



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2015



Unterschleißheim, den 07.08.2015

Liebe Leserinnen und Leser,

kaum war das Ende der griechischen Tragödie ausgerufen (zumindest vorübergehend, denn es dürften weitere Akte in diesem Drama folgen), nahm die Investorengemeinde ein neues Ziel aufs Korn: den schwachen chinesischen Aktienmarkt. Die negativen Aktienmarktentwicklungen im „Reich der Mitte“ sicherten weltweit ein weiterhin hohes Maß an Volatilität. Normale Märkte, die sich an makroökonomischen Fundamentaldaten orientieren, scheinen nicht mehr vorzukommen. Diese Ausgabe unseres Newsletters wird Sie in gewohnter Weise darüber informieren, wie SKALIS FUNDS dem aktuellen Marktumfeld begegnet.

Viel Spaß beim Lesen wünscht das Team von SKALIS FUNDS

MARKTKOMMENTAR

Erleichterungsrally nach Griechenland-Lösung

Nachdem sich die Lage rund um Griechenland zu Monatsbeginn weiter zuspitzte und zu eskalieren drohte, lenkte der griechische Premierminister Alexis Tsipras doch noch ein und es konnte eine Einigung zwischen Griechenland und den europäischen Gläubigern erzielt werden. So erhält Griechenland voraussichtlich ein weiteres Hilfspaket mit einem Umfang von rd. 86 Mrd. EUR, während sich das Land im Gegenzug wieder den harten Sparauflagen der Gläubiger beugen muss. In Folge dieser „Last-Minute-Einigung“ reagierten die Marktteilnehmer erleichtert und mit einer Rückkehr zum „Risk-On“-Modus nachdem die Wahrscheinlichkeit eines „Grexit“ wieder stark abgenommen hat. Die nachlassende Wirtschaftsdynamik in China schürte hingegen die Ängste potentieller Übertragungseffekte auf die globale Industrie. Auch mehrere deutsche Firmen mit Standorten in China äußerten sich besorgt von dem derzeitigen wirtschaftlichen Umfeld im Reich der Mitte. Die Lage in China mahnt weiter zur Vorsicht.

Nachdem der griechische Akt nun vorerst vom Tisch ist, rücken fundamentale und realwirtschaftliche Daten wieder in den Fokus der Investoren – rechtzeitig zum Beginn der Berichtssaison für das zweite Quartal. Die bislang veröffentlichten Quartalszahlen in Europa sind ordentlich. Von den Unternehmen, welche bislang ihre Zahlen vorgelegt haben, konnten 63% die Erwartung übertreffen, nachdem die Gewinnschätzungen im Vorfeld der Berichtserstattung jedoch nach unten revidiert wurden. Speziell zyklische Branchen und Unternehmen aus der Finanzbranche berichten bislang stärker als defensivere Branchen. Nachdem der ifo-

AKTUELLES

Veranstaltungen



Besuchen Sie unseren Stand auf dem **11. Financial Planner Forum** am 20./21. November 2015 im KOSMOS in Berlin.

[Hier erfahren Sie mehr](#)



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2015

Geschäftsklimaindex drei Rückgänge in Folge verbuchen musste, hat sich die Lage im Juli überraschend stark aufgehellt, was auch auf die Entspannung in der Griechenland-Thematik zurückzuführen ist.

Auf der Rentenseite erholten sich die Anleihekurse in den letzten Wochen. Nachdem die 1%-Marke bei den 10-jährigen Bundesanleihen wiederholt getestet wurde, reduzierte sich die Rendite im weiteren Verlauf bis Monatsende auf ca. 0,70%, bei einem gleichzeitigen Rückgang der impliziten Volatilität. Nach der Kehrtwende im Griechenland-Drama und der daraufhin verstärkten Rückkehr in risikobehaftete Wertpapiere, engten sich die Risikoaufschläge in der Peripherie und bei den Unternehmensanleihen deutlich ein. So handeln die Spreads italienischer und spanischer Staatsanleihen wieder nahe den Levels von Anfang Mai. Auf der Unternehmensanleihenseite lagen die Risikoaufschläge zeitweise sogar unterhalb der Mai-Levels. Zusammenfassend trugen im Monat Juli also sowohl die Durations- als auch die Spread-Komponente zur positiven Wertentwicklung von Renten bei.

Aufgrund der Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklungen in China, der globalen Wachstumsaussichten und der zukünftigen US-Zinspolitik zeigten sich auf der Währungsseite v.a. Emerging Market-Währungen zuletzt deutlich schwächer. Gegen Monatsbeginn überwogen die Hoffnungen einer Griechenlandkrise, welche den EURUSD Kurs unterstützten. Dieses Bild änderte sich jedoch im Monatsverlauf, sodass EURUSD den Monat nahezu unverändert beendete. Der Dollar war zudem vor dem Beginn eines möglichen Zinserhöhungszyklus gut unterstützt.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

SKALIS FUNDS mit Zuwächsen

Im Juli bewegten sich die Aktienquoten zwischen 15% - 45% im SKALIS Evolution Flex sowie zwischen 5% - 20% im SKALIS Evolution Defensive und wurden dem Ansatz entsprechend sehr aktiv an die Marktgegebenheiten angepasst. Die Duration auf Portfolioebene wurde ebenfalls aktiv gesteuert und lag im Berichtszeitraum zwischen 1 und 2 Jahren im SKALIS Evolution Flex sowie zwischen 1,5 und 2,5 Jahren im SKALIS Evolution Defensive. Die Positionierung in inflationsindexierten Anleihen wurde im Monatsverlauf aufgrund schwacher Rohstoffpreise reduziert. Im Gegenzug dazu erfolgten selektive Investments in Unternehmensanleihen und Covered Bonds. Im Bereich der Covered Bonds wurde die verstärkte Neuemissionstätigkeit vor der Sommerpause genutzt.

Nach der negativen Wertentwicklung der Vormonate profitierten die SKALIS Fonds im Monatsverlauf von der Positionierung in Spread-Produkte (sowohl Peripherie- als auch Unternehmensanleihen) und von taktischen Aktieninvestments in der ersten Monatshälfte.

Der SKALIS Evolution Flex konnte die Positionierung im Spitzenfeld seiner Peergroup (Mischfonds EUR defensiv) weiterhin bestätigen.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2015

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 31.07.2015

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
8,43 %	4,59 %	9,32 %	4,58 %	10,15 %	5,12 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION FLEX IN 2015

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	3,17 %	2,52 %	0,65 %	-0,38 %	-0,37 %	-2,44 %	1,46 %					
I-Tranche	3,23 %	2,58 %	0,63 %	-0,49 %	-0,38 %	-2,49 %	1,52 %					
S-Tranche	3,26 %	2,59 %	0,72 %	-0,31 %	-0,32 %	-2,32 %	1,51 %					

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE

In Übereinstimmung mit der EU-Richtlinie 2004/39/EG (Markets in Financial Instruments Directive; sog. MiFID) und deren Umsetzung in nationales Recht sind an Retail-Kunden gerichtete Angaben über einen Zeitraum von weniger als 12 Monaten nicht zulässig.



STRATEGIE ENTSCHIEDET



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2015

KOLUMNE – Einer streift durch die Kapitalmärkte



Thema: Nicht Griechenland, sondern China ist der Elefant im konjunkturellen Porzellanladen!

Dr. Jens Bies
SKALIS FUNDS

Guten Tag!

Nachdem in Griechenland nun trotz des negativen Ausgangs des Referendums die Vernunft gesiegt hat und unerwartet sogar alle Auflagen der Gläubigerinstitutionen akzeptiert wurden, muss man sich schon wieder über den nächsten Brandherd am Kapitalmarkt Gedanken machen. Und dieser lautet China. In den letzten Wochen hat der chinesische Aktienmarkt ca. ein Drittel des Wertes verloren. Das ist der größte Kursrutsch seit vielen Jahren und als Reaktion darauf wurden viele Aktien vom Handel ausgesetzt bzw. staatliche und geldpolitische Stützungsmaßnahmen beschlossen, die zunächst nur bedingt halfen. In dieser Phase wurden ca. 3,5 Bill. USD an Börsenwert vernichtet. Um das Ganze in Perspektive zu setzen: Dieser Wert ist 10 Mal höher als das gesamte BIP von Griechenland. Somit braut sich in Asien etwas zusammen, das weit gefährlicher und bedeutender für die globale wirtschaftliche Entwicklung sein könnte als es Griechenland je war.

Um China und die Auswirkung des Börsencrashes auf die globalen Märkte und Ökonomien besser einschätzen zu können, macht es an dieser Stelle Sinn, sich zunächst mit einer Bestandsaufnahme der Ist-Situation in China zu beschäftigen.

Über drei Dekaden begleitet von einem günstigen, globalen Wirtschaftsumfeld und mit der Unterstützung von ca. 1,3 Mrd. Chinesen hat das bevölkerungsreichste Land der Erde ein integriertes, globales Produktionssystem aufgebaut, welches in Größe und Komplexität seines Gleichen sucht. China gehört mittlerweile in vielen Produktionssektoren nicht nur zu den Besten, sondern übernimmt häufig schon unangefochtene Führungspositionen, z.B. bei der Produktion von Agrarprodukten, wie Baumwolle, Getreide, Weizen, Reis, diversen Früchten, Gemüse-, Fisch- und Fleischsorten. Zudem belegt

China Platz eins in der Produktion von diversen Industrie- und Edelmetallen, z.B. Zink, Zinn, Blei, Eisen, Eisenerz, Stahl und Aluminium. Die Haupthandelspartner Chinas sind die USA, die EU, Japan und Korea. Mit Abstand wichtigster Handelspartner innerhalb der EU ist Deutschland. Knapp 7% der deutschen Exporte gehen nach China, während das Reich der Mitte ca. 3% vom BIP nach Deutschland exportiert. Somit ist die Volksrepublik der wichtigste Handelspartner für Deutschland in Asien. China ist seit 2010 die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt nach den USA, seit 2014 in Kaufkraft gemessen sogar die Größte. Durch die seit Jahrzehnten aufgebauten, deutlichen Leistungsbilanzüberschüsse hält China die weltweit höchsten Devisenreserven (Ende 2014 ca. 3,9 Bill. USD). Trotz des Status der Werkbank der Welt gibt es in China immer noch ein vergleichsweise niedriges Pro-Kopf-Einkommen und innerhalb des Landes enorme regionale und soziale Unterschiede sowie massive ökologische Probleme.

Nicht zuletzt deshalb und um die Produktivitätslücke zum Westen zu schließen, versucht die Kommunistische Partei Chinas seit Jahren, die Wirtschaft von einer zentralen Planwirtschaft in eine soziale Marktwirtschaft zu transformieren. Zur Unterstützung dieses Plans sind seit 2013 weitreichende Wirtschaftsreformen beschlossen worden. Schlüsselthemen sind dabei die Stabilisierung des Wachstums, soziale Gerechtigkeit und die Partizipation möglichst aller Bevölkerungsschichten an der weiteren wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung. Im Kern geht es darum, dass die chinesische Ökonomie von einer investitions- und exportorientierten zu einer innovationsgetriebenen, stärker auf Binnenmarkt ausgerichteten Volkswirtschaft umstrukturiert werden muss. Hierfür müssen v.a. Innovationsfähigkeit und Kreativität in der Gesellschaft gestärkt werden - auch durch

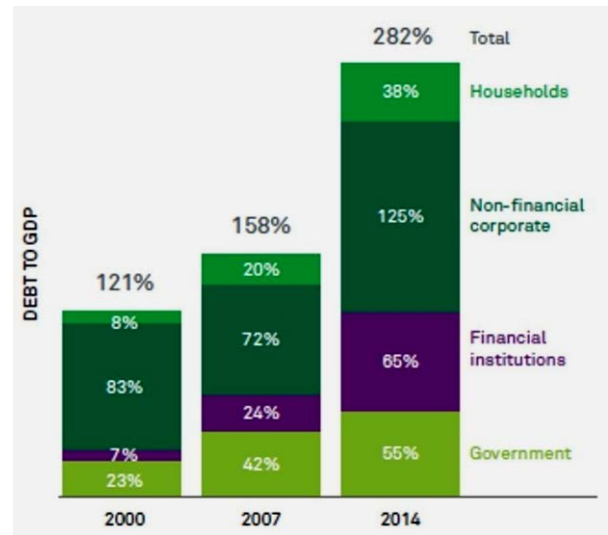


strukturelle Reformen im Bildungssystem. Bisher lässt sich feststellen, dass sehr viel Geld in (zumeist notwendige) Infrastrukturmaßnahmen gesteckt wurde, aber von den geplanten Reformen insgesamt noch viel zu wenig umgesetzt wurde.

Aktuell sieht man, dass China zwar immer noch Exportweltmeister ist, vor den USA und Deutschland (Stand Ende 2014), die Exportabhängigkeit aber bereits zurückgegangen ist und die Binnennachfrage bereits gestärkt wurde. Das liegt auch am gestiegenen Lohnniveau und der seit Jahren aufwertenden Währung, die seit 2009 inflationsbereinigt und handelsgewichtet um knapp 25% zulegte. Um nun vergleichsweise zu den gestiegenen Importen das geringere Exportvolumen und die damit verbundenen Wachstumseinbußen zu verringern, startete die chinesische Regierung ein umfangreiches, schuldenfinanziertes Infrastrukturprogramm. Die Frage, die sich dabei stellt: Inwieweit kann China diesen Transformationsprozess stemmen und gibt es in China mittlerweile ein Schuldenproblem?

Unstrittig ist, dass ein gewisses Wachstum notwendig ist, um sozialen Unfrieden innerhalb der Bevölkerung abzuwenden. Da Investitionen, außer bei der Infrastruktur, in den meisten Sektoren deutlich zurückgehen, ist das Wachstum zu sehr abhängig von neuen Schulden. Trotz einer lockeren Geldpolitik sind die Realrenditen hoch, denn es herrscht aktuell Deflation bei den Produzentenpreisen. Die Wachstumsrate bei der Verschuldung ist zwar abnehmend, aber immer noch steigend. Aktuell steigt die Verschuldung ungefähr zwei Mal so stark an wie das BIP. Von 2000 bis 2014 ist die Verschuldung bezogen auf das BIP von 121% auf 282% angestiegen (siehe Diagramm 1). An der Grafik erkennt man auch, dass speziell bei Unternehmen die Verschuldung seit der Finanzkrise nach 2007 massiv angestiegen ist. Insgesamt hat sich die Verschuldung seit 2007 fast verdoppelt. Diese Tatsache ist alarmierend! Die Regierung bemüht sich zwar, die Wachstumsrate der Verschuldung zu verlangsamen, von einem Schuldenabbau kann aber keine Rede sein. In den vergangenen 50 Jahren gab es vier vergleichbare Kreditblasen dieser Größe und Dynamik und alle endeten in einer Bankenkrise, die innerhalb von drei Jahren eintrat. Nichtsdestotrotz ist im Wesentlichen der chinesische Staat Gläubiger dieser Schulden. Er kontrolliert zudem die Banken und die Volkswirtschaft ist vergleichsweise eher als geschlossen einzustufen. Von daher sind die Konsequenzen dieses Verschuldungsanstiegs differenzierter zu betrachten.

Diagramm 1: Entwicklung der Verschuldung Chinas in % vom BIP 2000-2014



Quelle: BlackRock Investment Institute / McKinsey Global Institute, Stand: Feb. 2015

Im Zuge der Finanzmarktliberalisierung sind die Staatsgarantien jedoch geschwächt worden. Bei einer weiteren Liberalisierung und Öffnung der Volkswirtschaft für internationale Investoren wird die chinesische Regierung nicht umhin kommen, die angehäuften Schulden in irgendeiner Weise zu restrukturieren. Sinnvolle Maßnahmen wären sicherlich eine Reduzierung der Refinanzierungssätze, eine Verlängerung der Kapitalbindungsdauer sowie eine Rekapitalisierung der Banken und v.a. der Unternehmen. Vor diesem Hintergrund ist es ein sinnvoller Versuch der Regierung, das Sparvermögen der Bürger anzuzapfen, indem sie in Aktien investieren und damit indirekt die schwächelnde Wirtschaft anheizen. Von daher kommt der Zeitpunkt dieser massiven Kurskorrektur an den Aktienmärkten denkbar ungünstig.

Können uns ein China-Crash bzw. weiter fallende Aktienkurse gefährlich werden?

Das Potential für eine Ansteckung für die globale Ökonomie im Allgemeinen und die europäischen Märkte im Speziellen ist aus meiner Sicht nicht so dramatisch wie man es vielleicht nach so einem schnellen Kurseinbruch vermuten würde. Begründen lässt sich das mit den folgenden Argumenten:



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2015

- Der gut 30%-ige Abverkauf folgte auf einen Anstieg von mehr als 150% in den letzten 12 Monaten (siehe Diagramm 2). Rund 60% Plus entfielen dabei auf das laufende Jahr. Auch wenn vielleicht eine Vielzahl von Privatanlegern spät eingestiegen ist und diese massive Rally mitverursacht hat, so sind die meisten Anleger über einen längeren Zeitraum gerechnet immer noch deutlich im Plus, so dass wir in der Masse eher von unrealisierten Gewinnen reden als von Verlusten.
- Durch die massive Hausse am Aktienmarkt sind die Bewertungsrelationen stark angestiegen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis kletterte bis Mitte Juni durchschnittlich auf 32. In einigen Marktsegmenten, beispielsweise dem technologielaastigen ChiNext, gab es sogar Durchschnittsbewertungen von weit mehr als dem 140-fachen Gewinn. Angesichts derart hoher Bewertungen ist die aktuelle Gegenbewegung nicht komplett ungewöhnlich, sondern sogar gesund. Sie korrigiert nun einen Teil des sehr starken Anstiegs, auch wenn die Schärfe der Korrektur sicherlich zeigt, dass sich zuvor eine Blase aufgebaut hat. Zusätzlich verstärkt wurde diese Korrektur durch ein verschärftes Regelwerk für kreditfinanzierte Wertpapierkäufe, in dem Banken höhere Sicherheiten verlangen durften.
- In China sind ca. 10% der Bevölkerung Aktieneigner, so dass die große Mehrheit von diesen letzten Kurseinbrüchen nur peripher betroffen ist. Die meisten bilden ihr Vermögen über den Erwerb von Immobilien und/oder parken ihr Geld auf Sparkonten, da die heimische Finanzindustrie für den Aufbau von Vermögen noch nicht so ausgeprägt ist wie in anderen Industriestaaten. Das in Bankeinlagen investierte Vermögen übersteigt die Marktkapitalisierung aller A-Aktien daher noch ca. um das Fünffache. Zudem spielt der Aktienmarkt in der chinesischen Volkswirtschaft immer noch eine überraschend untergeordnete Rolle. An Streubesitzwert ist nur ca. ein Drittel des BIP verfügbar. Vergleicht man das mit anderen Industrienationen, die mehr als 100% des BIP an Streubesitzwert verfügbar haben, ist das doch eher ein geringer Wert. Logischerweise sind dann auch die Auswirkungen deutlich geringer, das gilt sowohl für Haussen als auch für Baissen am Aktienmarkt.
- China ist trotz der gerade stattfindenden Anpassungsprozesse immer noch eine exportorientierte Volkswirtschaft, die ihre Wachstumsimpulse im Wesentlichen aus dem internationalen Güterverkehr zieht und nicht aus dem Konsum, so dass die Zahl an (durchaus wohlhabenden) Privatanlegern, die evtl. Vermögensverluste hinnehmen mussten, der Wirtschaft durch Enthaltensamkeit beim Konsum nur bedingt schaden können. Auch wenn die Ökonomen bei der Auswirkung auf die Realwirtschaft gespalten sind, besagt zumindest die Theorie, dass temporäre Veränderungen beim Wohlstand der Haushalte nur einen geringen Einfluss auf das Spar- und Konsumverhalten haben. Viele Ökonomen verweisen aktuell auf den US-Börsencrash von 1987, der ohne wesentliche Rückwirkungen auf die Realwirtschaft ablief. Wahrscheinlich dürfte sich also das Wachstum etwas verlangsamen, aber ob dies schon innere Unruhen auszulösen vermag, die soziale Stabilität gefährdet und damit gar Asien oder die Weltwirtschaft bedroht, halte ich doch für überzogen.
- Durch die Tatsache, dass ausländische Investoren am chinesischen Aktienmarkt nur bedingt investiert sein dürfen (sog. A-Aktie)¹, sind Spillover-Effekte auf andere Börsen durch den unzureichenden, grenzüberschreitenden Kapitalverkehr eher begrenzt. Ausländische Investoren besitzen nur ca. 2% des chinesischen Aktienmarkts. Dass der starke Aktienmarktanstieg im Wesentlichen von Chinesen induziert war, zeigt ein Blick auf den für internationale Investoren geöffneten Aktienindex MSCI China, der in den letzten 12 Monaten in der Spitze nur knapp 40% zulegte. Auch die Kurskorrektur war mit 20% deutlich geringer als z.B. beim Shanghai Composite Index. Somit sind auch spezifische, chinesische

¹ Bis 2002 durften diese Aktien nur Chinesen erwerben. Seitdem sind diese auch für sog. Qualified Foreign Institutional Investors (QFII) erhältlich.



SKALIS FUNDS

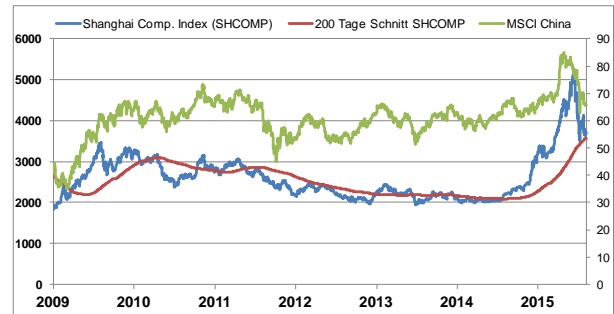
NEWSLETTER AUGUST 2015

Anleger betreffende Faktoren am Werk, die bei den A-Aktien diese hohe Volatilität ausgelöst haben.

- China ist ein sozialistisch geprägter Staat mit einem Ein-Parteien-System (Kommunistische Partei Chinas). Die größten Banken und Unternehmen sind demnach im Staatsbesitz, so dass der Staat ganz andere Einflussmöglichkeiten hat als in liberal-kapitalistisch geprägten Nationen. Bezogen auf den Aktienmarkt hat die chinesische Regierung speziell im zweiten Halbjahr 2014 Privatanleger „incentiviert“, in Aktien zu investieren, was die Aktienmarkttrally befeuert hat. Im Übrigen haben viele Anleger Aktien auch kreditfinanziert gekauft, was oftmals der Anfang vom Ende ist. Im Juli setzte Chinas Premierminister Keqiang neue Börsengänge vorerst aus und verpflichtete Wertpapierhäuser dazu, Aktienpakete zu kaufen. Zudem wurden eine Vielzahl von Unternehmen aus dem offiziellen Handel genommen und der Verkauf von Aktien für Investoren, die mehr als 5% des Unternehmens besitzen, für sechs Monate unter Verbot gestellt. Sicherlich wurde damit auch auf die fehlende Liquidität und die Volatilität an den Börsen reagiert. Diese Maßnahme macht aber deutlich, zu welchen drastischen Maßnahmen die Regierung im Stande ist und wie sehr sie den Aktienmarkt bereitwillig stützt.
- Viele der negativen Schlagzeilen, Risiken und Sorgen über Chinas Aktienmarktblase sind mittlerweile eingepreist und bekannt. Ein weiterer Abverkauf ist möglich, sollte von hier aus aber begrenzt sein.
- Vom technischen Bild hat der Aktienmarkt auf dem 200 Tage Durchschnitt aufgesetzt, pendelt nun seitwärts und könnte sich von hier aus stabilisieren bzw. wieder nach oben drehen.

Im Gegenzug lässt sich aber auch argumentieren, dass China als Reaktion auf die Erwartung einer sich abschwächenden Wirtschaft weniger Rohstoffe (v.a. Öl, Industrie- und Edelmetalle) importieren wird und deshalb deflationäre, wachstumsmindernde Tendenzen auf andere Märkte überschwappen.

Diagramm 2: Chinas Aktienmarkt seit 2009



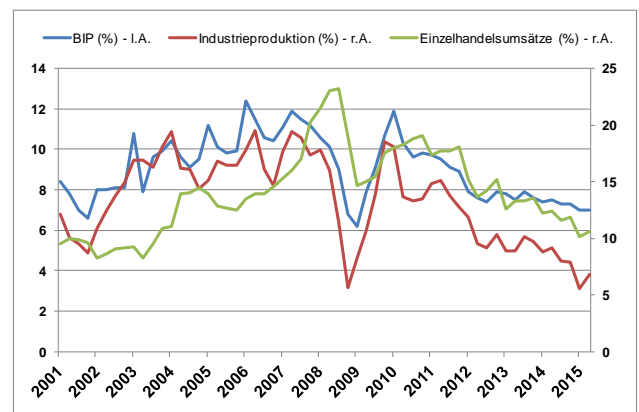
Quelle: Bloomberg, Stand: 04.08.2015 (Tagesdaten)

Diese Tatsache ist aber in den letzten Tagen wieder vermehrt eingepreist worden und o.a. Rohstoffe haben nochmals deutlich an Wert verloren. Von hier aus sind weitere Korrekturen bei der aktuellen Nachrichtenlage wohl eher unwahrscheinlich.

Wie groß ist der Einfluss Chinas auf die Weltmärkte?

Chinas drastisches Wirtschaftswachstum hat sich seit einigen Jahren nach unten angepasst und bewegt sich bereits seit 2010 nicht mehr im zweistelligen Bereich. Die aktuellen Wachstumszahlen sind die schwächsten seit 2009 und die zweitschwächsten in diesem Jahrhundert (siehe Diagramm 3). Auch die Subkomponenten auf Konsumenten- und Unternehmensseite sehen nicht besser aus, auf der Unternehmensseite scheint die Dynamik sogar noch deutlicher nach unten gerichtet als auf der Konsumentenseite.

Diagramm 3: Chinas ökonomische Aktivität seit 2001



Quelle: Bloomberg, Stand: 30.06.2015 (Quartalsdaten)

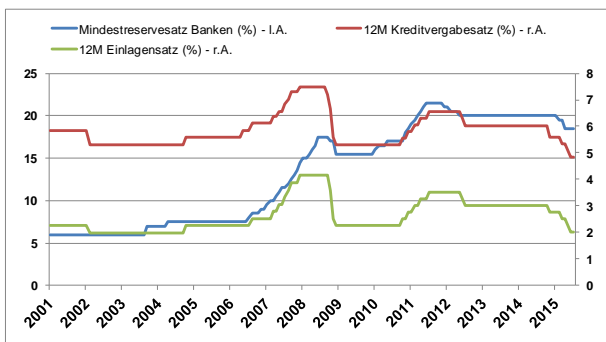


SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2015

In den letzten Zahlen lässt sich jedoch eine Stabilisierung erkennen. Sowohl die Industrieproduktion als auch die Einzelhandelsumsätze konnten im zweiten Quartal gegenüber dem vergleichsweise schlechten ersten Quartal wieder deutlich zulegen. Der Zeitpunkt dieser Stabilisierung könnte nicht besser sein. Auch wenn die Erholung im Wesentlichen durch geldpolitische Maßnahmen getrieben sein dürfte. Seit November ist sowohl der Kreditvergabe- als auch der Einlagensatz vier Mal reduziert worden. Ersterer ist von 6% auf 4,85%, letzterer von 3% auf 2% gesenkt worden. Auch der Mindestreservesatz für Großbanken ist seit Februar 2015 um 1,5% auf mittlerweile 18,5% angepasst worden (siehe Diagramm 4). Bedenkt man nun, dass die Maßnahmen ca. 6-9 Monate brauchen, um in der Volkswirtschaft anzukommen, kann man wohl von einer weiteren Stabilisierung ausgehen.

Diagramm 4: Chinas Geldpoliticsätze seit 2001



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.07.2015 (Monatsdaten)

Da die Aktienmärkte seit Mitte Juni aber ca. 30% nachgegeben haben, verkompliziert das den geldpolitisch positiven Effekt auf das Wachstum Chinas. Diverse Banken schätzen, dass der Boom im Finanzsektor getrieben durch die gestiegenen Aktienmärkte ca. 0,5% vom BIP im ersten Quartal ausgemacht hat - Tendenz steigend für das zweite Quartal. Aufgrund der Baisse am Aktienmarkt wird das dritte Quartal beim Wachstumspfad aber eher Bremsspuren hinterlassen haben, wobei die genaue Höhe schwierig zu schätzen ist. Nichtsdestotrotz ist eine weitere geldpolitische Lockerung im Bereich des Möglichen. Zudem wurde Ende Juli ein 37 Milliarden schweres Konjunkturprogramm von der Regierung aufgelegt, was zusätzliche Wachstumsimpulse generieren sollte. Von daher ist ein weiterer, deutlicher Rückgang der Wachstumswahlen in China nicht zu erwarten.

Mittelfristig wird das Potentialwachstum strukturell

bedingt weiter abnehmen, da die Volksrepublik sich, wie bereits erwähnt, in einem Transformationsprozess von einer export- und investitorientierten zu einer konsum- und innovationsorientierten Volkswirtschaft befindet. Nachvollziehbar ist auch, dass das Wachstum in einer Volkswirtschaft mit einem Pro-Kopf-Einkommen von mittlerweile knapp 8 Tausend USD nicht mehr im zweistelligen Bereich liegen kann. Nur vergleichsweise arme Volkswirtschaften mit hohen Produktivitätsunterschieden zu reichen Volkswirtschaften können noch zweistellig wachsen. China ist aber nicht mehr so arm. Der rasant wachsende Wohlstand der Bevölkerung (auch in der Breite) hat schließlich dazu geführt, dass das Lohnniveau flächendeckend gestiegen ist, was eine Produktion zu ehemals hohen Margen bei sehr hohen Ausstößen nunmehr unmöglich macht. In letzter Konsequenz bedeutet das aber eine Verbesserung der Binnennachfrage aufgrund des höheren Pro-Kopf-Einkommens der Bevölkerung. Je höher das Pro-Kopf-Einkommen, desto niedriger ist das relative Potentialwachstum einer Bevölkerung. Da die Prognosen für die nächsten fünf Jahre eher bei einem weiteren Anstieg von 3,5 Tausend USD ausgehen (ca. 40%!), kann man zukünftig auch mit weiter sinkenden Wachstumsraten rechnen, was die meisten Forschungsinstitute auch tun.² Und das Potential scheint weiter riesig, wenn man bedenkt, dass Wirtschaftsräume, wie die Eurozone, ein Pro-Kopf-Einkommen von knapp 40 Tausend USD haben.

Abschließend lässt sich sagen, dass ein Ende der Abschwungsdynamik Chinas von drei Faktoren abhängt:

- Weitere geldpolitische Impulse bzw. deutlich reduzierte Kapitalkosten, die die Abwärtsrisiken des Entschuldungsprozesses (gerade bei Banken und Unternehmen) lindern.
- Eine Verknappung der Überkapazitäten, die die Risiken in etablierten Sektoren mindern.
- Ein Ende der Korrektur am Immobilienmarkt, auch wenn das Wirtschaftswachstum zukünftig weniger immobilienlastig sein sollte als vor dem Platzen der Immobilienblase.

² Siehe Statista (2015): China: gross domestic product (GDP) per capita in current prices from 2010 to 2020 (in U.S. dollars), <http://www.statista.com/statistics/263775/gross-domestic-product-gdp-per-capita-in-china/>, Auszug vom 04.08.2015.



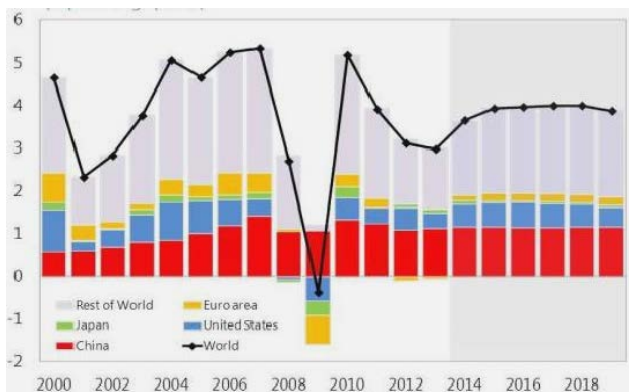
SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2015

Wenn man nun davon ausgeht, dass die Dynamik der Wachstumsabschwächung deutlich nachlässt und wir zunächst, auch durch die Unterstützung der Geld- und Wirtschaftspolitik, von einer Stabilisierung ausgehen dürfen, was bedeutet das für die Weltwirtschaft?

Mittlerweile ist China die zweitgrößte Volkswirtschaft der Erde und verfügt über ca. zwei Drittel der Wirtschaftsleistung der USA, den immer noch größten Wirtschaftsraum der Welt. Prognosen zufolge wird China aber USD-bereinigt bereits in 2019 den ersten Platz in dieser Statistik einnehmen. China wächst zwar im Vergleich zu 2007 nur noch mit etwas mehr als der halben Rate, allerdings von einem ganz anderen Niveau aus, so dass die Dynamik der Wachstumsabschwächung in der Bevölkerung kaum gespürt wurde. Tatsächlich kann ein größeres, aber schwächer wachsendes China in der Zukunft die gleichen weltwirtschaftlichen Wachstumsimpulse setzen wie ein kleineres, aber stärker wachsendes China aus 2007. Schließlich hat sich das reale BIP in der letzten Dekade fast verdoppelt. So wird China auch in Zukunft einen sehr wichtigen Anteil am weltweiten BIP haben. Relativ gesehen, speziell im Vergleich zu anderen Industrienationen, wird es voraussichtlich sogar noch an Bedeutung gewinnen. Das zeigt auch das folgende Diagramm 5. Seit 2011 trägt China bereits ca. ein Drittel zum Weltwirtschaftswachstum bei, Tendenz klar steigend. Japan und die Eurozone, als eher saturierte Volkswirtschaften, werden froh sein können, wenn sie keine Wachstumseinbußen hinnehmen müssen, während Chinas Bedeutung und Anteil an der Weltwirtschaft immer weiter zunimmt. Die USA sind zwar weiterhin unerlässlich für ein solides wirtschaftliches Wachstum, aber verlieren relativ stark an Bedeutung.

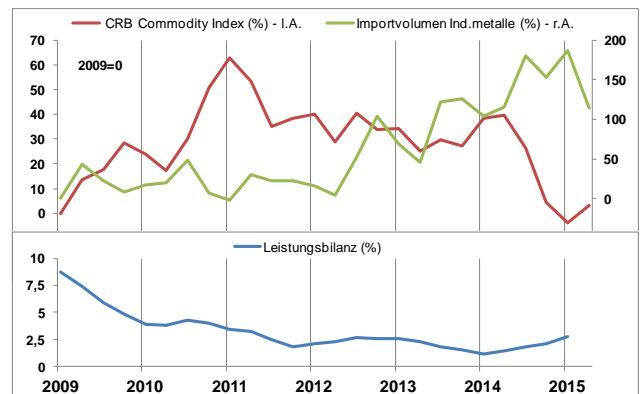
Diagramm 5: Beiträge zum Weltwirtschaftswachstum (in %)



Quelle: IMFdirect, Stand: 31.12.2013 (Jahresdaten)

Wie auch immer, Chinas Beitrag zum Weltwirtschaftswachstum sagt uns jedoch nichts darüber aus, ob die Volksrepublik auch für andere Länder wachstumsfördernd war. Es wäre auch möglich, dass chinesisches Wachstum zulasten des Wachstums anderer Volkswirtschaften stattfand. Die Frage, ob China also eine Quelle für die Nettonachfrage der restlichen Welt ist, hängt von der Entwicklung des Leistungsbilanzüberschusses ab. Chinas Leistungsbilanzüberschuss war kurz vor der Finanzkrise am höchsten, fiel seit 2008 stetig und steigt nun wieder an. Wenn der Leistungsbilanzüberschuss fällt, befeuert China die Nettonachfrage woanders auf der Welt, steigt der Überschuss an wie zuletzt, sorgt China für eine schwächere Nettonachfrage in anderen Ländern, so dass diese Volkswirtschaften weniger stark wachsen oder schrumpfen und die Geldpolitik dieser Länder lockerer ist als sie eigentlich sein müsste. Es lässt sich schlussfolgern, dass China nach der Finanzkrise ein wichtiger Stabilisator und Antreiber für das Wachstum in anderen Volkswirtschaften war, da der Leistungsbilanzüberschuss seit 2009 gesunken ist (siehe Diagramm 6). Da China aufgrund des von der Regierung im November 2008 ins Leben gerufenen Konjunkturprogramms besonders rohstoffhungrig ist, profitierten davon vor allem Rohstoffproduzenten.

Diagramm 6: Vergleich Importvolumen, Rohstoffindex und Leistungsbilanz seit 2009



Quelle: Bloomberg, Stand: 30.06.2015 (Quartalsdaten)

Diese Tatsache lässt sich auch am chinesischen Importvolumen für Industriemetalle erkennen, das seit 2009 stetig gewachsen ist und erst seit 2015 korrigierte, sich aber immer noch auf einem hohen Niveau befindet. Dass jedoch zuletzt vermehrt Rohstoffexporteure gelitten haben, lag nur in geringem Maße an dem rückläufigen Importvolumen der Chinesen in 2015. Dies diente



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2015

lediglich als Verstärker der Krise an den Rohstoffmärkten. Vielmehr waren hohe Lagerbestände und Überkapazitäten ursächlich für die breit angelegte Korrektur. Aktuell sind wir aus meiner Sicht eher in einer Konsolidierungsphase, wo Rohstoffe zwar noch in den letzten Zügen des Abverkaufs sein können, die Märkte auf diesen Niveaus aber eher Chancen als Risiken bieten.

Fazit:

Es wurde festgestellt, dass der Aktienmarktcrash trotz der Dynamik und der wesentlichen makroökonomischen Bedeutung Chinas sowohl für Inländer als auch für den Rest der Welt zwar bedrohlich, aber zu verschmerzen ist, sofern das Abwärtsmomentum vorerst gestoppt wurde. Viel gravierender ist aus meiner Sicht der langfristige Schaden, der durch die Marktturbulenzen für die Aktienkultur in China entstehen könnte. Angesichts der hohen Verschuldung des privaten Sektors, aber auch der Unternehmen, benötigt China dringend einen funktionierenden Kapitalmarkt. Nur so können Unternehmen ihre Eigenkapitalbasis stärken und Schulden abbauen. Ohne funktionierenden Kapitalmarkt wird es schwer, den langwierigen und schwierigen Umbau der chinesischen Wirtschaft erfolgreich voranzutreiben. Im Gefolge des Börsencrashes werden wir vermutlich Rufe nach einer weiteren Liberalisierung des Finanzsektors, nach einer Ausweitung der Rolle des Marktes sowie nach einer Ankurbelung des Binnenkonsums hören. Die Regierung hat Reformvorhaben zur Restrukturierung der Wirtschaft angekündigt, bisher jedoch kaum substantielle Maßnahmen getroffen. Aufgrund der massiven Verwerfungen mussten bereits zahlreiche Börsengänge und Kapitalerhöhungen abgesagt werden. Hält diese Entwicklung über einen längeren Zeitraum an, dann würde das wirtschaftliche Risiko stark zunehmen. Davon gehe ich allerdings nicht aus, schon allein deshalb, weil die Regierung und die chinesische Notenbank People's Bank of China (PBoC) derzeit gemeinsam versuchen, die Situation möglichst schnell zu beruhigen. Um das Wachstum zu stärken, hat die PBoC auch immer noch die Möglichkeit, die Mindestreserven und/oder die Refinanzierungssätze zu senken. Zudem braucht die chinesische Wirtschaft eine größere Flexibilität bei der Währung, die aktuell mit einer Bandbreite von 0,5% an den USD gekoppelt ist. Ohne diese Flexibilität wird die Effektivität von Geld- und Finanzpolitik deutlich negativ beeinträchtigt.

Eine Bemerkung noch zu dem aktuell aufkeimenden, in der Presse viel diskutierten Vertrauensproblem der chinesischen Regierung.

Die Bevölkerung, aber auch viele Volkswirte und Investoren gingen bisher davon aus, dass Peking im Zweifelsfalle stets die Macht und die Fähigkeit habe, die Wirtschaft in die gewünschte Richtung zu lenken. Es gab also bisher den Glauben an die Omnipotenz der Regierung. Die Wirtschaft wuchs stets ziemlich genau so stark, wie es das Zentralkomitee zuvor geplant hatte. Nach den Geschehnissen an den chinesischen Kapitalmärkten könnten jedoch Zweifel daran aufkommen, dass die Regierung die Konjunktur weiter im Griff hat. Fakt ist, dass sich Börsenkurse nicht wirklich manipulieren lassen, speziell dann nicht, wenn die Kapitalmärkte weiter geöffnet und liberalisiert werden. Je kapitalistischer und größer jedoch die chinesische Volkswirtschaft wird, desto mehr geht die Fähigkeit zur Feinsteuerung verloren – wie sich gerade eindrucksvoll zeigt.

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 AUGUST 2015



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 36.

Mit freundlichen Grüßen,
Ihr SKALIS TEAM

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

Name und Sitz der Gesellschaft
SKALIS Asset Management AG
Weihenstephaner Straße 4
D-85716 Unterschleißheim
Geschäftsführung: Andreas Grassl, Ingmar Przewlocka

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

Copyright © 2015 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 (Verkaufsprospekt, Wesentliche Anlegerinformationen, Jahres- und Halbjahresberichte) getroffen werden, die auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten. Die Verkaufsunterlagen sind seit dem Auflegedatum 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.