



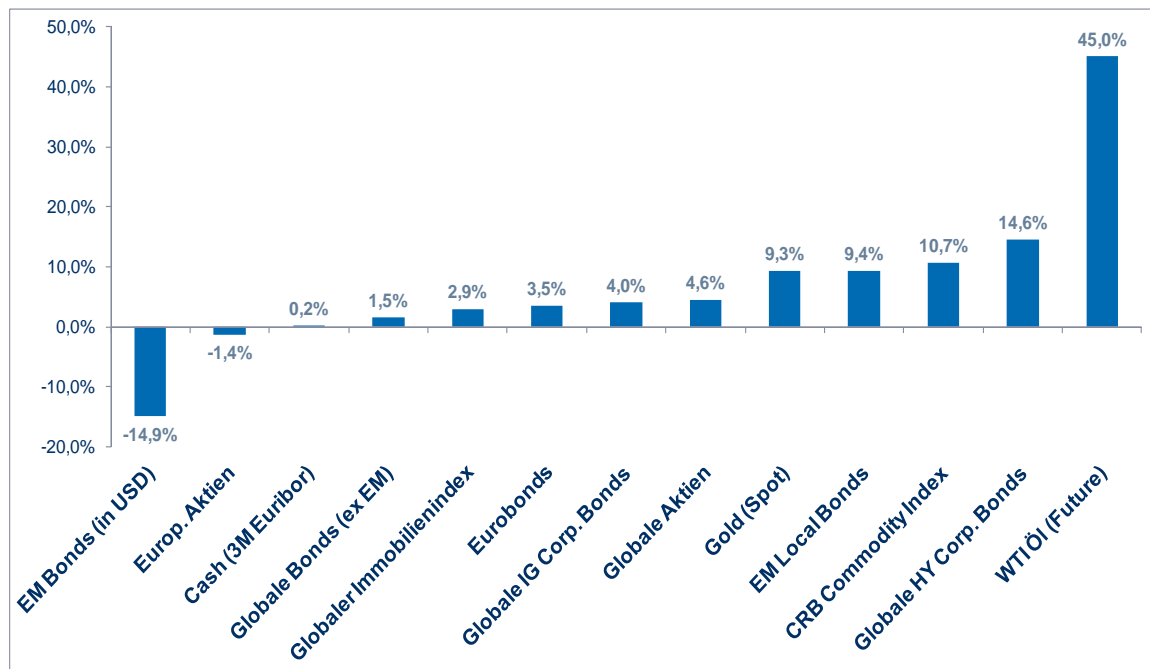
#25 2016 geht zu Ende, Gott sei Dank!
Doch was sind die Lehren daraus und was erwartet uns in 2017?

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

Mit 2016 hat erstmals ein schlechtes Jahr für SKALIS FUNDS geendet und es ist Zeit, sich über das alte Jahr Gedanken zu machen und seine Lehren aus den Unwägbarkeiten der politisch geprägten Märkte sowie den veränderten Marktstrukturen zu ziehen. Es ist aber auch die Zeit gekommen, sich für 2017 zu positionieren und Ideen zu entwickeln, wie man mit den neuen Herausforderungen umgehen möchte. Bevor ich Ihnen in der heutigen Ausgabe meine Ideen zu potentiellen Entwicklungen in 2017 mitteile, lassen Sie uns zunächst damit beginnen, das durchaus diffizile und v.a. in der zweiten Jahreshälfte durch politische Events geprägte Jahr 2016 Revue passieren zu lassen. Schauen wir zuallererst auf die nackten Zahlen (siehe Diagramm 1).

Diagramm 1: Performance ausgewählter Assetklassen in 2016



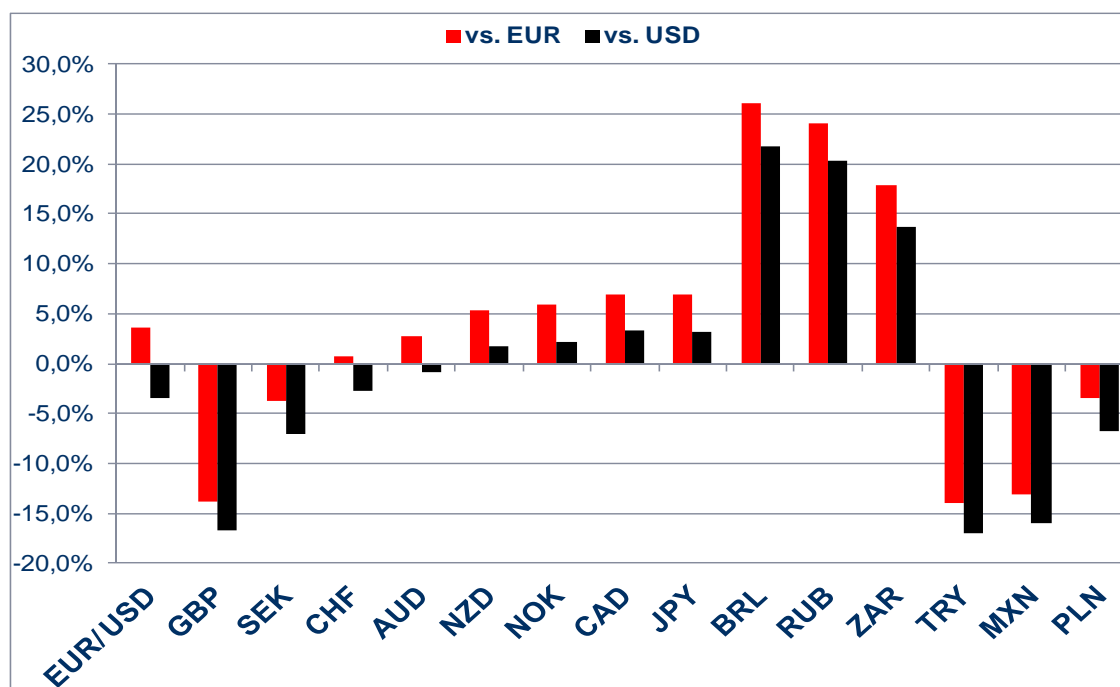
Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2016

Die beste Anlageklasse waren in 2016 die Rohstoffe. Allen voran natürlich der Energiesektor (beispielhaft sei hier das WTI-Öl genannt, das in 2016 einen unbereinigten

Kursanstieg von 45% verzeichnen konnte), der in 2015 besonders stark gelitten hatte. Auch Edelmetalle (u.a. Gold) konnten zweistellig zulegen. Von diesem Anstieg haben v.a. rohstofflastige Schwellenländer profitiert, die bei lokalen Anleihen starke Zuwächse aufweisen konnten. Sehr gut abgeschnitten haben in 2016 ebenfalls globale Unternehmensanleihen, besonders hochverzinsliche Anleihen mit knapp 15%. Auch Immobilien, europäische und globale Rentenpapiere sowie globale Aktien konnten, wenn auch geringe, positive Performancebeiträge generieren. Lediglich bei europäischen Aktien und besonders bei Emerging Markets Bonds (in Hartwährung USD) mussten die Anleger Verluste hinnehmen. Letzteres allerdings hauptsächlich aufgrund des durch den Trump-Wahlsieg ausgelösten Zinsanstiegs amerikanischer Staatsanleihen im letzten Quartal.

Die im zweiten Quartal 2016 begonnene Rohstoffrally beeinflusste auch die Währungsmärkte im letzten Jahr (siehe Diagramm 2). Am besten performten rohstoffexportierende Länder mit großen lokalen Zinsvorteilen gegenüber den G10-Ländern, wie Brasilien, Russland und Südafrika. Positive Renditen konnten auch rohstoffsensitive Länder innerhalb des G10-Währungsraums, wie Australien, Neuseeland, Norwegen oder Kanada, aufweisen. Negativ aufgefallen sind v.a. Länder, wo politische Events ökonomische Entwicklungen dominierten, wie z.B. der Brexit das britische Pfund (GBP), der Trump-Wahlsieg den mexikanischen Peso (MXN) und die eingeleitete Erdogan-Diktatur die türkische Lira (TRY). Alle drei Währungen haben in 2016 gegen den USD mehr als 15% verloren. Letzterer konnte den EUR in der Folge der Präsidentschaftswahl und der zweiten Leitzinsanhebung der US-Notenbank Fed im Dezember 2016 um ca. 4% outperformen.

Diagramm 2: Performance ausgewählter Währungen vs. EUR & USD in 2016

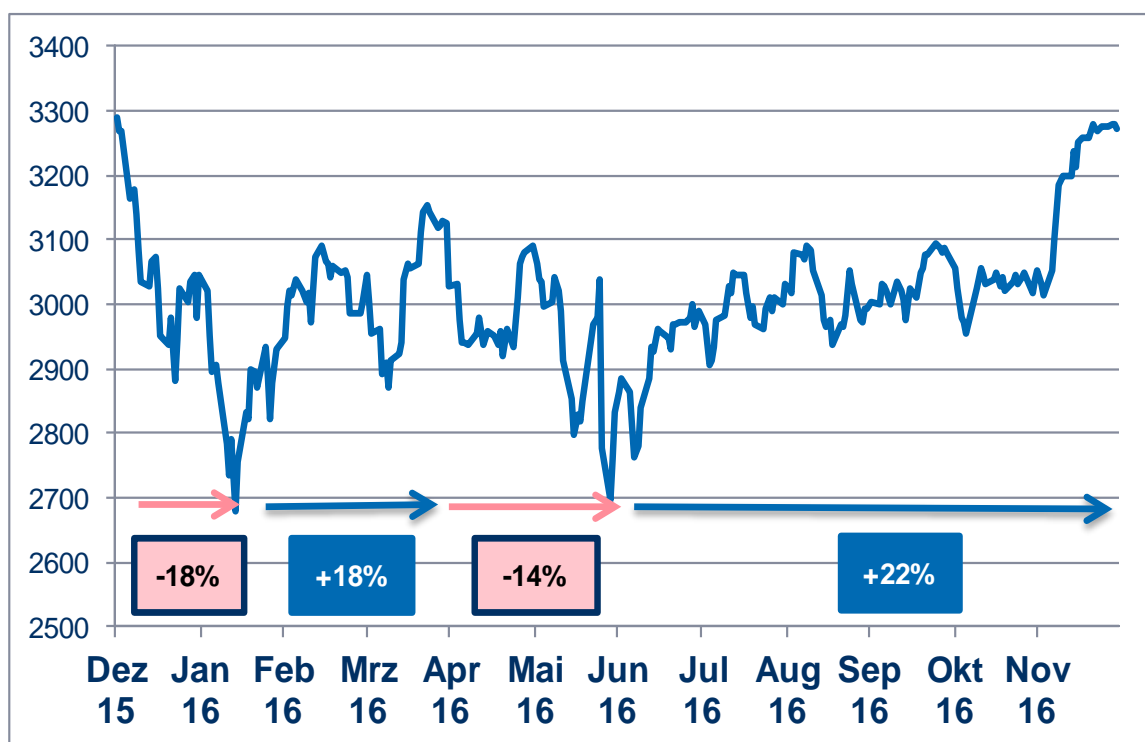


Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2015

Rückblickend auf 2016 dürfen wir nicht vergessen, dass der Jahresanfang für risikobehaftete Wertpapiere der schlechteste Jahresstart seit Jahrzehnten war. Hauptgrund für den sich auch auf andere Risikoklassen übertragene Preisverfall waren chinesische

Überkapazitäten, der Angebotsüberhang am Ölmarkt und die Angst vor einem Abrutschen der amerikanischen Volkswirtschaft in eine Rezession. Zu letzterem führte auch die erste Leitzinsanhebung der Fed im Dezember 2015, die nicht wenige Marktteilnehmer als Fehlentscheidung interpretierten. Auch wenn diese Sorgen übertrieben erschienen, sorgten sie bei vielen Zentralbanken auf der Welt (inklusive der EZB) für zusätzliche Stimuli-Pakete, so dass die Falken unter den Zentralbankern zu Tauben wurden. Diese Umkehr sorgte für eine nachhaltige Wende an den Risikomärkten. Gestört wurde die Erholung allerdings durch den Ausstieg der Briten aus der EU („Brexit“). Zunehmend wurden die Rufe nach einer expansiveren Fiskalpolitik im Allgemeinen und dem Helikoptergeld im Besonderen lauter, damit die weltweite Ökonomie endlich wieder zu besseren Wachstumswerten zurückkehren könne. Erst mit der Trump-Wahl vollzog sich, trotz aller politischen Unwägbarkeiten, ein dynamischerer Anstieg der Risikomärkte. Augenscheinlich glauben die Marktteilnehmer nun an einen Regimewechsel, der die Märkte dauerhafter beflügeln könnte. Auch wenn die Fantasie einer sehr expansiven Fiskalpolitik (u.a. Steuersenkungen, Infrastrukturprogramm) in den Vereinigten Staaten mittlerweile extrem hoch ist, hat es die amerikanischen Wachstumsprognosen wieder beflügelt.

Diagramm 3: Verlauf des europäischen Leitaktienindex Eurostoxx 50 in 2016

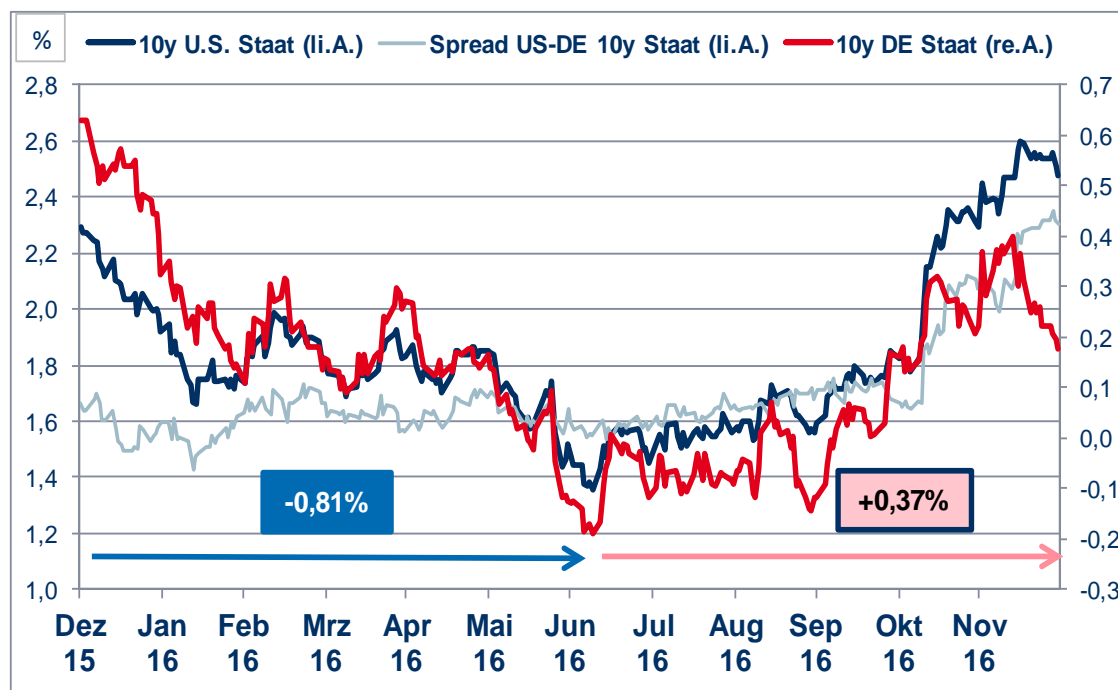


Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2016

Am Beispiel des Eurostoxx 50 sieht man, wie schwierig das letzte Jahr es vielen Investoren gemacht hat (siehe Diagramm 3). Die Ängste der ersten Monate verursachten einen Kursverlust von 18% bis auf unter 2.700 Punkten. In der Erwartung und der Folge der drastischen Ausweitung des EZB-Kaufprogramms im März hat der europäische Leitindex die Kursverluste des Jahresanfangs bis April wieder wettgemacht. Bis zum negativen Ausgang des britischen Referendums Ende Juni verlor der Eurostoxx dann wieder 14% und markierte fast schon wieder neue Jahrestiefststände. Seit Ende Juni stieg der Markt wieder deutlich an, tendierte daraufhin aber seit August in einer breit angelegten Seitwärtsrange,

die erst nach dem Trump-Wahlsieg im November nachhaltig aufgelöst wurde. Nichtsdestotrotz schloss der europäische Leitindex das Jahr 2016 leicht im Minus ab. Summa summarum hatten wir es also mit einem Jahr zu tun, dass Raum für viele Chancen, aber auch viele Fehler bereithielt. Dazu später mehr!

Diagramm 4: Entwicklung deutscher und amerikanischer Staatsanleihen in 2016



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.12.2016

Auf der Rentenseite sorgte der schwache Jahresstart bei den Risikomärkten für ein Kursfeuerwerk bei europäischen und amerikanischen Staatsanleihen (siehe Diagramm 4). Anders als bei den Aktienmärkten sorgten die taubenhaften Töne und Handlungen der Notenbanker lediglich für eine Stabilisierung der Renditetalfahrt. Diese ging erst nach dem Brexit zuende, dessen ökonomische Folgen vom Kapitalmarkt, aber auch von der britischen Notenbank BoE, zunächst als zu hoch eingeschätzt wurden. Die Renditen fielen in der ersten Jahreshälfte bei zehnjährigen Bundesanleihen um ca. 80 Basispunkte von einem bereits sehr niedrigen Niveau zum Jahresanfang von ca. 0,6% auf minus 0,2%. Auch zehnjährige amerikanische Rentenpapiere fielen im gleichen Zeitraum um ca. 0,8%. In der zweiten Jahreshälfte konnten sich die Renditen wieder ein wenig erholen, allerdings sorgten die politischen Unsicherheiten nicht für eine nachhaltige Erholung und es ergab sich ein breiter Seitwärtsmarkt, speziell in Europa. Erst nach dem Trump-Wahlsieg wurde der Renditeanstieg nachhaltiger. Im Besonderen jedoch als Folge der Finanzierungssorgen für das massive Staatsausgabenprogramm bei amerikanischen Staatsanleihen, was dazu führte, dass die Renditedifferenz zehnjähriger Anleihen zwischen Europa und den USA auf 230 Basispunkte zum Jahresende 2016 anstieg.

Nach dem Betrachten der nackten Zahlen sollten nun aus den Gegebenheiten in 2016 die richtigen Schlüsse für 2017 gezogen werden. Doch welche sind das?

Für Absolute-Return Strategien bei Multi-Asset Fonds war 2016 ein extrem schweres Jahr. Nicht nur, weil viele Benchmark-Produkte mit passiven Strategien bei unveränderten

Aktienmärkten und weiter fallenden Bondrenditen kaum Fehler machen konnten, sondern auch weil viele Anlageformen untypische Verhaltensmuster aufwiesen. Speziell momentumgeprägte Ansätze, wie der von SKALIS FUNDS, hatten in 2016 ernsthafte Probleme. Hätte mir jemand zu Beginn des Jahres gesagt, dass die Briten die EU verlassen, die Eurozone euro-skeptischer denn je würden (u.a. Italien, Frankreich) und Trump die Präsidentschaftswahl in den USA gewinnt, hätte ich nicht im Traum daran gedacht, dass risikobehaftete Assets im Allgemeinen und die Aktienmärkte im Besonderen seit Jahresanfang kaum verändert schließen würden. Wer hätte es zudem bei Bundesanleihen für möglich gehalten, dass zehnjährige Renditen von zum Jahresstart schon sehr niedrigen 0,6% auf zwischenzeitlich -0,2% fallen? Viele der Marktbewegungen in diesem Jahr waren erratisch und dadurch bestimmt, dass das Vertrauen in die Zentralbanken stets gewährleistet war. Eine Tatsache, die ich in meinen Überlegungen unterschätzt habe. Für mich überwogen die Sorgen (und sie sind immer noch nicht verflogen), dass die Zentralbanken nicht mehr als Stabilitätsanker fungieren, sondern durch die begrenzten ökonomischen Möglichkeiten zum Risikofaktor werden könnten. Diese Fehleinschätzung führte in 2016 dazu, dass die wenig kreative „Buy-on-Dips“-Strategie augenscheinlich der Risikomanagement-Strategie eines aktiv gesteuerten Absolute-Return Fonds überlegen war.

Nichtsdestotrotz wird sich 2017 in vielerlei Hinsicht von 2016 unterscheiden. Der Einfluss der Zentralbanken wird geringer werden, so dass sich traditionelle, weniger politikbeeinflusste Marktmuster in den Vordergrund spielen sollten. Zudem hat der massive Eingriff der Zentralbanken seit 2009 Investoren lange Zeit üppige Renditen und eine niedrige Volatilität beschert. Diese Zeiten scheinen angesichts divergierender Zinspolitiken dies- und jenseits des Atlantiks nun vorüber. Während die EZB wegen des Zulaufs europakritischer Parteien, der durch Deutschland vorangetriebenen Austeritätspolitik und stark unterschiedlicher Konjunkturdynamiken voraussichtlich noch lange Zeit an dem bestehenden, lockeren geldpolitischen Kurs festhalten dürfte, müssen sich Investoren in Amerika im Zuge des durch den Trump-Erfolg ausgelösten fiskalpolitischen Expansionskurs eher auf steigende Zinsen und steigende Inflationszahlen einstellen. Das Rendite-Risiko-Profil der etablierten Rentenmärkte ist, abgesehen vielleicht von den USA, unattraktiv. Die Ertragsaussichten bleiben dort sehr begrenzt. Künftig wird es für Mischfonds kaum möglich sein, mit herkömmlichen, benchmarkorientierten Aktien-Renten-Strategien die hervorragenden Performanceergebnisse der Vergangenheit zu wiederholen. Speziell wenn man bedenkt, dass der Aktienmarkt sich seit 2009 verdreifacht hat und bei Renten die Renditen konstant (in Europa sogar deutlich ins Negative) gefallen sind. Absolute-Return-Strategien bieten vor diesem Hintergrund, im Gegensatz zu Benchmark-Fonds, aus meiner Sicht in 2017 die beste Lösung. Anleger, die heute ihre Aktienrisiken diversifizieren wollen, müssen mehr tun, als sich an historischen Korrelationen zu orientieren. Ganz im Gegenteil, aufgrund des niedrigen Renditeniveaus und gestiegener Cross-Asset Korrelationen dürfte die einzige Diversifizierung in aktivem Management gekoppelt mit gutem Markt-Timing liegen.

Kommen wir nun zu konkreten Ideen für das Jahr 2017. 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:

- Zukünftig wird die Fiskalpolitik den weiteren Kurs der Volkswirtschaften bestimmen
- In Europa bleibt der stabile Wachstumspfad-Zyklus auf niedrigem Niveau bestehen, in den USA wird das Wachstum stärker anziehen
- Der Renditeanstieg bei U.S. Staatsanleihen sollte sich fortsetzen, wobei die Dynamik des Zinsanstiegs davon abhängt, wie und in welchem Ausmaß Trump die geplanten Maßnahmen umsetzen wird und inwieweit die Finanzierung des Konjunkturprogramms von der Fed mitgetragen wird
- Europäische Rententitel werden sich dem nicht entziehen können, aber die Zinsen sollten deutlich moderater steigen als jenseits des Atlantiks
- Die Non-Core Länder dürften sich bei zunehmender Euroskepsis gegenüber den Core-Ländern trotz des EZB-Kaufprogramms weiter schwächer entwickeln
- Die europäische Inflation sollte wegen sich stabilisierender Rohstoffmärkte und anziehender Wachstumserwartungen in den USA steigen, wenn auch auf moderaten Niveaus
- Die Volatilität wird in 2017 weiter zulegen, da die Risiken bei einem schrumpfenden Kreis von Marktteilnehmern stark konzentriert sind und die Überregulierung eine Glättung von Marktbewegungen verhindert

Generell ist ein selektives Vorgehen in den einzelnen Assetklassen aus meiner Sicht in 2017 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 unter Carry-Gesichtspunkten interessant, 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. Noch unattraktiver sind Länder, bei denen zukünftig Wahlen anstehen (u.a. Frankreich und Italien). Emerging Market Bonds sind nach einer Bereinigung auf Portfolioebene mit Abstrichen empfehlenswert, jedoch würde ich ausgesuchte Hartwährungsanleihen explizit bevorzugen. Es sollten solche Schwellenländer sein, die im Reformprozess weiter vorangeschritten sind und fundamental eher weniger vom Renditeanstieg amerikanischer Staatsanleihen betroffen sind. Dazu zählen meines Erachtens Indien und Indonesien, aber auch ausgesuchte Länder in Osteuropa, wie z.B. Rumänien. Besonders negativ muss man fundamental weiter auf die Türkei sein.

Aktien sind in 2017 neben ausgewählten Spreadprodukten eine der wenigen Assetklassen mit deutlich positivem Renditepotential. Das liegt zum einen an der vergleichsweise hohen Dividendenrendite und zum anderen am immer noch vorhandenen Inflationsschutz (abhängig vom Index). Die Bewertungen sind historisch zwar nicht mehr günstig, aber noch günstig genug, um ein nachhaltiges Investment zu rechtfertigen. Nichtsdestotrotz ist eine anfängliche Aktienkorrektur im Zuge der Trump-Euphorie nicht auszuschließen. Ein wenig Sorge bereitet mir die Tatsache, dass 2017 kaum Analysten mit fallenden Aktienmärkten rechnen. Zudem werden anders als in 2016 (Ölpreisverfall, Chinas Wirtschaft, negative Zinspolitik, Bankenproblematik, Brexit, US-Präsidentschaftswahl, sekuläre Stagnation, Italien-Referendum) wenig bis keine Gründe gefunden, warum Aktien fallen können.

Auf der Währungsseite befindet sich der USD meiner Meinung nach in der finalen Phase des Bullenmarktes. Der EUR dürfte mit den bevorstehenden Wahlen und dem generell angestiegenen EU-Verdross vor einem sehr schwierigen Jahr stehen. Beim JPY hängt im nächsten Jahr vieles davon ab, ob die BoJ den geänderten geldpolitischen Kurs endlich in anziehende Inflations- und Wachstumswahlen ummünzen kann. Rohstoffwährungen, wie AUD, NZD, CAD oder NOK, sehe ich eher als unterstützt an. Emerging Markets-Währungen sind nur selektiv ein gutes Investment, allerdings hängt vieles auch vom Timing ab.

Bei Rohstoffen wird die Erholung sicherlich weitergehen, allerdings ist die erste Welle von den Tiefstständen im Februar 2016 bereits abgeschlossen. Nach einer Korrektur sollte aber

abhängig von den Maßnahmen in den USA und in China moderat steigenden Märkten nichts im Wege stehen.

Fazit:

2016 war ein für SKALIS FUNDS schwieriges und sehr schlechtes, aber auch ein sehr lehrreiches Jahr. Viele Assetklassen haben eine insgesamt positive Performance, allerdings bei erhöhter Volatilität, ausgewiesen. Bei geänderten Marktstrukturen (u.a. Momentum-Crash) hat diese Volatilität für Absolute-Return Strategien mit expliziten Risikomanagementansätzen zu erheblichen Schwierigkeiten geführt, da belastete Risikobudgets nach extremen Kursverlusten nur langsam bei moderater werdenden Positionierungen aufgefüllt werden konnten. Auch wenn in der Summe die Notenbanken die Kapitalmärkte in 2016 bestimmt haben, wird deren Einfluss in 2017 deutlich geringer werden. Zunehmend in den Fokus geraten fiskalpolitische Maßnahmen, so dass traditionelle Marktmuster wieder an Bedeutung gewinnen sollten. Die Risikomärkte dürften im neuen Jahr einen guten Nährboden finden, um sich nachhaltig positiv zu entwickeln, auch wenn zunächst eine Konsolidierung bevorstehen dürfte. Bei defensiveren Assetklassen (u.a. Renten) sehe ich aufgrund von steigenden Inflationserwartungen wenig Performancepotential. Ein selektives Vorgehen und eine dynamische, aktive Steuerung des Portfolios sind essentiell in 2017, welches ein gutes Jahr für Absolute-Return Strategien werden dürfte.

Da ich auch in diesem Jahr wieder mit Ihnen durch die Kapitalmärkte streifen werde, freue ich mich weiterhin über ein regelmäßiges Feedback Ihrerseits. Wir im Allgemeinen und ich im Besonderen arbeiten ständig an Weiterentwicklungen des Newsletters und der Kolumne. Wir stehen Verbesserungsvorschlägen immer offen und dankbar gegenüber. Ich wünsche allen Lesern im Namen von SKALIS FUNDS ein erfolgreiches und gesundes neues Jahr. Mögen die Märkte Ihnen allen in 2017 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.