 2015 nur noch aus Diversifikationsgründen genommen werden. Für die USA erwarten wir im Verlauf des Jahres sogar steigende Zinssätze und entsprechend niedrige Kursentwicklungen für ausfallsichere US-Dollar-Staatsanleihen. Im Bereich der Euro-Staatsanleihen rechnen wir aufgrund der Staatsanleihen-Käufe durch die Europäische Zentralbank (EZB) zwar mit stabilen Zinssätzen, positionieren uns dennoch durationsneutral[2] und investieren weiterhin gegebenenfalls in Peripherieanleihen. Verschärft sich in Folge politischer Entwicklungen wieder der Konflikt zwischen den südlichen Eurostaaten und Deutschland über die Fiskalpolitik der Europäischen Union und steigen die CDS-Preise[3] für deren Staatsanleihen wieder an, sollten diese Investitionen reduziert werden.

**Aktien attraktiver als Anleihen**

Im Gegensatz zur defensiven Anleihenpositionierung behalten wir unsere leichte Übergewichtung im Bereich der Aktienveranlagungen bei und konzentrieren unsere Übergewichtung hier vor allem auf die USA. Der starke Rückgang der Energiepreise im vierten Quartal 2014 sollte vor allem die bereits derzeit positive Konjunkturdynamik in den USA und China weiter beschleunigen. Dies sollte die Aktienmärkte weltweit gut unterstützen. Im Zusammenspiel der gegenläufigen Zinsentwicklung der US-Dollar- und Euro-Geldmärkte erwartet Spängler IQAM Invest dadurch auch eine positive Entwicklung im US-Dollar-Euro-Wechselkurs und konzentriert daher ihre Aktienübergewichtung auf die USA. Die Bewertungsniveaus der Aktienmärkte sind zwar gegenwärtig nicht mehr als günstig zu bezeichnen, relativ zu Zinsveranlagungen scheinen Aktien jedoch weiter attraktiv. Anleger müssen aber auch 2015 damit rechnen, dass im Verlauf des Jahres temporäre Kursverluste und höhere Marktvolatilität auftreten können. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund geopolitischer Risiken, die im Vergleich zu den letzten 10 bis 15 Jahren aktuell deutlich höher einzuschätzen sind. Ein weiterer Grund für höhere Marktvolatilität könnte eine schlechter als erwartete Entwicklung der US-Wirtschaft oder eine unerwartete starke Zinserhöhung der US-Notenbank sein. Mit Ausnahme eines größeren militärischen Konflikts, der auch die globalen Handelsbeziehungen negativ beeinträchtigt oder einer unerwarteten Rezession mit starkem Sentiment-Einbruch[4] in den USA gehen wir jedoch davon aus, dass Aktienmarktrückschläge im Jahr 2015 temporär bleiben.

**Interessant sind Emerging Markets und Rohstoffe**

Veranlagungen in Emerging Markets erscheinen uns vor allem auf der Zinsseite interessant. Lokalwährungsanleihen in Emerging Markets-Währungen (EM) sollten vom erwarteten Rückgang des Euro-US-Dollar-Wechselkurses profitieren und auch Hartwährungsanleihen der Emerging Markets sollten – nach der Schwäche der High Yield-Anleihenindizes im vergangenen Halbjahr – 2015 wieder gut performen. Dies ist auch auf der Aktienseite gut möglich, da die Bewertungsniveaus im Emerging Markets Bereich aktuell günstig sind. Vor allem energieimportierende Emerging Markets wie Indien, China, Türkei und Indonesien sollten von dieser Entwicklung profitieren können. Rohstoffveranlagungen sind aktuell ebenfalls günstig, werden von uns derzeit aber nur neutral gewichtet. Nur bei besser als erwartetem Verlauf der globalen Konjunktur sollten in diesem Bereich zusätzliche Investitionen erfolgen. Unser strategisches Portfolio für 2015 sieht eine breite Diversifikation mit signifikanten Gewichten in den Assetklassen Aktien (USA 25 %, Europa 17 %, EM 7 %), Euro-Staatsanleihen (21 %), Unternehmensanleihen (12 %), EM-Anleihen (12 %) und Rohstoffen (6 %) vor.

1 Anleihen mit einer guten bis sehr guten Bonität
2 Duration = Maßeinheit für das Risiko von Kursänderungen aufgrund von Zinsänderungen
3 Credit Default Swap = Kreditausfallsversicherung
4 Sentiment = Marktstimmung

# Marktausblick und Entwicklungsszenarien

Der Asset Allocation-Prozess bei Spängler IQAM Invest beginnt für die Zwecke der Bestimmung der strategischen Asset Allocation bei der Analyse der aktuellen Dynamik der Zinskurven und der Unternehmensgewinne in den Währungsräumen Euro und US-Dollar. Danach werden auf dieser Basis mehrere Szenarien für die zukünftige Entwicklung dieser Faktoren und diesen Szenarien zugeordnete bedingte Ertragserwartungen formuliert. Die aktuelle Gewichtung der Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieser Szenarien und die Berücksichtigung der jeweils zu erwartenden Kovarianzen der Erträge der zulässigen Assetklassen in den einzelnen Szenarien bestimmen schließlich die zum jeweiligen Zeitpunkt gewählte Asset Allocation. Abbildung 1 gibt einen Überblick über die Szenarien, welche sich aus unserer Perspektive für die Entwicklung im Verlaufe des Jahres 2015 abzeichnen könnten.

Abbildung 1 | **Übersicht der Szenarien 2015**

| Szenario | Charakteristik |
|---|---|
| **Bipolare Welt** | ■ Niedrige Rohstoffpreise beschleunigen das Wachstum in den USA und China<br>■ Inflationsraten bleiben global niedrig und der US-Dollar wertet zu den anderen Währungen weiter auf |
| **Eurojapanische Renaissance** | ■ Niedrige Rohstoffpreise beschleunigen das Wachstum in den USA und China<br>■ Europa und Japan kommen aus der Krise, globale Inflationsraten bleiben trotzdem niedrig |
| **EM Comeback** | ■ Optimismus über Wachstumspotenzial in den Emerging Markets kehrt zurück<br>■ Investitionswachstum in den Emerging Markets und Rohstoffpreise steigen wieder |
| **1937** | ■ Geopolitische Risiken werden schlagend, ein negativer Angebotsschock führt zu steigenden Inflationsraten<br>■ Wirtschaftliche Abschwächung auch in den USA ist die Folge |

**Szenario 1: Bipolare Welt**

Das mit dem Titel „Bipolare Welt" versehene Szenario ist gekennzeichnet durch niedrige Inflation und historisch niedrige Zinssätze sowohl im Euro als auch im US-Dollar. Die Wachstums- und Gewinnentwicklung ist vor allem in den USA relativ dynamisch und nur China zeigt ein vergleichbar hohes Wachstum der Produktion. Ursache dieser dynamischen Wachstumsentwicklung in diesen beiden Regionen sind vor allem die niedrigen Energiepreise, welche Produktionskosten niedrig und das verfügbare Einkommen der Haushalte für den Konsum hoch halten. Auf den Währungsmärkten rechnen wir in diesem Szenario mit einer signifikanten Aufwertung des US-Dollar zu anderen Währungen, für den Euro-US-Dollar-Wechselkurs ist sogar eine Abwertung bis zur Parität (1 USD = 1 EUR) möglich.

# Marktausblick und Entwicklungsszenarien

**Szenario 2: Eurojapanische Renaissance**
Die vorher beschriebene Entwicklung ist im Szenario „Eurojapanische Renaissance" nicht so stark ausgeprägt. In diesem Szenario können auch die bereits längere Zeit unter Nachfrageschwäche leidenden Regionen vom Aufschwung in den USA und China profitieren. Yen und Euro stabilisieren sich bei Kursen von 120 bzw. 1,20 zum US-Dollar und die Aktienmärkte in diesen beiden Regionen erreichen neue historische Höchststände. Dies erfolgt jedoch weiterhin vor einem Hintergrund relativ niedriger globaler Inflationsraten und Zinssätze. Emerging Markets können in diesem Szenario jedoch nicht im gleichen Ausmaß von der positiven Entwicklung profitieren, da die rohstofflastige Wirtschaft dieser Länder unter den weiterhin niedrigen Rohstoffpreisen leidet.

**Szenario 3: Emerging Markets Comeback**
Trotz der zuletzt stark sinkenden Rohstoffpreise nehmen wir für 2015 auch ein Szenario unerwartet starker Preisdynamik auf den Rohstoffmärkten in unsere Szenarien auf: „Emerging Markets Comeback". Getrieben durch hohe globale Nachfrage oder koordinierte Aktionen der Rohstoffproduzenten könnten sowohl die Energiepreise als auch die Preise für Industriemetalle oder Nahrungsmittel im Verlauf von 2015 wieder stärker steigen. Hauptprofiteure dieser Entwicklung wären die Emerging Markets, die in einem solchen Szenario auch wieder von starken Kapitalzuflüssen profitieren könnten. Die Zinssätze in den USA und Europa steigen hier schneller als erwartet und die Erträge für Anleihen mit Restlaufzeiten über fünf Jahre wären signifikant negativ. Auch für die Aktienmärkte sind in einem solchen Szenario Turbulenzen zu erwarten, am Jahresende erwarten wir jedoch auch in diesem Szenario positive Erträge für die Assetklasse. Rohstoffveranlagungen und Emerging Markets Exposure bringen in diesem Fall die besten Erträge.

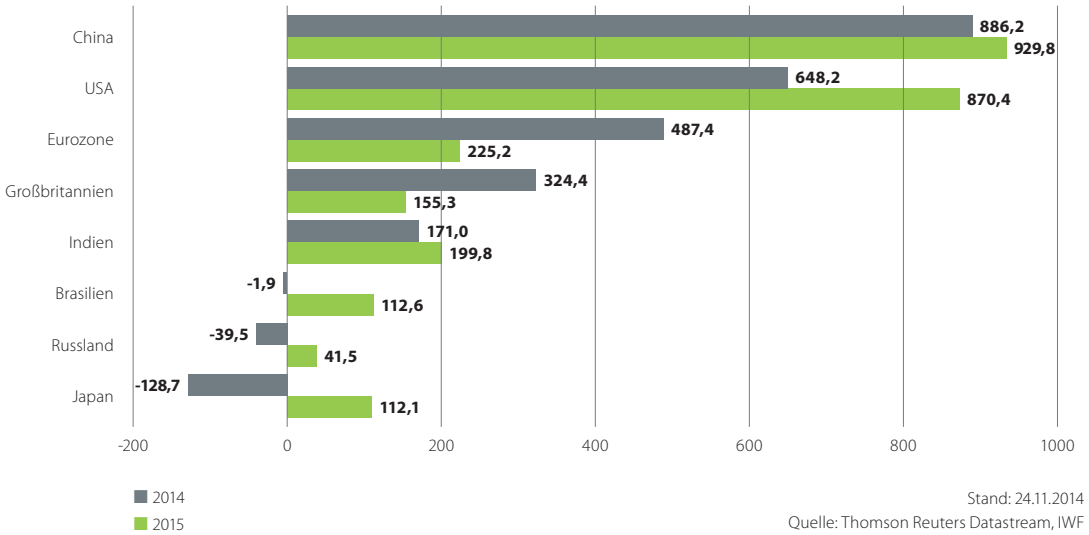
**Szenario 4: 1937**
Zuletzt müssen wir für das laufende Jahr auch ein Szenario negativer Entwicklungen vieler Assetklassen berücksichtigen. Wir nennen dieses Szenario in Analogie zu historischen Entwicklungen „1937", da auch in diesem Jahr ein bewaffneter Konflikt in Asien (der zweite Chinesisch-Japanische Krieg) und eine verfehlte Notenbankpolitik der Federal Reserve zu einer Rezession in den USA und einem starken Rückgang der Aktienmärkte geführt hat. Die sicherheitspolitische Lage hat sich in den letzten Jahren durch das Aufflammen von Konflikten in Osteuropa und dem Nahen Osten, das Andauern der Kämpfe in Afghanistan und im Irak sowie der diplomatischen Spannungen zwischen China und Japan sowie Russland und den USA deutlich verschlechtert. Eine größere militärische Auseinandersetzung ist daher in den letzten Jahren wahrscheinlicher geworden. Kommt es zu einem Konflikt, der sich auch negativ auf die globalen Handelsströme auswirkt, könnten Europa und die USA mit der unangenehmen Situation steigender Inflationsraten und gleichzeitig sinkender Produktion konfrontiert sein. Dies könnte eine Fluchtreaktion der Anleger in krisensichere Veranlagungen wie Anleihen mit bester Bonität, Gold oder den Schweizer Franken auslösen. Für riskantere Assetklassen wie Aktien oder Emerging Markets Anleihen wären dann deutlich negative Erträge zu erwarten.

**Zusammenbruch des Euro? Sehr unwahrscheinlich!**
Zuletzt noch ein Wort zum in der deutschsprachigen Presse oft erwähnten Szenario des „Zusammenbruchs des Euro". Wir haben dieses Szenario bereits 2012 als sehr unwahrscheinlich eingestuft und halten eine solche Entwicklung auch weiterhin für sehr unrealistisch. Selbst wenn in den Peripheriestaaten in Folge der schlechten wirtschaftlichen Entwicklung der letzten Jahre europakritische Protest- oder Reformparteien an die Macht kämen, wäre es weder im Interesse der wirtschaftlich starken noch im Interesse der wirtschaftlich schwächeren Eurostaaten die starke wirtschaftliche Verflechtung der Eurostaaten wieder aufzulösen. Die politischen Konflikte um die europäische Wirtschaftspolitik sind vielmehr als Machtkämpfe zwischen unterschiedlichen wirtschaftlichen Interessen zu verstehen, die letztlich durch einen politischen Kompromiss zu lösen sein werden.

# Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Anlagestrategie

Vor dem Hintergrund der Entwicklung in den letzten Wochen und Monaten des Jahres 2014 schätzt Spängler IQAM Invest das Szenario „Bipolare Welt" als das bei weitem wahrscheinlichste Szenario ein. Als empirischer Beleg für diese Einschätzung kann die aktuelle Prognose des Internationalen Währungsfonds (IWF) für die Wachstumsentwicklung 2015 (siehe Abbildung 2) und die Entwicklung der Rohstoffpreise gelten. Auch die Stellungnahmen von Repräsentanten der EZB und der Federal Reserve deuten darauf hin, dass die geldpolitischen Leitzinssätze sowohl im Euroraum als auch in den USA 2015 weiterhin historisch niedrig bleiben.

Abbildung 2 | **Aktuelle Wachstumsprognose des IWF für 2015 (Dezember 2014)**
**Prognostizierte BIP-Veränderung in Mrd. US-Dollar**




Stand: 24.11.2014
Quelle: Thomson Reuters Datastream, IWF

**Eintrittswahrscheinlichkeit für die einzelnen Szenarien**

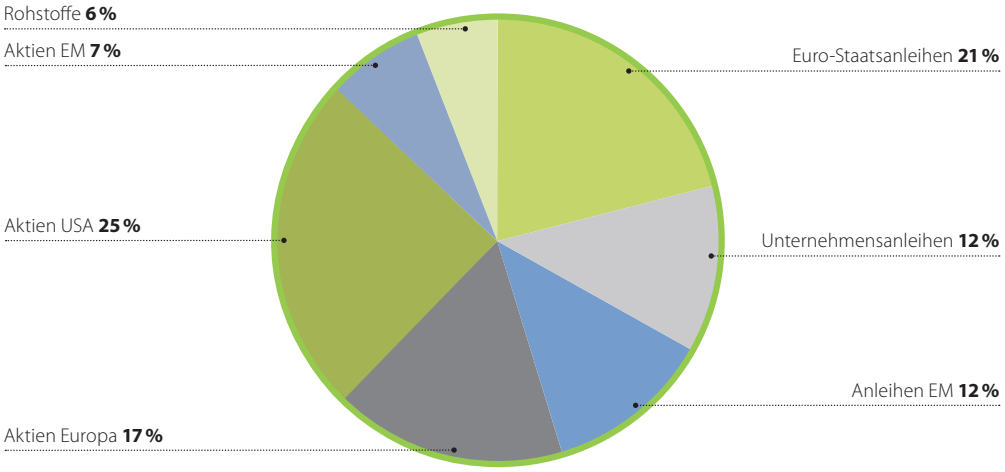
Das Szenario „Bipolare Welt" gilt also als unser Basisszenario und wird mit einer Wahrscheinlichkeit von 65 % gewichtet. Den übrigen Szenarien können daher aus heutiger Sicht nur relativ geringe Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden. Für die „Euro-japanische Renaissance" und das „Emerging Markets Comeback" setzt Spängler IQAM Invest zum heutigen Zeitpunkt je 10 %, für das Szenario „1937" 15 % an.

Hinsichtlich dieser Szenarien und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten erscheint für das Veranlagungsjahr eine breit gestreute Asset Allocation mit einem Aktienanteil von rund 50 % als passend. Abbildung 3 auf der nächsten Seite stellt unsere strategische Asset Allocation für das Jahr 2015 für ein langfristig orientiertes Total Return Portfolio grafisch dar. Innerhalb des Aktienbereiches könnte eine Konzentration der Übergewichtung auf die USA (25 %) erfolgen und der Anteil europäischer Aktien (17 %) sowie der Emerging Markets-Aktien (7 %) neutral gewichtet werden. Euro-Geldmarktveranlagungen sollten nach unserer Einschätzung beim aktuell niedrigen Zinsniveau gemieden werden und die Assetklasse der Unternehmensanleihen im Investment Grade Bereich (12 %) sollte deutlich untergewichtet werden.

# Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Anlagestrategie

Während wir erwarten, dass die Duration der Euro-Staatsanleihen neutral gehalten werden kann, sollte die Assetklasse insgesamt leicht untergewichtet werden (21 %). Eine Übergewichtung könnte hingegen im Bereich der Emerging Markets-Anleihen (12 %) vorteilhaft sein. Dies gilt sowohl für die in Lokalwährung als auch für die in US-Dollar emittierten Anleihen. Die Assetklasse Rohstoffe sollte zu Jahresbeginn bestenfalls neutral gewichtet werden (6 %), erst wenn der negative Trend auf dem Rohstoffmarkt dreht, könnte eine dynamische Höhergewichtung zu Lasten der Aktien- und Anleihenveranlagungen vorgenommen werden. Generell könnten Rückschläge auf den Aktienmärkten weiterhin als Kaufgelegenheiten genutzt werden, wenn jedoch die Rückschläge auf Signale einer Rezession in den USA oder einen größeren militärischen Konflikt zurückzuführen sind, ist Zurückhaltung geboten.

Abbildung 3 | **Strategisches Total Return Portfolio 2015**




Stand: 31.01.2015
Quelle: Spängler IQAM Invest

# Kurzlebenslauf

**Dr. Thomas Steinberger, CIO**
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 Altervorsorge 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
A-5020 Salzburg

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

Standort Wien
Wollzeile 36-38
A-1010 Wien

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

Standort Frankfurt am Main
An der Welle 4
D-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**

Dieses Dokument stellt kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und enthält auch keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Die Angaben basieren auf den zum Erstellungszeitpunkt aktuell verfügbaren Daten. 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. Die geäußerten Meinungen geben die derzeit aktuelle Einschätzung wieder, Änderungen sind auch ohne vorherige Bekanntmachung möglich. Die Fonds der Spängler IQAM Invest GmbH werden nach dem österreichischen Investmentfondsgesetz verwaltet und in Österreich vertrieben. Der jeweilige Prospekt sowie allfällige Änderungen wurden gem. § 136 InvFG 2011 veröffentlicht. Die geltende Fassung des Prospekts sowie der Wesentlichen Anlegerinformationen (= Kundeninformationsdokument, KID) liegen in deutscher Sprache bei der Spängler IQAM Invest GmbH, der Depotbank des jeweiligen Fonds sowie bei der Bankhaus Carl Spängler & Co. AG auf und sind im Internet auf der Homepage www.spaengler-iqam.at verfügbar. Für Anleger in Deutschland sind bei bestehender Zulassung zum öffentlichen Vertrieb der Prospekt sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank GmbH, München, erhältlich. Für Richtigkeit und Vollständigkeit der Inhalte kann trotz sorgfältiger Recherche und Erfassung sowie verlässlicher Quellen keine Haftung übernommen werden. Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien