

# Raiffeisen Markteinschätzung

von Raiffeisen Capital Management für die Südtiroler Raiffeisenkassen



September 2015



## Volatilität feiert Comeback

Der S&P 500 Aktienindex hat 2015 nicht nur ein neues Allzeithoch verzeichnet, rekordverdächtig war auch die extrem niedrige Handelsspanne von Jahresbeginn bis Mitte August. Dementsprechend unterdurchschnittlich war auch der Indikator für erwartete Marktschwankungen VIX, der die impliziten Volatilitäten aus bezahlten Optionspreisen auf den S&P 500- Index darstellt. Dieser „Angstbarometer“ ist zuletzt sprunghaft angestiegen von unter 15 auf über 40 innerhalb weniger Tage, ein Niveau, welches zuletzt im Sommer 2011 erreicht wurde. Die relative Gelassenheit, die bis vor kurzem insbesondere am US-Markt vorherrschend war, ist nur einer von zahlreichen Indikatoren, der uns in den letzten Monaten sukzessive hat vorsichtiger werden lassen.

Neben diversen Umfragen zur Anlegerstimmung die ein – aus unserer Sicht - zu optimistisches Bild zeigten, haben zahlreiche markttechnische Konstellationen schon seit einiger Zeit Warnsignale geliefert. Darüber hinaus haben sich die Gewinnwachstumsraten abgeschwächt und waren im zweiten Quartal 2015 in den USA erstmals seit 2009 negativ. Hinzu kommen Unsicherheitsfaktoren wie die US-Notenbankpolitik, die Griechenland-Neuwahl und das schwächere chinesische Wachstum. Dementsprechend wurde die Aktiengewichtung schrittweise in den letzten Monaten zurückgeführt und zuletzt waren wir im Rahmen der taktischen Asset Allocation deutlich untergewichtet. Diese defensive Positionierung hat sich im August sehr bezahlt gemacht, zumal es – letztlich ausgelöst durch die Verwerfungen an den chinesischen Börsen – zu beachtlichen Korrekturen an allen Aktienmärkten gekommen ist. Wir gehen davon aus, dass die Volatilität gekommen ist um zu bleiben. Im Gegensatz zur letzten deutlichen Korrekturbewegung im Oktober 2014, als die Bildung einer V-förmigen Erholung den Markt in kurzer Zeit wieder auf das Ausgangsniveau vor der Korrektur gebracht hat, ist nun mit einer längeren nervösen Phase der Bodenbildung und stärkeren Kursbewegungen zu rechnen. Dementsprechend bleiben wir bis auf weiteres vorsichtig positioniert, wenngleich wir die Aktien-Untergewichtung um einen Schritt zurücknehmen.

**Kurt Schappelwein**, Head of Multi Asset Strategien bei Raiffeisen Capital Management\*, Wien

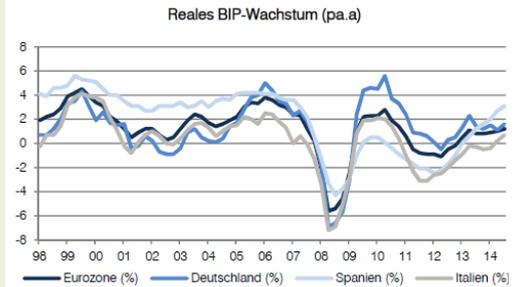
*\*Raiffeisen Capital Management steht in diesem Zusammenhang für Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H.*

# KONJUNKTUR

Die nachfolgenden Einschätzungen stellen eine Momentaufnahme dar und können sich jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Sie sind keine Prognose für die künftige Entwicklung der Kapitalmärkte.

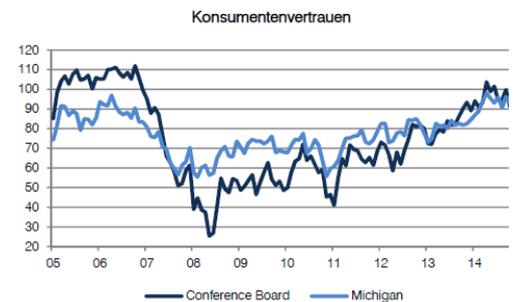
## EURORAUM

- Die zuletzt vorgelegten Makrodaten unterstützen das Bild, dass die Wirtschaft in der Eurozone wächst. Dabei zeigen sich die annualisierten Wachstumsraten des BIP in einigen Ländern sogar recht eindrucksvoll: Irland +6,5% Spanien +3,1% Griechenland +1,7%. Die Euro-Zinskurve hat sich im Juli wieder abgeflacht. Die Marktteilnehmer erwarten (so wie wir) aus heutiger Sicht für die nächsten Jahre keinen starken Anstieg der Renditen.
- Nachzügler sind Länder wie Österreich mit nur +0,5% Wachstum und Finnland mit lediglich +0,1%.
- Unterstützung kommt nach wie vor von der rückläufigen Arbeitslosenquote und dem Konsumentenvertrauen.
- Die Euro-Zinskurve hat sich zuletzt wieder versteilert. Die aktuellen kurzen Laufzeiten bis 2 Jahre und auch die Kurse der Euribor futures bis Mitte 2017 sind zurückgekommen, längere Laufzeiten sind hingegen ein wenig angestiegen.



## USA

- Die US-Konjunktur ist voll in Fahrt. Die BIP-Jahresrate lag mit +3,7% im zweiten Quartal über der Markterwartung und bestätigt eindrucksvoll die Wiederaufnahme des Wachstumstrends, der im ersten Quartal temporär unterbrochen war. Auch weitere Wirtschaftsdaten wie Verbraucher-Vertrauen, Industrieproduktion und Auftragseingänge verzeichneten zuletzt Zuwächse. Auch der Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin robust. Die relativ konstant hohe Anzahl neu geschaffener Stellen sorgt für eine stetig rückläufige Arbeitslosenquote.
- Der US-Immobilienmarkt setzt seine Erholung ohne Anzeichen einer Überhitzung fort.
- Die US-Zinskurve verflacht sich weiter bei gleichzeitig sinkenden 10jährigen Treasury-Renditen. Damit preist der Markt parallel zu den zuletzt wieder rückläufigen Inflationserwartungen eine unmittelbare Leitzinserhöhung aus. Ob die Marktteilnehmer damit richtig liegen oder ob die US-Notenbank im September doch einen ersten Zinsschritt setzt, ist allerdings nach jüngsten Aussagen von FED-Mitgliedern völlig offen.
- Und selbst beim US-Dollar ist die lange Aufwärtsbewegung insbesondere versus Euro in eine Konsolidierungsphase eingemündet. Der Euro hat dabei zwischen Mitte März und Mitte August unter Schwankungen schon wieder mehr als 11% gegenüber dem Dollar aufgewertet.
- Die sich abzeichnende Korrektur am US-Aktienmarkt hat sich im August - wenngleich deutlicher als erwartet – infolge der Turbulenzen an den chinesischen Börsen eingestellt.



## EMERGING MARKETS

- Die Emerging Markets sind in den vergangenen Wochen wieder ins Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt: Bei China mehren sich die Befürchtungen einer prononcierteren Wachstumsabschwächung, die Rohstoffpreise weiter deutlich unter Druck bringt und damit einhergehend die Volkswirtschaften Lateinamerikas, Osteuropas und Afrikas stark belastet. Dies kommt für weite Teile der Emerging Markets sehr ungelegen, da von Wachstum ohnehin kaum mehr eine Spur besteht.
- In den kommenden Monaten ist mit stimulierenden Maßnahmen in den Emerging Markets zu rechnen. Dabei ist aber klar festzuhalten, dass dieses Mal der Fehler überschießender Maßnahmen tunlichst versucht wird zu vermeiden.
- Zuletzt ist die Frage um den Zeitpunkt der ersten Zinsanhebung in den USA deutlich in den Hintergrund getreten. Vielmehr wurden Währungen und Renditen von den Turbulenzen rund um China beeinflusst. So kamen die Renditeaufschläge bei Hartwährungsanleihen unter Druck - nicht zuletzt auch durch den fallenden Ölpreis. Lokalwährungsanleihen kamen sowohl durch Währungsabwertungen als auch durch Renditeanstiege stark unter Druck.
- Mittelfristig bieten sich hier unserer Einschätzung nach attraktive Niveaus.
- Bewertungsseitig bestehen nun durchaus attraktive Niveaus, kurzfristig besteht aber weiterhin Korrekturpotential.



# FINANZMÄRKTE

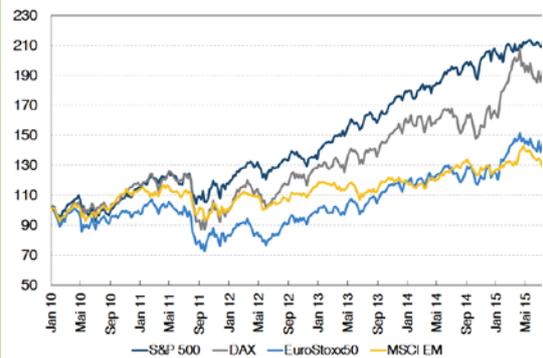
## GELD- & ANLEIHEMÄRKTE

- Interessantweise hat in den letzten, für Aktienmärkte sehr turbulenten Wochen, KEINE Flucht in den vermeintlich sicheren Hafen von Staatsanleihen stattgefunden. Zumindest nicht in dem Ausmaß, dass die Renditen spürbar nachgegeben hätten, wie man es in einem solchen Umfeld erwarten würde.
- Auf Monatsicht sind die Renditen 10 jähriger deutscher Staatsanleihen sogar gestiegen. Ebenso wie die vieler anderer Staaten auch.
- Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen sind hingegen "erwartungsgemäß" angestiegen. Bei den schwächeren Schuldern im High Yield Bereich sogar spürbar auf einen Wert wie er zuletzt 2013 zu sehen war, was für eine erhöhte Vorsicht der Investoren spricht.



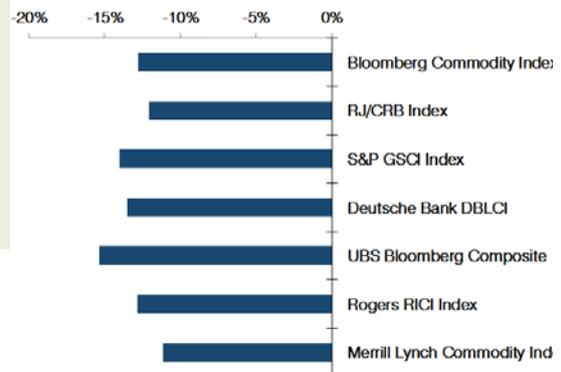
## AKTIEN

- Die europäischen Aktienmärkte mussten in den letzten Wochen den Großteil der Kursgewinne des heurigen Jahres wieder abgeben.
- Während das erste Halbjahr von der Hoffnung auf eine breitere konjunkturelle Erholung und der Liquiditätseuphorie über die EZB-Maßnahmen geprägt war, traten zuletzt einige – lange ausgeblendete - Risikofaktoren zum Vorschein.
- Nach einer kurzen Verschnaufpause gab es zuletzt im Bereich der Unternehmensgewinnrevisionen leider erneut eine Mehrzahl an negativen Revisionen.
- Die starken Kursanstiege der letzten Jahre haben auf der Bewertungsseite ihre Spuren hinterlassen. Zwar erscheinen europäische Aktien im internationalen Vergleich nach wie vor attraktiv, das absolute Bewertungsniveau ist mittlerweile aber doch deutlich angestiegen. Für weiter steigende Kurse muss daher Unterstützung von der Gewinnseite kommen, da wir das Potenzial für weitere Bewertungsausweitungen als begrenzt sehen.



## ROHSTOFFMÄRKTE

- Nach einer Erholung im ersten Halbjahr sind die Rohstoffmärkte in den letzten Wochen erneut stark unter Druck gekommen. Vor allem Ängste über die konjunkturelle Verfassung Chinas sowie eine Bereinigung der Positionierung bei den Investoren hat diesen Schub nach unten bewirkt.





## Konjunktur

- USA und Europa bis dato mit positiven Daten & Indikatoren
- Inflationserwartung wegen Rohstoffen wieder gedämpft
- Schwächere Daten aus China bzw. Emerging Markets

## Unternehmen

- Q2/15 erstmals negativ bei US-Earnings & Sales seit 2009
- Gewinnwachstum erst ab Q4 bzw. 2016 positiv erwartet
- Margen tendenziell rückläufig

## Stimmung unter den Investoren

- Marktkorrektur überrascht im Ausmaß, China als Trigger
- Kurzfristig überverkauft, eher keine V-Erholung zu erwarten
- Trendbruch der Aufwärtsbewegung seit 2011

## Weiteres

- Wachstumseintrübung in China bzw. Emerging Markets
- Auswirkung auf Konjunktur in USA und Europa
- FED-Zinspolitik und Griechenland-Wahl im September

Tendenz	
<b>ANLEIHEN</b>	
Deutschland	neutral
Europa (ex Deutschland)	neutral
Italien	neutral
High Yield Anleihen	neutral
Emerging Markets	neutral
Globale Renten	leicht übergewichtet 
<b>AKTIEN</b>	
Europa	leicht untergewichtet 
USA	leicht übergewichtet 
Japan	neutral
Pazifik (ex Japan)	neutral
Emerging Markets	leicht untergewichtet 
Osteuropa/Russland	leicht untergewichtet 
<b>WÄHRUNGEN &amp; ROHSTOFFE</b>	
EUR/USD	↙
EUR/JPY	↙
Gold	=

Die Einschätzungen in diesem Dokument stellen eine Momentaufnahme dar und können sich jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Sie sind keine Prognose für die künftige Entwicklung der Kapitalmärkte. Diese Unterlage dient der Information von professionellen Kunden bzw. Kundenberatern, eine Weitergabe an Privatkunden ist nicht zulässig.

#### DISCLAIMER:

Diese Unterlage wurde erstellt und gestaltet von der Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Wien, Österreich („Raiffeisen Capital Management“ bzw. „Raiffeisen KAG“). Die darin enthaltenen Angaben dienen, trotz sorgfältiger Recherchen, lediglich der unverbindlichen Information, basieren auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit von der Raiffeisen KAG ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Jegliche Haftung der Raiffeisen KAG im Zusammenhang mit dieser Unterlage oder der darauf basierenden Verbalpräsentation, insbesondere betreffend Aktualität, Richtigkeit der Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen oder für das Eintreten darin erstellter Prognosen, ist ausgeschlossen. Ebenso stellen allfällige Prognosen bzw. Simulationen einer früheren Wertentwicklung in dieser Unterlage keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar. Weiters werden Anleger mit einer anderen Heimatwährung als der Fondswährung bzw. Portfoliowährung darauf hingewiesen, dass die Rendite zusätzlich aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen kann.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder ein Angebot, eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung noch eine Anlageanalyse dar. Sie dienen insbesondere nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Sollten Sie Interesse an einem konkreten Produkt haben, stehen wir Ihnen gerne neben Ihrem Bankbetreuer zur Verfügung, Ihnen vor einem allfälligen Erwerb den Prospekt zur Information zu übermitteln. Jede konkrete Veranlagung sollte erst nach einem Beratungsgespräch und der Besprechung bzw. Durchsicht des Prospektes erfolgen. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Wertpapiergeschäfte zum Teil hohe Risiken in sich bergen und die steuerliche Behandlung von den persönlichen Verhältnissen abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann.

Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial aus dieser Unterlage bedarf der vorherigen Zustimmung der Raiffeisen KAG.

#### Kontakt

#### **Raiffeisen Capital Management**

Mooslackengasse 12

1190 Wien

Österreich

[www.rcm-international.com/it](http://www.rcm-international.com/it)

