



Marktausblick und Anlagestrategie

Szenario-Update für das erste Halbjahr 2025

Nach längerem Zuwarten begann die Fed im September mit der Absenkung ihrer real sehr hohen Leitzinsen. Bisher konnte die US-Wirtschaft allerdings dieses Zinsniveau gut verkraften und präsentiert sich laut Fed-Chef Jerome Powell gegen Jahresende 2024 tendenziell sogar stärker als im September. Somit ist absehbar, dass der weitere Zinssenkungspfad der Fed langsamer verlaufen dürfte, da sich die Inflation dem Fed-Ziel zwar deutlich angenähert hat, aber in den letzten Monaten keine Verbesserung erreicht werden konnte. Vor dem Hintergrund einer verhaltenen Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone rechnen derzeit die Marktteilnehmer mit einer zügigen Senkung der Euro-Leitzinsen auf 1,75 % bzw. noch tiefer. Da sich aber auch in der Eurozone die Kerninflation als relativ hartnäckig erweist, könnten diese Erwartungen etwas nach oben angepasst werden, was tendenziell den Euro begünstigen sollte. Allerdings könnte mit dem Amtsantritt Trumps im Jänner das Zollthema rasch virulent werden, was ebenso für einen stärkeren US-Dollar spricht wie die politische Unsicherheit in den großen Euroländern Deutschland und Frankreich, weshalb wir im ersten Halbjahr 2025 das erneute Erreichen der Parität zwischen Euro und US-Dollar als recht wahrscheinlich erachten.

Emerging Markets-Anleihen stellen attraktive Beimischung dar

Ähnlich wie Ende 2023 schien Anfang Dezember 2024 das Pricing bei Euro-Staatsanleihen ambitioniert, sodass sich im Verlauf des ersten Halbjahrs 2025 etwas attraktivere Einstiegslevels ergeben dürften – großes Korrekturpotenzial orten wir allerdings nicht. Mit Ausnahme Frankreichs befinden sich die Kreditaufschläge für Eurozone-Staatsanleihen, Corporates und Emerging Markets auf historisch relativ tiefen Niveaus. Da in der aktuellen politischen Situation keine ausreichende Budgetkonsolidierung absehbar ist, erwarten wir auch keine nachhaltige

Erholung beim französischen Kreditaufschlag. Nach dem Ende der quantitativen Lockerungsmaßnahmen und der gestiegenen Wahrscheinlichkeit auf eine etwas weniger konservative deutsche Budgetpolitik sollten die Kreditaufschläge von Corporates und Covered Bonds über Staatsanleihen eher niedrig bleiben. Emerging Markets-Anleihen in Lokalwährung verzeichneten zuletzt eine Underperformance, aber stellen dank weiterer Spreads im Vergleich zu Euro-Anleihen und in Erwartung eines eher schwachen Euros unserer Meinung nach derzeit eine attraktive Beimischung dar.

Aktienrallye sollte sich mit etwas höherer Volatilität fortsetzen

Mit der per Anfang Dezember verzeichneten YTD-Aktienperformance liegt insbesondere in den USA die Ausgangsbasis für weitere Gewinne 2025 zweifellos hoch, aber allmählich sinkende Leitzinsen bei stabilem Wirtschaftswachstum stellen ein positives Aktienumfeld dar, womit wir weitere Zugewinne erwarten. Trump misst seinen persönlichen Erfolg stark an der Aktienentwicklung, weshalb zu hoffen bleibt, dass die wirtschaftsfreundlichen Aspekte seiner Agenda (Deregulierung, Steuersenkungen) die Oberhand im Vergleich mit verstärktem Protektionismus (Zölle) behalten. Nicht zuletzt aufgrund des Zollthemas ist 2025 allerdings wohl mit höherer Volatilität als 2024 zu rechnen. Trotz der derzeit sehr hohen Bewertungsprämie der US-Titel im Vergleich zum Rest der Welt sollten dennoch beim Ertrag in Euro (u. a. aufgrund der Zollthematik) die US-Titel erneut voran liegen. Neben US-Aktien erscheinen japanische Aktien aufgrund von Reflation und den gesetzten Corporate Governance-Reformen attraktiv.

Szenario-Analyse für das erste Halbjahr 2025

1

Soft Landing

- Wirtschaftsmotor USA stabilisiert globales Wachstum bei Entwicklung unter Potenzial in Europa und China
- Kerninflationen verharren über Notenbankzielen; nur noch wenige Zinssenkungsschritte möglich
- Neuer fiskalischer Stimulus aus USA und China
- US-Zollanhebungen und Gegenmaßnahmen bleiben im Rahmen

2

Globaler Handelskrieg

- Massive US-Zollanhebungen resultieren in Gegenzöllen und Abwertungen
- Globaler Handel schrumpft und beschädigt Investitionsklima
- Stark international verflochtene Wirtschaften (Europa, China) sind besonders betroffen

3

Trumponomics eskaliert Risikoprämien steigen

- Zölle, Migrationspolitik und zusätzliche private und staatliche Nachfrage erzeugen neuerlich Inflationsdruck
- Hohe Neuverschuldung und Zinsbelastung löst Debatte um Schuldenfähigkeit in den USA aus
- Zinssenkungen werden ausgepreist; Anstieg der Laufzeitenprämie bringt auch Aktien unter Druck

4

Energiebonanza

- Euphorische Stimmung bei Investoren: Finanzmarktfreundliche Reformen & Fiskalstimulus
- Notenbanken setzen Zinssenkungszyklus fort, da Energiepreise sinken und Handelskrieg sowie Hardliner-Migrationsreformen bleiben aus
- Rückenwind für Aktien durch steigende Gewinnmargen und multiple Expansion

Die Szenario-Analyse umfasst alle in der Abbildung dargestellten Szenarien und bewertet die Entwicklung der Assetklassen unserer Multi Asset-Portfolios in jedem spezifischen Szenario.



Soft Landing

Im Hauptszenario des „Soft Landing“ bleiben die USA der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft, die ein Wachstum auf ähnlichem Niveau wie 2024 bei gut 3 % verzeichnen sollte. Bei weiterhin hoher Auslastung des Arbeitsmarkts tendieren Lohnwachstum und Gesamtinflation leicht nach unten und bleiben aber vorerst über den Zielen der Zentralbanken. Die von Trump angedrohten Zölle werden nicht im vollen Ausmaß umgesetzt bzw. großteils durch Währungsbewegungen kompensiert. Die negativen Auswirkungen auf das chinesische Wachstum werden durch weitere Stimulus-Maßnahmen Chinas weitgehend aufgefangen. Aufgrund des real relativ hohen Leitzinsniveaus korrigiert die Fed die Leitzinsen um 25 bis 50 Basispunkte nach unten. Auch die EZB wird Zinssenkungen vornehmen, allerdings wird nicht von einer aggressiven Leitzinsanpassung auf deutlich unter 2 % im Verlauf des ersten Halbjahrs ausgegangen. Die Rentenmärkte sollten somit etwa eine Performance auf Geldmarktniveau erreichen. Von leichten Rückschlägen aufgrund z. B. hoher Emissionstätigkeit abgesehen, sollten die Kreditaufschläge auf niedrigem Niveau relativ stabil bleiben. Die Aktienmärkte sollten weiter zulegen können, wobei auf Euro-Basis weiterhin eine Outperformance der US-Aktien erwartet wird, die einerseits durch einen stärkeren US-Dollar als auch durch die Aussichten auf Deregulierungsmaßnahmen und fiskalische Entlastung zustande kommen sollte.

Globaler Handelskrieg

Im Szenario des „Globalen Handelskriegs“ resultieren abrupt von den USA eingeführte hohe Zölle zu Gegenmaßnahmen der Handelspartner bzw. zu größeren Währungsverwerfungen (z. B. starke Yuan-Abwertung). Der internationale Handel würde einbrechen und die Zuversicht der Unternehmen stark beeinträchtigen. Die Kollateralschäden für die Realwirtschaft und Währungsbewegungen würden die preissteigernden Effekte der Zölle überkompensieren, womit Emerging Markets-Aktien und europäische Aktien Verluste im zweistelligen Bereich verzeichnen würden. Auch US-Aktien würden Verluste in US-Dollar erleiden, aber aufgrund der Währungsbewegung auf Euro-Basis relativ outperformen. Neben dem US-Dollar würden die „sicheren Häfen“ deutlich profitieren und Emerging Markets-Anleihen sowie Corporates trotz steigender Kreditaufschläge absolut zulegen können. Rohstoffe würden dagegen ebenfalls deutliche Verluste verzeichnen.

Trumpenomics eskaliert

Im Gegensatz zum Szenario des „Globalen Handelskriegs“ dominieren in diesem Risikoszenario die Auswirkungen einer zu expansiven Fiskalpolitik auf die Märkte. Weitere Steuersenkungen ohne ausreichende Gegenfinanzierung bzw. durch preissteigernd wirkende Zölle könnten in einem markanten Anstieg der Risikoprämien für US-Staatsanleihen resultieren. Die Verluste bei Staatsanleihen würden auch Corporates und Emerging Markets-Anleihen belasten, wobei letztere, aufgrund der vergleichsweise langen Laufzeiten bei Hartwährungsanleihen bzw. aufgrund von Währungsverlusten bei Lokalwährungsanleihen vermutlich stärker betroffen wären. Die aus höheren Risikoprämien (im Gegensatz zu besseren Wachstumserwartungen) resultierenden höheren Renditen wären aber auch negativ für die Aktienmärkte. Auf Euro-Basis würden ähnliche Verluste für US-Aktien und europäische Aktien erwartet. Emerging Markets-Aktien dürften noch stärker leiden. Solange der Status des US-Dollars als Anker des Währungssystems nicht ernsthaft hinterfragt wird (was wir kurzfristig als sehr unwahrscheinlich erachten), sollte der US-Dollar stark an Wert zulegen. Rohstoffe sollten zwar auf US-Dollar-Basis Verluste verzeichnen, aber könnten in Euro bewertet eventuell leicht zulegen.

Energiebonanza

Neben diesen beiden Risikoszenarien für das erste Halbjahr 2025 würden wir aber auch ein deutlich optimistischeres Szenario für die Märkte berücksichtigen. Eine Entspannung im Nahen Osten bzw. eine Verbesserung der US-Beziehungen zu Saudi-Arabien sowie geringere Beschränkungen auf die Verwendung fossiler Energie durch die Trump-Administration könnten in spürbar niedrigeren Energiepreisen resultieren. Außerdem wird von relativ moderaten Zollanhebungen in den USA ausgegangen. Durch niedrigere Energiepreise würde gleichzeitig die Inflation gedämpft, während die Realwirtschaft der Erdölimporteure profitieren würde. Staatsanleihen würden Rückenwind durch stärker als erwartete Zinssenkungen erhalten und das positive Risikosentiment sollte Emerging Markets-Anleihen besonders begünstigen. Die Aktienmärkte würden erneut starke Zuwächse dank höherer Margen und Multiples-Expansion erzielen, wobei in diesem Szenario ein Aufholen der günstig bewerteten europäischen und Emerging Markets-Aktien unterstellt wird. Umgekehrt könnte der US-Dollar aufgrund des positiven Risikosentiments und stärkerer Fed-Zinssenkungen etwas von seinen derzeit relativ hohen Bewertungen aufgeben.



Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Portfoliogewichtung

Die Abbildung zeigt die erwarteten Wahrscheinlichkeiten der zuvor beschriebenen Szenarien unter deren Berücksichtigung es nun möglich ist, für jede Assetklasse Ertragserwartungen zu definieren und in Verbindung mit der aktuellen Kovarianz der Erträge der Assetklassen eine mathematische Portfolio-Optimierung durchzuführen. Dem dafür eingesetzten Black-Litterman-Ansatz liegt ein langfristiges Anker- oder Benchmark-Portfolio zu Grunde, welches das Aktienexposure mit insgesamt 30 % gewichtet. Euro-Staatsanleihen haben ein größeres Gewicht von 38 %, nicht in Euro denominierte Staatsanleihen und Unternehmensanleihen kommen zusammen auf 18 % und Rohstoffe sind mit 2 % gewichtet.

Soft Landing

1

58 %

**Globaler
Handelskrieg**

2

15 %

**Trumponomics
eskaliert
Risikoprämien steigen**

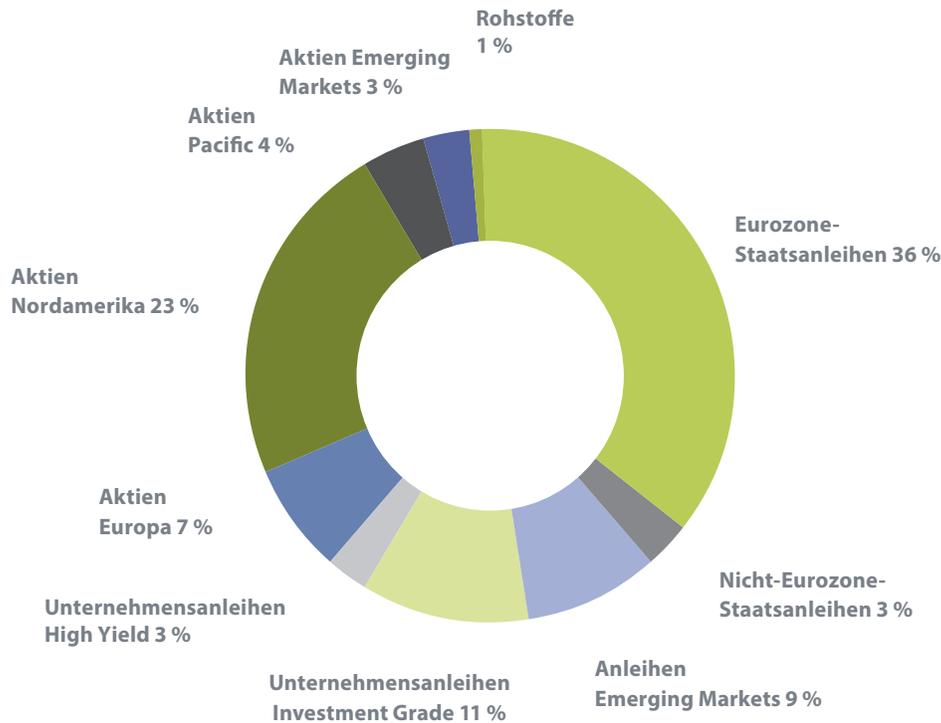
3

12 %

Energiebonanza

4

15 %



Strategische Allokation für das erste Halbjahr 2025

Aktien (Fokus auf USA, Japan) übergewichtet

Höhere Ertragserwartungen für Aktien schlagen sich im optimierten Portfolio in einer Erhöhung der Aktienquote von 31 % auf 37 % im Vergleich zur Ausrichtung im zweiten Halbjahr 2024 nieder. Gegenüber dem Ankerportfolio ist die Aktienquote damit übergewichtet. Die Erhöhung der Aktienquote entfällt vor allem auf höhere Gewichtungen von US- und japanischen Aktien. Die Gewichtung der Emerging Markets-Aktien wird dagegen (teilweise aufgrund der Aktualisierung des langfristigen Ankerportfolios) etwas reduziert. Deutlich verringert wurde die Gewichtung der Rohstoffe auf nur 1 %, was unter dem (reduzierten) langfristigen Ankergewicht von 2 % liegt.

Umgekehrt liegt die Quote für Eurozone-Staatsanleihen mit 36 % leicht unter der langfristigen strategischen Gewichtung. Aufgrund der etwas niedrigeren Ertragserwartungen liegen die Gewichtungen für Unternehmensanleihen (11 %) und Nicht-Eurozone-Staatsanleihen (3 %) etwas unter der langfristigen Ankergewichtung. High Yield-Anleihen (3 %) und Emerging Markets-Anleihen (9 %) liegen dagegen auf dem Niveau der langfristigen strategischen Gewichtung und sind damit innerhalb des Anleihen-Segments übergewichtet.

Die wahrscheinlichkeitsgewichtete Ertragserwartung für diese strategische Allokation für das erste Halbjahr 2025 liegt aktuell bei +7,8 % p.a..

MAG. FRANZ SCHARDAX, MSC
 Asset Management
 CIO, Executive und Prokurist bei IQAM Invest