



Marktausblick und Anlagestrategie

Update für das zweite Halbjahr 2020

Q3 2020

— SPÄNGLER —
IOAM INVEST

TELOS GmbH



Marktausblick und Anlagestrategie

Update für das zweite Halbjahr 2020

Seit Anfang Februar stehen die Finanzmärkte im Bann des SARS-CoV2-Virus, dem Auslöser der Covid-19-Pandemie. Nach einer Korrektur der chinesischen Aktienmärkte als Folge der Verlängerung des chinesischen Neujahrsfestes erfolgte im März eine in ihrer Vehemenz und Rasanz völlig unerwartete Finanzmarktkrise im Westen, zu deren Höhepunkt der institutionelle Handel von Unternehmensanleihen nur noch mit einem Liquiditätsabschlag von mehreren Prozentpunkten möglich war. Im Vergleich zur Krise von 2008 haben die Notenbanken und Regierungen der G3-Staaten in diesem Jahr jedoch äußerst rasch und umfassend reagiert. Die Leitzinsen wurden in den USA schlagartig auf null gesenkt und Ankaufprogramme für Staats- und Unternehmensanleihen im Ausmaß von weit über tausend Milliarden USD bzw. EUR in den USA und der Eurozone angekündigt. Gleichzeitig schnürten die Regierungen massive Fiskalpakete, welche in der aktuellen Phase der Pandemiebekämpfung großzügige Einkommensunterstützung für Haushalte bieten und weitgehende Kreditgarantien für Unternehmen ermöglichen. Mit diesen Eingriffen konnte der negative ökonomische Effekt der strikten Kontaktbeschränkungen sowie der Reise- und Ausgehverbote deutlich gemildert werden und die Finanzmarktkrise bereits nach wenigen Wochen beendet werden.

Seit Anfang April ist eine Erholung der Finanzmärkte zu beobachten, die einerseits auf die positive Wirkung der Stimulusmaßnahmen und andererseits auf die Hoffnung einer baldigen Normalisierung des Wirtschaftslebens gegründet ist. Wir erfassen diese positive Entwicklung der Finanzmärkte im Rahmen des „Back to Normal“-Szenarios, welches in den letzten Wochen immer stärker vom Markt eingepreist wurde.

Gefahr einer zweiten Welle ist noch nicht gebannt

Doch wie bereits Anfang April in unserem Statement zur Corona-Krise erwähnt, ist das Management der Infektionskrankheit über die nächsten Monate ein kritisches Unterfangen. Nachdem selbst Monate nach Bekanntwerden von Covid-19 keine effektiven Medikamente oder Impfungen verfügbar sind, könnte durch zu weitgehende Lockerung der restriktiven Maßnahmen ein erneuter exponentieller Anstieg der Infektionszahlen erfolgen, welcher wiederum neue Kontaktbeschränkungen sowie Reise- und Ausgehverbote nach sich ziehen würde. Diese Gefahr einer zweiten Welle an Erkrankungen wurde in den letzten Wochen von den Finanzmärkten weitgehend ausgepreist, aus unserer Sicht ist dieses

Szenario im weiteren Jahresverlauf jedoch weiterhin relevant. Es ist davon auszugehen, dass ein weiterer Lockdown nicht mehr in gleichem Ausmaß von Notenbanken und Regierungen abgedeckt werden könnte. Viele Unternehmen vor allem der Tourismus- und Reisebranche, sowie im Sektor der persönlichen Dienstleistungen, die bereits jetzt schmerzliche Umsatzausfälle zu verkraften haben, wären nach einem neuerlichen Lockdown wohl finanziell am Ende. Steigende Arbeitslosigkeit und sinkende Konsumnachfrage würden auch gesunde Unternehmen belasten und eine vertiefte Rezession wäre die Folge. Generell ist in einigen Wirtschaftsbereichen aktuell noch nicht eindeutig zu beurteilen, ob man überhaupt wieder zu den Umsatz- und Beschäftigungsniveaus der Pre-Covid-19 Zeiten zurückkehren wird. Wir gehen im Szenario der „Anhaltenden Restriktionen“ daher davon aus, dass die wirtschaftliche Erholung nicht bis Jahresende abgeschlossen ist und die Aktienmärkte einen Teil der Zugewinne seit April bis Jahresende wieder abgeben müssen. Auch andere riskantere Assetklassen wie Unternehmensanleihen, Rohstoffe oder Emerging Markets-Staatsanleihen werden in diesem Szenario leicht negativ performen.

US-Wahl wirft ihre Schatten voraus

Auch aus geopolitischen Gründen ist unser Ausblick für die Finanzmärkte im zweiten Halbjahr etwas vorsichtiger. Die letzten Umfragewerte des amtierenden amerikanischen Präsidenten Donald Trump waren enttäuschend schlecht und die republikanischen Wahlkampf-Strategen könnten daher versuchen, mehrere schwelende Konflikte zwischen den USA und China zu einer Polarisierung der US-Wähler zu nutzen, um die Wiederwahlchancen zu erhöhen. Ein sich erneut intensivierender Handelskonflikt zwischen den USA und China hätte das Potenzial eine weitere signifikante Kontraktion des Welthandels in der zweiten Jahreshälfte auszulösen. Dies würde die aktuelle synchrone Rezession in vielen Staaten der Welt verlängern sowie vertiefen und damit negative Effekte auf die Bewertungsniveaus der Aktienmärkte auslösen. Langlaufende Staats- und Unternehmensanleihen stabiler Emittenten in Hartwährung wären in dieser Situation für Euro-Investoren die ertragsbringendste Assetklasse. Auch kurzfristige USD-Anlagen sollten positiv performen, Rohstoffe und Emerging Markets-Staatsanleihen würden jedoch bis Jahresende negative Erträge erzielen. Da politische Risiken intrinsisch schwer zu prognostizieren sind, wird es im Verlauf des zweiten Halbjahres notwendig sein, diesbezüglich den „Twitter Newsflow“ von Präsident Trump sehr genau zu verfolgen und gegebenenfalls sehr kurzfristig in der Asset Allokation zu reagieren.

Generell ist unsere Erwartung, dass im Verlauf des zweiten Halbjahres der US-Präsidentenwahlkampf immer stärker in den Vordergrund rücken wird. Sollte sich die konkrete Chance einer politischen Wende in den USA ergeben, werden die Aktienmärkte beginnen auch die wirtschafts- und steuerpolitischen Vorschläge der Biden-Kampagne stärker einzupreisen. Insbesondere die Erhöhung des Körperschaftssteuersatzes auf 28% von derzeit 21% und die sofortige Einbeziehung der im Ausland erwirtschafteten Gewinne in die Steuerbasis würde einen deutlich negativen Effekt auf die Bewertung global tätiger US-Unternehmen haben. Insgesamt sind

im Programm von Joe Biden Steuererhöhungen im Ausmaß von 4.000 Mrd. US-Dollar über die nächsten zehn Jahre enthalten. Das restliche Programm erscheint insgesamt etwas wachstumsfreundlicher als jenes Donald Trumps mit einem Fokus auf der Förderung von Innovation und der Bildung von Humankapital sowie massiver Investitionen in umweltschonende Infrastruktur. Auch bezüglich der internationalen Wirtschaftsbeziehungen und der Globalisierung der Finanzmärkte sind von einem demokratischen Präsidenten in den USA wohl mehr positive Impulse zu erwarten. In diesem Szenario ist also eine Underperformance der Aktien jener global tätigen US-Unternehmen zu erwarten, die von den Steuermaßnahmen am stärksten betroffen wären. Unternehmens- und Staatsanleihen sollten aufgrund der zu erwartenden nachhaltigeren Fiskalpolitik der USA positiv reagieren. Der Euro sollte im Vergleich zum US-Dollar etwas aufwerten.

Ausreichende Finanzierungshilfen in Eurozone

Die politischen Risiken in der Eurozone haben sich seit der Auflage des Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) durch die EZB und der Zustimmung zum Coronavirus Recovery Plan der EU-Kommission deutlich reduziert. Es stehen damit ausreichende Finanzierungsvolumina für die fiskalisch schwachen Peripheriestaaten zur Verfügung und sowohl ein erstes Abgehen vom strikten Kapital-schlüssel durch die EZB als auch ein erstes Eingehen gemeinsamer Verschuldung der EU-Staaten sind dadurch erfolgt. Die Basis für eine weitgehende und tiefreichende Koordination der gesamten EU-Staaten im Bereich der Steuer- und Fiskalpolitik scheint dadurch gelegt. Im Brexit-Prozess ist formell nur noch das letzte Stück des Weges zu gehen. Vieles deutet jedoch darauf hin, dass bis Ende des Jahres 2020 kein weitreichendes Freihandelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich zu Stande kommen wird. Möglicherweise werden diese Verhandlungen parallel zu den Freihandelsgesprächen zwischen der EU und den USA auch 2021 bei unveränderter Rechtslage weitergeführt werden.

Coronakrise trifft Emerging Markets hart

Viele Emerging Markets wurden aufgrund schlechter medizinischer Grundversorgung relativ hart von der Covid-19-Krise getroffen. Seit vielen Jahren ist 2020 zum ersten Mal mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung der Emerging Markets im Durchschnitt zu rechnen. Durch den gleichzeitigen massiven Verfall der Rohstoffpreise könnten die stark auf Rohstoffexporte angewiesenen Staaten im weiteren Verlauf der Krise in akute Finanzierungsnot kommen. Aus diesen Gründen ist der Rebound auf den Finanzmärkten bei Emerging Markets-Aktien und -Anleihen noch nicht so stark ausgeprägt wie in den Industriestaaten. Zur besseren Portfolio-diversifikation und aufgrund relativ attraktiver Bewertungen halten wir jedoch weiterhin positive Emerging Markets-Quoten im Aktien- und Anleihensegment. Grund zur Vorsicht bereitet vor allem ein potenzielles Wiederaufflammen des Handelsstreits zwischen den USA und China, welcher zu negativer Performance dieser Investments führen würde.



Szenario-Analyse für das zweite Halbjahr 2020

Back to Normal

1

- Kurze Rezession der Weltwirtschaft führt zu einer raschen Erholung der Aktienkurse bis Jahresende
- Globale Lieferketten sind im zweiten Halbjahr 2020 wieder vollkommen hergestellt
- Interventionen verhindern größere Kreditausfälle

USA-China-Konflikt

2

- Handelspolitische Spannungen eskalieren wieder – überregionaler Handel dauerhaft reduziert
- Import- und Produzentenpreise steigen rascher
- Steigende Unsicherheit reduziert privaten Konsum und Investitionen

Machtwechsel in den USA

3

- Sieg der Demokraten bei den Präsidentschaftswahlen im November
- Steuerkürzungen für Unternehmen sollen rückgängig gemacht werden
- Tech-Sektor wird von den geplanten Reformen nicht überdurchschnittlich stark belastet

Anhaltende Restriktionen

4

- Coronavirus-Restriktionen können nicht zur Gänze abgeschafft werden (zweite Welle bzw. flache Kurve)
- Tourismus, Verkehr und persönliche Dienstleistungen sind persistent eingeschränkt
- Staatliche Kreditgarantien werden schlagend

Unsere aktualisierte Szenario-Analyse für das zweite Halbjahr 2020 umfasst die in der Abbildung dargestellten vier Szenarien und bewertet die Entwicklung der Assetklassen unserer Multi Asset-Portfolios in jedem einzelnen Szenario.

Back to Normal

Im Positivszenario für 2020 erwarten wir Erträge von 7-8 % p.a.¹ für Portfolios mit einem Aktienanteil von rund 30 %. In diesem Szenario gelingt es weltweit im Verlauf des Jahres die Covid-19-Krise vollständig zu überwinden und alle Restriktionen bis Jahresende wieder aufzuheben. Die globale Rezession des laufenden Jahres bleibt abgesehen von höheren Staatsschuldenquoten ohne wesentliche wirtschaftliche Folgen. Die Staatsanleihemärkte bleiben trotz der negativen Staatsschuldendynamik aufgrund stabiler Inflationsentwicklung und der Kaufprogramme der Notenbanken relativ unbeeindruckt, Staatsanleiheerträge in der Eurozone sollten bei konstanten Geldmarktzinsen in etwa 0 % p.a. betragen. Der Großteil der positiven Performance wird auf den Aktienmärkten erwartet mit einem Ertrag von 15-20 % p.a. bis Jahresende. Auch riskantere Anleihen performen in diesem Szenario sehr gut mit einem erwarteten Plus von rund 9 % p.a. für Unternehmensanleihen und rund 12 % p.a. für Emerging Markets-Staatsanleihen in Lokal- oder Hartwährung. Rohstoffpreise steigen in diesem Szenario weiterhin leicht an und können eine positive Rendite im Bereich von etwa 15 % p.a. erzielen. Der USDEUR-Wechselkurs sollte bei stabilen Zinsniveaus relativ konstant bleiben.

Anhaltende Restriktionen

In den von Spängler IQAM Invest identifizierten Risikoszenarien verläuft die Entwicklung der Finanzmärkte im zweiten Halbjahr jedoch nicht derart stabil und positiv. Der stärkste Rückfall der Aktienmärkte wird im Szenario der „Anhaltenden Restriktionen“ erwartet und beträgt etwa -11 % p.a. für die Industriestaaten und -18 % p.a. für die Emerging Markets. Auch riskantere Anleihen sollten in diesem Szenario wieder negative Erträge liefern, gleichzeitig aber nicht wieder auf die Tiefststände des Jahres zurückfallen. Euro-Staatsanleihen sollten sich stabiler halten können und Rohstoffe in Euro gerechnet ebenfalls leicht negativ performen.

USA-China-Konflikt

Ähnlich unattraktive Erträge bringen auch die beiden politischen Risikoszenarien unserer Analyse mit sich. Verschärft sich der „USA-China-Konflikt“ wieder, so werden Emerging Markets-Aktien und europäische Aktien mit Verlusten von bis zu 15 % p.a. auf Indexbasis den am stärksten negativen Effekt zu verzeichnen haben. Ein steigender US-Dollar sollte die Euro-Erträge von US-Aktien stabilisieren. Wir favorisieren in diesem Szenario Staats- und Unternehmensanleihen guter Bonität in Hartwährung. Emerging Markets-Staatsanleihen und Rohstoffanlagen müssen jedoch ebenfalls mit Kursverlusten rechnen.

Machtwechsel in den USA

Erfolgt ein Machtwechsel in den USA so sind US-Aktien aus unserer Sicht die potenziell stärksten Verlierer. Eine restriktivere Budgetpolitik und signifikante Steuererhöhungen für Unternehmen würden sowohl dem USD-Wechselkurs als auch den Bewertungen der US-Aktien schaden. Ein Rückgang von -10 % p.a. in EUR gerechnet sollte für breite US-Benchmarks wie den S&P 500 erwartet werden und auch die Aktienmärkte anderer Regionen werden wohl negative Jahresperformances ausweisen. Im Gegensatz dazu sollten Staatsanleihen im Euro und währungsgesicherte Unternehmensanleihen bis Jahresende durchschnittliche Erträge von etwa 2-3 % p.a. liefern. Emerging Markets-Staatsanleihen wären in diesem Szenario die Assetklasse mit der höchsten Ertragsersparnis von 5 % p.a.. In USD denominierte Hartwährungsanleihen sollte man jedoch ebenfalls währungsgesichert investiert sein.

¹ Zur besseren Vergleichbarkeit sind alle angeführten Erträge in den Szenarien annualisiert.



Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Portfoliogewichtung

Der entscheidende Schritt in der Umsetzung der Szenario-Analyse in ein optimiertes strategisches Portfolio ist die Wahrscheinlichkeitsgewichtung der einzelnen Szenarien festzulegen. Wir haben eine Reihe subjektiver Eintrittswahrscheinlichkeiten abgefragt und diese dann gemittelt. Während das Positivszenario einer weitgehenden Rückkehr zur Pre-Covid-19-Welt als das wahrscheinlichste Szenario gesehen wird, beträgt die Wahrscheinlichkeit für den Eintritt eines der Krisenszenarien aus aktueller Sicht doch jeweils rund 20%. Die Abbildung zeigt die aktuell erwarteten Wahrscheinlichkeiten der beschriebenen Szenarien.

Back to Normal

1

38 %

USA-China-Konflikt

2

22 %

**Machtwechsel
in den USA**

3

19 %

**Anhaltende
Restriktionen**

4

21 %

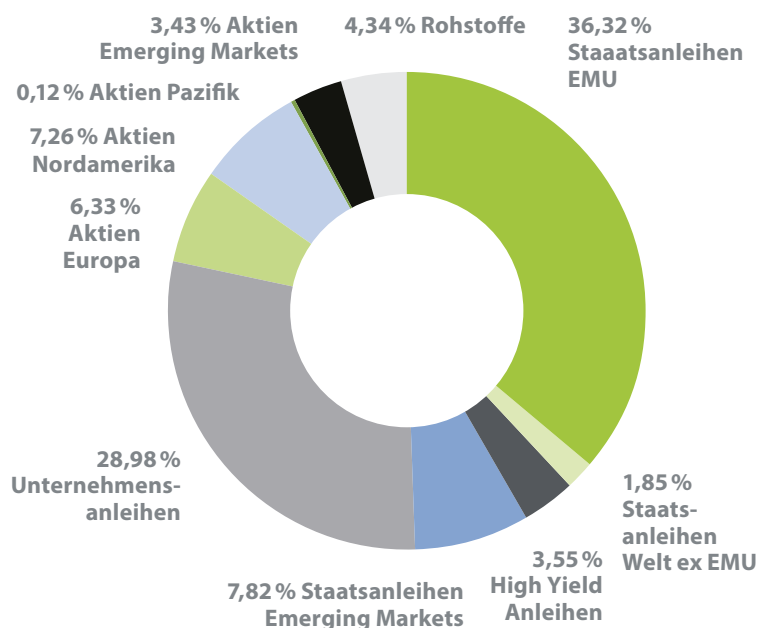
Unter Berücksichtigung dieser Eintrittswahrscheinlichkeiten ist es nun möglich für jede Assetklasse Ertrags Erwartungen zu definieren und in Verbindung mit der aktuellen Kovarianz der Erträge der Assetklassen eine mathematische Portfolio-Optimierung durchzuführen. Wir benutzen für diese Portfolio-Optimierung einen Black-Litterman-Ansatz, der wiederum ein langfristiges Anker- oder Benchmark-Portfolio zugrunde legt. In diesem langfristigen Ankerportfolio ist das Aktienexposure mit insgesamt 30% gewichtet, Euro-Staatsanleihen haben ein Gewicht von 50%, nicht in Euro denominatede Staatsanleihen und Unternehmensanleihen haben insgesamt ein Gewicht von 14% und Rohstoffe sind mit 6% gewichtet.

Euro-Staatsanleihen untergewichtet und Unternehmensanleihen deutlich übergewichtet

Die strategische Basisallokation der Total Return-Portfolios von Spängler IQAM Invest im zweiten Halbjahr 2020 ist in nebenstehender Abbildung ersichtlich. Gegenüber der langfristigen Durchschnittsallokation werden für den weiteren Verlauf des Jahres Euro-Staatsanleihen deutlich untergewichtet. Die Duration und die Emittentenallokation dieser Portfoliokomponente werden im Jahresverlauf dynamisch gesteuert. Die neutrale Duration entspricht in etwa jener einer deutschen Bundesanleihe mit sieben Jahren Restlaufzeit. Unternehmensanleihen werden im strategischen Portfolio weiterhin deutlich übergewichtet und sind mit einem Anteil von etwa 29% die zweitwichtigste Assetklasse. Nicht in Euro denominatede Staatsanleihen und Emerging Markets-Staatsanleihen sind leicht untergewichtet und erreichen insgesamt einen Anteil von rund 10% im strategischen Portfolio.

Aktien und Rohstoffe untergewichtet

Aktien und Rohstoffe werden im zweiten Halbjahr 2020 recht deutlich untergewichtet. Das Aktienexposure beträgt mit insgesamt 17% nur etwa drei Fünftel des langfristigen Durchschnitts, wobei vor allem in die pazifische Region kaum investiert wird. Die verbleibenden Regionen sind in etwa proportional untergewichtet, sodass in den USA, Europa und den Emerging Markets jeweils zwei Drittel der langfristigen Aktienkomponente gehalten werden. Das Rohstoffexposure ist mit rund 4% ebenfalls deutlich untergewichtet. Der erwartete annualisierte Ertrag dieses strategischen Portfolios im zweiten Halbjahr 2020 beträgt rund 2,5%, variiert jedoch selbstverständlich je nach Szenario und kann entsprechend der vorliegenden Szenario-Analyse damit innerhalb einer Spanne von -3% bis +8% liegen.



Strategisches Total Return Portfolio für das zweite Halbjahr 2020



DR. THOMAS STEINBERGER
 CIO, Geschäftsführer und Mitglied
 der Wissenschaftlichen Leitung von
 Spängler IQAM Invest

Bildnachweise für den Beitrag von Spängler IQAM Invest GmbH

www.studiohuger.at, shutterstock

Wichtige Informationen zur Marketingmitteilung

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 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 Fonds zu. Die Performance-Berechnung des Fonds basiert auf Daten der Depotbank und entspricht der OeKB-Methode. Ausgabe- und Rücknahmespesen wurden dabei nicht berücksichtigt. Die Angaben basieren auf den zum Erstellungszeitpunkt aktuell verfügbaren Daten. Der Fonds wird nach dem österreichischen Investmentfondsgesetz verwaltet und in Österreich vertrieben. Der 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 und der Depotbank des Fonds auf und sind auf www.iqam.com verfügbar. Für Anleger in Deutschland sind der Prospekt sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank International GmbH, München, erhältlich. Für Richtigkeit und Vollständigkeit der Inhalte kann trotz sorgfältiger Recherche und Erfassung sowie verlässlicher Quellen keine Haftung übernommen werden.

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

Wichtiger Hinweis

Die Informationen in dieser Publikation sind ausschließlich für institutionelle Investoren und Finanzintermediäre bestimmt und nicht für Privatanleger.

Für den Inhalt sind ausschließlich die jeweiligen Anbieter verantwortlich. Die TELOS GmbH übernimmt keine Gewähr und/oder Haftung für die Richtigkeit der Angaben. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die dargestellten Strategien und Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel. +49 (0)611 9742 100

E-Mail: info@telos-rating.de

Web: www.telos-rating.de