



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017



Unterschleißheim, den 14. Juni 2017

Liebe Leserinnen und Leser,

auch im Mai ging die Rekordjagd an den Aktienmärkten weiter, wenn auch mit abnehmender Dynamik. Der Euro-freundliche Ausgang der Präsidentschaftswahl in Frankreich reduzierte vorerst das politische Risiko in Europa, Neuwahlen in Italien könnten aber wieder für neue Unruhe sorgen. Wird „Sell in May and go away“ nun die richtige Strategie sein und wie hoch sind die Aktienmärkte bereits bewertet? Mit diesem Thema wird sich unsere Kolumne genauer befassen.

In gewohnter Weise möchten wir Sie an unserem Resümee des vergangenen Monats als auch an unseren Einschätzungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung an den Kapitalmärkten teilhaben lassen.

Viel Spaß beim Lesen wünscht das Team von SKALIS FUNDS

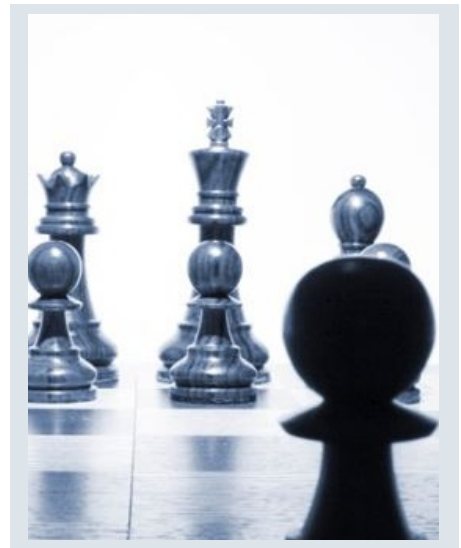
MARKTKOMMENTAR

Makrodaten und Notenbankpolitik wieder im Fokus

Der Sieg von Macron bei den französischen Präsidentschaftswahlen sorgte für eine Entspannung an der politischen Front und rückte das positive Konjunkturbild sowie die Notenbankerwartung wieder stärker in den Vordergrund. Die Risikomärkte und der Euro konnten von dieser Entwicklung profitieren. Auch im Mai erreichte der deutsche Aktienindex DAX ein neues Allzeithoch, die Risikoprämien am Euro-Rentenmarkt reduzierten sich wieder. Unsicherheiten um Trump, das Risiko von vorgezogenen Neuwahlen in Italien und schwache Rohstoffmärkte sorgten jedoch in der zweiten Mai-Hälfte für eine leichte Konsolidierung an den Aktienmärkten. Die Berichtssaison war solide, lag aber insgesamt nicht groß über den Erwartungen. Im Berichtszeitraum wies der DAX eine positive Wertentwicklung von ca. 1,4% aus, während der EuroStoxx 50 letztendlich nahezu unverändert schloss. US-Aktien (gemessen am S&P 500) notierten ca. 1,2% höher als im Vormonat.

Nachdem die politischen Themen etwas in den Hintergrund traten, richtete sich der Fokus wieder stärker auf Konjunktur-/Inflationsdaten und die Zentralbankpolitik. Die amerikanische Notenbank (FED) war in ihren Aussagen weniger restriktiv als erwartet. Für Juni wird weiterhin eine Zinsanhebung erwartet, aber der mittelfristig erwartete Leitzinspfad blieb eher moderat. Deutlich unsicherer gestaltet sich die Erwartung bezüglich der immer noch sehr expansiven EZB-Politik. Die positive Konjunktorentwicklung, ansteigende

AKTUELLES





SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017

Inflation und die technischen Grenzen des QE-Programmes sprechen für einen langsamen Ausstieg, aber die unterschiedliche Situation der Euro-Länder (insbesondere die noch notwendige Unterstützung Italiens) sowie Fragezeichen um eine nachhaltig höhere Kerninflation lassen die EZB noch zögern.

Am Zinsmarkt blieb die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen trotz volatilen Verlaufs nahezu unverändert bei ca. 0,3%. Die Risikoaufschläge innerhalb der Eurozone-Staatsanleihen haben sich mit dem positiven Ausgang der Frankreich-Wahlen weiter reduziert. Relativ schwächer entwickelt sich jedoch Italien, was neben der durchwachsenen fundamentalen/strukturellen Situation vor allem auf das im Mai wieder gestiegene politische Risiko (mögliche Neuwahlen im Herbst 2017) zurückzuführen war. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen fiel aufgrund der weniger restriktiven FED-Aussagen im gleichen Zeitraum um ca. 0,08%. Covered Bonds und Unternehmensanleihen blieben im Mai weiterhin gut unterstützt, vor allem reduzierten sich die Renditeaufschläge im High Yield-Sektor. Schwellenländeranleihen entwickelten sich hingegen leicht negativ, da fallende Rohstoffpreise und eine erneut aufflammende Regierungskrise in Brasilien belasteten. Gestützt durch positive Saisonalität wiesen inflationsgebundene Anleihen eine relativ stabile Performance zu Nominalanleihen auf.

Der Euro konnte sich im Berichtsmonat aufgrund abnehmender politischer Risiken und weiterhin guter Fundamentaldaten gegen viele andere Währungen besser entwickeln. Relativ zum US-Dollar legte die Gemeinschaftswährung deutlich um ca. 3,1% zu. Währungen mit einem Rohstoffbezug, wie AUD, CAD und NOK, notierten wie schon in den Vormonaten deutlich schwächer zum Euro.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

Gedämpfte Wertentwicklung im Mai

Die SKALIS Fonds verzeichneten auch im Mai eine positive Wertentwicklung und profitierten insbesondere vom freundlichen Marktumfeld bei risikobehafteten Wertpapieren. Nachdem die Fonds in der ersten Monatshälfte noch deutlich zulegten, führte vor allem die Aktienmarktkonsolidierung zu einer Korrektur der letztendlich immer noch positiven Monatsentwicklung. Die Aktienquote wurde im Zuge dessen taktisch reduziert. Das Fondsmanagement behält zwar mittelfristig seine Meinung bei, dass der Aktienmarkt durch abklingende politische Risiken und fundamentale Makro- und Unternehmensdaten unterstützt bleiben sollte, aber auf diesen erhöhten Niveaus die Möglichkeit eines Abbaus des überkauften Zustands wahrscheinlicher wird.

Auf der Rentenseite wurde die Portfolioduration in Erwartung weiterer Zinsanstiege kurz gehalten, was sich aber mit den fallenden Bund-Renditen im Mai eher negativ auswirkte. Einen positiven Wertbeitrag erzielten vor allem die Beimischung von Peripherie- und Unternehmensanleihen.

Auf der Währungsseite blieben USD-Positionen vs. EUR weiterhin abgesichert. Rohstoffe und rohstoffgebundene Währungen sollten trotz deutlicher Korrekturen nur eine Konsolidierung des positiven Trends durchlaufen. Demzufolge wird die Beimischung in AUD- und EM-Anlagen beibehalten. Aufgrund der global guten Konjunkturlage wurde EM (in lokaler Währung) zu Lasten von NOK aufgestockt.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 31.05.2017

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
2,91 %	3,64 %	5,17 %	3,99 %	6,89 %	4,15 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION FLEX IN 2017

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	+0,09 %	+1,06 %	+1,45 %	+0,78 %	+0,22 %							
I-Tranche	+0,16 %	+1,13 %	+1,51 %	+0,85 %	+0,28 %							
S-Tranche	+0,19 %	+1,15 %	+1,54 %	+0,89 %	+0,31 %							

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE per 31.05.2017

R-Tranche		I-Tranche	
ISIN: DE000A12BPG3		ISIN: DE000A12BPH1	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
-3,04 %	1,69 %	-2,00 %	1,91 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE IN 2017

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	-0,19 %	+0,57 %	+0,73 %	+0,42 %	+0,16 %							
I-Tranche	-0,15 %	+0,62 %	+0,77 %	+0,47 %	+0,19 %							



Thema: Wie lange trägt die Aktienmarkthausse noch?

Dr. Jens Bies
SKALIS FUNDS

Guten Tag!

Viele Aktienindizes haben bereits neue Jahreshochs erklommen. Die Euphorie wächst an den Märkten und die Stimmungsbarometer zeigen trotz vieler geopolitischer Probleme Sorglosigkeit und Optimismus. Angesichts dieser Tatsache stellen sich die Investoren die Frage, wie lange die Hausse am Aktienmarkt noch trägt? Um mich dieser herausfordernden Fragestellung zu nähern, möchte ich in dieser Kolumne untersuchen, wie hoch die Bewertungen im historischen Vergleich tatsächlich sind. Dazu werde ich mich angesichts der Vorläuferfunktion und Bedeutung für die weltweiten Aktienmärkte sowie der Tatsache, dass bereits seit geraumer Zeit neue Allzeithochs erreicht wurden, verstärkt auf den amerikanischen Aktienmarkt konzentrieren. Zur Konkretisierung der gefundenen Ergebnisse werden im Verlauf der weiteren Analyse der Aktienmarktzyklus, einzelne Marktsegmente und marktspezifische Auffälligkeiten herangezogen. Doch beginnen wir zunächst mit dem Status quo. Wie stark war die Rally an den Aktienmärkten eigentlich?

Anhand der weltweiten MSCI-Indizes kann man erkennen, dass sowohl seit dem letzten Zwischentief Mitte Februar 2016 als auch in diesem Jahr die weltweiten Aktienmärkte erhebliche Performances verzeichnen konnten (siehe Tabelle 1). Seit dem 15.02.2016 legte der globale Aktienindex MSCI Welt knapp 29% in lokaler Währung zu. Auch andere, exportorientierte Regionen, wie die Schwellenländer, die Eurozone oder das Vereinigte Königreich konnten ähnliche Performances erzielen. Bester Regionalmarkt mit knapp 32% war jedoch die USA, die im wirtschaftlichen Zyklus unter den großen Volkswirtschaften am weitesten vorangeschritten ist. Auch in diesem Jahr konnten viele Aktienindizes in lokaler Währung mit fast

zweistelligen Zuwächsen glänzen (u.a. die Eurozone und die USA). Mit Abstand bester Aktienmarkt war in diesem Jahr der MSCI EM-Index, der die breite Marktentwicklung der größten Schwellenländer abdeckt, mit einer Performance von 13,2%.

Tabelle 1: MSCI¹ Aktienmarkt-Performances seit Jahresanfang und seit dem Zwischentief 15.02.2016 in lokaler und USD-Währung

MSCI Indizes	Seit Jahresanfang		Seit 15.02.2016		Allzeithoch
	lokal	in USD	lokal	in USD	
MSCI Welt	8,3%	10,4%	28,8%	28,7%	ja
MSCI Eurozone	9,3%	17,7%	28,4%	29,7%	nein
MSCI U.S.	9,2%	9,2%	31,4%	31,4%	ja
MSCI Japan	5,2%	11,0%	22,7%	27,3%	nein
MSCI U.K.	5,6%	10,2%	29,0%	15,1%	ja
MSCI EM	13,2%	17,8%	30,8%	39,7%	nein

Quelle: Bloomberg, Stand: 02.06.2017 (Tagesdaten).

Ein wenig zurück blieben dagegen als ebenfalls große Volkswirtschaften U.K. und Japan mit gut 5% Wertzuwachs. Aufgrund der flächendeckenden USD-Abwertung gegen fast alle verfügbaren Währungen (u.a. gut 5% in 2017 vs. EUR) fiel die Performance für USD-Investoren auf ungesicherter Basis noch signifikant höher aus. Darüber hinaus haben viele der regionalen MSCI-Indizes bereits neue Allzeithöchststände verzeichnet, u.a. der MSCI Welt, der MSCI U.S. und der MSCI U.K.. Der MSCI Eurozone und der MSCI EM sind dagegen ebenso wie der MSCI

¹ MSCI Inc. ist ein in New York ansässiger U.S.-amerikanischer Finanzdienstleister, der eine Vielzahl von internationalen Indizes erstellt. Diese werden nach unterschiedlichen Kriterien zusammengesetzt, zum Beispiel nach dem Entwicklungsstand eines Landes, nach Regionen und Ländern oder nach der Marktkapitalisierung, und gelten für viele Investoren und Investmentfonds als Vergleichsmaßstab (Benchmark) für die Entwicklung eines Portfolios.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017

Japan noch weit weg von ihren Höchstständen. Diese Zahlen lassen viele Investoren aufhorchen, doch war die Aktienmarkthausse in den letzten gut 15 Monaten gerechtfertigt oder ist das Ganze nur auf dünnem Eis gebaut?

Konstatieren muss man zunächst, dass hinter der Aktienmarkthausse durchaus berechtigte Gründe stecken. Zum einen zeigen sich die Unternehmensergebnisse im historischen Vergleich und relativ zu den Erwartungen stark verbessert und stetig steigend, zum anderen hat sich die realwirtschaftliche Situation der weltweiten Volkswirtschaften seit Februar 2016 stark verbessert. Nicht umsonst sind die globalen Einkaufsmanagerindizes und Sentiment-Indikatoren auf deutlich expansiven, teilweise rekordverdächtigen Niveaus. Zudem sorgt die weitgehende Vollbeschäftigung in Staaten wie Deutschland und den USA für tendenziell steigende Löhne, wodurch der Konsum wieder angeheizt wird. Durch die niedrigen Zinsen steigt die Kreditvergabe bei Banken - wenn auch in Europa noch sehr zögerlich - an und durch die hohe Nachfrage bei gleichzeitig niedrigen Zinskosten herrscht in der Bundesrepublik ein regelrechter Bauboom, welcher sich aufgrund der Zuwanderung und des fehlenden Wohnraums weiter fortsetzen dürfte. Viele Branchen profitieren von der anziehenden Weltkonjunktur. Auch wenn einige Sentiment-Daten zwischenzeitlich immer wieder Euphorie signalisierten, hält sich die Sorglosigkeit bei den Marktteilnehmern in Grenzen. Dies liegt nicht nur an den geringen Aktienquoten, die viele Institutionelle immer noch haben, sondern auch an der Tatsache, dass eine Vielzahl von professionellen Investoren (v.a. in Europa) den Großteil der Rally verpasst hat und auf Rücksetzer wartet, um ihre Aktienquoten auf das gewünschte Maß zu bringen. Das belegen Marktstrukturdaten, die die Kapitalströme und Positionierung der Investoren messen. Für mich scheint das kein guter Nährboden für ein unmittelbares Ende der Hausse zu sein.

Einer der Haupttreiber, die die Aktienkurse voraussichtlich weiter anschieben werden, sind die aus meiner Sicht unter Chance-/Risikogesichtspunkten zumeist noch viel teureren Anlagealternativen im Immobilien- und Anleihenmarkt. So sind die Quadratmeterpreise in zentralen Lagen in Großstädten in den letzten Jahren so stark angestiegen, dass es nahezu utopisch ist, bei einer Fremdvermietung eine nur annähernd attraktive Rendite zu erzielen. Deutsche Bundesanleihen sind aufgrund des EZB-Rückkaufprogramms sogar noch überteuert als

Immobilien. Bei einer zehnjährigen Laufzeit liefern sie nominal gerade einmal eine Rendite von ca. 0,25% ab, was abzüglich deutscher Inflation, einer real negativen Rendite von -1,15% entspricht. So stehen die Anzeichen zumindest nicht schlecht, dass mittelfristig die Kurse weiter anziehen. Doch steigen wir zu einer qualitativ hochwertigeren Analyse nun tiefer in die Bewertung ein.

Grundsätzlich lässt sich am Zählerstand eines Index nicht ablesen, ob ein Aktienmarkt aktuell hoch oder niedrig bewertet ist. Hinweise auf die Bewertung liefert nur das Verhältnis von Aktienpreisen zu anderen Größen. Bei dieser relativen Berechnungsweise existieren neben komplexen Bewertungsmodellen, die an dieser Stelle zu weit führen würden, auch einfache Kennzahlen, die Hinweise auf die Bewertung geben. Die am meisten beachtete Kennzahl ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Es setzt den Kurs einer Aktie ins Verhältnis zum Jahresgewinn pro Aktie des jeweiligen Unternehmens. Generell ist der Gewinn einer Unternehmung für Investoren die zentrale Größe. Es gilt: Je höher die Erträge, desto wertvoller das Unternehmen. Das KGV zeigt somit an, inwieweit sich die Ertragskraft im Aktienkurs niederschlägt. Es ist das Vielfache des Gewinns, das Investoren für eine Aktie bezahlen müssen. Hohe KGV's sprechen tendenziell dafür, dass eine Aktie teuer ist, niedrige KGV's geben Hinweise für eine günstige Bewertung. Das KGV wird nicht nur für einzelne Aktien, sondern auch für Aktienindizes, wie den deutschen Leitindex DAX 30 oder den vielbeachteten amerikanischen Index S&P 500, kalkuliert. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, das KGV zu berechnen. Es lässt sich auf Basis des vergangenen oder des künftigen Gewinns kalkulieren. Wird der zurückliegende Gewinn verwendet, zeigt das KGV an, wie eine Aktie unter der Fortschreibung der vergangenen Ertragssituation bewertet ist. Ein Investor möchte aber in der Regel wissen, ob der gegenwärtige Preis für die zukünftige Entwicklung angemessen ist. Dafür muss eine Gewinnschätzung von Analysten herangezogen werden. Hierbei ist jedoch das Problem, dass Analysten oftmals zu optimistisch hinsichtlich ihrer Gewinnprognosen sind, so dass geschätzte KGV's niedriger sind als KGV's auf Basis des letzten Jahresgewinns. Um zukünftige, eher zu optimistische Analysen auszuschließen und vergangene Gewinne auch über einen längeren Zyklus zu bewerten, kann man sich des Shiller-KGV's bedienen. Diese Kennzahl mittelt die Erträge der jeweils zurückliegenden zehn Jahre, weshalb viele langfristig orientierte Investoren diese Kennzahl nutzen. Ob eine Aktie nun teuer



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017

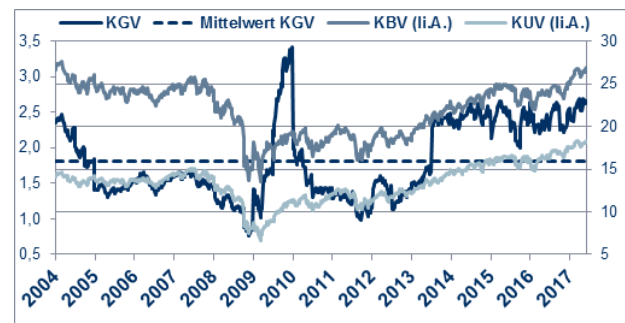
oder günstig ist, kann man aus der isoliert betrachteten Kennzahl noch nicht ableiten. Historische KGV's können jedoch dabei helfen, in Erfahrung zu bringen, ob ein Aktienindex in der Vergangenheit schon mal teurer oder günstiger bewertet war. Bei der Bewertung auf Einzelaktienbasis kann man auch die KGV's von verschiedenen Unternehmen einer Branche vergleichen oder man setzt es ins Verhältnis zum KGV der Branche bzw. des Gesamtmarktes. Außerdem sollte man sich eine Meinung darüber bilden, wie stark die Unternehmensgewinne künftig wachsen werden und wie stabil diese Gewinne sind.

Weitere Kennzahlen sind das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) und Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV). Das KBV berechnet sich, indem man den Aktienkurs durch den Eigenkapitalbuchwert pro Aktie dividiert. Unternehmen mit einer hohen Eigenkapitalrendite sind tendenziell in der Lage, ihr zukünftiges Eigenkapital signifikant zu steigern, weshalb Investoren auch bereit sein dürften, höhere KBV's zu akzeptieren. Die letztere Kennzahl KUV kann bei Unternehmen mit zyklisch schwankender Umsatzrendite ein geeigneteres Bewertungskriterium sein als z.B. das KGV. Es misst den Wert eines Unternehmens im Verhältnis zum Umsatz. Speziell bei jungen Unternehmen, die sich noch in der Wachstumsphase befinden und keinen Gewinn machen, ist eine Betrachtung des KUV sinnvoll. Bei etablierten Unternehmen, die die Aufbau- und Wachstumsphase bereits hinter sich haben, gilt ein KUV unter eins als sehr günstig.

Im nachfolgenden Diagramm 1 sind die Bewertungskennzahlen KGV, KBV und KUV des europäischen Aktienindex MSCI Eurozone seit 2004 abgetragen. Mir ist durchaus bewusst, dass besonders die Tech-Blase in 2000 im historischen Vergleich interessant gewesen wäre, allerdings sind die Daten aus Bloomberg derart verzerrt, dass sie aus meiner Sicht nicht als Vergleich herangezogen werden können und das statistische Mittel des KGV massiv nach oben verzerren. Das aktuelle KGV von 23 ist gemessen am statistischen Mittel von 16 als eher teuer anzusehen. Seit Mitte 2013 ist jedoch zu beobachten, dass die Kurse nur insoweit angestiegen sind, wie das Gewinnwachstum das auch rechtfertigt, so dass sich die KGV's eher in einer breit angelegten Seitwärtsphase befanden. Die Tendenz ist aber zuletzt steigend und nach der Finanzkrise auf neuen Höchstständen. Ein wenig anders stellt es sich beim KBV und beim KUV dar. Beide Kennzahlen sind in dieser

Betrachtungsperiode auf neuen Allzeithochs. Diese Kennzahlen lassen insgesamt auf einen teuren, aber noch nicht überbewerteten Markt schließen.

Diagramm 1: Vergleich von Bewertungskennzahlen des MSCI Eurozone Index seit 2004



Quelle: Bloomberg, Stand: 02.06.2017 (Wochendaten).

Eine weitere Kennzahl, die von vielen Langfristinvestoren herangezogen wird, ist aus meiner Sicht allerdings besorgniserregend. Das Shiller-KGV zeigt nämlich an, dass sich seit Anfang 2016 Niveauunterschiede beim Shiller-KGV und der Aktienindexentwicklung zeigen.

Diagramm 2: Shiller-KGV² des MSCI Eurozone vs. MSCI Eurozone



Quelle: Bloomberg, Stand: 02.06.2017 (Wochendaten).

Diese haben sich seit der Präsidentschaftswahl Trumps nur noch verstärkt, so dass es irgendwann eine Anpassung geben dürfte, damit beide Komponenten sich wieder annähern. Diese

² Üblicherweise beinhaltet das Shiller-KGV eine Glättung über die letzten zehn Jahre. In dieser Analyse wurde allerdings wegen der Datenverfügbarkeit ein Fünfjahreszeitraum gewählt.



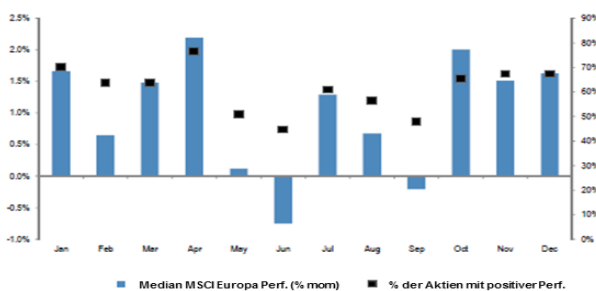
SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017

Anpassung kann entweder durch niedrigere Gewinne bei gleichzeitig konstanten/höheren Aktienkursen geschehen und/oder durch niedrigere Aktienkurse bei konstanten/höheren Gewinnen. Da die Gewinnerwartungen beim MSCI Eurozone bereits relativ hoch sind, scheint eine Kurskorrektur im Zuge einer möglichen Niveaueinpassung zumindest sehr wahrscheinlich.

Neben den Kennzahlen, die sicherlich keine zuverlässigen Signale liefern, wann Investoren in den Aktienmarkt ein- und wieder aussteigen sollen, müssen weitere Faktoren berücksichtigt werden, um eine Bewertung vornehmen zu können. Für eine Korrektur von den jetzigen Niveaus sprechen auch andere Faktoren abseits der Bewertungskennzahlen, wie die Saisonalität. Der Juni ist erfahrungsgemäß eher ein Monat, indem mit negativen Aktienmarktrenditen zu rechnen ist (siehe Diagramm 3). Seit 1970 sind die Aktienindizes des MSCI Europa im Juni um knapp 1% gefallen und weniger als 50% der Aktien des Index konnten eine positive Performance aufweisen. Die alte Börsenweisheit „Sell in May and go away“ könnte sich rein saisonal auch dieses Mal wieder bewahrheiten.

Diagramm 3: MSCI Europa Saisonalität seit 1970



Quelle: JP Morgan Chartbook (2017): Juni, S. 20; Stand: 05.06.2017.

Da der MSCI Eurozone über die letzten fünf Jahre mit durchschnittlich 1,26 ein relativ hohes Beta³ zum MSCI Welt hatte, macht es an dieser Stelle auch vor dem Hintergrund der Datenverfügbarkeit Sinn, sich mit dem amerikanischen Aktienmarkt auseinanderzusetzen, der ein Beta von 1,01 zum

³ Der Beta-Faktor gibt die Beziehung zwischen der Kursentwicklung einer Aktie (oder eines Index) und einem (anderen) Index an und zeigt die Sensitivität des Aktienkurses auf die Veränderung des Indexstands. Ein Beta-Faktor größer (kleiner) Eins bedeutet, dass die Aktie stärker (weniger stark) schwankt als der Gesamtmarkt.

MSCI Welt aufweist. Er spiegelt somit die Marktbewegung des MSCI Welt und damit die Marktbewegung der weltweiten Aktienmärkte deutlich besser wieder. Die amerikanischen Aktienmärkte erklimmen seit geraumer Zeit einen Höchststand nach dem nächsten. Während der deutsche und europäische Aktienmarkt von Februar 2011 bis September 2011 und von April 2015 bis Februar 2016 einen kompletten Bärenmarkt (Kurskorrektur von mehr als 20%) durchliefen, ist der letzte Bärenmarkt beim S&P 500 Index bereits mehr als acht Jahre her (siehe Tabelle 2).

Tabelle 2: Anzahl der Tage vor dem Auslösen von 5%, 10% und 20% Korrekturen beim S&P 500 Aktienindex

# Tage vor Korrektur von...	...5%	...10%	...20%
im Bullenmarkt	84	331	1105
im Bärenmarkt	31	91	486
Alle Perioden	50	167	635
Aktuelle Periode ("Bull")	223	317	2062

Quelle: Ned Davis Research (2017): Wall of Worry, S. 11; Stand: 18.05.2017.

Durchschnittlich dauerten die Bullenmärkte seit 1928 1100 Tage, die aktuelle Aktienhausse dauert bereits fast doppelt so lang an. Selbst eine fünfprozentige Korrektur fand seit 223 Handelstagen im S&P 500 Index nicht mehr statt. Rein statistisch ist das dreimal so lang wie der Durchschnitt bei Bullenmärkten. Gerade letztere Tatsache nährt die Befürchtung, dass eine Kurskorrektur speziell in den USA überfällig ist.

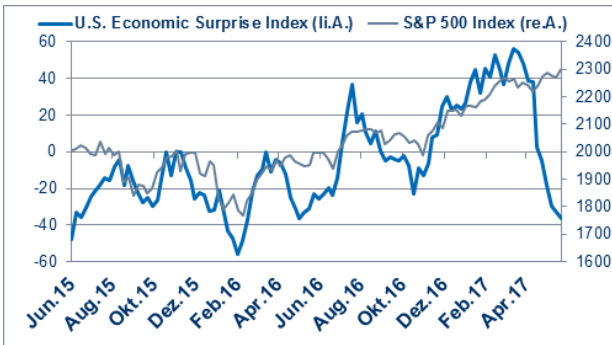
Auch die bis März 2017 guten volkswirtschaftlichen Daten, die deutlich besser als die Erwartungen der Analysten waren, wurden in den letzten Monaten konstant unter den Erwartungen der Analysten veröffentlicht (siehe Diagramm 4). Das ist im Allgemeinen nicht besorgniserregend im Hinblick auf eine mittelfristigere Kurskorrektur, aber auffällig ist die Entkopplung zwischen der historisch signifikanten Korrelation zwischen dem U.S. Economic Surprise Index und dem S&P 500 Index. Seit März dieses Jahres erklimmt der Aktienmarkt weiter neue Höchststände, ohne dass die volkswirtschaftlichen Daten aus den USA dieses Bild rechtfertigen würden.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017

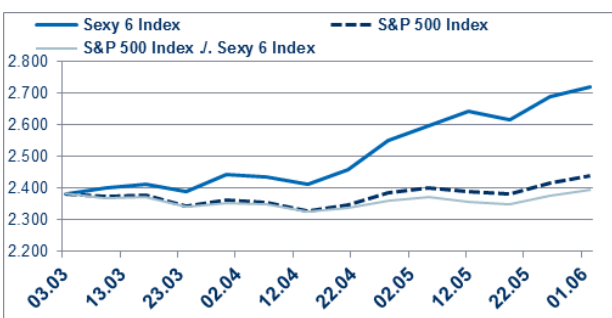
Diagramm 4: S&P 500 Index vs. U.S. Economic Surprise Index seit Mitte 2015



Quelle: Bloomberg, Stand: 02.06.2017 (Wochendaten).

Es gibt sicher Gründe dafür, dass dieser Zustand temporär existiert, allerdings kann er auf Dauer nicht anhalten. Irgendwann sollten sich die volkswirtschaftlichen Daten in den Vereinigten Staaten wieder verbessern und/oder andere Faktoren werden schneller schlagend als erwartet, wie z.B. die von Trump geplante Unternehmenssteuerreform, die die Gewinnaussichten der Großunternehmen weiter verbessern würde. Andernfalls wäre die Marktentwicklung nicht gerechtfertigt.

Diagramm 5: Vergleich S&P 500 Index und Sexy 6 Sub-Index seit März 2017



Quelle: Bloomberg, Stand: 02.06.2017 (Wochendaten).

Ein weiterer interessanter Fakt im Zuge der Bewertung des S&P 500 Aktienindex ist mir aufgefallen. Seit März dieses Jahres, wo auch die makroökonomischen Daten in den USA mehr oder weniger allesamt hinter ihren Erwartungen zurückblieben, haben nur wenige Aktien den S&P 500 zu neuen Höchstständen verholten. Diese Aktien waren hauptsächlich IT- und/oder

Technologieunternehmen, die sog. Sexy Six-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix, Google, Microsoft und Apple). Diese habe ich in einem marktkapitalisierten Index zusammengefasst, um die Performance dieser Aktien seit März 2017 zu quantifizieren. Bis Anfang Juni konnten allein diese sechs Titel eine im Index Sexy Six abgebildete Performance von gut 14% erreichen. Da diese sechs Titel im S&P 500 Index mit gut 13% gewichtet sind, haben sie dem Index zu einer Performance von knapp 2,5% verholfen. Ohne diese sechs Aktien hätte der S&P 500 Aktienindex eine kaum veränderte Performance hingelegt. Die fehlende Marktbreite bei der letzten Aufwärtsbewegung spricht somit ebenfalls für eine überfällige Kurskorrektur. Von daher gilt es in nächster Zeit besonders den Nasdaq 100 Aktienindex zu beobachten, bei dem allen voran Technologieaktien enthalten sind. Diese haben zuletzt enorm stark zugelegt und sind vom technischen Bild besonders überkauft.

In der nachfolgenden Tabelle 3 erkennt man ebenfalls das kurzfristig leicht eingetrübte Bild für amerikanische Unternehmen, allen voran gegenüber den europäischen Nachbarn. Die Tabelle versucht das aktuelle Umfeld für Unternehmensergebnisse für die USA und Europa in Form von Indikatoren abzubilden. Dabei sind sowohl volkswirtschaftliche als auch aktien- und zinsspezifische Indikatoren herangezogen worden.

Tabelle 3: Einschätzung Umfeld für Unternehmensergebnisse in der EU und U.S.

Umfeld Unternehmensergebnisse U.S.	Signal	Umfeld Unternehmensergebnisse EU	Signal
U.S. Industrieproduktion	POSITIV	EU Industrieproduktion	POSITIV
ISM wirtschaftsgew. Composite Index	NEGATIV	IFO Eurozone Business-Klima	POSITIV
S&P 500 Earnings Surprise Index	POSITIV	EU Economic Surprise Index	POSITIV
U.S. Economic Surprise Index	NEGATIV	STOXX 600 Ergebnis pro Aktie	POSITIV
S&P 500 Ergebnis pro Aktie	POSITIV	EU Arbeitslosenrate	POSITIV
U.S. Arbeitslosenrate	POSITIV	EU Crossover 10Y Renditedifferenz	POSITIV
U.S. Crossover 10Y Renditedifferenz	NEGATIV	Inflation Surprise Index	POSITIV
Inflation Surprise Index	NEGATIV	10Y / 3M Renditedifferenz	NEGATIV
10Y / 3M Renditedifferenz	NEGATIV		

Quelle: Bloomberg; Stand: 31.05.2017 (U.S.) und 30.04.2017 (EU).

Mittlerweile haben in den zurückliegenden Monaten einige Indikatoren von positiv auf negativ gedreht. Daraus ergibt sich logischerweise noch kein Rezessionsrisiko, aus dem sich nachhaltig rückläufige Unternehmensergebnisse folgern ließen. Nichtsdestotrotz sollte sich die Datenlage bald wieder verbessern, um weitere Kursanstiege zu rechtfertigen. Ganz anders stellt sich das Umfeld für Unternehmensergebnisse in Europa



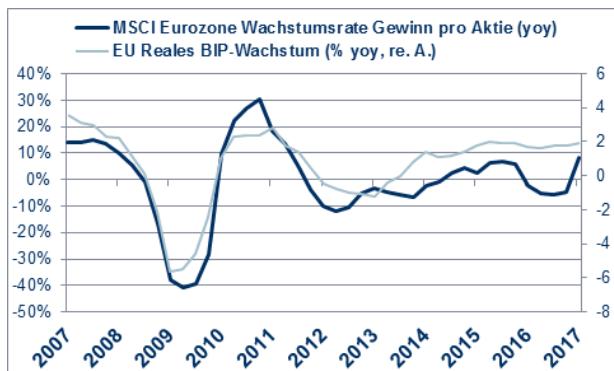
SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017

dar. Da fast alle Indikatoren zu einer positiven Einschätzung für EU-Unternehmen kommen, stellt sich das fundamentale Bild aktuell in Europa besser dar, als in den USA.

Diese relativ bessere Einschätzung lässt sich auch an weiteren Faktoren festmachen. Zum einen ist die Eurozone im Wirtschaftszyklus nicht so weit voran geschritten wie die USA und hat auch wegen der höheren, noch zu füllenden Produktionslücke mehr Aufholpotential, zum anderen ist das politische Risiko mit dem proeuropäischen Ausgang der Wahlen in den Niederlanden und Frankreich sowie der gesunkenen politischen Unterstützung für antieuropäische Parteien vor den Wahlen in Italien und Deutschland deutlich zurück gegangen. Deshalb steigt das Interesse an Kapitalzuflüssen in die Eurozone seit einiger Zeit deutlich an. Mittelfristig und im Vergleich zum letzten Zyklushoch ist die Gewinnbasis in der Eurozone immer noch zu niedrig. Die Gewinne pro Aktie sind im MSCI Eurozone auf den Ständen von 2006 und damit 10% unter dem letzten Zyklushoch in 2007. Vergleichsweise hoch ist dagegen die Gewinnbasis in den Vereinigten Staaten, wo die Gewinne pro Aktie im S&P 500 Aktienindex mittlerweile ca. 30% über dem letzten Zyklushoch von 2007 liegen. Im nachfolgenden Diagramm 6 erkennt man die hohe Korrelation zwischen der Wachstumsrate Gewinn pro Aktie des MSCI Eurozone und dem realen BIP-Wachstum der EU seit 2007.

Diagramm 6: MSCI Eurozone Wachstumsrate Gewinn pro Aktie und reales BIP-Wachstum der EU seit 2007

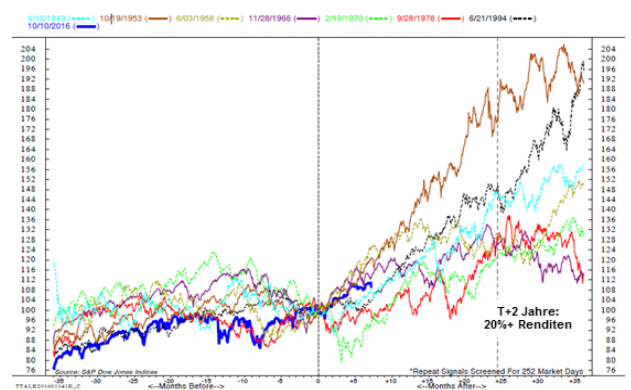


Quelle: Bloomberg, Stand: 02.06.2017 (Quartalsdaten).

Der positive Wachstumsausblick und die zuletzt stark ansteigenden Gewinnwachstumsraten der Unternehmen verstärken das mittelfristig konstruktive Bild für europäische Aktien.

Mittelfristig muss der gesamte Aktienmarkt trotz einer speziell in den USA naheliegenden Korrektur jedoch neben den bereits dargestellten Faktoren „bessere reale Wirtschaftsdaten“, „Alternativlosigkeit der Aktie“ und „niedrige Investitionsquoten am Aktienmarkt“ als weiter positiv beurteilt werden. Auch nachfolgendes Diagramm 7 kommt zu diesem Ergebnis. Es stellt die Performance des S&P 500 Index nach bullischen Ausbrüchen aus Konsolidierungsphasen, wie wir sie von 2014 bis 2016 erlebt haben, seit 1928 dar. In diesem Zeitraum gab es sieben Phasen, die sich ähnlich wie 2014-2016 dargestellt haben. In allen Phasen konnte der S&P 500 Index nach zwei Jahren eine deutlich positive Performance erzielen, im Durchschnitt sogar von 20%. Der letzte bullische Ausbruch aus der breit angelegten Seitwärtsphase war am 10.10.2016. Ein dreiviertel Jahr später hat der amerikanische Aktienmarkt bereits 14% zugelegt. Daran sieht man auch, dass bereits viel passiert ist. Es ist jedoch wahrscheinlich, dass nach einer kurzfristig notwendigen Kurskorrektur weiteres Aufwärtspotential vorhanden ist.

Diagramm 7: Performance des S&P 500 Index nach bullischen Ausbrüchen aus Konsolidierungsphasen (wie 2014-2016) seit 1928



Quelle: Ned Davis Research (2017): Wall of Worry, S. 15; Stand: 18.05.2017.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017

Fazit:

Kurzfristig steigen die Chancen auf eine Korrektur von den erhöhten Bewertungsniveaus, speziell in den USA. Dafür sprechen v.a. das Auseinanderlaufen der seit März dieses Jahres schlechter als erwarteten wirtschaftlichen Datenveröffentlichungen und der weiterhin ungebremst positiven Kursentwicklung, die nicht vom Gesamtmarkt getragen wurde, sondern allen voran von IT- und Technologieunternehmen. Zudem ist der Juni saisonal ein schlechter Aktienmonat. Von dieser möglichen Korrektur werden sich aufgrund des relativ hohen Betafaktors auch europäische Aktien voraussichtlich nicht ausschließen können.

Mittelfristig sind die Bewertungen aber nach einer Bereinigung noch nicht sehr kritisch. Sowohl technische Faktoren (Alternativlosigkeit der Aktie sowie niedrige Investitionsquoten am Aktienmarkt) als auch der gute Gewinnausblick, allen voran für europäische Unternehmen, macht speziell Europa interessant für Aktieninvestments.

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.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JUNI 2017



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 27 2017.

Mit freundlichen Grüßen,
Ihr SKALIS TEAM

Wenn Sie keine weiteren SKALIS FUNDS Newsletter erhalten wollen, senden Sie uns bitte eine E-Mail an info@skalisfunds.com, um sich aus dem Newsletter Versand auszutragen.

Name und Sitz der Gesellschaft
SKALIS Asset Management AG
Weihenstephaner Straße 4
D-85716 Unterschleißheim
Geschäftsführung: Dr. Jens Bies, Marc Decker,
Ingmar Przewlocka

Amtsgericht München, HRB 139761, Steuernummer 143/101/63180
[SKALIS FUNDS](#) | [Rechtliche Hinweise](#) | [Datenschutz](#) | [Kontakt](#) | [Impressum](#)

Copyright © 2017 SKALIS Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

DISCLAIMER Die in diesem Dokument wiedergegebenen Informationen wurden von uns sorgfältig zusammengestellt und beruhen zum Teil auf allgemein zugänglichen Quellen und Daten Dritter, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir keine Gewähr übernehmen können. Dieser Newsletter ist eine Werbeunterlage und dient ausschließlich Informations- und Marketingzwecken. Sie stellt weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar noch ist sie Anlageberatung, oder eine Anlageempfehlung. Sie stellt keine Finanzanalyse i.S. des § 34b WpHG dar und genügt deshalb nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Auf Grund der Zusammensetzung und Anlagepolitik des Fonds besteht die Möglichkeit erhöhter Volatilität, d.h. in kurzen Zeiträumen nach oben oder unten stark schwankender Anteilspreise. Anlageentscheidungen sollten nur auf der Grundlage der aktuellen Verkaufsunterlagen (Verkaufprospekt, Wesentliche Anlegerinformationen, Jahres- und Halbjahresberichte) getroffen werden, die auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten. Die Verkaufsunterlagen sind seit dem Auflagedatum bei der Verwahrstelle, der Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem im Internet unter: www.universal-investment.de erhältlich. Es wird keine Gewähr für die Geeignetheit und Angemessenheit der dargestellten Finanzinstrumente sowie für die wirtschaftlichen und steuerlichen Konsequenzen einer Anlage in den dargestellten Finanzinstrumenten und für deren zukünftige Wertentwicklung übernommen. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Bitte beachten Sie, dass Aussagen über zukünftige wirtschaftliche Entwicklungen grundsätzlich auf Annahmen und Einschätzungen basieren, die sich im Zeitablauf als nicht zutreffend erweisen können. Es wird daher dringend geraten, unabhängigen Rat von Anlage- und Steuerberatern einzuholen. Durch die Zurverfügungstellung dieser Informationen wird der Empfänger weder zum Kunden der SKALIS Asset Management AG, noch entstehen der SKALIS Asset Management AG dadurch irgendwelche Verpflichtungen und Verantwortlichkeiten dem Empfänger gegenüber, insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen der SKALIS Asset Management AG und dem Empfänger dieser Informationen zustande. Die in dem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Universal-Investment noch die SKALIS Asset Management AG oder deren Kooperationspartner übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder dessen Inhalt. Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der SKALIS Asset Management AG nicht gestattet.