

KAPITALMARKT

Ausblick – Q2 2018

Erwartetes Wirtschaftswachstum

	2018	2019	2020
Welt	3,8%	3,7%	3,6%
EU	2,3%	2,0%	1,8%
USA	2,8%	2,4%	2,1%
Japan	1,3%	1,0%	0,5%
China	6,5%	6,2%	6,0%

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

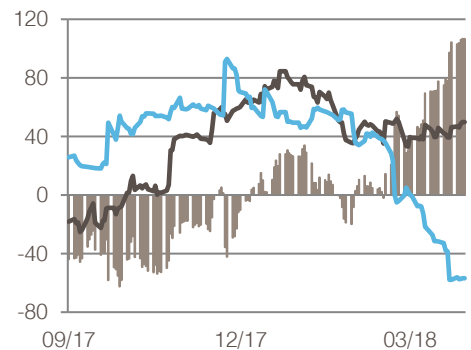
Bei der Prognose handelt es sich um keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung.

* Der Economic Surprise Index gibt die prozentuale Abweichung zwischen erwarteten und tatsächlichen Wirtschaftsdaten wider.

Nach den außerordentlich niedrigen Volatilitäten im letzten Jahr war das erste Quartal 2018 an den Kapitalmärkten von hohen Schwankungen geprägt. Den Rekordständen an den Aktienmärkten Ende Jänner – gemessen am MSCI World – folgten Sorgen vor einem unerwarteten Inflationsschub. Zuletzt rückten Ängste vor einem Handelskrieg in den Fokus der Investoren. Unabhängig davon wird das globale Wirtschaftswachstum in den kommenden Monaten robust bleiben. Unterstützend wirken weiterhin günstige monetäre Rahmenbedingungen, steigende Beschäftigungsraten und eine positive Stimmung in der Wirtschaft.

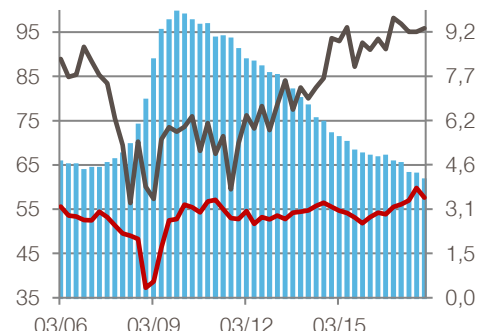
Weltwirtschaft befindet sich weiterhin auf Wachstumskurs

Europas Wirtschaft befindet sich weiterhin auf Wachstumskurs, der Zenit dürfte aber fürs Erste erreicht sein. Stimmungsindikatoren deuten auf eine leichte Eintrübung in den kommenden Quartalen hin. So signalisiert beispielsweise der Economic Surprise Index*, dass die jüngsten Wirtschaftsdaten nicht mit den hohen Erwartungen mithalten können (Grafik 1). Außerdem hemmen die Unterauslastung in Teilen der europäischen Wirtschaft und die weiterhin zu hohe Arbeitslosigkeit eine noch dynamischere Entwicklung.



Grafik 1: Economic Surprise Indizes Europa und USA sowie die Differenz

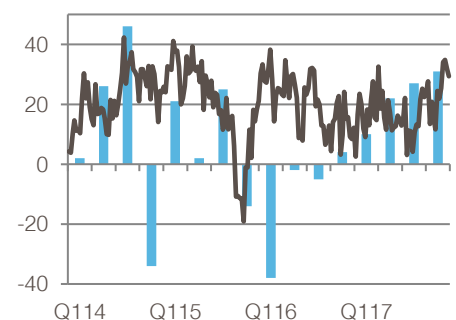
In den **USA** ist die Stimmungslage sowohl bei Unternehmen als auch Konsumenten ausgezeichnet. Die ISM-Einkaufsmangerindizes erreichten zuletzt die höchsten Niveaus seit 2004/2005, und die Arbeitslosenquote befindet sich auf einem Mehrjahrestief (Grafik 2). Rückenwind erfährt die US-Konjunktur durch die wirtschaftsfreundliche Steuerpolitik. Investitionspläne und Ausrüstungsinvestitionen steigen seit mehreren Quartalen mit zunehmender Dynamik an (Grafik 3).



Grafik 2: Konsumentenvertrauen, ISM-Einkaufsmangerindex (LS) und Arbeitslosenquote USA (RS)

Zu Grafik 1 - 3: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. Quelle: Bloomberg

In **China** zeichnet sich eine leichte Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ab. Die Übergangsphase von einer exportlastigen Industrienation hin zu einem vom Dienstleistungssektor getriebenen starken Binnenmarkt wurde von Chinas Regierung bisher geschickt gemanagt. Dieser Prozess birgt aber auch einige Risiken. Neben einer zu hohen Verschuldung, spekulativen Exzessen am Immobilienmarkt und der Gefahr von Kapitalflucht gesellte sich zuletzt die Angst vor einem Handelskrieg mit den USA.



Grafik 3: Investitionsplanung und Ausrüstungsinvestitionen in den USA

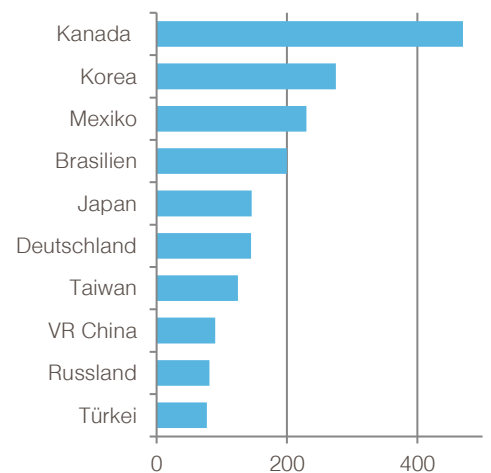
Ein wirklicher Handelskrieg kennt keine Gewinner

Die Stahl und Aluminiumproduktion inklusive deren Importe machen weniger als 1 % des US-BIPs aus. Die EU ist die wichtigste Quelle für Stahlimporte der USA, gefolgt von Kanada und Brasilien. Grafik 4 zeigt die wichtigsten Handelspartner für US-Stahlimporte für Jänner 2018. China liegt auf Jahressicht nur auf Platz 10 und exportiert mehrheitlich in den asiatischen Raum. Trotzdem hatten die Ankündigungen von Präsident Trump, Zölle auf Stahl- (25 %) und Aluminiumimporte (10 %) einzuführen, negative Effekte auf die internationalen Kapitalmärkte. Sicherlich auch deshalb, weil US-Präsident Trump wenig später nachlegte und weitere umfangreiche Handelssanktionen gegen China angedroht hat.

*Ein Exkurs auf Seite 5 zeigt ein abschreckendes Beispiel für die Einführung von Strafzöllen der USA gegenüber China.

Zu Grafik 4: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. Quelle: Bloomberg

Präsident Trump liegt falsch, wenn er meint „*trade wars are good, and easy to win*“⁴⁴. Das einzig Positive an Zöllen ist ein kurzfristiger Gewinnanstieg heimischer US-Stahl- und Aluminiumproduzenten. Es ist unwahrscheinlich, dass Zölle zu einem deutlichen Anstieg der Kapazitäten in der amerikanischen Metallindustrie führen und somit neue Arbeitsplätze in einem nennenswerten Umfang geschaffen werden. Die US-Stahl- und Aluminiumindustrie produziert aktuell nahe ihrem 10-jährigen Produktionsdurchschnitt. Somit müssten zunächst weitere Kapazitäten durch den Bau neuer Fabriken geschaffen werden. Dieses Vorhaben würde erst nach den Wahlen 2020 wirksam werden. Zudem müssten die amerikanischen Stahlproduzenten auch an die Nachhaltigkeit der Maßnahmen und den damit verbundenen Kapazitätsbedarf glauben, um neue Produktionsanlagen zu bauen bzw. stillgelegte und antiquierte Anlagen wieder in Betrieb zu nehmen.



Grafik 4: US-Stahlimporte nach Herkunftsländern, in Mio. US-Dollar, vorläufige Angaben für Jänner

Der Umgang mit China verdient eine nähere Betrachtung. China erhebt bereits Zölle auf amerikanische Importe. Dagegen haben amerikanische (und auch europäische) Unternehmen einen schwereren Zugang zum chinesischen Markt. Zudem mussten ausländische Unternehmen ihren Marktzugang mit dem Tausch von technologischen und intellektuellem Eigentum erkaufen. Bemühungen um eine Reduktion der Eintrittsbarrieren in China sind zu begrüßen. Wir bezweifeln, dass protektionistische Maßnahmen seitens der USA – und somit ein möglicher Handelskrieg – der richtige Weg sind.

Die negativen Auswirkungen von übermäßig hohen Zöllen sind gravierend: Ansteigende Inflation, reduziertes Wachstum und eine Reduktion der internationalen Konkurrenzfähigkeit. Noch nicht berücksichtigt sind dabei die möglichen Vergeltungsmaßnahmen der Handelspartner.

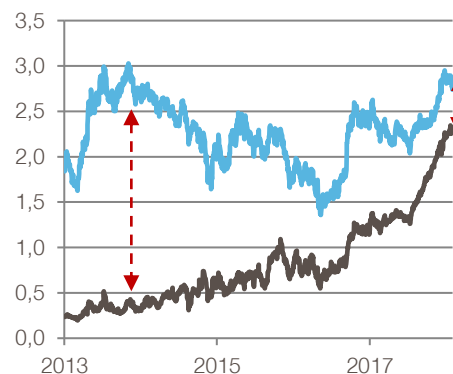
Auch wenn unsere grundsätzliche Annahme darin besteht, dass Aktienmärkte auf politische Ereignisse überreagieren, könnte es dieses Mal anders sein. Die größte Gefahr besteht in einer Eskalation der Ereignisse und einem ausgewachsenen Handelskrieg. Dieser würde zu höheren Preisen für die Verbraucher führen und die Notenbanken zu mehr Zinserhöhungen zwingen als aktuell erwartet werden, ohne dass sich die Wachstumsdynamik beschleunigt hat. Im Gegenteil: Das Wachstum würde sich verlangsamen und in weiterer Folge die Gewinne der Unternehmen – und somit die Aktienkurse – belasten.

Dies stellt jedoch (noch) nicht unser Basisszenario dar. Es hat sich bislang nur die Wahrscheinlichkeit erhöht – wie auch am Kursverlauf der Aktienmärkte im Februar und März ersichtlich.

Anleihenmärkte

Die Anleihenmärkte hatten Anfang des Jahres mit steigenden Zinsniveaus zu kämpfen. Vor allem in den USA überraschten die stärker als erwartet gestiegenen Löhne sowie eine dynamischere Konjunkturlaufentwicklung. Insbesondere die Zinssätze kurzlaufender Staatsanleihen verzeichneten einen steilen Anstieg und erreichten Niveaus, die man zuletzt im Jahr 2008 beobachten konnte (Grafik 5).

Im Zuge der Aktienmarktkorrekturen im März und der Angst vor einem eskalierenden Handelsstreit profilieren sich Staatsanleihen wieder als sicheren Hafen. Da sich auch die Inflationssorgen vorerst als unbegründet entpuppt haben, legten die Zinsen den Rückwärtsgang ein und führten zu steigenden Anleihenkursen. Die risikoreicheren Anleihensegmente, wie bspw. Hochzins- und Schwellenländeranleihen, konnten sich den Rückgängen am Aktienmarkt nicht entziehen. Im Zuge einer generellen „Risk-Off“ Stimmung zählten auch diese beiden Gattungen zu den Verlierern des ersten Quartals.



Grafik 5: Zinsniveau 10-jähriger US-Staatsanleihen und 2-jähriger US-Staatsanleihen in %

Zu Grafik 5: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.
Quelle: Bloomberg

Zu Tabelle 2: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.
Quelle: Bloomberg (30.03.18)

Index	Entwicklung 2018	3 Jahre p.a.	5 Jahre p.a.	ØRendite
Bloomberg Barclays € 5-7 Jahre	0,68 %	1,25 %	3,85 %	0,36 %
Bloomberg Barclays AT 5-7 Jahre	-0,42 %	0,48 %	2,09 %	0,14 %
Bloomberg Barclays US 5-7 Jahre	-1,16 %	0,56 %	0,91 %	2,63 %
Bloomberg EUR. High Yield Index	-0,21 %	3,25 %	6,16 %	3,70 %

Tabelle 2: Entwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte konnten die positive Dynamik des vergangenen Jahres ins neue Jahr mitnehmen und erreichten Ende Jänner 2018 neue Höchststände (MSCI World). Allein der Technologieindex Nasdaq 100 legte 8,65 % zu, nachdem dieser bereits im Jahr 2017 30,05 % gestiegen war. Ein überschwänglicher Optimismus unter Privatanlegern, der sich auch in einer Rekordzahl an neu eröffneten Wertpapierdepots in den USA manifestiert hat, zeugte aber bereits von einer überkauften Situation am Aktienmarkt.

Anfang Februar führte ein überraschender Anstieg der Löhne in den USA und die damit begründete Furcht vor schneller als erwartet steigenden Zinsen zu einem abrupten Kursrückgang an den globalen Aktienmärkten. Der sprunghafte Anstieg des Volatilitätsindex (VIX) führte zu einem Kollaps diverser ETF-Produkte, die auf weiter fallende Volatilitäten gesetzt haben. Nach einer schnellen Erholung – vor allem der US-Börsen – rückten im März Unsicherheiten und Risiken hinsichtlich eines globalen Handelskrieges in den Fokus von Investoren. In Verbindung mit den unberechenbaren Aussagen des US-Präsidenten, der sich zuletzt sogar negativ zu einzelnen

Unternehmen äußerte (Amazon), bleiben die Aktienmärkte weiter anfällig für erhöhte Schwankungen.

Bemerkenswert ist die Entwicklung der europäischen Aktienmärkte. Auf 3-Jahres-Sicht bleibt gerade einmal ein enttäuschendes Plus von 1,00 % p.a. übrig (Tabelle 3).

Zu Tabelle 3: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.
Quelle: Bloomberg (30.03.18)

Index	Entwicklung 2018	3 Jahre p.a.	5 Jahre p.a.
STOXX 600	-4,70 %	1,00 %	8,27 %
DAX	-6,35 %	0,36 %	9,18 %
S&P 500	-1,22 %	10,78 %	13,28 %
MSCI Asia Pacific (in USD)	-0,96 %	8,61 %	7,95 %

Tabelle 3: Entwicklung in Lokalwährung

Das **globale wirtschaftliche Umfeld** bleibt dennoch tendenziell positiv für die Aktienmärkte:

- **Konjunktur ↗**
Die globale Konjunktur präsentiert sich weiterhin in einem robusten Zustand. Während sich in Europa das Stimmungsumfeld leicht eintrübt, verzeichnet die US-Wirtschaft einen überraschenden Aufschwung.
- **Geldpolitik →**
Die US-Notenbank wird in diesem Jahr zumindest zwei weitere Zinserhöhungen durchführen. Auch im nächsten Jahr stehen mindestens drei Zinserhöhungen auf der Agenda. Die EZB wird in diesem Jahr ihr Anleihenkaufprogramm beenden und im nächsten Jahr erstmals die Zinsen erhöhen.
- **Gewinnentwicklung der Unternehmen →**
Die Steuerreform führt zu steigenden Unternehmensgewinnen in den USA. Diese sollten sich in den nächsten Quartalen zeigen. Die Unternehmensgewinne in Europa hinken denen ihrer US-Pendants hinterher. Daran wird sich auch in Zukunft wenig ändern.
- **Bewertung →**
Aufgrund der jüngsten Kursrückgänge sind die Bewertungen wieder etwas günstiger geworden. Im historischen Vergleich sind US-Aktien nach wie vor teurer als europäische und japanische Aktien.
- **Sentiment ↗**
Die Stimmungsindikatoren sind in Folge der Kursrückgänge am Aktienmarkt auf tiefem Niveau. Dies könnte eine Erholung am Aktienmarkt andeuten.

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

Fazit

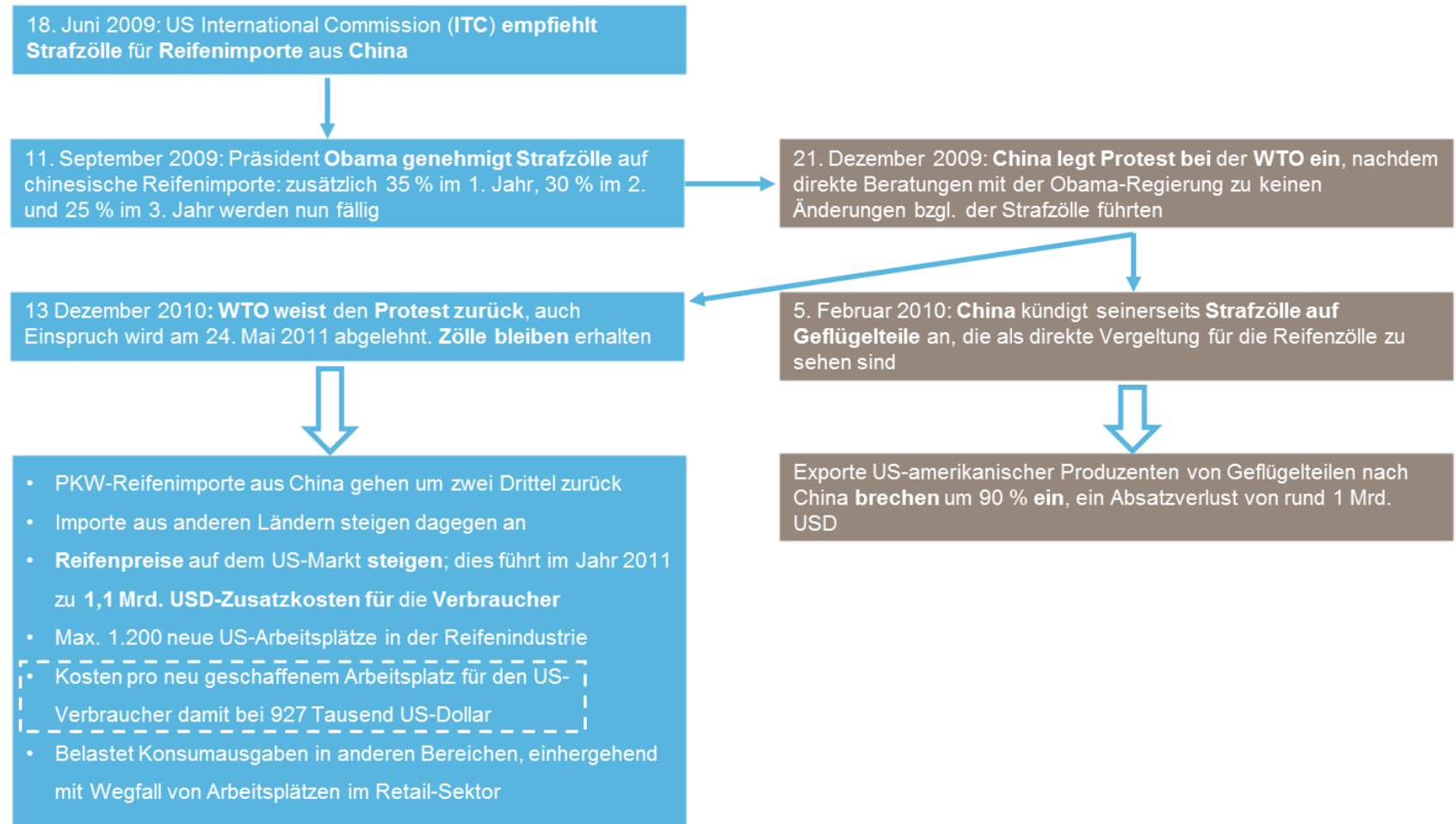
Im letzten Kapitalmarktausblick haben wir darauf hingewiesen, dass nach rekordtiefen Volatilitäten im Jahr 2017 in diesem Jahr mit einer erhöhten Schwankungsbreite bei Aktienkursen zu rechnen ist. Staatsanleihen der Eurozone konnten sich nach Verlusten zum Jahresanfang zuletzt erneut als sicherer Hafen etablieren und weisen im bisherigen Jahresverlauf einen positiven Performancebeitrag aus.

Trotz der Kurskorrekturen im ersten Quartal ist der langfristige Aufwärtstrend bei Aktien noch intakt. Politische Risiken und ein möglicher Handelskrieg werden die Kapitalmärkte in den nächsten Monaten begleiten und bleiben vorerst Unsicherheitsfaktoren.

Ein breit diversifiziertes Portfolio und ein stringentes Risikomanagement sind in diesem Umfeld die Erfolgsbausteine für ein erfolgreiches Veranlagungsjahr.

Exkurs: Strafzölle und deren Nebenwirkungen – ein abschreckendes Beispiel

Beispiel für die Einführung von Strafzöllen der Vereinigten Staaten gegenüber China und deren Auswirkungen



Quelle: „US Tire Tariffs: Saving Few Jobs at High Costs“, G.C. Hufbauer, S. Lowry (2012); LBBW Research

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 30.03.2018. 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