

KAPITALMARKT

Ausblick – Q1 2016

Die ersten Handelstage des Jahres haben es für Aktienanleger in sich. Negative Nachrichten und Unsicherheiten an den chinesischen Börsen haben die Aktienmärkte weltweit auf Talfahrt geschickt. Losgelöst vom kurzfristigen Nachrichtenfluss sollten Anleger einen klaren Blick auf die grundsätzlichen Rahmenbedingungen werfen. Die Industrienationen sollten auch im Jahr 2016 ihren stabilen Wachstumstrend fortsetzen und ihren Beitrag zum globalen BIP-Wachstum liefern. Die Schwellenländer leiden hingegen weiterhin unter den niedrigen Rohstoff- und Energiepreisen und werden an Wachstumsdynamik einbüßen.

Erwartetes Wirtschaftswachstum

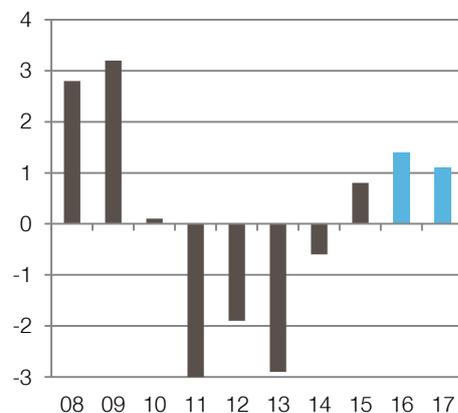
	2015	2016	2017
Welt	3,0%	3,3%	3,5%
EU	1,8%	1,9%	1,9%
USA	2,5%	2,5%	2,4%
Japan	0,6%	1,1%	0,7%
China	6,9%	6,5%	6,3%

Tabelle 1: Daten in % des BIP;
Quelle: Bloomberg-Consensus-Schätzungen

Bei der Prognose handelt es sich um keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung.

Moderates Weltwirtschaftswachstum

Mit der ersten Zinserhöhung seit sieben Jahren läutete die US-Notenbank das Ende einer historisch einmaligen Phase rekordtiefer Zinsen in den **USA** ein. Hauptverantwortlich für den weiteren Zinsverlauf sind eine Reihe makroökonomischer Daten, allen voran die des US-Arbeitsmarktes. Dieser präsentiert sich nach wie vor in einer starken Verfassung (US-Arbeitslosenquote 5 %). Das reale BIP-Wachstum dürfte in diesem und auch im nächsten Jahr bei 2,5 % liegen. Dank verbesserter Staatsfinanzen sollte der amerikanische Staat erstmals seit 2010 wieder einen positiven BIP-Beitrag leisten (Grafik 1).



Grafik 1: BIP-Wachstumsbeitrag der US-Staatsausgaben, Prognosen für die Jahre 2016 und 2017

Zu den Grafiken 1-2: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen

Europa setzt seinen zaghaften Wachstumstrend fort. Bemerkenswert ist, dass die einstige Wachstumslokomotive Deutschland zuletzt etwas an Fahrt verloren hat und dafür die Reformländer wie Italien oder Spanien vielversprechende Wachstumsimpulse liefern. Unterstützung könnte die europäische Wirtschaft im laufenden Jahr weiterhin von den niedrigen Energiepreisen und dem tiefen Eurokurs erhalten. Zusätzlich könnte die Europäische Zentralbank – sollten sich die Inflationserwartungen im Laufe des Jahres nicht dem Ziel von 2 % nähern – weitere expansive geldpolitische Schritte setzen.

Die aktuell niedrigen Rohstoffpreise und die moderaten Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum lasten auf den vom Rohstoff-Export abhängigen **Schwellenländern** (Grafik 2). Vor allem in Brasilien und Russland spitzt sich die wirtschaftliche Lage zu. Die Ratingagentur Fitch entzog dem brasilianischen Staat – der derzeit von politischen Machtkämpfen und Korruptionsskandalen erschüttert wird – zuletzt sogar das Investmentgrade-Rating, der Ausblick bleibt „negativ“.



Grafik 2: BIP-Wachstum in Brasilien bzw. Russland (LS) und Entwicklung Bloomberg Commodity Index (RS)

Chinas Wirtschaft verliert an Schwung und wird in diesem Jahr das Wachstumsziel von 7 % verfehlen. Als größte Hindernisse für ein sich beschleunigendes Wirtschaftswachstum gelten die enttäuschenden Wohnungsbauaktivitäten und die hohe Verschuldung der Unternehmen. Die chinesische Notenbank hat zuletzt erneut den Leitzinssatz gesenkt. Aufgrund der anhaltend niedrigen Inflationsrate bleibt auch in diesem Jahr Spielraum für weitere geldpolitische Maßnahmen.

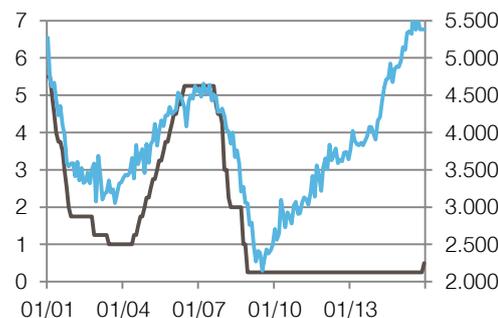
Die größte Änderung 2016 – Höhere Leitzinsen in den USA

Nach einer gefühlt endlosen Wartezeit hat sich die Fed zum Jahresende 2015 doch noch dazu entschlossen, die Leitzinsen anzuheben. Es war die erste US-Leitzinsveränderung seit sieben Jahren und die erste Zinserhöhung seit mehr als neun Jahren. Die Marktteilnehmer wurden schon seit Oktober 2015 auf diese Zinserhöhung vorbereitet, daher fiel die Marktreaktion auch sehr moderat und tendenziell positiv aus.

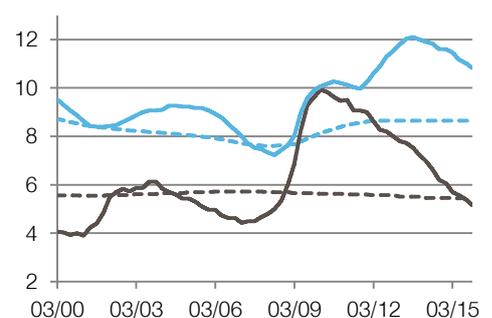
Vergleicht man die aktuelle Situation auf dem US-Arbeitsmarkt mit vorangegangenen Zinserhöhungsphasen, wäre eine Zinserhöhung schon früher angezeigt gewesen (Grafiken 3 und 4). Allerdings wurde die Fed durch die hohe Anzahl an Teilzeitbeschäftigten, die niedrige Inflationsrate und den Problemen in den Schwellenländern immer wieder eingebremst.

Zu den Grafiken 3-5: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.
Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen

¹ Die NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) ist die niedrigste Arbeitslosenquote, die langfristig vorherrschen kann, ohne dass sich die Inflation beschleunigt oder verlangsamt. Daher wird diese auch oft als „inflationneutrale Arbeitslosenquote“ bezeichnet.



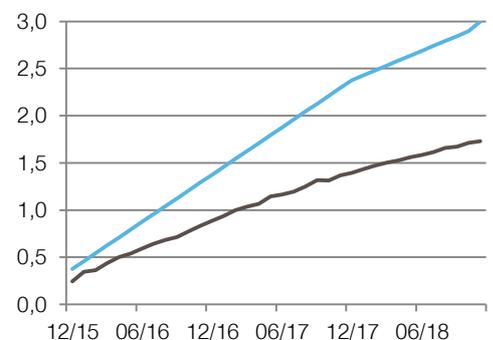
Grafik 3: US-Leitzins (LS) und Anzahl der offenen Stellen am US-Arbeitsmarkt in Tsd. (RS)



Grafik 4: Arbeitslosenrate USA/Eurozone und NAIRU für die USA/Eurozone (gestrichelt)

Nachdem der erste Zinsschritt vollzogen wurde, ist die spannendste Frage für die Märkte, wie es in diesem Jahr weitergeht. Grundsätzlich könnte es bei jeder Sitzung des Fed-Offenmarktausschusses (FOMC) zu einer Zinserhöhung kommen. Laut Janet Yellen werden die weiteren Zinsentscheidungen je nach wirtschaftlicher Datenlage getroffen und damit keinem klaren Muster folgen. Für Investoren wird die US-Notenbankpolitik unberechenbarer. Damit steigt die Unsicherheit.

Die FOMC-Mitglieder sehen den Leitzinssatz Ende 2016 bei 1,375 %. Dies würde vier Zinserhöhungen zu je 0,25 % entsprechen. Die Markterwartungen liegen allerdings nur bei zwei Zinserhöhungen und einem Leitzinssatz von 0,875 % für Ende 2016. Wenn sich die Fed den Markterwartungen annähert, wird die Marktreaktion voraussichtlich positiv ausfallen.



Grafik 5: US-Leitzins nach Schätzung der FOMC-Mitglieder und Markterwartungen

Für die EZB ist eine restriktivere Geldpolitik noch kein Thema. So hat Mario Draghi im Dezember 2015 nochmals eine Ausweitung des Anleihekaufprogramms bekanntgegeben, um den Euro zu schwächen und die Inflation anzukurbeln. Grafik 4 zeigt deutlich, wie weit die Arbeitslosenquote in Europa noch sinken muss, bevor eine Zinserhöhung gerechtfertigt erscheint.

Risiken für die Weltwirtschaft 2016

Geopolitische Krisenherde

Syrien-Konflikt, Ukraine-Krise, Flüchtlingsströme und Spannungen im Südchinesischen Meer sind nur ein paar Beispiele für eine sich zuspitzende geopolitische Lage auf der Welt. Auch ohne weitere Eskalationsstufen vermehren sich die protektionistischen Maßnahmen und führen zu einem beunruhigenden Rückgang des Welthandelsvolumens.

China und die mögliche Wachstumsfalle

Die hohen Wachstumsraten der chinesischen Wirtschaft in den letzten beiden Jahrzehnten haben das Risikopotenzial der zweitgrößten Volkswirtschaft überdeckt. Aufgrund seiner Größe hat China nicht nur das Potenzial die Weltwirtschaft anzukurbeln, sondern auch abzukühlen. Die Wirtschaft des Landes befindet sich in einer staatlich gelenkten Transformationsphase mit sinkendem Wirtschaftswachstum und ungewissem Ausgang.

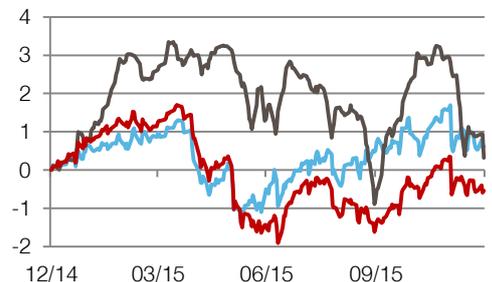
Sinkende Liquidität² an den Finanzmärkten

Das Handelsvolumen an den beiden wichtigsten Anleihemärkten – US-Treasuries und deutsche Bundesanleihen – ist deutlich zurückgegangen. Zusätzlich hat sich die Umschlagshäufigkeit verringert. Die Hauptgründe für diese Entwicklung sind die deutlich gestiegenen regulatorischen Anforderungen für Banken und deren Bond-Händlern, aber auch die groß angelegten Anleihe-Ankaufprogramme der Notenbanken. Starke Kursschwankungen wie im April/Mai 2015 werden damit wahrscheinlicher.

² Liquidität oder auch Marktliquidität an den Finanzmärkten gibt an inwiefern Wertpapiere gehandelt werden können, ohne das einzelne Transaktionen den Marktpreis wesentlich beeinflussen.

Anleihemärkte

Generell war das Jahr 2015 für Investoren sehr volatil. Dies gilt insbesondere für den Anleihemarkt. Nach einem durch die Anleihenkäufe der EZB herbeigeführten positiven Jahresstart kam der Rückschlag mit den Renditeanstiegen im April und Mai. Unternehmensanleihen zeigten eine schwache Entwicklung – sie stehen nicht auf der Einkaufsliste der EZB (Grafik 6 und Tabelle 2).



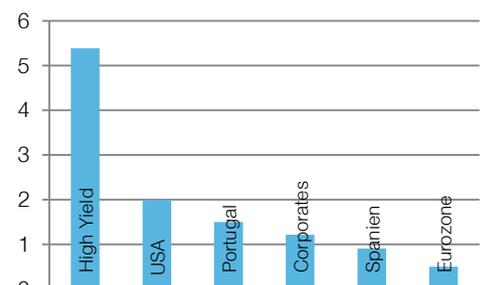
Grafik 6: Entwicklung der Anleiheindizes EFFAS DE 5-7, EUR High Yield und EUR IG Corporates

Zu Tabelle 2 und Grafiken 6-7: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen

Index	Entwicklung 2015	3 Jahre p.a.	5 Jahre p.a.	Ø Rendite
EFFAS Bond Index € 5-7 Jahre	2,20 %	5,52 %	6,03 %	0,49 %
EFFAS Bond Index AT 5-7 Jahre	1,25 %	3,15 %	5,22 %	0,24 %
EFFAS Bond Index US 5-7 Jahre	1,98 %	1,02 %	3,37 %	1,96 %
Bloomberg EUR High Yield Index	0,30 %	4,70 %	7,23 %	5,38 %

Tabelle 2: Performance in Lokalwährung

Auch 2016 bleiben die Ertragserwartungen an den Anleihemärkten gedämpft. Auf den ersten Blick scheinen hochverzinsliche Anleihen sehr attraktiv (Grafik 7). Die höheren Kupons haben jedoch ihren Preis – ein erhöhtes Risiko. Die hohe Volatilität und die geringe Sekundärmarktliquidität im vierten Quartal 2015 haben dies deutlich gezeigt. Eine selektive Beimischung ist trotzdem interessant.



Grafik 7: Renditeniveaus von Staatsanleihen, High Yield und Corporates im mittleren Laufzeitbereich

Aktienmärkte

Aktien waren (auf EUR-Basis) trotz einiger Rückschläge die beste Anlageklasse im Jahr 2015. Enttäuschend lief das Jahr für Aktien aus den Sektoren Energie/Rohstoffe und den Schwellenländern. Der US-Aktienmarkt wurde von einem starken US-Dollar und bereits hohen Bewertungen belastet (Tabelle 3).

Index	Entwicklung 2015	3 Jahre p.a.	5 Jahre p.a.
Stoxx 600	6,79 %	9,36 %	5,81 %
Dax	9,56 %	12,17 %	9,21 %
S&P 500	-0,73 %	12,74 %	10,20 %
MSCI Asia Pacific (in USD)	-4,29 %	0,67 %	-0,85 %

Tabelle 3: Performance in Lokalwährung

Zu Tabelle 3: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen

Das aktuelle Umfeld für den Aktienmarkt ist von erhöhter Unsicherheit geprägt:

- **Konjunktur** → Die Weltwirtschaft wächst weiterhin moderat. Da sich das Wachstumstempo aber kaum erhöhen wird, sind von dieser Seite keine neuen Impulse zu erwarten. Das größte Risiko bleibt die Wachstumsabschwächung in China
- **Geldpolitik** ↗ Die Geldpolitik der EZB und anderer wichtiger Notenbanken wird auch in diesem Jahr sehr expansiv bleiben und die Aktienmärkte unterstützen. Gegenwind kommt hingegen von der Fed
- **Gewinnentwicklung der Unternehmen** → Die US-Unternehmen haben den Großteil ihrer bilanziellen Spielräume ausgeschöpft. Dies wird die zukünftige Gewinnentwicklung belasten. Unternehmen aus Europa und den Schwellenländern haben hier noch Steigerungspotenzial
- **Sentiment**³ → Die Sentiment-Indikatoren zeigen derzeit ein gemischtes Bild. In Europa und den Schwellenländern ist die Investorenstimmung eher schlecht, in den USA neutral
- **Bewertung** → Die Preise für Aktien haben sich in den letzten Jahren stark nach oben bewegt, die Unternehmensgewinne konnten mit dieser Entwicklung nicht mithalten. Eine Bewertungsausweitung ist ohne neue Impulse der Notenbanken nicht zu erwarten

Fazit

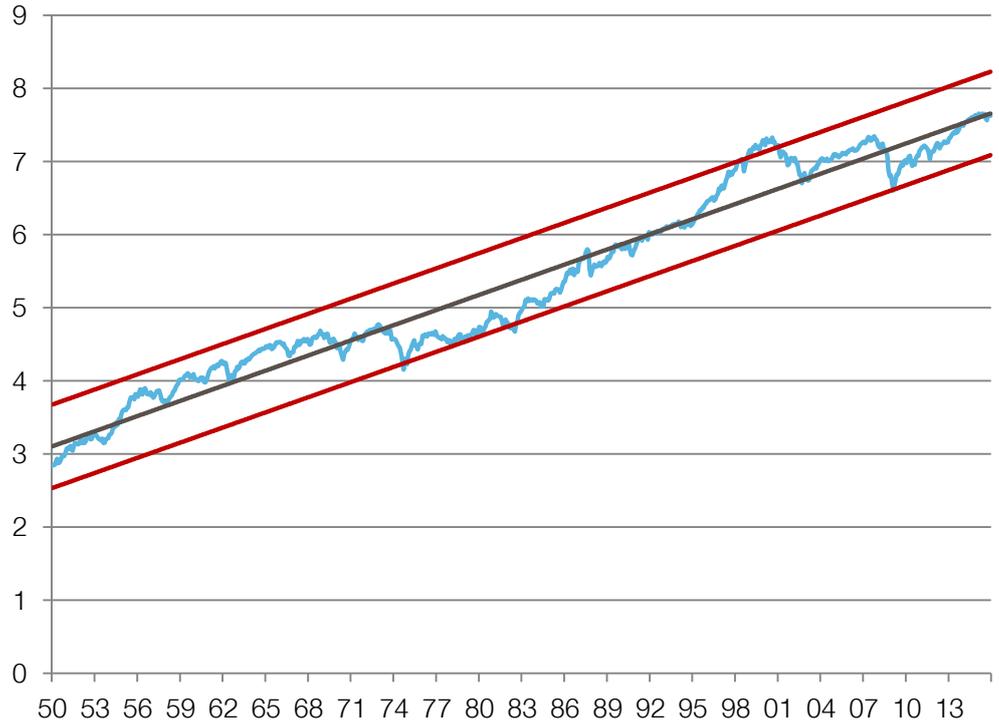
Das Umfeld für die Finanzmärkte bleibt herausfordernd. Die Sorgen um die Entwicklung der chinesischen Wirtschaft und die geopolitischen Krisenherde bestimmen derzeit das Marktgeschehen. Die Notenbankpolitik war in den letzten Jahren die wichtigste Unterstützung für die Finanzmärkte. Auf Europa und Asien trifft diese Aussage noch immer zu, auch wenn kaum neue Impulse zu erwarten sind. Ein etwas anderes Bild ergibt sich in den USA – der Zinserhöhungszyklus der Fed sorgt für erhöhte Unsicherheit an den Märkten.

Insgesamt sollten sich Investoren in diesem Jahr auf niedrigere Renditen und hohe Schwankungen einstellen. In einem Umfeld mit vielen Risiken und hoher Unsicherheit ergeben sich jedoch auch Chancen. Diese selektiv zu nutzen, ist das Ziel einer breit diversifizierten Anlagestrategie mit aktivem Risikomanagement.

³ Das Sentiment ist ein Kontraindikator. Eine schlechte Stimmung unter den Investoren ist somit positiv für die zukünftige Aktienmarktentwicklung zu sehen.

US-Aktien im langfristigen Trend

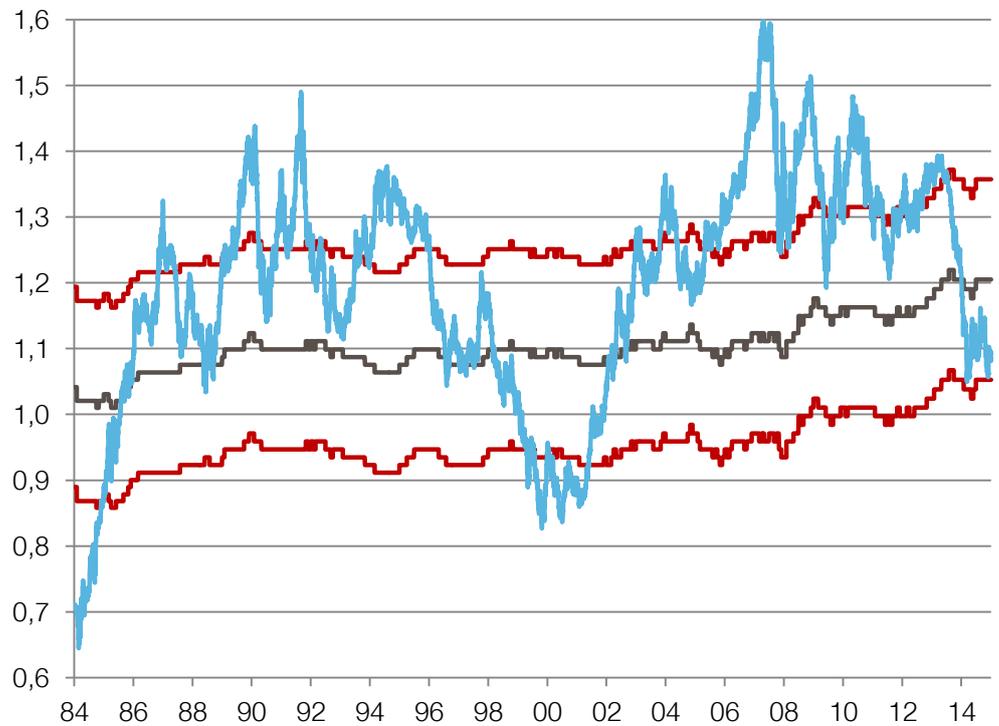
Zu den Grafiken 8-9: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.
Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen



Grafik 8: S&P 500 (natürlicher Logarithmus)/Trendverlauf (1950 bis aktuell)/(+/-) zwei Standardabweichungen von der Trendlinie

EUR/USD mit Standardabweichungen⁴

⁴ Die Standardabweichung ist ein Maß dafür, wie weit die einzelnen Zahlen verteilt sind. Genauer gesagt, gibt sie an, wie weit die einzelnen Messwerte im Durchschnitt von dem Erwartungswert (Mittelwert) entfernt sind.



Grafik 9: EURUSD-Entwicklung; Kaufkraftparität; +/- eine Standardabweichung von der Kaufkraftparität

Wichtige Hinweise

Die hier dargestellten Angaben dienen, trotz sorgfältiger Recherche, ausschließlich der unverbindlichen Information und ersetzen nicht eine, insbesondere nach rechtlichen, steuerlichen und produktspezifischen Gesichtspunkten notwendige, individuelle Beratung für die darin beschriebenen Finanzinstrumente. Die Information stellt weder ein Anbot, noch eine Einladung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und dient insbesondere nicht als Ersatz für eine umfassende Risikoaufklärung.

Die jeweils gültigen Bedingungen jedes Finanzproduktes und weitere Informationen finden Sie unter www.spaengler.at bzw. beim jeweiligen Produkthanbieter. Für Detailauskünfte zu Risiken und Kosten steht Ihnen Ihr persönlicher Berater im Bankhaus Spängler gerne zur Verfügung. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden sorgfältig erarbeitet und beruhen auf Quellen, die als zuverlässig erachtet werden.

Alle Informationen, Meinungen und Einschätzungen in diesem Dokument geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die dargebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft wider. Die Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ergänzen oder abzuändern, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand, eine enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität oder Genauigkeit der hierin enthaltenen Informationen, Druckfehler sind vorbehalten.

© Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft, Asset Management, Stand 07.01.2016. Alle Rechte vorbehalten.

Verlagsort: Salzburg

Herstellungsort: Salzburg

Impressum

Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft
5020 Salzburg, Schwarzstraße 1, Postfach 41
Tel +43 662 8686-0, Fax +43 662 8686-158
bankhaus@spaengler.at, www.spaengler.at
BIC SPAEAT2S, DVR 0048518
FN 75934v/ LG Salzburg, Sitz Salzburg,
UID-Nr. ATU 33972706