



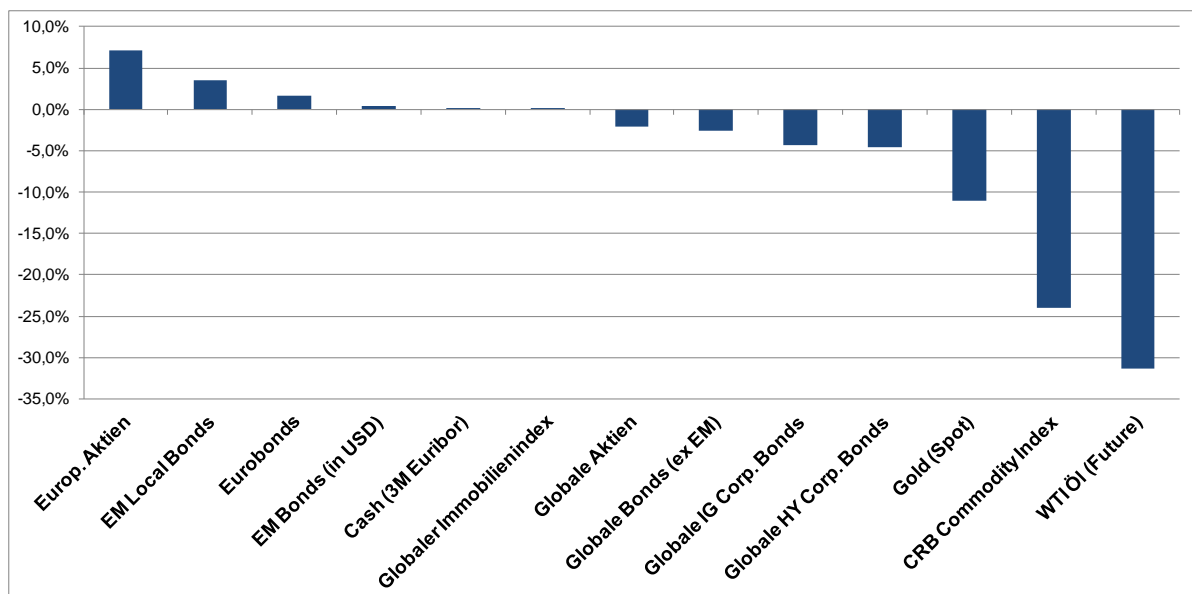
#13 **Zurück in die Zukunft –
Wieviel 2015 steckt in 2016?**

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

Anlässlich des 1. Geburtstages meiner Kolumne möchte ich mich bei allen Lesern für das rege Interesse, Ihre Treue und Ihr positives Feedback bedanken. Auch in 2016 werde ich mit Ihnen wieder durch die Kapitalmärkte streifen, über aktuelle Geschehnisse berichten und Einschätzungen zu diesen liefern. Bevor ich Ihnen in der heutigen Ausgabe meine Ideen zu potentiellen Entwicklungen in 2016 mitteile, lassen Sie uns zunächst damit beginnen, das durchaus schwierige Jahr 2015 zusammen Revue passieren zu lassen. Schwierig im Übrigen deshalb, weil viele Assetklassen eine miserable Performance aufwiesen (siehe Diagramm 1). Allen voran natürlich die Rohstoffe (speziell der Energiesektor), aber auch globale Staats- und Unternehmensanleihen sowie globale Aktien konnten kein positives Ergebnis beitragen. Lediglich mit europäischen Aktien, Eurobonds und Emerging Markets Bonds (währungsunbereinigt) konnten die Anleger ordentliche Erträge abliefern. Von daher konnten viele Mischfonds im letzten Jahr keine positive Wertentwicklung für ihre Kunden erwirtschaften. Doch woran lag das genau?

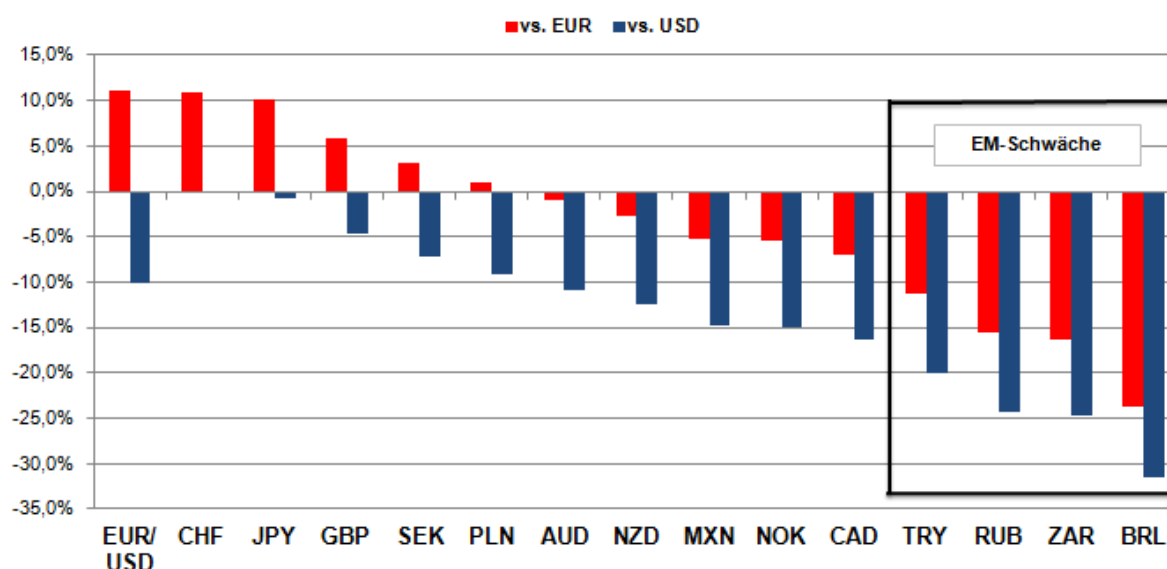
Diagramm 1: Performance ausgewählter Assetklassen in 2015



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2015

Beginnen wir mit den durchaus volatilen Entwicklungen im Währungsmarkt. 2015 war sicherlich das Jahr der amerikanischen Notenbank. Aufgrund der höheren Sensitivität von Währungen zur Zinsentwicklung wurde jeder Kommentar eines Notenbankers detailliert analysiert, um konkrete Rückschlüsse auf das Timing der ersten, zu erwartenden Zinserhöhung seit 2006 zu ziehen. Diesen nicht unumstrittenen Schritt wagte die Fed sozusagen als vorgezogenes Weihnachtsgeschenk im Dezember 2015. Begründet hatte die Fed ihr Handeln mit einem sich der Vollbeschäftigung annähernden Arbeitsmarkt und einer relativ stabilen Kerninflation. Folglich war der USD nach 2014 auch im Jahr 2015 die stärkste Währung im globalen Umfeld (siehe Diagramm 2). Die Problematik, die sich aber auf relativer Basis aus dem starken USD ergab, war eine deutliche Schwäche bei den Emerging Markets Währungen, die zumeist eine hohe USD-Verschuldung aufweisen. Diese Währungsräume kamen auch aufgrund ihrer Abhängigkeit zu China und der globalen Rohstoffbaisse massiv unter Druck. Viele Investoren haben sich in 2015 an den Schwellenländern speziell auf der Währungsseite die Finger verbrannt. Währungen, die ebenfalls besonders empfindlich an Wert verloren, waren Rohstoffexporteure (speziell Metalle), die entweder hohe Handelsverflechtungen zu China haben (AUD und viele Emerging Markets) oder Rohstoffexporteure, die aufgrund des massiven Ölpreisverfalls (-32% netto) enorme Probleme haben, ihre Ölprojekte ohne größere Verluste aufrecht zu halten (CAD, NOK und RUB). Die einzigen Währungen, die in 2015 eine ähnlich gute Performance wie der USD aufwiesen, waren a) der CHF, wo die Schweizerische Nationalbank SNB im Januar 2015 die Fixierung von 1,20 zum Euro aufgegeben hat und der CHF in der Folge knapp 15% gegenüber dem EUR (in der Spitze sogar bis zu 30%) aufwertete, und b) der JPY, wo viele Analysten bereits mit weiteren, stimulierenden Maßnahmen für 2016 rechneten und enttäuscht wurden. Beides waren zudem Währungen, in denen viele Investoren zunächst noch falsch positioniert waren.

Diagramm 2: Performance ausgewählter Währungen vs. EUR & USD in 2015

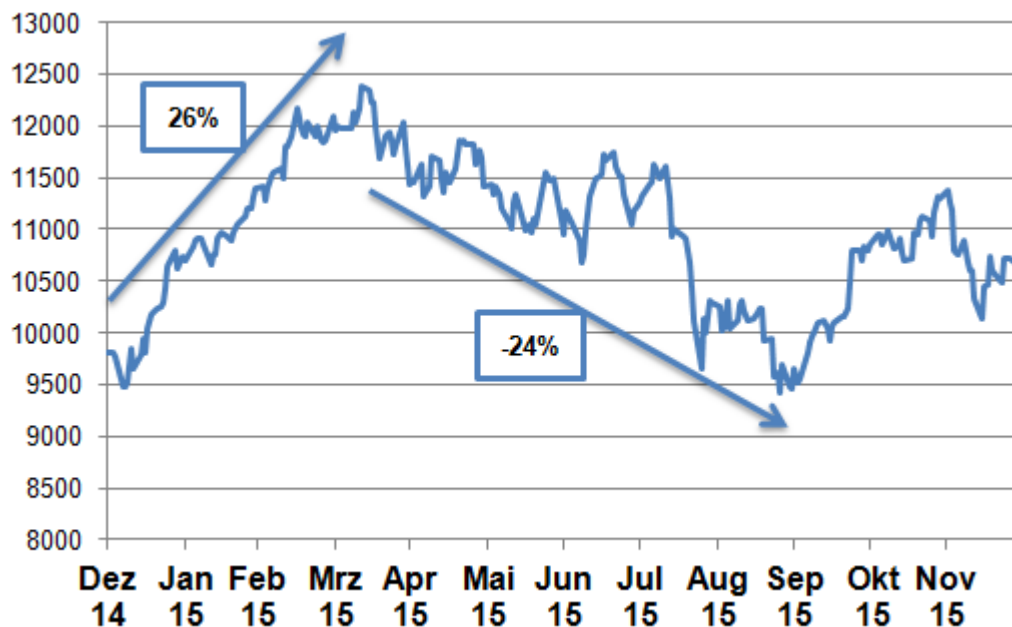


Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2015

Den größten Einfluss auf die weltweite Kapitalmarktentwicklung hatte jedoch der Regimewechsel der chinesischen Notenbank PBoC Mitte August, als die Fixing-Methodik gegen den USD hin zu einem gemanagten Wechselkurs geändert und damit eine stärkere Abwertung des chinesischen Yuan zugelassen wurde. Aufgrund der Kapitalabflüsse und

des daraus resultierenden Abbaus der chinesischen Devisenreserven geriet der Markt im August flächendeckend in den Panikmodus. Insbesondere wegen der Verkäufe von Reserven herrschte am Markt Verunsicherung dahingehend, wie die Konsequenzen für amerikanische Staatsanleihen aussehen würden, da China sich im Laufe der Zeit als größter ausländischer Eigner dieser Anleihen etabliert hatte. Auch der Aktienmarkt wertete die Währungsabwertung des CNY zusammen mit den Kapitalabflüssen, den schwächeren Makrozahlen und den deflationären Tendenzen in China als globale Wachstumsabkühlung und (über)reagierte im August mit einem (teilweisen) Kollaps auf deutliche Jahrestiefststände. Am Beispiel des DAX 30 sieht man, wie schwierig das letzte Jahr es vielen Investoren gemacht hat (siehe Diagramm 3). Nachdem die EZB im Januar-Meeting ankündigte, dass sie ihre geldpolitischen Schleusen noch stärker öffnen und zur Stabilisierung der Inflationserwartungen ab März 2015 Staats- und staatsnahe Anleihen im Wert von ca. 60 Mrd. EUR kaufen wolle, reagierten die Risikomärkte mit einem Kursfeuerwerk. Der deutsche Leitindex konnte beflügelt durch diesen geldpolitischen Stimulus bis Mitte April ca. 26% zulegen. Danach führte ein Wiederaufflammen der europäischen Schuldenkrise durch den potentiellen Ausstieg Griechenlands trotz besser werdender Zahlen in der Eurozone zu Kurskorrekturen. Erst im August wurde jedoch die Kurskorrektur zu einem Kurssturz, denn allein in besagtem Monat verlor der DAX 30 in der Spitze ca. 17% an Wert. Insgesamt ergab sich in dieser Gemengelage damit ein Verlust von den Höchstständen im April bis zum September i.H.v. ca. 24%. Summa summarum hatten wir also in einem Jahr sowohl einen kompletten Bullen- als auch Bärenmarkt zu verzeichnen!

Diagramm 3: Kursentwicklung des deutschen Leitaktienindex DAX 30 in 2015

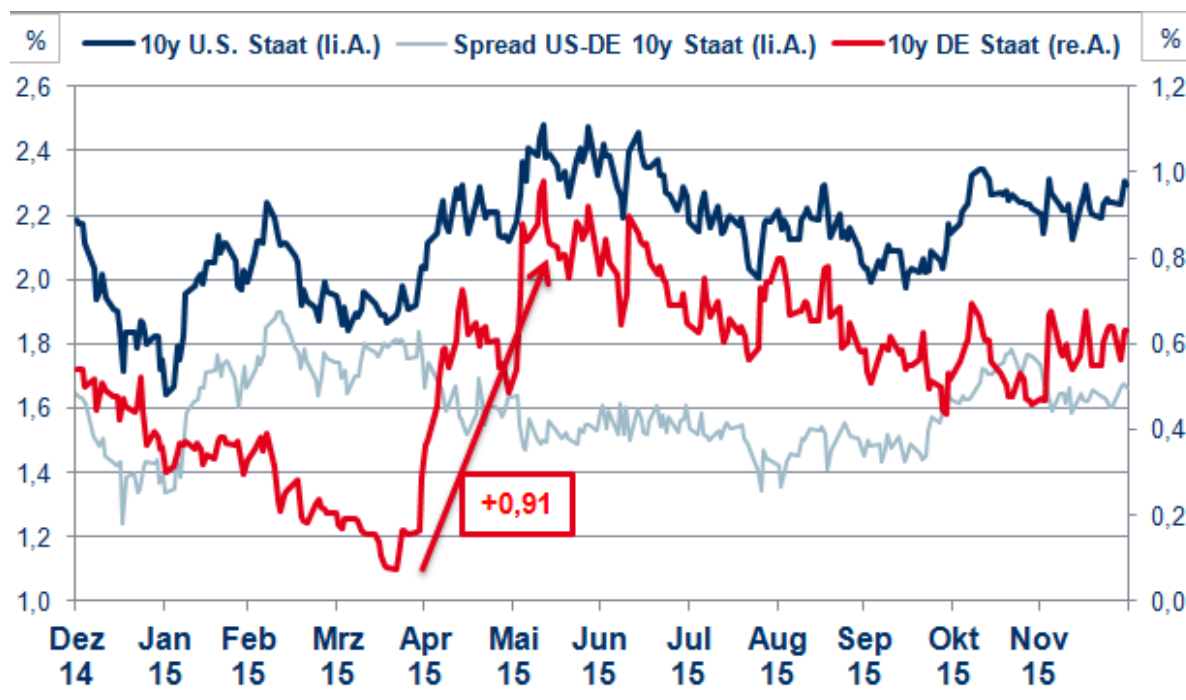


Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2015

Auch auf der Rentenseite zogen die Volatilitäten in 2015 deutlich an. Das hing nicht nur mit dem insgesamt niedrigen Renditeniveau in den Industrienationen (und ganz besonders in der Eurozone) zusammen, sondern auch andere, viel subtilere Faktoren waren dafür verantwortlich. Zum einen die Tatsache, dass der Markt zumeist in Erwartung von expansiven Maßnahmen einer Notenbank eher Bonds kauft und danach in Erwartung

steigender Inflationserwartungen eher verkauft. Zum anderen musste man speziell bei Bundesanleihen im April konstatieren, dass der Markt nicht nur in eine Richtung positioniert war, sondern viele Investoren ihre Portfolien auch nach den gleichen Risikomanagementsystemen steuern. Zusammen mit einer erschreckend dünnen Liquidität und sehr weiten Geld-/Briefspannen ergab sich von April bis Juni 2015 somit ein Zinsanstieg der zehnjährigen Bundesanleihe um 91 Basispunkte von 0,07% auf 0,98%. Das entspricht einer Verdreizehnfachung der Rendite! Auch zehnjährige amerikanische Anleihen sind in dieser Zeit angestiegen, jedoch bei weitem nicht so dramatisch und mit dem großen Unterschied, dass der Zinspuffer wesentlich höher ist als bei deutschen Staatsanleihen. Im Jahresverlauf konnten sich die deutschen Renditen auch aufgrund enttäuschender Zahlen auf der Inflationsseite wieder erholen, aber das allgemeine Renditeniveau verdeutlicht die Anfälligkeit des Rentenmarktes und offenbart das schlechte volatilitätsadjustierte Renditeprofil eines Investments in diesem Marktsegment. So ist es auch nicht verwunderlich, dass die transatlantische Zinsdifferenz zehnjähriger Renditen trotz einer Zinserhöhung in den USA nicht deutlich weiter hinausläuft.

Diagramm 4: Entwicklung deutscher und amerikanischer Staatsanleihen in 2015

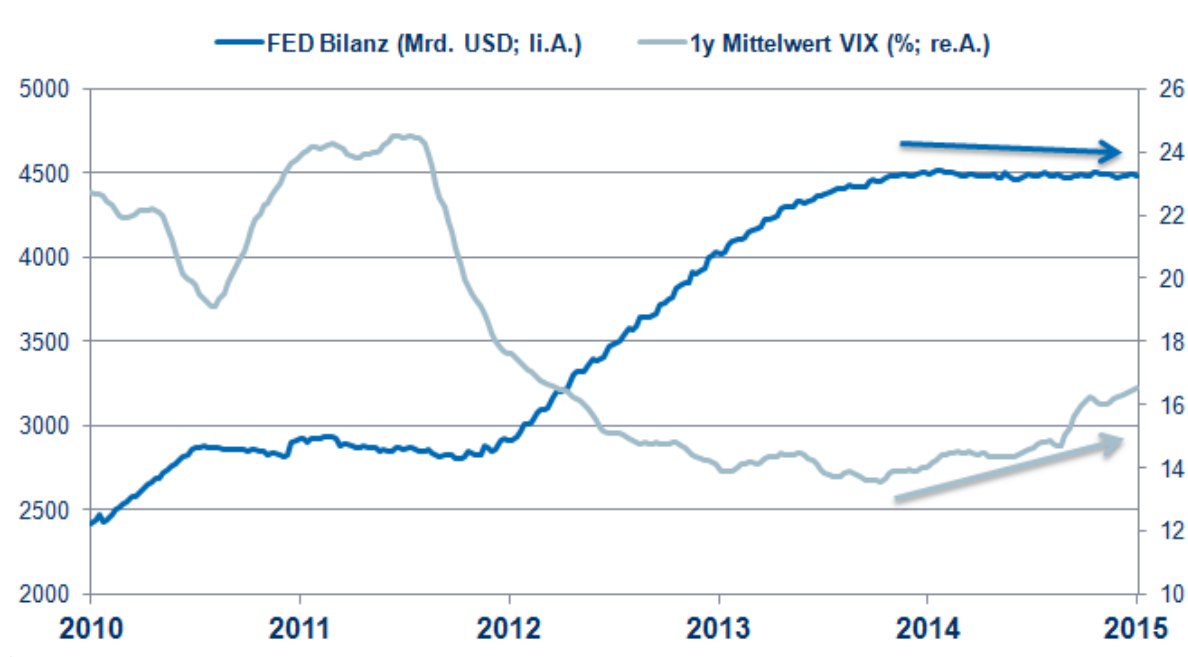


Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2015

Apropos Volatilität. Seitdem die Fed wahr gemacht hat, dass sie ihre Staatsanleihenkäufe aufgrund des verbesserten wirtschaftlichen Umfelds zurückfahren wird, sind die Volatilitäten im Kapitalmarkt im Allgemeinen und am U.S. Aktienmarkt im Besonderen (z.B. S&P 500) wieder angestiegen. Diagramm 5 zeigt ganz deutlich, dass eine negative Korrelation zwischen der Volatilität (am Beispiel des Volatilitätsindex VIX) und expansiver Geldpolitik (am Beispiel der U.S. Notenbankbilanz) existiert. Die durch das Auslaufen des QE-Programms in den USA rückläufige Notenbankbilanz bewirkt somit ein Ansteigen der Volatilität an den Märkten. Speziell der originäre Carry Trade dürfte in diesem Umfeld immer weniger risikoadjustierte Rendite abwerfen, denn eine Long-Position in einer Carry Trade-Strategie entspricht einer Short-Position in der Volatilität. Wie man gerade am amerikanischen Unternehmensanleihenmarkt in 2015 beobachten konnte, gilt diese

Tatsache besonders für amerikanische Wertpapiere. In Europa haben wir mit der EZB noch immer eine sehr aktive Notenbank, die im Dezember ihr QE-Programm noch einmal um weitere sechs Monate verlängert hat. Die strukturell bedingt höhere Volatilität wird auch durch das deutliche Auseinanderlaufen der Geldpolitik zwischen der Fed und anderen Notenbanken aus den Industrienationen sowie den Schwellenländern verstärkt.

Diagramm 5: Vergleich U.S. Notenbankbilanz vs. Volatilitätsindex VIX seit 2010



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2015

Kommen wir nun zum Jahr 2016. Da Sie als interessierter Leser sicherlich zum Jahresende bereits viele Jahresausblicke lesen durften, werde ich an dieser Stelle nur kurz und knapp auf die wesentlichen Prognosen eingehen. Ausgehend für die Einschätzungen auf Assetklassenebene liegen folgende Annahmen zugrunde:

- Der stabile Wachstumspfad-Zyklus auf niedrigem Niveau bleibt bestehen
- Die Rohstoffmärkte können im Verlauf von 2016 viele Überkapazitäten abbauen und in der zweiten Jahreshälfte mit einer Bodenbildung aufwarten
- Die Inflationserwartungen ziehen durch ein Auslaufen der deflationären Faktoren spätestens in der zweiten Jahreshälfte an
- Die Liquiditätsschwemme der Nicht-U.S. Zentralbanken sorgt für ausreichende Unterstützung bei den Risikomärkten
- Die Volatilität wird auch in 2016 weiter ansteigen, da die Risiken bei einem schrumpfenden Kreis von Marktteilnehmern stark konzentriert sind und die Überregulierung eine Glättung von Marktbewegungen verhindert
- Entwickelte Länder werden Schwellenländer in der Wachstumsdynamik wie auch schon in 2015 übertreffen
- Eine divergierende Geldpolitik sowie einseitige Positionierungen bestimmen die Rentenmärkte und Währungssegmente

Generell ist ein selektives Vorgehen in den einzelnen Assetklassen aus meiner Sicht auch in 2016 essentiell. Auf der Rentenseite sollten Bonitäts- den Durationsrisiken vorgezogen werden, da man zumindest in Europa für das Zinsänderungsrisiko nicht mehr hinreichend

bezahlt wird. Ausgewählte Spreadprodukte bleiben speziell in Europa interessant unter Carry-Gesichtspunkten, da der Renditehunger aufgrund des Niedrigzinsumfelds dazu führen wird, dass alternative, jedoch risikoreichere Renditequellen aufgetan werden müssen. Staatsanleihen, v.a. der europäischen Kernländer, sind aufgrund des schlechten Chance-/Risikoverhältnisses eher unattraktiv. Emerging Market Bonds sind nach einer weltweiten Bereinigung auf der Portfolioebene ebenfalls attraktiv, jedoch würde ich ausgesuchte Hartwährungsanleihen explizit bevorzugen, da der Anpassungsprozess auf der Währungsseite noch nicht ganz abgeschlossen ist. Es sollten solche Schwellenländer ausgesucht werden, die im Reformprozess weiter vorangeschritten sind und fundamental eher weniger von Chinas wirtschaftlicher Entwicklung abhängig sind. Dazu zählen meines Erachtens Indien und Mexiko, aber auch ausgesuchte Länder in Osteuropa. Besonders negativ muss man fundamental weiter auf Brasilien, Türkei und Südafrika sein. Nichtsdestotrotz lässt sich feststellen, dass viele dieser problematischen Länder bereits so eine hohe Zinsdifferenz zu Bundesanleihen aufweisen, dass teilweise Währungsabwertungen von ca. 10-15% ausgehalten werden können, um die absolute Jahresrendite aus Bond plus Währung noch positiv zu gestalten. Deshalb kann auch ein Investment in diesen Ländern bei gutem Timing sinnvoll sein.

Aktien sind in 2016 neben ausgewählten Spreadprodukten eine der wenigen Assetklassen mit deutlich positivem Renditepotential. Das liegt zum einen an der vergleichsweise hohen Dividendenrendite und zum anderen an der Alternativlosigkeit in diesem Kapitalmarktumfeld. Die Bewertungen sind historisch zwar nicht mehr günstig, aber noch günstig genug, um ein nachhaltiges Investment zu rechtfertigen. Relativ gesehen sind dabei europäische und japanische Aktien aufgrund der aktuellen Geldpolitik in diesen Regionen amerikanischen Aktien vorzuziehen.

Auf der Währungsseite befindet sich der USD meiner Meinung nach in der finalen Phase des Bullenmarktes. Der EUR wird mehr und mehr den Status einer Funding-Währung einnehmen und besonders in Phasen profitieren, wo Risikoaversion vorherrscht. Beim JPY hängt im nächsten Jahr vieles davon ab, ob die BoJ beim QE-Programm nochmal nachlegen muss und/oder sich mit kreativeren Ideen für einen geldpolitischen Stimulus beschäftigen wird. Rohstoffwährungen, wie AUD, CAD oder NOK, sehe ich zwar als weiter schwach an, sie könnten sich aber ab der zweiten Jahreshälfte zusammen mit einer Rohstoffstabilisierung und einseitiger Positionierung deutlich erholen. Emerging Markets Währungen haben bereits stark abgewertet. Den Gesamtmarkt sehe ich aber als weiterhin schwach an, da sich weiterhin mit Überkapazitäten bei gestiegenen Funding-Kosten beschäftigen und noch Adjustierungen bei ihren Bilanzen durchlaufen müssen.

Bei Rohstoffen fällt die Einschätzung schwer, da immer noch hohe Überkapazitäten und Lagerbestände den Markt belasten. Speziell im Ölmarkt wird vieles auf ein Zurückschrauben der Produktion in den USA und der OPEC ankommen. Bei den Metallen sollte Chinas Wachstum nicht deutlich weiter zurückgehen, da dies die Nachfrage in diesem Marktsegment weiter belastet. Insgesamt gehe ich aber gegen Jahresende von einer Stabilisierung des Marktes aus. Die Edelmetalle sehen da aus meiner Sicht am attraktivsten aus. Öl unter 30 USD pro Barrel halten wir für eher interessant.

Letzten Endes sind Einschätzungen für ein Jahr immer fehlerbehaftet und die Analyse des letzten Jahres verdeutlicht die Schwierigkeit solcher Prognosen. Viel einfacher gestaltet sich da die Analyse der Risikofaktoren. Diese Risikofaktoren, welche für weiterhin hohe Volatilität sorgen werden, versuche ich im Folgenden detaillierter zu beleuchten:

▪ **Europäische Desintegration und Wiederaufflammen der Schuldenkrise**

Die Situation in Europa wird immer besorgniserregender. Aufgrund der Zunahme der politischen Unzufriedenheit ist mittlerweile ein starker Rechtsruck bei den EU-Mitgliedsstaaten zu beobachten. Mögliche zivile Unruhen sind zu erwarten, nicht nur wegen terroristischer Anschläge, wie in Paris, sondern auch wegen der Konzeptlosigkeit und des EU-weit unsolidarischen Umgangs mit der Flüchtlingskrise. Die Flüchtlingskrise gilt im Übrigen als eine der wichtigsten Ursachen für das Erstarken von europaskeptischen und rechtspopulistischen Parteien und Bewegungen. In Deutschland

sind da Pegida und AfD zu nennen, in Frankreich der Front National, in Großbritannien die Ukip und in Polen die PiS. Allen ist gemein, dass sie Angst vor Fremdem schüren und ans Nationalbewusstsein appellieren. Alle bekommen aber auch deshalb enormen Zulauf, weil sich die etablierten Parteien nicht mehr um die tatsächlichen Belange der Bevölkerung kümmern. Gerade in der Flüchtlingsdebatte wird deutlich, dass die Regierenden kein Konzept haben und auch nicht wirklich auf die damit verbundenen Ängste der Bevölkerung eingehen. Viele Länder hinterfragen aktuell die Vorteile einer Mitgliedschaft in der EU. Eine Vielzahl osteuropäischer Länder weigern sich z.B. weitere Souveränitätsrechte nach Brüssel abzugeben (siehe Ungarn oder Polen); ebenso wie die Briten, die in 2016 über die EU-Mitgliedschaft abstimmen werden („Brexit“-Debatte). Die Diskussionen über die Zukunft der EU und die europäische Tendenz zur Desintegration wird für Unsicherheit sorgen, was negativ für das Risikoumfeld sein dürfte. Diese Unsicherheit dürfte durch die Politikwechsel in Portugal, Spanien und Griechenland weiter verstärkt werden, speziell wenn bereits eingeleitete Reformen wieder zurückgenommen und/oder bestehende Vereinbarungen neu verhandelt werden. Ein Wiederaufflammen der europäischen Schuldenkrise ist, wenngleich unwahrscheinlicher, eine nicht zu unterschätzende Risikokomponente für 2016.

▪ **Zunahme geopolitischer Risiken**

Neben der Sorge um den Weg der EU muss sich der Markt auch weiter mit zunehmenden geopolitischen Risiken beschäftigen. An der Spitze rangiert das Risiko vor einer weiteren Intensivierung des syrischen Bürgerkriegs, ausgelöst durch zunehmende Unterstützungsleistungen an die kriegführenden Parteien sowie die militärische Intervention von äußeren Mächten, wie etwa von Russland oder der Türkei. Auch in Libyen, wohin sich offenbar in den vergangenen Wochen zahlreiche Führungskader des Islamischen Staates (IS) abgesetzt haben, droht angesichts der zunehmenden politischen Fragmentierung neue Gewalt und die Intervention anderer arabischer Staaten. Auch zwischen dem schiitisch dominierten Iran und dem sunnitisch geprägten Staat Saudi-Arabien scheint sich ein ernst zu nehmender Konflikt zu entwickeln. All diese Konflikte sind in erster Linie religiöser Natur, können sich aber gekoppelt mit terroristischen Attacken auf die Wirtschaft auswirken und zu einem scharfen Vertrauensverlust des Konsumenten führen. Im schlimmsten Fall müssten die Notenbanken, ähnlich wie am 11.09.2001 mit unterstützenden Maßnahmen zur Stabilisierung der Märkte beitragen. Gold und sog. „Safe-Haven“ Assetklassen, wie Staatsanleihen, sollten bei diesem Extremereignis übergewichtet werden.

▪ **Keine Rohstoffstabilisierung**

In der Dezember-Kolumne 2015 habe ich aus Gründen der immer noch bestehenden Überkapazitäten und der hohen Lagerbestände auf die Gefahr eines weiteren Abverkaufs der Rohstoffmärkte hingewiesen. Das Überangebot im Ölmarkt dürfte im Jahresverlauf 2016 aber deutlich zurückgehen, allein schon aufgrund der Tatsache, dass bei einem Ölpreis von aktuell ca. 35 USD pro Barrel viele Ölprojekte, speziell der Abbau von Schiefer- und Sandölen, zunehmend unrentabler werden. Nichtsdestotrotz befinden wir uns in einem Rohstoffkrieg. Solange die Saudis die Produktion nicht deutlich zurückfahren und Länder wie der Iran eher bestrebt sind, sich nach Aufhebung der Sanktionen Marktanteile zurückzuerobern, ist ein weiterer Preisverfall durchaus denkbar. Bei weiter niedrigen Ölpreisen in Verbindung mit Zinserhöhungen seitens der Fed dürfte die Refinanzierung für US-Schieferölproduzenten überaus problematisch werden, so dass die Ausfallraten speziell bei hochverzinslichen U.S. Unternehmensanleihen allen voran aus dem Energiesektor steigen sollten. Dies wiederum könnte die Investmentaktivitäten der USA deutlich abbremsen, was zu einem sinkenden Wachstum in den USA und in der Konsequenz auch weltweit führt. Diese Tatsache würde den Konsens des moderaten Wachstumspfades enorm belasten und damit auch die weltweiten Risikoanlageklassen, allen voran die Aktienmärkte. Darüber hinaus sollten dann Deflationsängste wieder zunehmen und die von den Notenbanken lang ersehnte Hoffnung einer nachhaltig ansteigenden Inflation würde pulverisiert. Renditen sollten in diesem Umfeld in Erwartung weiterer expansiver Maßnahmen eher

fallen und die Fed müsste weitere Zinserhöhungen verschieben, eventuell sogar wieder über expansive Maßnahmen nachdenken.

- **Emerging Markets Krise spitzt sich durch Chinas „Hard Landing“ weiter zu**

Weiter fallende Rohstoffpreise würden eine Stabilisierung der rohstoffexportierenden Schwellenländer verhindern und im Ergebnis die Wachstumssorgen der Emerging Markets Region im Speziellen und der Weltwirtschaft im Allgemeinen intensivieren. In diesem Zusammenhang ist eine starke Abschwächung der chinesischen Wirtschaft das größte Risiko für eine Vielzahl der Schwellenländer. Eine weiter anziehende Kapitalflucht als Konsequenz einer sich stärker abkühlenden chinesischen Wirtschaft würde zur Stabilisierung der Währung die weitere Auflösung von Devisenreserven nach sich ziehen. Als Folge dieser Wachstumsschwäche sollten die Rohstoffpreise weiter deutlich nachgeben; speziell bei Industriemetallen, wo China nicht nur Marktführer ist, sondern mittlerweile bei vielen Metallen für gut die Hälfte der weltweiten Nachfrage verantwortlich zeichnet. Auch in entwickelten Ländern mit engen Handelsbeziehungen zu China dürften die Bremsspuren nicht zu übersehen sein, z.B. Australien oder Neuseeland, aber auch Deutschland.

- **Starke Abverkäufe („Flash Crashes“) und weiteres Aufbrechen üblicher Korrelationen**

Die Kombination aus hoher Regulierung und schmalen Handelsbüchern sorgt für einen zunehmenden Rückgang der Marktliquidität. In Zeiten, wo Liquidität dringend benötigt wird, sind die Banken aufgrund schrumpfender Bankbilanzen keine Liquiditätsgeber mehr. Dies ist eine Folge der Überregulierung der Finanzmärkte seit der Finanzkrise 2008. Darüber hinaus ist schon seit einiger Zeit eine zunehmende Tendenz vom menschlichen zum automatisierten Handel zu beobachten, so dass der Einfluss spezieller, teilweise hochfrequenter Handelssysteme in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat. Diese Situation fördert nicht nur starke Abverkäufe, wie wir sie im Oktober 2014 („Flash Crash“ U.S. Staatsanleihen) und im August 2015 („Flash Crash“ Aktienmärkte) gesehen haben, sondern haben auch einen negativen Einfluss auf die einstigen Marktstrukturen. Ursprünglich hatten Händler einen Anreiz, extreme Marktbewegungen zu glätten, schon alleine um profitable Kundenbeziehungen zu stärken. Deshalb hatten Händler oft bessere Informationen zu Positionierungen und Orderströmen, was wiederum die Liquidität erhöhte. Als Folge automatisierter Handelswege und gestiegener Kosten umfangreicher Handelsbücher sind die Reaktionen auf extreme Marktbewegungen mittlerweile anders. Sie können kaum noch Liquidität zur Verfügung stellen und haben auch viel weniger Informationen über Positionierungen und Orderströme, was das Risiko als Liquiditätsgeber deutlich erhöht. Diese Tatsache führt unweigerlich zu höheren Geld-/Briefspannen und ultimativ auch zu einer höheren Volatilität über alle Assetklassen hinweg. Darüber hinaus müssen Phasen, in denen über einen längeren Zeitraum sämtliche Assetklassen abverkaufen und/oder Korrelationen längerfristig aufbrechen, zunehmend akzeptiert werden. Bonds stellen im aktuellen Umfeld aufgrund des geringen Renditepuffers (zehnjährige Bundesanleihen rentieren z.B. bei nur 0,5%) kein Sicherungsinstrument gegen einen Abverkauf am Aktienmarkt mehr dar!

- **Geldpolitikparalyse und/oder Fehler bei der restriktiveren U.S. Geldpolitik**

Geldpolitikern bleiben immer weniger Optionen zur Stimulierung des Wachstums und dem Schüren von steigenden Inflationserwartungen. Eine Vielzahl von konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen wurden in der Vergangenheit bereits getestet. Die BoJ z.B. war der Vorreiter bei einer kreativen Geldpolitik, dessen Expansionsabsichten auch mit fiskalpolitische Maßnahmen verbunden wurden („Abenomics“). Nichtsdestotrotz hat es die BoJ nach fast drei Jahren immer noch nicht geschafft, die Inflation in Japan nachhaltig nah an die Zielmarke von 2% zu bringen. In einer Zeit, wo es für die BoJ immer schwieriger wird, Verkäufer von japanischen Staatsanleihen zu finden, werden unkonventionelle Maßnahmen in der jetzigen Form zunehmend infrage gestellt. Selbigem Problem muss sich die EZB vielleicht irgendwann stellen. Wenn klar ist, dass

die Geldpolitik als ausgereizt angesehen wird, entweder weil sie nicht kann oder es nicht will, noch kreativere, neue Methoden einzusetzen (z.B. das theoretische Konzept „Helicopter Money“), könnte eine Art Geldpolitikparalyse bei den Marktteilnehmern einsetzen. Dies dürfte zu erhöhter Unsicherheit und zunehmenden Wachstumssorgen führen, was wiederum negativ für risikobehaftete Wertpapiere wäre.

Eines der wesentlichen Risiken liegt jedoch nach wie vor bei der Fed. Der Markt preist aktuell einen graduellen Zinserhöhungszyklus unter der Prämisse eines moderat ausgeprägten Wachstums ein, wobei jede Anpassung der Leitzinsentwicklung nach oben eine negative Interpretation nach sich ziehen dürfte. Allerdings könnte eben auch eine zu moderate Erhöhung dazu führen, dass der Fed Konjunkturpessimismus unterstellt wird und die Märkte daraufhin folglich höhere Risikoprämien fordern. Vor diesem Hintergrund denke ich, dass in 2016 die Volatilität an den Märkten um jedes Fed-Meeting stark ansteigen wird. Für eine geordnet positive Entwicklung an den Risikomärkten wird dabei von ganz entscheidender Bedeutung sein, welchen Zinserhöhungspfad die Fed einschlägt, wie dieser kommuniziert wird und ob dieser zu den Fundamentaldaten passt.

Fazit:

2015 war ein schwieriges Jahr. Viele Assetklassen haben eine negative Performance bei erhöhter Volatilität ausgewiesen. Aufgrund gestiegener Risiken, einseitiger Positionierung und einer veränderten Marktmikrostruktur wird die Volatilität auch in 2016 weiter hoch bleiben bzw. ansteigen. Erratische Bewegungen und „Flash-Crashes“ bleiben weiter auf der Agenda. Korrelationen werden aufgrund des niedrigen Renditeniveaus längerfristig von historisch etablierten Niveaus abweichen. Bis auf Aktien werden aus meiner Sicht wenige Assetklassen eine absolut positive Performance aufweisen. Von daher steckt viel von 2015 in 2016! Ein selektives Vorgehen und eine dynamische, aktive Steuerung des Portfolios ist somit essentiell.

Allen Lesern wünsche ich im Namen von SKALIS FUNDS ein erfolgreiches und gesundes neues Jahr 2016. Mögen die Märkte Ihnen allen in 2016 gewogen sein!

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.