

Ausblick für 2017

DEZEMBER 2016



Mark Burgess
CIO EMEA und Global Head
of Equities

Investieren in Zeiten politischer Unsicherheit

- Politische Unsicherheit, zunehmender Populismus und politische Divergenz werden auch das Jahr 2017 dominieren. In den USA haben sich die Zinssätze von ihren Tiefständen entfernt und dürften auch weiterhin steigen, aber die Geldpolitik in Europa und Japan wird weiter locker bleiben. Starke Veränderungen in der politischen Landschaft lassen vermuten, dass eine expansive Geldpolitik wahrscheinlich beibehalten wird, während die USA unter Präsident Trump die Zinsen anziehen werden.

- Der Ausblick für Asien und die Emerging Markets ist für die Länder eingetrübt, die unter einer protektionistischen Politik von Präsident Trump leiden könnten. Dazu zählen China, Mexiko, Kolumbien, Malaysia, Korea und Thailand. Eine Welt, in der die USA geldpolitisch die Zügel anzieht während die Zentralbanken anderer Länder eine expansive Haltung beibehalten, müsste zu einem stärkeren US-Dollar führen, ceteris paribus. Das setzt wahrscheinlich die Emerging Markets unter Druck, da es eine starke inverse Korrelation zwischen dem US-Dollar und Emerging Markets gibt. Asien sieht generell vielversprechender aus. Attraktive Bewertungen, wettbewerbsfähige Wechselkurse und eine positive Entwicklung der Gewinnrevisionen führen zu mehr Zuflüssen in die Region.

- Wir finden Aktien immer noch attraktiver als Anleihen und erwarten, dass diese Positionierung bis auf weiteres in unseren Asset Allocation-Portfolios beibehalten wird, wenn auch mit weniger starker Ausprägung als bisher. Im Vergleich mit ihrer längerfristigen Historie bieten Aktien immer noch einen besseren Wert als Anleihen - allerdings könnte sich dies ändern, sollte die Anleihenblase im Jahr 2017 platzen.

Gute Zeiten für aktive Investoren

Wir erwarten, dass sich in 2017 mehr Chancen für aktive Investoren bieten. Bei einer zunehmenden politischen Ungewissheit werden die Fundamentalanalyse und eine versierte Asset Allocation entscheidend sein, um langfristige Erträge zu erzielen. Die Flut der lockeren Geldpolitik, die bisher alle Boote getragen hat, wird in einigen Regionen abebben. In diesem Umfeld macht es Sinn, innerhalb und über Anlageklassen hinweg zu differenzieren. Ein Fokus auf Bewertungen und Fundamentaldaten – also die "alte Schule" des Investierens, wenn

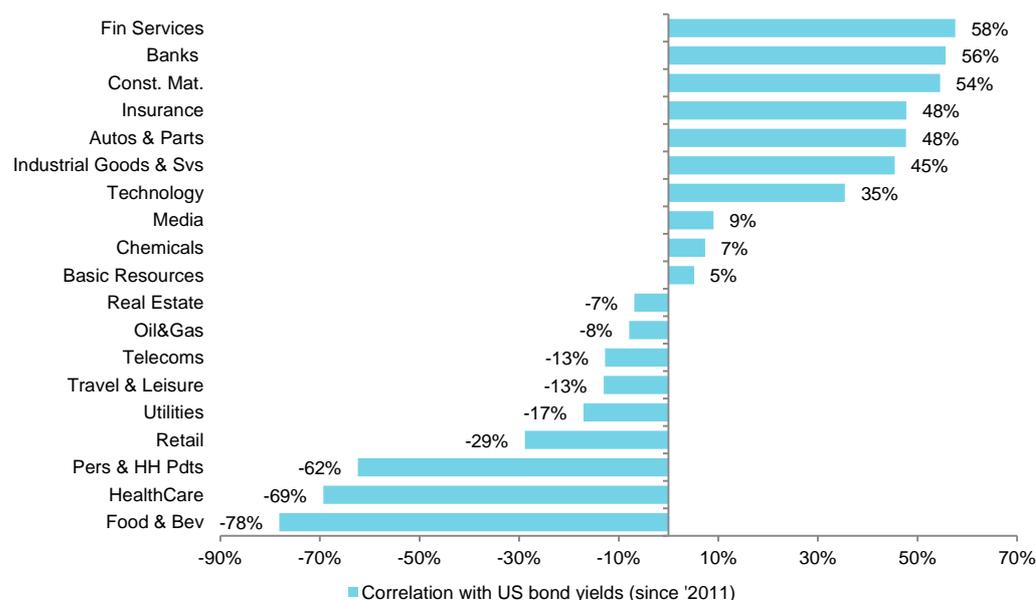
man so will – sollte wichtiger sein als in den vergangenen Jahren, als die Märkte durch reichlich Liquidität gestützt wurden.

Europa: Die Geopolitik rückt in den Mittelpunkt

Da die US-Märkte für die Exporte der Eurozone immer wichtiger geworden sind, können sich Änderungen in der Haltung Trumps hinsichtlich des internationalen Handels auf Europa auswirken. Das dringlichere Thema ist jedoch der Aufschwung der europäischen Populisten. Aufgrund der vielen Wahlen und Volksabstimmungen in 2017 ist das Potenzial für politische Instabilität in Europa groß. Einen Anfang machte der Rücktritt des italienischen Ministerpräsidenten Matteo Renzi, nachdem eine überwältigende Mehrheit gegen das von ihm vorgeschlagene Referendum gestimmt hatte. All dies bedeutet große Unsicherheit für Italien, zu einer Zeit, in der das Bankensystem des Landes besonders anfällig ist. Im Jahr 2017 stehen die niederländischen, französischen und deutschen Wahlen an, um nur einige signifikanten politischen Ereignisse zu nennen. Falls es nur in einem dieser Länder zu einem Ruck in Richtung Populismus kommt, könnte dies zu einer Destabilisierung einer bereits fragilen Wirtschaft führen, sollte ein wichtiger Mitgliedsstaat die Einheitswährung verlassen.

Bisher führte jede Spekulation, dass die Europäische Zentralbank die lockere Geldpolitik beenden oder zumindest abschwächen könnte, zu einem Ausverkauf von Anleihen im Euro-Währungsgebiet und einer starken Rallye zyklischer Aktien. Allerdings glauben wir nicht, dass man Anfang 2017 über solch einen Schritt nachdenken wird. Obwohl der Anstieg der Anleihenrenditen nicht so stark war wie 1994 oder 2004, hat der Aufschwung der Kurse zyklischer Aktien die relative Performance der europäischen Aktienportfolios negativ beeinflusst, auch wenn diese Aktien jetzt zunehmend überkauft erscheinen. Sollte der Euro schwächer werden, würde dies der Region zugutekommen, da 55-60% der Umsätze im Ausland erzielt werden. Allerdings spielen noch viele andere Faktoren eine Rolle, so dass man sich darauf nicht verlassen kann. Für den Gesamtmarkt erscheinen uns 5 -10% Gewinnwachstum in 2016 und 2017 erreichbar. Jedoch könnten drei Szenarien diese Einschätzung in Frage stellen: eine restriktivere Geldpolitik der EZB, ein starker Anstieg der US-Anleihenrenditen und die Politik Europas. Das sind die wichtigsten Faktoren, auf die Investoren im nächsten Jahr in Europa achten sollten.

Grafik 1: Europäische Aktien und US-Anleihenrenditen



Quelle: Bloomberg & Columbia Threadneedle Investments. Korrelation der wöchentlichen Veränderung in Anleihenrenditen und der relativen Aktienrenditen seit Anfang 2016. Stand Dezember 2016.

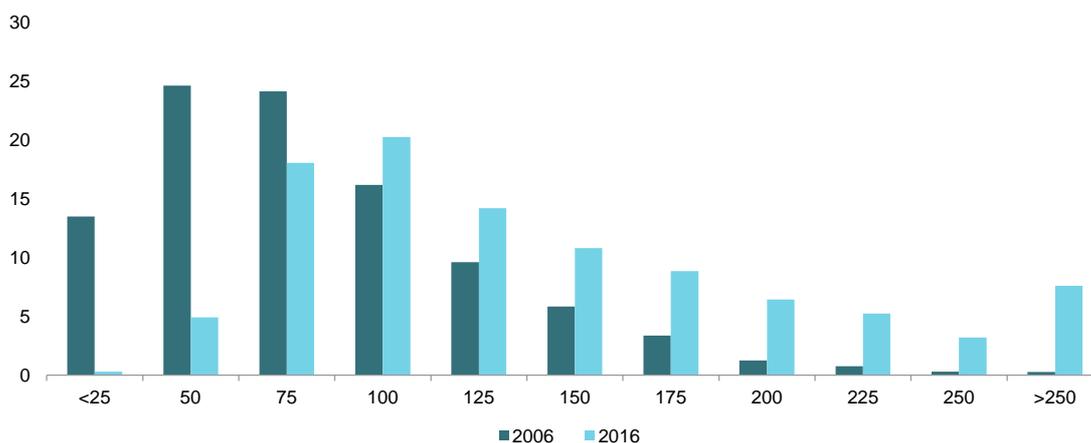
Fixed Income: Ist die Anleihenblase kurz davor zu platzen?

2016 war ein weiteres sehr gutes Jahr für Anleihen, aber langsam zeigt der Markt „blasenartige“ Eigenschaften. Anleihen im Wert mehrerer Billionen Dollar haben Renditen im negativen Bereich. Das heißt, dass die Renditen nicht mehr im Gleichgewicht mit Wachstum und Inflation sind und reale Renditen weltweit extrem unter Druck sind. Wir haben dies schon in der Vergangenheit angemerkt und hielten es für möglich, dass eventuell die Wahl von Donald Trump der Katalysator sein könnte, der die Blase zum Platzen bringt. Dass dies bisher nicht geschehen ist, liegt daran, dass niedriges globales Wachstum und Inflation eine starke Korrelation mit niedrigen Zinsen und niedrigen Anleihenrenditen haben und man das Gefühl hat, dass Zinsen tatsächlich niedrig sein sollten. Vielleicht wird in 2017 die Hoffnung, dass „es diesmal anders ist“, sterben, wenn die Amtseinführung von Trump zu einer Veränderung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führt.

Trumps Wahlsieg hat zu einem Anstieg der Anleihenrenditen geführt, da die Märkte fiskalische Änderungen und eine steigende Inflation antizipierten. Kommt es zu bedeutenden fiskalpolitischen Änderungen, wäre dies weniger positiv für Anleihen, da es dem Niedrigzinsumfeld ein Ende setzen könnte. Allerdings gibt es ein großes Fragezeichen. Woher soll die Finanzierung für Trumps Infrastrukturprojekte kommen und selbst wenn sie gefunden würde, nimmt es Zeit in Anspruch bis sich Steuerausgaben in Wachstum auswirken. Vielleicht ist dies aber nicht das Hauptthema. Die Fed wird höchstwahrscheinlich einen Pfad der Zinserhöhungen beibehalten und diese Erwartung könnte schon ausreichen, um die Räder in Bewegung zu setzen, die zum Turnaround der Märkte führen.

Die große Frage für Investoren ist, wie Anleihen genutzt werden. Anleihen wurden typischerweise für Diversifizierungs- und Absicherungszwecke verwendet, aber mit einer zunehmenden Korrelation zwischen Anlageklassen in schwierigen Marktbedingungen (wenn die Diversifizierung am dringendsten erforderlich ist) sind wohl neue Methoden der Absicherung erforderlich. Die Staatsanleihenrenditen der Kernländer sind unattraktiv und befinden sich in der Nähe der teuersten Niveaus in der Geschichte. Allerdings scheinen Investment Grade und High Yield Credit Spreads immer noch vernünftig, was darauf hindeutet, dass es weiterhin Chancen auf den Kreditmärkten gibt.

Grafik 2: Global Investment Grade Credit Spreads (%)



Quelle: Bloomberg & Columbia Threadneedle Investments, Oktober 2016.

Um Rendite und attraktive risikoadjustierte Erträge zu finden, müssen Anleger sorgfältig auswählen. Eine breite Streuung der Credit Spreads innerhalb des globalen Investment Grade-Index weist darauf hin, dass durch die Anleihenselektion Wert generiert werden kann. Der Kreditzyklus ist noch nicht beendet, aber es ist Zeit, vorsichtiger zu sein. Expansive Geldpolitik, niedriges stabiles Wachstum und niedrige Inflation haben zu überschüssiger Liquidität geführt (obwohl sich dies ändern könnte, wenn die Geldpolitik im nächsten Jahr restriktiver wird und

Zinssätze wieder steigen, was in manchen Regionen zu Inflation führen würde). Da das geopolitische Risiko weiter zunimmt, wird die Volatilität in den Märkten wahrscheinlich zunehmen und Spreads könnten enger werden, bzw. zu eng werden.

Schwellenländer: Der "Trump-Effekt" wird Chancen für Investoren schaffen

Die Auswirkungen der Trump-Administration auf Emerging Markets könnten erheblich sein, begleitet von vielleicht noch größerer Unsicherheit. Mexiko, Kolumbien, Malaysia, Korea und Thailand sind die am stärksten dem US-Protektionismus ausgesetzten Länder. Der Hauptunterschied zu früher besteht jedoch darin, dass die gesamtwirtschaftliche Leistungsbilanz der Emerging Markets heute einen Überschuss aufweist und nicht ein Defizit wie in 2013. Darüber hinaus sind die realen Emerging Markets-Renditen deutlich positiver. Außerdem weisen die Länder mit den größten Leistungsbilanzdefiziten (Südafrika, Türkei) eine spürbare Währungsschwäche auf.

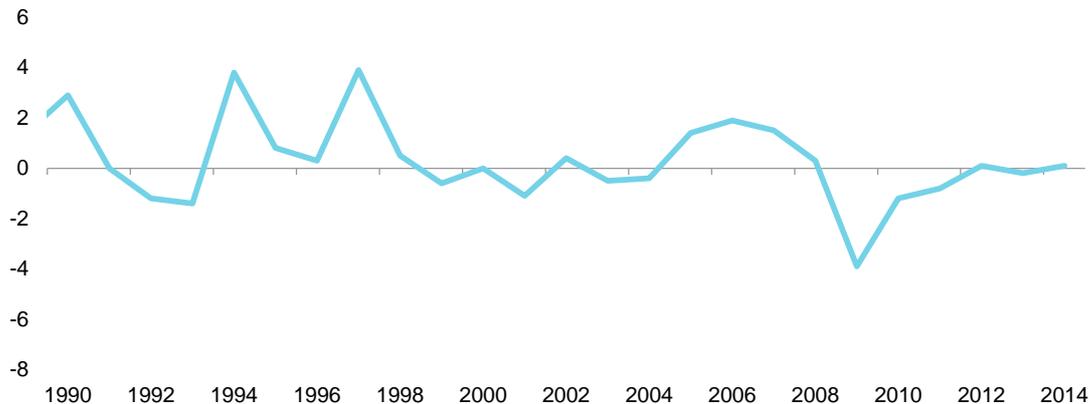
Für Emerging Markets-Aktien haben sich die Gewinnrevisionen erstmals seit Jahren verbessert und die Bewertungen sind im Vergleich zu den entwickelten Aktienmärkten niedrig. Absolut betrachtet sind sie auf dem Niveau ihres 20-Jahresdurchschnitts.

Wenn die protektionistische Rhetorik Trumps dazu führen soll, künftige Investments von Emerging Markets fern zu halten, dann haben wir möglicherweise eine Überreaktion gesehen, und dies kann für Investoren gute Chancen schaffen. Die offensichtlichen Sorgenkinder sind Mexiko und China, auf die sich die negative Rhetorik Trumps konzentriert hat. Man kann hoffen, dass Senat und Kongress hier ausgleichend agieren und ein vernünftiger Mittelweg gefunden werden kann, bevor etwas Dramatisches passiert. Trotzdem muss man sich fragen, ob die amerikanische Öffentlichkeit, die für Trump gestimmt hat, glücklich sein wird, wenn die Mauer zu Mexiko nicht erscheint. Auf der anderen Seite gibt es Raum für eine künftige Normalisierung des russischen Verhältnisses zum Westen. Ein Re-Rating könnte zu Wachstum führen. Allerdings wird der wirtschaftliche Aufschwung, den China aufgrund der Lockerung des Immobilienmarktes erlebt hat, wahrscheinlich nachlassen. Die Immobilienverkäufe nehmen bereits ab und wir erwarten, dass sich die Baukonjunktur im ersten Halbjahr 2017 verlangsamt.

Asien: Attraktive Bewertungen

Die Präsidentschaft Trumps mit der Drohung von Strafzöllen auf chinesische Importe führt zu Unsicherheit hinsichtlich des Ausblicks für China. Die USA sind heute wieder Chinas größter Handelspartner (18% der gesamten Exporte). Aber es lohnt sich, daran zu erinnern, dass die chinesische Wirtschaft bereits deutlich ausgeglichener ist - Nettoexporte als Anteil des BIP sind seit der globalen Finanzkrise von 8,6% auf 3,4% gefallen. Sollten die USA unter dem neuen Präsidenten protektionistischer werden, dürfte China seine Anstrengungen verstärken, seine Exportmärkte in Schwellenländer zu verlagern und sich auf Projekte wie "One Belt, One Road" fokussieren.

Zur Unsicherheit trägt auch der Ausblick für den Renminbi angesichts eines stärkeren US-Dollars bei. Es bleibt auch abzuwarten, ob der neue US-Präsident China als Währungsmanipulator bezeichnet. Hinsichtlich chinesischer Aktien bedeutet dies, dass inländisch orientierte Werte bevorzugt werden sollten, vor allem im Dienstleistungsbereich und solche Unternehmen, die in der Lage sind, multinationale Geschäftsplattformen aufzubauen.

Grafik 3: Anteil der chinesischen Nettoexporte am BIP-Wachstum (%)

Quelle: Bloomberg & Columbia Threadneedle Investments, November 2016.

Generell sehen wir in Asien interessante Investitionsmöglichkeiten. Die Bewertungen sind attraktiver, die Währungen wettbewerbsfähiger und die Gewinnrevisionen gehen nach oben. All dies führt zu höheren Zuflüssen in die Region. Allerdings werden wir wahrscheinlich eine erhöhte Volatilität erleben, sollten die globalen Wachstumsprognosen nach unten korrigiert werden. Die stärker exportorientierten Märkte in Nordasien dürften davon kurzfristig direkt betroffen sein, was den erwarteten Tiefstand im Exportgeschäft nach hinten schieben wird. Die stärker auf das Inland ausgerichteten Märkte Südasiens hingegen, könnten sich als widerstandsfähiger erweisen, da sie von einer heimischen Nachfrage und der Möglichkeit einer weiteren monetären Lockerung gestützt werden.

Großbritannien: Gründe für Optimismus inmitten der Brexit-Unsicherheit

Sicherlich ist der Brexit ein Symptom einer übermäßigen globalen Verschuldung und der Ungleichheiten, die sich in einer Welt der lockeren Geldpolitik weiter ausgeweitet haben – jetzt muss das Vereinigte Königreich den freien Handel außerhalb der EU umarmen. Seit dem Referendum haben das britische Bruttoinlandsprodukt und andere Daten positiv überrascht. Obwohl man dies einfach darauf zurückführen könnte, dass der Brexit noch nicht umgesetzt wurde, glauben viele, dass der Brexit dem Vereinigten Königreich dabei helfen wird, seine Abhängigkeit vom Immobilienmarkt zu verringern.

Im Jahr 2016 hätte das Vereinigte Königreich eine der besten Wachstumsraten der G7 ausgewiesen (wenngleich die Erwartungen für das Jahr 2017 mit Gewinnen um 1% deutlich weniger positiv sind). Der Verfall des Pfund hat dem Leistungsbilanzdefizit geholfen und dazu beigetragen, dass das Vereinigte Königreich relativ attraktiv erscheint, obwohl der volle Nutzen noch nicht spürbar ist. Vielleicht könnte dies ausländische Investitionen zurück in ein Land holen, aus dem einige Investoren geflohen sind?

Mit den zusätzlichen Implikationen der Pläne von Präsident Trump scheinen Sektoren wie Bergbau weniger attraktiv zu sein. Trotzdem sind wir vorsichtig optimistisch in Bezug auf britische Aktien, auch wenn die Ausgestaltung des Brexit als Ungewissheit über allem schwebt. In der Zwischenzeit gibt es genug Möglichkeiten für aktive Manager, qualitativ hochwertige Investments in Großbritannien zu finden. With the additional implications of President Trump's plans, sectors such as mining seem less attractive; however, there is still a cautiously optimistic case for UK equities despite the ever-looming uncertainty of how Brexit will come to pass. In the meantime, there are plenty of opportunities for the skilled active manager to find quality investments in the UK.

Rohstoffe: Die Preise steigen

Die Rohstoff-Rallye von 2009 bis Anfang 2011 war getrieben von der lockeren Geldpolitik in den USA und dem China-Stimulus. Die lockere Geldpolitik hat Rohstoffproduzenten das falsche

Signal gegeben, immer weiter zu investieren, was dazu geführt hat, dass die aktuellen Preisniveaus eine Überproduktion widerspiegeln, die Produzenten jetzt zwingt, Minen und Ölfelder zu schließen. Dies wiederum wird die Nachfrage stimulieren und ist der Grund für unsere optimistischere Betrachtung der Rohstoffe für das nächste Jahr. Rohstoffpreise sind in den letzten zwei Jahren niedrig geblieben. Konsumenten in entwickelten Märkten profitierten von niedrigen Ölpreisen und Konsumenten in Emerging Markets von niedrigen Nahrungsmittelpreisen. Hier könnte es zu Preissteigerungen kommen.

Die Wachstumsaussichten für Emerging Markets sind recht positiv. Die Geldpolitik ist weitgehend ausgeschöpft und die Populismus Revolution könnte zu einer fiskalpolitischen Expansion führen. Fiskalische Anreize in Form von Infrastrukturmaßnahmen wirken sich natürlich positiv auf Rohstoffe aus und auch ohne die Mauer zu Mexiko wird es in den USA genug zu tun geben.

Zusammenfassung

Wie Walt Whitman sagte: "Die Zukunft ist kein bisschen unsicherer als die Gegenwart". Wenn das stimmt, dann wird 2017 ein Jahr der Volatilität, in dem Märkte die Versprechen und Maßnahmen der Politiker verarbeiten müssen. Vielleicht sehen wir eine lang erwartete Wende und einen Weg zurück zu Vorkrisenniveaus? Allerdings mag es auch an der Zeit sein, dass wir akzeptieren, dass es möglicherweise eine neue Normalität gibt. So oder so bietet Volatilität die perfekte Gelegenheit für aktive Manager.

Grafik 4: Columbia Threadneedle Investments EMEA – Asset Allocation

	Stark abgeneigt	Abgeneigt	Neutral	Bevorzugt	Stark bevorzugt
Asset Allocation		Inflationsgebundene Anleihen Staatsanleihen	Aktien Cash Anleihen	Immobilien Rohstoffe	
Aktien Regionen			Emerging Markets USA EU ex UK UK	Japan Pazifik ex Japan	
Aktien global Sektoren		Energie Immobilien Werkstoffe Versorger Telekom Basiskonsumgüter	Finanzen Zyklische Konsumwerte	Industrie Gesundheit	Technologie
Bonds währungsgesichert		Japan	Deutschland USA UK	Nordics Australien Emerging Markets Lokal	
Credit			Investment Grade Unternehmensanleihen Emerging Markets	High Yield Unternehmensanleihen	
Rohstoffe			Vieh Agrarrohstoffe Energie	Grundmetalle Edelmetalle Weizen	
FX		JPY AUD EUR GBP	Nordics	USD	

Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Dezember 2016.

Grafik 5: Columbia Threadneedle Investments EMEA – BIP-Prognosen 2016/17

	BIP-Prognosen	
	Ende 2016 (%)	Ende 2017 (%)
USA	1,5 (1,5)	2,0 (2,2)
Euroraum	1,6 (1,6)	1,1 (1,3)
Japan	0,7 (0,6)	1,0 (0,9)
UK	2,0 (2,0)	1,0 (1,1)
Brasilien	-3,2 (-3,3)	1,2 (1,2)
Russland	-0,4 (-0,6)	1,5 (1,2)
Indien	7,3 (7,6)	7,4 (7,6)
China	5,5 (6,7)	5,0 (6,4)

Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Dezember 2016, Konsens in Klammern,

Wichtige Informationen: Nur für professionelle und/oder qualifizierte Anleger (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Diese Veröffentlichung dient lediglich der Information und stellt kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten noch eine Anlageberatung und eine Investmentdienstleistung dar. Das Research sowie die Analysen, auf die hier Bezug genommen wird, wurden von Columbia Threadneedle Investments im Rahmen des eigenen Anlagenverwaltungsgeschäfts durchgeführt, und die Ergebnisse derselben sind möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung dieser Informationen genutzt worden und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen zur Verfügung gestellt. Alle zum Ausdruck gebrachten Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Benachrichtigung geändert werden. Informationen aus externen Quellen werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit besteht jedoch keine Gewähr. Diese Präsentation beinhaltet Aussagen, die die Zukunft betreffen, so auch Projektionen künftiger ökonomischer und finanzieller Verhältnisse. Keiner von Columbia Threadneedle Investments, seinen Direktoren, Führungskräften oder Mitarbeitern, macht irgend eine Aussage, Zusage, Garantie oder anderes Versprechen, dass eine dieser zukunftsgerichteten Aussagen sich als zutreffend herausstellt. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited („TAML“). Eingetragen in England und Wales unter der Nr. 573204; eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.
columbiathreadneedle.com