

Kommentar zum Vermögensmanagement viertes Quartal 2015 / Ausblick 2016

Kernaussagen

- 2016/2017 könnte ein Ende der 7-Jahre-Aktienrally und 31-Jahre-Rentenrally sehen - viele Märkte sind bereits in einem Bärenmarkt
- Aktuelle Korrektur ist eine Übertreibung; ein letztes Overshooting bleibt möglich
- Autopilot steht kurz vor dem Ausfall: Aktives Managen wird wichtiger, um Vermögen zu schützen
- Währungsbewegungen werden zentrale Faktoren sein: speziell der US-Dollar (aber auch der Yuan)
- Höhere Volatilität muss ausgehalten werden

CONREN's M³

«MACRO»

Liquiditätsparameter & Konjunkturzyklus
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Globales Wachstum und Inflation tendieren tiefer ▪ PMI Indizes signalisieren - wie auch der Frühindikator der OECD - ein Abschwächen ▪ USD Stärke hält Inflation in den USA in Schach ▪ Chinas erneute Abwertung (Jan '16) erhöht weltweit die Angst vor «Disinflation» ▪ US Fed: die Fed hat eine Richtungsänderung vorgenommen und den Zins erhöht (+0,25%). Es wird für die Fed schwer sein diesen Weg schon bald wieder zu verlassen, u.a. da es ein Fehlereingeständnis wäre. Das bedeutet, zum ersten Mal seit der Finanzkrise, einen deutlich restriktiven Kurs der Fed und somit keinen Rückenwind für die Märkte. ▪ Die USA können nicht eine Insel der Ruhe bleiben, wenn die Welt ringsum im Chaos versinkt. Wenn andere Zentralbanken gezwungen sind, ihre lockere Geldpolitik beizubehalten, während die Zinsen in den USA erhöht werden, wird der US-Dollar weiter aufwerten und damit letztlich die Erholung in den USA abwürgen. ▪ Der US-Dollar bleibt aus unserer Sicht die Schlüsselvariable auf der Makroseite, da er die Entwicklung der Rohstoffpreise, Schwellenmärkte, Inflation und so auch die Zinsen maßgeblich beeinflusst.

«MICRO» (BEWERTUNG)

«Absolute» Bewertungsparameter	«Relative» Bewertungsparameter
<ul style="list-style-type: none"> ▪ USA: (P/B; CAPE, P/CF, etc.) nach der Korrektur (Jan '16) interessanter. S&P 500 «fair value» wahrscheinlich zwischen 2050 und 2100 ▪ Europa und Japan: ok ▪ EMKs: bessere Bewertungen, aber Gegenwind (USD). Grosse Differenzen zwischen EMK Länder/Regionen ▪ China: PBoC greift umso mehr unterstützend ein, um so härter die Realwirtschaft getroffen wird. Abwertung kann weitergehen. Harte Landung ist nicht unser wahrscheinlichstes Szenario (Kreditprobleme sind interne Strukturprobleme, Wachstum und Abwertung Probleme für die Welt) ▪ Rohstoffe: langfristiger Bärenmarkt noch nicht vorbei ▪ Staatsanleihen E und USA: bleibt ein «Safe Haven» Asset, wenn es Stress an den Märkten gibt ▪ Unternehmensanleihen: Spread Ausweitung noch nicht vorbei 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ «TINA, there is no alternative to equities»: Aktien bleiben attraktiv (EU, Japan und jetzt auch in den USA), aber «beware the crowd» ▪ Gold: findet einen Boden, zyklische Rally ist wieder möglich, aber nur wenn die USD Aufwertung pausiert / zurückgeht. Könnten in Q1 '16 passieren (wie in Q2 + Q3 '15) ▪ Die Zinsstrukturkurve flacht sich wieder ab (Wahrscheinlichkeit eines rezessiven Umfelds hat sich erhöht) ▪ Staatsanleihen E und USA: wenn die Korrektur der Aktienmärkte stoppt, könnten globale Anleihenrenditen steigen ▪ Unternehmensanleihen: die Spread Ausweitung sollte nicht zu weit gehen, da das sonst negativ für Aktienpreise wäre (normalerweise bewegen sich diese beiden in die gleiche Richtung, lange Perioden mit Spread Ausweitungen und steigenden Aktienpreise bzw umgekehrt sind ungewöhnlich)

«MARKET» (MOMENTUM)

Angebot und Nachfrage Verhältnis, Markt Faktoren und «Marktstimmung»
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alles hängt von der Entwicklung des USD (vs. EUR, JPY und EMKs Währungen) ab. Wir erwarten eine neue Pause bei der Aufwertung des USD über die nächsten Wochen/Monate. Das wäre gut für «risky assets». Aber: das Fenster für positive Performance könnte sehr klein sein (wenn der USD Anstieg weitergeht; Überschüssen vs. EUR Richtung Parität oder 0,95 und beim USD Index 105-110) ▪ Aktien: S&P 500 ist in seinem viert längsten und fünf stärksten Bullenmarkt seit 1900. U.a. daher denken wir, dass der Bullenmarkt sich seinem zyklischen Höhepunkt nähert. Im MSCI World-Universum sind 20 von 48 Märkten mit einer Korrektur von -20% oder mehr (DAX -25%) schon in einen Bärenmarkt gerutscht. Auch die Markttiefe schwächt sich ab (in den USA, aber auch in Europa), d.h. weniger und weniger Aktien, Sektoren, etc. stützen den Gesamtmarkt. Steigende Selektivität ist ein klassisches Phänomen eines sich in der Spätphase befindenden Bullenmarktes und trägt zum dessen Ende bei (auch wenn Bewertungen steigen, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit eines „richtigen Bärenmarktes“ später im Jahr). ▪ Volatilität: wird zunehmen, starke Ausschläge werden sich erheblich auf die Assetpreise auswirken.

Allgemeine Marktübersicht

Im 1. Quartal 2015 kam es zu erheblichen Schwankungen an den Devisenmärkten. Ausgelöst wurden sie durch Interventionen der Zentralbanken (deutliche Aufwertung des CHF nach der Aufhebung des EURCHF-Mindestkurses durch die SNB Mitte Januar mit kurzfristig negativen Auswirkungen auf die Aktienkurse). Die Ankündigung eines umfangreichen quantitativen Lockerungsprogramms durch die EZB Ende Januar führte zu einer deutlichen Erholung an den Aktienmärkten, insbesondere in Europa (Anstieg um bis zu 20% innerhalb kurzer Zeit).

Im 2. Quartal erlebten wir eine starke Verkaufswelle an den Märkten für Staatsanleihen (die in Deutschland ihren Anfang nahm) und gegen Ende des Quartals das nicht enden wollende politische Drama in Griechenland, was die Volatilität in allen Anlageklassen steigen ließ. Die Finanzmärkte wurden **im 3. Quartal** in erster Linie durch zwei Ereignisse bestimmt, die von a) China und b) der US-Notenbank ausgingen:

a) Im August drehte sich alles um die Reaktionen der Märkte auf die überraschende Änderung des Wechselkursregimes, die die chinesische Regierung unter dem kurzfristigen Druck der Kapitalmärkte und mit dem Ziel der Aufnahme des Renminbi in den SZR-Korb des IWF vornahm. Offiziell richtet sich der Wechselkurs nun ausschließlich nach den Marktkursen; da es sich jedoch um China handelt, werden inoffiziell bei der Bestimmung des «Marktkurses» aus unserer Sicht staatliche Interventionen weiterhin eine große Rolle spielen.

Das frühere Wechselkursregime begünstigte eine hohe Fremdkapitalaufnahme bei einer Long-Positionierung im Renminbi gegenüber dem US-Dollar und einer Short-Position in der Volatilität. Da die chinesische Regierung das Ausmaß des Schuldenabbaus unterschätzt hatte, den die Abwertung auslösen würde, war sie anschließend gezwungen, einmal mehr massiv am Markt einzugreifen.

b) Überraschend war weniger der Entscheid der US-Notenbank vom 17. September, die Zinsen nicht anzuheben, sondern vielmehr dessen Begründung. Kurz gesagt hat der Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) unserer Meinung nach die Spielregeln geändert gehabt, indem er der Arbeitslosenquote (in den USA) nun plötzlich eine geringere Bedeutung im Rahmen der Zinspolitik beimaß und sich stattdessen stärker nach der tatsächlichen Inflation und internationalen Entwicklungen richtete (sozusagen von einer «Abhängigkeit von Binnenmarktdaten» hin zu einer «Abhängigkeit von internationalen Daten und globalen Marktentwicklungen»). Der von der Fed-Vorsitzenden Frau Yellen geleitete Ausschuss schien zu dem Zeitpunkt eine insgesamt zurückhaltende Haltung einzunehmen. Dadurch stieg die Unsicherheit über den weiteren geldpolitischen Kurs, was kurzfristig betrachtet negativ für risikobehaftete Anlagen wie beispielsweise Aktien war.

Beide Ereignisse trugen im 3. Quartal erheblich zur Unsicherheit an den Märkten bei und wirkten sich überraschend stark auf die europäischen Aktienmärkte aus.

Die wichtigsten Ereignisse **im 4. Quartal** waren a) der starke Gegentrend bei wichtigen Aktienindizes im Oktober (der Kursanstieg nach der Sommerkorrektur war beeindruckend) und im Dezember b) der Entscheid der US-Notenbank, die geldpolitische Wende doch noch einzuleiten (Zinserhöhung um 0,25%), sowie c) die Ausweitung des quantitativen Lockerungsprogramms durch die EZB (Verlängerung bis ins Jahr 2017).

Ausblick

Wie unsere Kunden wissen, haben wir in unseren Quartalsberichten (Q4'14 und 2015) wiederholt darauf hingewiesen, dass sich die Rally an den Aktienmärkten in den USA und weltweit aus unserer Sicht langsam aber sicher ihrem zyklischen Höhepunkt nähert, sich die Marktbreite in den USA verschlechtert und eine Korrektur um bis zu 15% - 20% gegenüber den Höchstständen im 2015 sehr wahrscheinlich ist. An den Aktienmärkten des MSCI World-Universums wurde in 20 von 48 Märkten in der Tat eine Korrektur von -20% und mehr (DAX - 25%) verzeichnet, was per Definition eine Baisse darstellt.

Allerdings merken wir auch an, und hiervon sind wir nach wie vor überzeugt, dass es sich hierbei noch nicht um «den zyklische Bärenmarkt» innerhalb des zugrundeliegenden Sieben-Jahres-Zyklus seit 2009 handelt (2009 ist u.E. die Talsohle bzw. der Beginn eines neuen langfristigen Bullenmarktes, der sich noch über mehrere Jahre hinziehen könnte). Wir rechneten mit einem letztmaligen Überschießen

hinein in die erste Jahreshälfte 2016, bevor dann größere Schwierigkeiten auftreten dürften. Das war der Grund (ähnlich wie wir dies ein Jahr zuvor, zwischen dem 21. September und dem 16. Oktober 2014, taten), weshalb wir unsere Aktienabsicherungen in den letzten September-Tagen bzw. Anfang Oktober 2015 reduzierte und selektive Aktienrisiken aufbauten. Es erscheint uns nun aber zweifelhaft, dass ein derartiges Vorgehen («dynamischer Aufbau von Positionen bei Kursrücksetzern») 2016 von ähnlichem Erfolg gekrönt sein wird...

Aus taktischer Sicht halten wir nach dem sehr schwachen Beginn an den internationalen Aktienmärkten im Januar 2016 weitere Kursanstiege und selektiv ein Überschießen bei Aktien in der ersten Jahreshälfte noch durchaus für möglich.

Angesichts der weltweit zunehmenden Selektivität & Volatilität etc. erwarten wir jedoch, dass nur noch ausgewählte Märkte / Sektoren / Themen u.U. zurück in die Nähe der Höchststände aus 2015 zurückfinden können. Insgesamt glauben wir aber, dass die Wahrscheinlichkeit einer starken Abwärtsbewegung mit dem Risiko einer Korrektur (ausgehend von zwischenzeitlichen Hochs) um -20% bis -30% gegen Ende 2016 oder schlimmstenfalls bis Anfang 2017 nicht klein ist (dies wäre dann wie oben angesprochen «der zyklische Bärenmarkt» innerhalb des langfristigen Bullenmarktes).

Sofern wir richtig liegen, ist der nächste, ausgeprägte Kursanstieg bei riskanten Anlagen (Aktien, hochverzinsliche Anleihen, etc.) der Zeitpunkt für

den Abbau von Positionen und eine wesentlich selektivere und defensivere Portfolio-positionierung.

Ein berühmtes Zitat von Mark Twain lautet: «Was uns in Schwierigkeiten bringt, ist nicht das, was wir nicht wissen. Es ist das, was wir mit Sicherheit wissen, was jedoch in Wahrheit falsch ist.»

Die US-Notenbank geht davon aus, dass die US-Wirtschaft stark genug ist, um höhere Zinsen zu verkraften. Einbrechende Rohstoffpreise und die Korrektur am Markt für «Junk-Bonds» sprechen eine andere Sprache. Die Zeit wird zeigen, wer Recht hat. Nur fürchten wir, dass die Fed ihren Entscheid, die Zinsen anzuheben, bereuen wird, ebenso wie die EZB, die BoJ und die schwedische Riksbank vor einigen Jahren.

Das Problem ist: Janet Yellen hat immer wieder betont, dass die Geldpolitik der US-Notenbank «datenabhängig» sei. Zentralbanken können jedoch immer nur zeitlich verzögert reagieren. Wenn die US-Notenbank merkt, dass sie ihre Geldpolitik zu stark gestrafft hat, ist es möglicherweise bereits zu spät. Und sie dürfte Schwierigkeiten haben, die Zinserhöhungen zu beenden, kurz nachdem sie damit begonnen hat. Denn damit würde sie eingestehen, dass sie die Zinsen gar nicht erst hätte anheben dürfen. Damit verfolgt die US-Notenbank zum ersten Mal seit der Finanzkrise einen deutlich restriktiveren Kurs. Und das ist nicht günstig für die Märkte, denn letztlich werden die Finanzmärkte durch Liquidität und Kreditwachstum angetrieben.

Die USA kann nicht eine Insel der Ruhe bleiben, wenn die Welt ringsum im Chaos versinkt. Wenn andere Zentralbanken gezwungen sind, ihre lockere Geldpolitik beizubehalten, während die Zinsen in den USA erhöht werden, wird der US-Dollar weiter aufwerten und damit letztlich die Erholung in den USA abwürgen.

In unserem letzten Quartalskommentar legten wir dar, dass wir nicht von einer unmittelbar bevorstehenden langfristigen Baisse ausgingen. Höchststände an den Märkten waren in der Vergangenheit durch mehrere Bedingungen gekennzeichnet, die vor einigen Monaten nicht herrschten. In der Zwischenzeit haben sich mehrere Faktoren geändert, unter anderem hat die wichtigste Zentralbank der Welt eine geldpolitische Wende vollzogen, die globalen Einkaufsmanagerindizes deuten auf eine Verlangsamung des Wachstums hin, ebenso wie der Frühindikator der OECD («Composite Leading Indicator»).

Inzwischen haben sich die globalen Handelsvolumen abgeschwächt, und der Baltic Dry Index hat ein 30-Jahres-Tief erreicht. Blickt man zudem auf die globale makroökonomische Situation, wird klar, dass wir in einer «Welt der Extreme» leben. Die Verschuldung in den Schwellenländern, in Europa, Japan und den USA ist auf Rekordniveau, so gilt dies auch für das Kreditvolumen für Aktienkäufe («Margin Debt») in den USA, die M&A-Transaktionen, die ETF Bestände an Unternehmensanleihen, Autokredite (und Autoverkäufe) in den USA, und die Liste ließe sich weiter fortsetzen.

Deshalb wären wir überrascht, wenn angesichts dieser weltweit massiven Verschuldung in Kombination mit dem strukturellen Rückgang der Marktliquidität und dem schwachen technischen Umfeld ein Konjunktur- und Marktabschwung (klassischer Zyklus von «Kreditkontraktion und Ausgabenrückgang, was einen Rückgang der Preise & Kurse zur Folge hat») nur mild ausfallen würde. Aus unserer Sicht dürfte genau das Gegenteil der Fall sein und wir sehen in diesem Zusammenhang den Anstieg der Volatilität im letzten Jahr nur als den Beginn einer Phase außergewöhnlich hoher Volatilität, sodass uns starke Ausschläge quer über sämtliche Anlageklassen auf Rekordstände in den nächsten 12 bis 18 Monaten nicht überraschen würden. Aus diesem Grund könnte es später im Jahr 2016 eine Phase geben, in der wir «eine echte zyklische Baisse» innerhalb des langfristigen Bullenmarktes bei Aktien erleben.

Natürlich haben auch wir keine Kristallkugel. Dennoch stellt sich die Frage, wie sich die derzeitigen Gegebenheiten in den nächsten Monaten auswirken könnten und welche Indikatoren (neben den makroökonomischen Daten und fundamentalen Faktoren) genau beobachtet werden sollten, um die nächsten größeren Marktbewegungen antizipieren zu können. Der US-Dollar bleibt aus unserer Sicht die Schlüsselvariable auf der Makroseite, da er die Entwicklung der Rohstoffpreise, Schwellenmärkte, Inflation und damit letztlich auch der Zinsen maßgeblich beeinflusst. Unsere langfristig optimistische Einschätzung des US-Dollar war in den letzten Jahren der Hauptgrund für unsere negative

Einschätzung von Rohstoffen und der Schwellenländer, und aus Trendperspektive implizierte sie auch eine systematische Belastung für den Goldpreis. Wo stehen wir in Bezug auf den zugrundeliegenden US-Dollar-Trend?

Erste Hälfte 2016:

Aus kurzfristiger Sicht erwarten wir, dass der US-Dollar vs. dem EUR leicht nachgibt, da die Marktteilnehmer die Währung aus unserer Sicht zu Beginn des Jahres 2016 zu stark einschätzen (ähnlich wie bei der zyklischen Korrektur des Dollars im 2. und 3. Quartal 2015; d. h. EURUSD von 1.12–1.15 und ein Niveau des handelsgewichteten Dollarindex / DXY von etwa 93-95).

Diese mögliche Abschwächungsphase könnte aus unserer Sicht die Gelegenheit für den späteren Kauf von Dollar eröffnen. Denn wir rechnen nach wie vor mit einer Fortsetzung des Dollar-Bullenmarktes in der zweiten Hälfte 2016 (ein Überschießen gegenüber dem EUR in Richtung Parität und schlimmstenfalls 0.95, wobei der DXY ein Niveau von 105 – 110 erreichen könnte). Dieses kurzfristige Szenario ist thematisch äußerst wichtig und könnte zu einer der Überraschungen der nächsten Monate führen.

Denn ein schwächerer US-Dollar könnte der Auslöser für einen kurzfristigen, aber potenziell starken Anstieg/einer Bärenmarktrally bei Rohstoffen und in rohstoffnahen Sektoren sein sowie eine erneute Erholung in den Schwellenländern hervorrufen, da die Marktteilnehmer unseres Erachtens auch in

diesen Bereichen zu Beginn des Jahres – und nach dieser erneuten Korrektur in den ersten Wochen von 2016 - zu pessimistisch positioniert sind. Damit dies eintritt, ist es wichtig, dass sich die chinesische Währung (CNY/Yuan) nicht zu schnell und zu stark abschwächt (in Richtung CNYUSD 6.80–6.90), andernfalls dürfte der Deflationsdruck sehr viel früher zu spüren sein und die globalen Aktienmärkte würden weiter fallen, ohne in den nächsten Monaten noch einmal zu steigen.

Sollte die vorübergehende, leichte US-Dollar Abwertung eintreten, dann ist eine Aufwertung der oben genannten Vermögenswerte nicht unrealistisch. In diesem Zusammenhang steigende Rohstoffpreise könnten dann doch noch für einen Anstieg der Inflationserwartungen sprechen. Und dies dürfte nach der Zinserhöhung der US-Notenbank im Dezember und angesichts des Unterschieds zwischen den eigenen Zinsprognosen der Fed-Mitglieder und den Erwartungen der Marktteilnehmer zu Beginn dieses Jahres zu einem höheren Aufwärtsdruck auf die Renditen (von Staatsanleihen) führen. Ein Überschießen über das Schlüsselniveau von 2.5% (zehnjährige US Treasuries) könnte schließlich einen Anstieg in Richtung 2,8 – 3,0% (Höchststände von Dezember 2013) zur Folge haben, was zweifellos negativ für Anleihen wäre. Dies spräche dann für eine zunehmende Volatilität und Nervosität an den Anleihemärkten.

Später im Jahr 2016:

Wir sind konstruktive und positivdenkende Anleger. Doch sind wir realistisch genug, um zu erkennen, dass das Zeitfenster, in dem 2016 positive Renditen zu erzielen sind (zyklische Belebung der globalen Aktienmärkte, Anstieg der Rohstoffpreise usw., wie oben beschrieben), sehr kurz sein dürfte. Viele Indikatoren deuten leider auf ein insgesamt nicht sehr positives Marktumfeld hin. Und die Wahrscheinlichkeit ist sehr hoch, dass der Sieben-Jahres-Zyklus bei Aktien im Jahr 2016 abwärts dreht.

1. Makroökonomischer Trend, stark deflationär: Eine positive Überraschung bei der Inflation im 1. Halbjahr würde die US-Notenbank mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer weiteren Zinserhöhung drängen, was früher oder später eine erneute Aufwertung des US-Dollar auslösen dürfte. Dies hätte wiederum eine Rückkehr des deflationären Trends zur Folge. Das könnte der ultimative Auslöser für den Übergang in einen Abwärtstrend sein, sodass auch der führende US-Markt in eine klare Baisse einzutreten droht. Dies könnte nur mit einer Rezession in den USA einhergehen. In diesem Fall würde es zu einem erneuten Einbruch der Rohstoffpreise, Schwellenmärkte und mit hoher Wahrscheinlichkeit von Hochzinsanleihen kommen. In dieser Phase gäbe es möglicherweise eine klare Trendumkehr bei Staatsanleihen, und die Renditen zehnjähriger US Treasuries könnten deutlich unter 2,0% fallen (möglicherweise sogar in Richtung 1,5%, was dem Tiefpunkt vom Sommer 2012 entspricht und für einen kräftigen Anstieg der Anleihekurse sorgen würde). Langfristig gesehen könnte sich

dadurch letztlich folgende Konstellation ergeben: a) die Spitze des langfristigen, 31 Jahre dauernden Bullenmarktes für Anleihen könnte erreicht werden, und b) gegen Ende des Jahrzehnts würden wir eine überraschend starke Aufwärtsbewegungen der US-Renditen (und der Renditen in den westlichen Anleihemärkten) sehen. In technischer Hinsicht wäre dies der Abschluss des mehrjährigen Prozesses der Bodenbildung bei den Renditen (seit 2012).

2. Dauer des Bullenmarktes: Wenn wir erneut auf den wichtigsten US-Markt (S&P 500) blicken, ist es eine Tatsache, dass sich der S&P 500 seit dem Tiefstand vom März 2009 (der den Beginn des neuen langfristigen Bullenmarktes darstellt; wobei diese Trends in der Vergangenheit etwa 10-15 Jahre andauerten) nach mehr als 80 Monaten und einer Performance von über 200% nun im viertlängsten und fünftstärksten Bullenmarkt seit 1900 befindet. Alleine vor diesem Hintergrund sind wir der Ansicht, dass der seit 2009 bestehende Bullenzyklus ein fortgeschrittenes Stadium erreicht hat. Global zeigt sich ein gemischteres Bild.

Im MSCI World Universum wurde bereits bei 20 von 48 Märkten eine Korrektur um -20% (die Definition für eine Baisse) und mehr (DAX -25%) verzeichnet. Der MSCI Emerging Market Index steckt faktisch seit 2011 in einem Baisse-Trend. Doch seit dem Kurshoch vom Mai 2015 verzeichneten die Schwellenländer gegenüber dem Tiefstand von Ende August einen Rückgang um weitere -28%.

Eine zunehmende Zahl von Märkten ist bereits in eine Baisse eingetreten und wir können eindeutig

sagen, dass die Luft für die übrigen Outperformer (in den USA: von Mega Caps getriebenen S&P 500 und Nasdaq 100, in Europa: Small und Mid Caps) immer dünner wird, sofern es von der fundamentalen Seite (Gewinne, Wachstum usw.) keine neuen Impulse gibt.

3. Technische Marktdaten: Abnehmende Marktbreite, d. h. eine sinkende Zahl von Aktien, Sektoren usw., die den Gesamtmarkt nach oben ziehen, und eine zunehmende Selektivität sind klassische Phänomene eines sich in der Spätphase befindenden Bullenmarktes. Diese abnehmende Beteiligung ist früher oder später das Ende eines jeden Bullenmarktes (allen Markthochs der letzten 45 Jahre, mit der einzigen Ausnahme im Jahr 1983, ging dieses Marktverhalten voraus). In den USA erreichte die Marktbreite innerhalb des aktuellen Bullenmarktes im Mai 2013 den höchsten Stand, und die Abnahme der Marktbreite setzte sich im Jahr 2015 weiter fort. Der einzige Grund, warum der S&P 500 und der Nasdaq 100 während der Abwärtsbewegung in den letzten Jahren eine deutlich geringere Korrektur verzeichnet haben als andere Märkte, ist das Ausbrechen einiger Mega Caps (Microsoft, Facebook, Google, General Electric, McDonalds usw.) im Vergleich zum Gesamtmarkt. Dass Mega Caps die stärkste Performance ausweisen, ist auch der Grund, weshalb es bei diesen Indizes (S&P 500, Nasdaq Composite und Dow Jones Industrial) in den nächsten Monaten selektiv durchaus zu einem Überschießen kommen kann. Zunehmende Selektivität ist kein spezifisches US-Phänomen, sondern auch in den Segmenten mit

einer Outperformance in Europa zu beobachten. Insbesondere in Deutschland gibt es mit dem Mid-Cap-DAX, dem Tech-DAX und dem Small-Cap-DAX Indizes in der zweiten und dritten Reihe, die noch kürzlich nicht weit davon entfernt waren, neue Höchststände zu erreichen. Im M-DAX befinden sich jedoch nur 20 von 50 Aktien noch immer in einem Aufwärtstrend, im Tech-DAX sind es 12 von 31, und im Small-Cap-DAX ist die Divergenz mit nur 12 von 52 Titeln, die sich noch in einem Aufwärtstrend befinden, am größten. In diesen Märkten gibt es also, ähnlich wie in den USA, einige wenige Aktien, die den Index auf einem relativ hohen Niveau halten, während die Mehrheit der Titel bereits eine Korrektur erfährt.

4. Marktstimmung: Die Stimmung am Markt ist derzeit nicht optimistisch, was positiv zu werten ist. Allerdings identifizieren wir einige Bereiche, in denen eine übermäßige Sorglosigkeit der Anleger zu beobachten ist. Vom «behavioristischen» Standpunkt aus betrachtet ist dies äußerst problematisch, da dann die Risikoabneigung sinkt und die Bereitschaft, steigende Verluste zu akzeptieren, steigt, bevor der Anleger realisiert, dass etwas nicht stimmt, und er sich dann mit Hast aus dem Engagement zurückzieht. Eines der Schlüsselthemen der letzten zwei Jahre war, dass es angesichts des Niedrigzinsumfelds keine Alternative zu einer Investition in Aktien und insbesondere Titeln mit hoher Dividende gebe (Marktteilnehmer sprechen von «TINA», für «there is no alternative», es gibt keine Alternative). Es ist das Schlüsselargument der Bullen. Auf der anderen Seite führt es jedoch zu

übermäßiger Sorglosigkeit. Auf Stufe der Sektoren schätzen Anleger nach wie vor Gesundheits- und Biotechnologieaktien positiv ein, obwohl Gesundheitsaktien in Europa ihren Höchststand im April 2015 erreichten und der US-Sektor seinen Aufwärtstrend von 2011 testet.

Eine übermäßige Sorglosigkeit zeigt sich auch darin, dass Anleger begünstigt durch die lockere Geldpolitik der EZB in Europa massiv überinvestiert und übermäßig positioniert sind. Mit anderen Worten: Die Hürden dafür, dass die Märkte in Europa den Erwartungen gerecht werden, sind ziemlich hoch, und wenn etwas schief läuft, könnte es in Europa zu einer Großen negativen Überraschung kommen. Insgesamt ist die Stimmung für 2016 unseres Erachtens angesichts der Verschlechterung des technischen Bildes (Baissemarkt, den die Anleger nicht bemerken, wenn sie nur auf die Kurse großer Aktienindizes schauen) weltweit sowie vor dem Hintergrund der Trends und deren Auswirkungen auf die Makroseite (Deflationsdruck) zu selbstgefällig.

5. Steigende Volatilität: Letztlich rechnen wir mit einer zunehmenden Volatilität und damit erheblichen Schwankungen der Vermögenspreise. Die Auslöser hierfür könnten eine erneute Stärke des US-Dollar im späteren Jahresverlauf, Turbulenzen an den Aktienmärkten, ein Zusammenbruch der Rohstoffpreise (endgültiger Ausverkauf) oder Nervosität an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere sein, falls die Renditen zu schnell steigen oder sich die Spreads von Hochzins- und Schwellenländeranleihen weiter ausweiten.

Wir würden gerne optimistischer nach vorne blicken und hoffen, dass unsere Einschätzung der Aussichten für 2016 falsch ist. Argumente für einen allzu positiven Ausblick können wir jedoch nicht ausmachen. Sollte es in etwa so kommen wie oben beschrieben, bleiben wir in den nächsten Monaten noch deutlich in Aktien investiert (die Baisse im Januar 2016 haben wir so natürlich nicht erwartet – kam u.E. zu früh, zu schnell und ohne ein Überschießen im US-Dollar, hat uns daher überrascht und auf dem «falschen Fuß» erwischt). Gleichzeitig werden wir nach erneuten Kursanstiegen das Engagement in Aktien deutlich zurückfahren wollen, d.h. die Positionen in «risikobehafteten» Anlagen erheblich reduzieren und Absicherungen wiederum aufbauen.