



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER SEPTEMBER 2015



Unterschleißheim, den 04.09.2015

Liebe Leserinnen und Leser,

zumindest etwas Gutes hat die augenblickliche Marktkorrektur, denn die weltwirtschaftlichen Auswirkungen von Problemfeldern haben sich wieder ins richtige Verhältnis entwickelt: Das griechische Schuldendrama kommt einem, angesichts der massiven Abverkäufe im Zusammenhang mit den Ungewissheiten bezüglich der weiteren Entwicklung in Asien, relativ harmlos vor. Befinden wir uns also in einer schweren Emerging-Markets-Krise und vertrauen die Marktteilnehmer noch in die Stärke der Zentralbanken eine Weltwirtschaftskrise abzuwenden? 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

Schwerster Markteinbruch seit 2011

Nach Griechenland versuchte nun der Kapitalmarkt, die schlechten Nachrichten aus China und das zögerliche Verhalten der FED bezüglich einer Zinsanhebung zu verarbeiten, was in einem massiven Kursrutsch an den internationalen Aktienmärkten mündete. So gab es, ausgehend vom chinesischen Aktienmarkt, mehrere Verkaufswellen rund um den Globus: der DAX und der EuroStoxx verloren im August in der Spitze rund 20%. Die Entwicklung der chinesischen Wirtschaft hält seit längerem nicht mehr mit den Entwicklungen der chinesischen Aktienmärkte schritt, wodurch es zu Verkäufen kam. Auch staatliche Unterstützungsmaßnahmen bzw. Verkaufsverbote konnten diesen Abverkauf, vor allem in den lokalen chinesischen Aktienmärkten, nicht verhindern. Neben der nachlassenden Wirtschaftsdynamik in China reagierten die Marktteilnehmer vor allem auf das zögerliche Verhalten der US-Notenbank, wodurch eine Zinsanhebung im September nahezu ausgepreist wurde. Beide Faktoren sowie ein deutlicher Preisrückgang bei Rohstoffen haben einen deutlichen Einfluss auf Schwellenländer, die ebenfalls stark unter Druck kamen. Mehr und mehr Investoren empfinden das Verhalten der FED als „Rumgeeiere“ und wünschen sich einen klareren Kurs der Notenbank.

AKTUELLES

Veranstaltungen



Besuchen Sie unseren Stand auf der **6. Hauptstadtmesse** der Versicherungs- und Finanzdienstleisterbranche am 22. September im ESTREL Hotel Berlin.

[Hier erfahren Sie mehr](#)



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 SEPTEMBER 2015

Verglichen mit den heftigen Aktienmarktbewegungen verzeichneten die Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen nur moderate Ausschläge. In der Monatsbetrachtung mussten 10-jährige Bundesanleihen sogar leichte Verluste hinnehmen. Nach dem vorläufigen Ende der Griechenland-Krise im Vormonat wurden auf der Rentenseite risikobehaftete Wertpapiere gesucht. Analog zu den Kursstürzen am Aktienmarkt weiteten sich die Risikoaufschläge, v.a. bei Unternehmensanleihen, im August jedoch deutlich aus. So handeln die Spreads von Corporate-Indices wie ITRAXX XOVER und ITRAXX Main nahe ihrer Höchststände während der Griechenlandkrise Anfang Juli und egalisierten damit komplett die Vormonatsbewegung. Zusammenfassend trugen im Monat August sowohl die Durations- als auch die Spread-Komponente zur negativen 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 nochmals deutlich schwächer. In dieser Gemengelage und aufgrund seines derzeitigen Status als „Funding“-Währung blieb der EURUSD-Kurs gut unterstützt und konnte sogar zeitweise den höchsten Stand seit 8 Monaten erreichen.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

SKALIS FUNDS mit deutlichen Verlusten

Die Ausprägung der Abverkäufe an den internationalen Aktienmärkten wurde seitens SKALIS FUNDS unterschätzt. Wir waren bis zuletzt unter fundamentalen als auch unter markttechnischen Gesichtspunkten sehr konstruktiv bezüglich risikobehafteter Wertpapierklassen eingestellt. Daher wurde diese Marktsicht auch in den Portfolien entsprechend umgesetzt. Der Abverkauf an den Aktienmärkten erfolgte jedoch sehr schnell und unter hohem Momentum. Dem aktiven Risikobudgetierungsansatz entsprechend wurden die Aktienquoten zurückgefahren. Durch die unerwartet starke Korrektur an den Märkten mussten die Fonds jedoch herbe Rückschläge in den Anteilspreisen verkraften. Nichtsdestotrotz bewegen sich die Fonds nach wie vor innerhalb ihrer Risikobudgets und können auf eine Markterholung entsprechend reagieren. Ob und wann eine Markterholung einsetzt, ist noch nicht absehbar, wodurch in den Portfolien eine defensivere Positionierung eingenommen wurde. Im Berichtsmonat bewegten sich die Aktienquoten zwischen 8% - 45% im SKALIS Evolution Flex sowie zwischen 3% - 23% 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 und 2,5 Jahren im SKALIS Evolution Defensive. Die Positionierung in inflationsindexierten Anleihen wurde im Monatsverlauf akzentuiert erhöht. Aufgrund von Mittelzuflüssen wurden vor allem Positionierungen in Unternehmensanleihen optimiert.

Aufgrund der Marktentwicklungen und der, relativ zu den Mitbewerbern offensiven Ausrichtung des Fonds, konnte der SKALIS Evolution Flex seine gute Positionierung im Spitzenfeld seiner Peergroup (Mischfonds EUR defensiv) nicht halten.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER SEPTEMBER 2015

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 31.08.2015

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
3,07 %	-0,57 %	3,89 %	-0,62 %	4,92 %	0,14 %

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 %	-4,94 %				
I-Tranche	3,23 %	2,58 %	0,63 %	-0,49 %	-0,38 %	-2,49 %	1,52 %	-4,97 %				
S-Tranche	3,26 %	2,59 %	0,72 %	-0,31 %	-0,32 %	-2,32 %	1,51 %	-4,74 %				

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.





Thema: US-Geldpolitik ist Zünglein an der Waage

Dr. Jens Bies
SKALIS FUNDS

Guten Tag!

Die U.S. Notenbank Federal Reserve (Fed) steht unmittelbar vor der Beendigung des größten geldpolitischen Stimulus seit ihrem Bestehen. Es war ein Ausflug in unbekannte Gefilde, als sie von 2008 bis 2013 für ca. drei Billionen USD Anleihen aufkaufte und so den Kapitalmärkten eine gigantische Liquiditätsspritze verabreichte. Zudem wurde der Leitzins gleichzeitig de facto auf null gesetzt. Es folgte eine beispiellose Rally an den Aktien- und Immobilienmärkten. Seit der endgültigen Einstellung der Staatsanleihenkäufe im Oktober letzten Jahres wartet die Fed nun auf eine finale Bestätigung, dass der wirtschaftliche Aufschwung stark und nachhaltig genug ist, um den seit fast sieben Jahren festzementierten Refinanzierungssatz von nahezu Null wieder anzuheben. Aufgrund der Konjunkturerholung bereitete die Fed-Vorsitzende Yellen den Markt bereits frühzeitig auf eine mögliche Zinsanhebung vor und wiederholte diese Bereitschaft in ihrer halbjährlichen Rede zur geld- und zinspolitischen Ausrichtung der Fed vor dem amerikanischen Kongress. Nachdem die weltwirtschaftlichen Wachstumsaussichten sich jedoch durch eine abkühlende chinesische Wirtschaft weiter eingetrübt haben (siehe dazu auch die Kolumne #8 des August-Newsletters) und Emerging Markets aufgrund ihrer Exportabhängigkeit mit abstürzenden Rohstoffpreisen aktuell eher Wachstumseinbußen hinnehmen müssen, wird der Zinsschritt der Fed durch den Kapitalmarkt wieder vermehrt infrage gestellt. Da spielt es der Fed augenblicklich nicht gerade in die Karten, dass U.S. Aktien im August den schärfsten Kursrutsch seit vier Jahren verkraften mussten und die Inflationserwartungen aufgrund historisch sehr niedriger Rohstoffpreise wieder deutlich gefallen sind. Auch das Protokoll der letzten Fed-Sitzung im Juli (Veröffentlichung Mitte August) ließ eher vermuten, dass der September noch nicht der

richtige Zeitpunkt für eine Erhöhung des Refinanzierungssatzes sein dürfte. Von offizieller Seite hieß es, dass die Voraussetzungen für die erste Zinserhöhung seit Juni 2006 noch nicht erfüllt seien, sich diesen jedoch stark annähern. Diese Einstellung wurde in der Folge nicht nur durch diverse Reden der Notenbanker gestützt, sondern seit Juni auch durch den IWF und die Weltbank. Der IWF würde der Fed sogar raten, ihren ersten Zinsschritt und damit die bereits eingeleitete Politik der geldpolitischen Normalisierung bis ins Jahr 2016 zu verschieben.

Wie dem auch sei, die erste Zinserhöhung der Fed rückt näher und damit stellen sich nicht nur Fragen nach der Rechtfertigung und dem richtigen Timing einer Zinsanhebung, sondern auch technische Fragen zur Normalisierung der Geldpolitik der größten Notenbank der Welt stoßen auf verstärktes Interesse. Zudem wird diese Politik Auswirkungen auf andere Wirtschaftsräume, speziell die Emerging Markets, haben. In dieser Kolumne werde ich diesen Fragestellungen auf den Grund gehen.

Bei dem jährlichen Treffen der Notenbanker in Kansas („Jackson Hole“), an dem auch der stellvertretende Fed-Vorsitzende Fischer in Vertretung für Yellen teilnahm, wurde deutlich, dass die Fed noch nicht über eine Zinswende im September entschieden hat. So hat die Fed noch Zeit, um in den nächsten zwei Wochen die Konjunkturdaten zu beobachten. In diesen zwei Wochen wird der Arbeitsmarktbericht vorgelegt sowie der ISM-Index¹ zum verarbeitenden und nicht-verarbeitenden Gewerbe. Ebenso wird die Fed weitere Daten zur Inflation, diverser

¹Der ISM-Einkaufsmanagerindex ist ein viel beachtetes Konjunkturbarometer. Das Institute of Supply Management (ISM) befragt 400 Einkaufsleiter über die Einschätzung der aktuellen Geschäftslage des Unternehmens. Ein Gesamtwert über 50 Punkte impliziert hierbei eine aufstrebende Wirtschaftsaktivität.



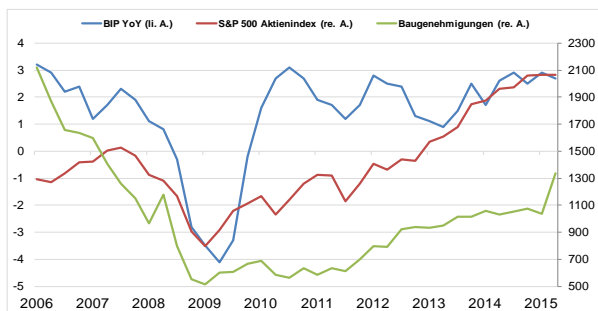
SKALIS FUNDS

NEWSLETTER SEPTEMBER 2015

Stimmungsindizes für den Konsum und zu den Einzelhandelsumsätzen bekommen. Durchaus ein Datenkranz, mit dem sich weitere Einschätzungen zur konjunkturellen Lage ableiten lassen. Die konjunkturelle Lage ist der Fed auch deshalb so immens wichtig, weil sie im Gegensatz zur EZB, die lediglich das Ziel Preisniveaustabilität verfolgt, ein duales Mandat hat. Auf geldpolitischem Weg soll sie die höchst mögliche Beschäftigung, unter Wahrung der Preisstabilität, gewährleisten. Implizit bedeutet das eine Auseinandersetzung mit sämtlichen konjunkturellen Daten, die den Arbeitsmarkt und das Preisniveau beeinflussen können. Um demnach eine Einschätzung zur Sinnhaftigkeit einer Zinserhöhung seitens der Fed vornehmen zu können, müssen wir uns ein übergeordnetes Bild zur ökonomischen Lage der USA verschaffen. Aussagen über Trends sind nur möglich, wenn man die Makrodaten über einen längeren Zeitraum betrachtet, z.B. seit der letzten Zinsanhebung in 2006.

Nachdem einige Zeit vor der Finanzkrise bereits der Häusermarkt abgestürzt ist, folgten dann als Folge der Liquiditätsengpässe und Zahlungsausfälle am Immobiliensektor der Aktienmarktrückgang und folgerichtig ein deutlicher Einbruch beim BIP-Wachstum. Nachdem die Fed allerdings Ende 2008 zusätzlich zu konventionellen Maßnahmen eine quantitative Lockerung beschloss, erholten sich sowohl die Kapitalmärkte als auch das BIP-Wachstum. Der Häusermarkt brauchte etwas länger, ist seit 2011 aber wieder im Aufwind. Allerdings ist er noch ein Stück von den Vorkrisenniveaus entfernt. Der Aktienmarkt ist bis zum Auslaufen des QE-Programms im Oktober 2014 stetig gestiegen und pendelt seitdem seitwärts.

Diagramm 1: Vergleich U.S. BIP vs. Aktien- und Häusermarkt seit 2006



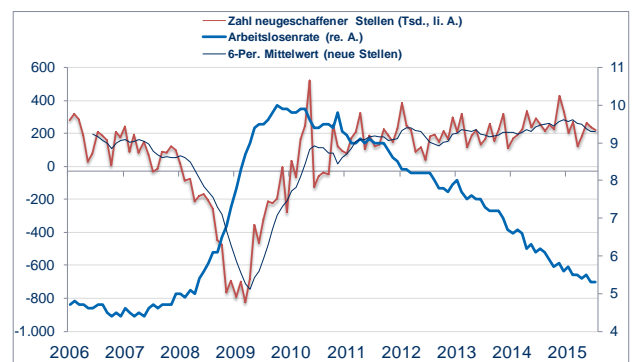
Quelle: Bloomberg, Stand: 30.06.2015 (Quartalsdaten)

Das BIP-Wachstum hat sich seit 2009 in der

Jahresrate ungefähr zwischen 2-3% eingependelt. Auch wenn man die letzten Zahlen des ISM-Index betrachtet, sind diese recht vielversprechend. Speziell der ISM-Index des Dienstleistungssektors, der für die Fed aufgrund der Ausrichtung der amerikanischen Volkswirtschaft auf den tertiären Sektor überaus wichtig ist, behauptet sich mittlerweile auf dem höchsten Stand seit 10 Jahren. Einziger Wehrmutstropfen ist der seit 2015 eher wieder deutlich rückläufige ISM-Index des verarbeitenden Gewerbes.

Am Arbeitsmarkt zeigt sich ein noch positiveres Bild, denn die amerikanische Volkswirtschaft entwickelt sich wieder stark in Richtung Vollbeschäftigung. Die Zahl neugeschaffener Stellen außerhalb des Agrarsektors ist in der Halbjahresrate wieder bei ca. 220.000 Stellen angekommen und die Arbeitslosenquote ist seit 2010 von knapp 10% in der Spitze auf aktuell ca. 5,3% gesunken und bewegt sich damit fast wieder auf Vorkrisenniveaus. Obwohl sich das Tempo der Neueinstellungen seit dem vergangenen Jahr abgenommen hat, würde schon die Hälfte ausreichen, um mit dem Bevölkerungswachstum Schritt zu halten. Vom Arbeitsmarkt kommen also trotz einer rückläufigen Partizipationsrate der erwerbstätigen Bevölkerung sehr positive Signale, die isoliert betrachtet eine Zinserhöhung rechtfertigen würden.

Diagramm 2: U.S. Arbeitsmarktsituation seit 2006



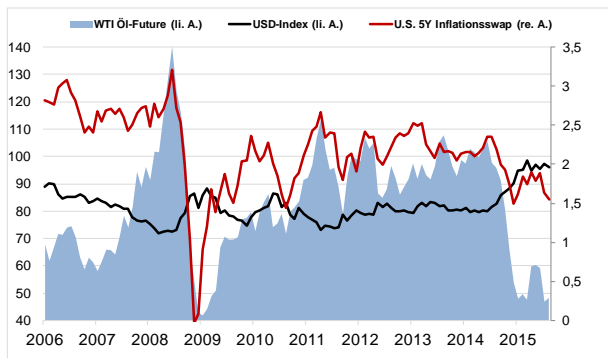
Quelle: Bloomberg, Stand: 31.08.2015 (Monatsdaten)

Ein etwas anderes Bild zeigt sich bei dem zweiten wichtigen Baustein des dualen Mandats der Fed, dem Erreichen eines 2%-Inflationsziels auf Sicht der nächsten zwei Jahre. Auch wenn sich sowohl Fed-Vize Fischer als auch das Fed-Gremium noch zuversichtlich zeigt, dass die aktuelle Situation sinkender Rohstoffpreise nur temporär ist, zeigt das nachfolgende Diagramm 3, dass die Inflationserwartungen auf mittlere Sicht (ausgedrückt durch



den fünfjährigen Inflationsswap) zurückgegangen sind. An dieser Stelle wird aufgrund der hohen Korrelation deutlich, dass der starke USD und der schwache Ölpreis nicht unwesentlich für diese Entwicklung waren. Nichtsdestotrotz ist deren Auswirkung deutlich geringer als z.B. zu Zeiten der Finanzkrise. Das hängt aus meiner Sicht sowohl mit der robusten wirtschaftlichen Entwicklung zusammen, als auch mit positiven Zeichen bei den Lohnzuwächsen. So sind die durchschnittlichen Lohnzuwächse mit gut 2% pro Jahr und des von der Fed viel beachteten Atlanta Lohnzuwachs-Tracker, der sich sogar über 3% in der Jahresrate eingependelt hat, ein untrügliches Zeichen für einen robusten Inflationsspfad. So lässt sich in der Beurteilung sagen, dass das Inflationsziel von 2% aktuell zwar noch nicht erreicht ist, aber bei leicht ansteigenden Rohstoffpreisen und einem sich weiter verbessernden Arbeitsmarkt in Verbindung mit robusten Lohnzuwächsen oberhalb von 2% zumindest erreichbar erscheint.

Diagramm 3: Vergleich Inflationserwartungen vs. USD-Index und Ölpreis seit 2006

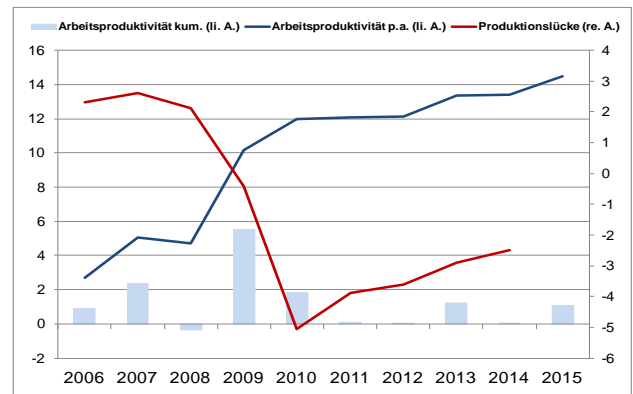


Quelle: Bloomberg, Stand: 31.08.2015 (Monatsdaten)

Zuletzt habe ich noch die Höhe der Arbeitsproduktivität bzw. der Produktionslücke in den Vereinigten Staaten analysiert. Die USA haben immer noch, auch im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern, eine sehr hohe Arbeitsproduktivität (aktuell ca. 66 Euro pro Stunde). Die Arbeitsproduktivität setzt Leistung zum Arbeitseinsatz bzw. reales BIP p.a. zum Arbeitsvolumen (Anzahl Erwerbstätige x Arbeitsstunden pro Erwerbstätigem p.a.) ins Verhältnis und ist eine sehr bedeutende Kenngröße für die Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Aktuell haben die USA sogar das höchste Produktivitätswachstum unter den entwickelten Ländern. Etwas anders verhält es sich hierbei in einer anderen wichtigen Kenngröße für den Zustand einer Volkswirtschaft, der Produktionslücke (sog. Output Gap), also die Abweichung des

realisierten BIP zum Potentialwachstum (geschätzte Produktionskapazität, die bei normaler Ausnutzung aller Produktionsfaktoren erreichbar wäre). Sie ist in den USA immer noch negativ, allerdings bei weitem nicht mehr so negativ wie zu Krisenzeiten. Zudem wurde die Produktionslücke seitdem um mehr als 3% verringert. Darüber hinaus muss berücksichtigt werden, dass das Potentialwachstum mit längerfristigen, vergangenen Durchschnittswerten geschätzt wird und deshalb z.B. bei Innovation, technischem Fortschritt und Auslastung der Produktionskapazitäten noch zu hohe Werte aus Vorkrisenzeiten gezogen werden, die aktuell nicht mehr haltbar wären. Würde man diese Faktoren bereinigen, erhielte man ein Potentialwachstum, welches sich dem realisierten BIP sehr stark annähern würde, so dass die Vereinigten Staaten ihre wirtschaftlichen Ressourcen effizient im Rahmen ihrer Möglichkeiten verwenden.

Diagramm 4: Vergleich U.S. Arbeitsproduktivität und Produktionslücke seit 2006



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2014 - 30.06.2015 (Quartals- und Jahresdaten)

Alles in allem rechtfertigen die Makro-Daten einen Zinserhöhungsschritt, auch wenn die niedrigen Inflationserwartungen den obersten U.S.-Notenbankern Kopfschmerzen bereiten. Denn ihre Annahme, dass sich der immer enger werdende Arbeitsmarkt in höheren Löhnen und damit mittelfristig in einer höheren Konsumentenpreisinflation niederschlägt, hat sich bislang nur bedingt bewahrheitet. Also was tun? Tatsächlich läuft es wohl darauf hinaus, dass der Arbeitsmarktbericht für August die Waage kippen lässt. Denn wenn dieser, neben einem robusten Beschäftigungszuwachs, auch ein weiter steigendes Lohnwachstum anzeigt, wird das die Zuversicht der Fed-Mitglieder stärken, dass ihr Inflationsziel in absehbarer Zeit erreichbar wird.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER SEPTEMBER 2015

Doch bis dahin stehen uns noch volatile Wochen bevor, in denen der Markt weiterhin auf Basis von Fed-Äußerungen und publizierten Wirtschaftsdaten zwischen dem Für und Wider einer Zinserhöhung im September abwägen wird. Auffällig ist, dass die Fed zumindest in der Vergangenheit nicht gerade für zuverlässige Inflationsprognosen bekannt war. Es ist somit fraglich, ob sie ihr Inflationsziel von knapp 2% in den nächsten zwei Jahren erreichen wird. In diesem Zusammenhang ist noch Folgendes wichtig: Sollte die Fed wider Erwarten in diesem Jahr keine Zinserhöhung durchführen bzw. im September den ersten Schritt verschieben, dürfte das der Markt nicht wie zuletzt als dovish und damit positiv für Risikomärkte interpretieren, sondern dafür hauptsächlich die weltwirtschaftlichen Wachstumssorgen verantwortlich machen. Diese Interpretation wäre aus meiner Sicht sehr negativ für z.B. den Aktienmarkt. Von daher denke ich, dass gute Daten und eine Zinserhöhung nach der drastischen Korrektur eher positiv für Aktien sind und sollte signalisieren, dass sich die Fed keine Sorgen um die Weltwirtschaft macht.

Angenommen die Fed wird entweder im September oder spätestens bis zum Dezember 2015 die Zinsen erhöhen: Wie wird das technisch vonstattengehen und wie plant die Fed eine Normalisierung ihrer Geldpolitik?

Bereits 2011 hat die Fed erstmals konkretisiert, wie sie sich eine Normalisierung ihrer Geldpolitik vorstellt. Diese Pläne wurden in der Folgezeit erweitert und angepasst. Sie sehen wie folgt aus:²

i. Zinssteuerung: Sobald die ökonomischen Voraussetzungen vorliegen, wird die Fed den Zielkorridor für den Leitzins von 0 - 0,25 % zwar anheben, aber das Delta des Zielkorridors von 25 Basispunkten beibehalten. Die Obergrenze des o.a. Zielkorridors wird der Einlagenzins sein, der das wichtigste Instrument darstellt, um die Leitzinsen bei dem immer noch sehr hohen Bestand an Überschussreserven anzuheben. Die Untergrenze des Zielkorridors wird hingegen der Reverse Repo Satz sein, welcher eher eine unterstützende Funktion bei der Kontrolle des Leitzinses einnimmt. Dieser Satz soll zukünftig wieder eingestellt werden.

ii. Bilanzsteuerung: Nach der Erhöhung des Leitzinses soll die Wiederanlage fälliger Anleihen aus dem Rückkaufprogramm eingestellt werden. Es sind jedoch keine Verkäufe des Wertpapierbestands vorgesehen. Zudem wird die Fed zukünftig wieder primär U.S. Staatsanleihen halten, wobei der Umfang des Portfolios nicht über das für die Durchführung der Geldpolitik notwendige Maß hinausgehen soll.

Zur Zinssteuerung lässt sich sagen, dass die Fed deutlich weniger Kontrolle über den Leitzins bzw. die Fed Funds Rate (kurz Fed Rate³ für Zentralbankguthaben) hat, als noch vor der Finanzkrise. Das liegt allen voran an den hohen Bankreserven, die im Zuge der Liquiditätsflutung über Anleihenkäufe stattgefunden haben. Mittlerweile befinden sich ca. 2,6 Bill. USD an Überschussreserven des Bankensystems auf der Passivseite der Fed-Bilanz. Da die Fed aber von den ca. 4,5 Bill. USD auf der Zentralbankbilanz ca. 4,2 Bill. USD in Wertpapieren aktiviert hat (Erwerb über QE-Programme), bleibt vieles von der Liquiditätsspritze der Fed volkswirtschaftlich ungenutzt. Theoretisch können die Banken diese Mittel durch Vergabe von Krediten oder den Ankauf von Wertpapieren von Nichtbanken reduzieren. Um die Fed Funds Rate zu steuern, tätigt die Fed Offenmarktgeschäfte, d.h. den An- und Verkauf von Wertpapieren zur Anpassung des Bestands an Reservenguthaben. Je höher der Bestand an Reserven (Wertpapierkauf = Liquiditätszuführung), desto niedriger der Fed Funds Zins und umgekehrt (Wertpapierverkauf = Liquiditätsentzug). Diese Steuerung kann freilich nur funktionieren, wenn Zentralbankguthaben insgesamt knapp sind, was z.Zt. nicht der Fall ist. Aus diesem Grund existiert aktuell ein Korridor, in dessen Bandbreite sich der effektive Fed Funds Satz einpendeln soll. Dieser Korridor könnte vsl. solange bestehen bleiben, bis die Bilanzsumme auf ein normales Niveau geschrumpft ist.

Auf lange Sicht möchte die Fed wieder von einem Zielkorridor auf ein Punktziel übergehen, weshalb auch Reverse Repos⁴ oder Term Deposits⁵

²Siehe dazu FED (2014): Policy Normalization Principles and Plans, zu finden unter: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization.htm>.

³Die Fed Rate ist der Zinssatz, zu dem sich amerikanische Finanzinstitute (i.d.R. täglich) untereinander Geld leihen, um ihre Salden im Rahmen der Mindestreserveverpflichtungen auszugleichen.

⁴Repos sind Wertpapierkäufe mit einer Rückkaufvereinbarung. Reverse Repos sind Wertpapierverkäufe mit einer Rückkaufvereinbarung zu einem leicht höheren Preis. Der Preisunterschied entspricht einem Zins. Der Reverse Repo ist zumeist ein Übernachtsgeschäft und entspricht aus Banksicht



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER SEPTEMBER 2015

mittelfristig wegfallen dürften. Der Einlagenzins, der Ende 2008 bei der Fed auf Reserveguthaben eingeführt wurde, dürfte allerdings Bestand haben, was eine strukturelle Änderung des geldpolitischen Instrumentariums gegenüber Vorkrisenzeiten bedeutet. Der Einlagenzins reduziert den Anreiz einer möglichst geringen Reservehaltung, was im Gegensatz zu Vorkrisenzeiten, als Einlagen bei der Fed nicht verzinst wurden, zu vergleichsweise deutlich höheren Bankbestandsreserven führen dürfte. Dennoch sieht der Plan der Fed vor, die Bilanz deutlich zu reduzieren. Die ursprüngliche Strategie bestand darin, mit der ersten Zinserhöhung Kupons und Tilgungen nicht zu reinvestieren. Auf der Juli-Sitzung haben die Fed-Mitglieder allerdings schon wieder angekündigt, dass Reinvestments von der konjunkturellen Lage und dem Ausblick abhängen und somit vsl. weiter solange stattfinden, bis der Zinserhöhungszyklus stärker vorangeschritten ist. Geht man allerdings davon aus, dass die aus fälligen Anleihen zufließenden Mittel nicht mehr am Anleihenmarkt angelegt werden, würde das die Bilanzsumme der Fed langsam abschmelzen lassen (siehe Diagramm 5). Von den 4,5 Bill. USD werden ab 2016 jährlich zwischen ca. 200-370 Mrd. USD fällig, so dass sich vornehmlich das Treasury-Portfolio (MBS haben sehr lange Laufzeiten) bis 2020 um über 1,3 Bill. USD reduzieren würde. Zudem würde sich die Bargeldhaltung im gleichen Zeitraum um ca. 750 Mrd. USD erhöhen. Im Umkehrschluss hieße das, die Bankreserven würden sich im gleichen Zeitraum von aktuell ca. 2,6 Bill. USD auf dann ca. 450 Mrd. USD verringern. Somit hätte sich die Fed-Bilanz fünf Jahre nach dem Lift-Off wieder normalisiert und spätestens dann könnte man wieder von einer normalen Geldpolitik sprechen.

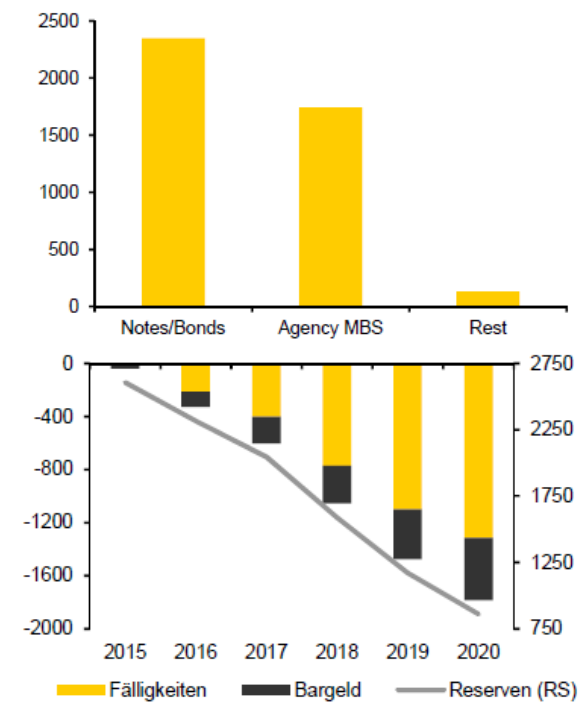
Bis dahin werden die hohen Reserven der Fed allerdings für hohe Zinskosten sorgen, die in einem Zinserhöhungszyklus tendenziell enorm steigen werden und somit den Gewinn der Fed abschmelzen lassen. Bei diesen finanziellen Belastungen könnte der Fed politisches Ungemach drohen, spätestens dann, wenn im Kongress infrage gestellt würde, warum die Notenbank den seit der Krise alles andere als populären Geschäftsbanken so viel Zinsen zahlt und im Umkehrschluss weniger an den Finanzminister

einer Einlage bei der Fed. Im Unterschied zu einer normalen Einlage können beim Reverse Repo nicht nur sog Primary Dealers mitmachen, sondern fast alle Finanzinstitute und Vermögensverwalter.

⁵ Term Deposits entsprechen einer Einlagenfazilität, wo Banken für eine längere Zeit Geld bei der Fed parken können. Die Laufzeiten sind länger als bei Reverse Repos, i.d.R. ca. 1-3 Wochen.

überweist!

Diagramm 5: Wertpapierportfolio der Fed und automatischer Abbau der Bankreserven (per Jahresende; in Mrd. USD)



Quelle: COMMERZBANK (2015) - USA-Wie kann die Fed die Zinsen erhöhen?, Economic Insight, Stand: 06.08.2015

Bleibt abschließend zu klären, welche Länder besonders hart von einer Zinserhöhung der Fed betroffen wären?

Seit der Abwertung der chinesischen Währung und dem Einbruch der Rohstoff- und Aktienmärkte (letzteres speziell in China) rücken die Schwellenländer zurück in den Fokus der Anleger. Die Besorgnis ist teilweise verständlich, da sich viele Staaten, Unternehmen und Privatpersonen in USD verschuldet und berechtigte Ängste vor einem Zinsanstieg und einer daraus folgenden USD-Aufwertung haben. Da die Anleihenmärkte vieler Emerging Markets Länder eine hohe Korrelation zu den U.S.-Zinsmärkten aufweisen, kann ein Fed-Zinsanstieg in letzter Konsequenz zu einem deutlich höheren Schuldendienst des jeweiligen Landes führen. In diesem Zusammenhang werden Erinnerungen an die Asienkrise Ende der Neunziger wach. Zur Erinnerung: Die Ursache der damaligen Asienkrise war ein allzu schneller Aufbau von kurzfristigen Dollarkrediten, die speziell in Thailand in langfristige Projekte investiert

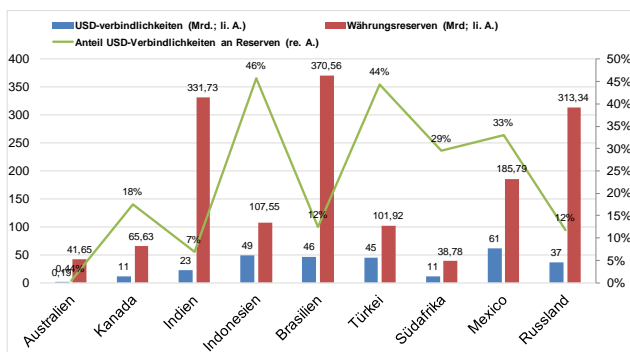


SKALIS FUNDS

NEWSLETTER SEPTEMBER 2015

wurden. Als dann Liquiditätsengpässe aufgrund der Immobilienkrise auftraten und ausländische Anleger panisch reagierten, breitete sich die Krise auf die ganze Region und darüber hinaus aus. Aus heutiger Sicht sind Emerging Markets jedoch besser aufgestellt. Das makroökonomische Gerüst ist stärker und die Wechselkurse flexibler. Die Infrastruktur der Finanzsysteme verhält sich robuster und die aufsichtsrechtlichen Vorschriften sind schärfer. So sind z.B. USD-Verbindlichkeiten deutlich geringer als zu Zeiten der Asienkrise, was u.a. auch an der Etablierung und Stärkung von heimischen Anleihemärkten liegt. Zudem sind die Währungsreserven wesentlich größer geworden (siehe Diagramm 6).

Diagramm 6: Analyse Abdeckung USD-Verbindlichkeiten mit Währungsreserven



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.08.2015

Trotz der Fortschritte ist jedoch Vorsicht geboten. Viele große Schwellenländer haben aktuell immense strukturelle Probleme, wie z.B. Brasilien oder die Türkei. Beide haben sowohl Budget- als auch Leistungsbilanzdefizite und speziell die Türkei konnte als Rohstoffimporteur kaum von den deutlich gefallen Rohstoffpreisen profitieren. Brasilien steckt mitten in einer tiefen Depression. Auch Indien und Indonesien haben sog. Twin-Defizite (Leistungs- und Budgetbilanz). Sie haben lediglich den Vorteil, dass neue Regierungen mittlerweile notwendige strukturelle Reformen angegangen sind und dies auch bereits von ausländischen Investoren honoriert wurde. Viele der großen Emerging Markets, allen voran China, hatten in den letzten Jahren einen boomenden Kreditzyklus oftmals in Kombination mit drastischen Preisanstiegen am Immobilienmarkt, der die private Verschuldung deutlich nach oben getrieben hat. Bei einigen Ländern sind USD-Verbindlichkeiten speziell auf der Unternehmensseite stark angewachsen (siehe Diagramm 7). Sollten dort Zahlungsschwierigkeiten aufkommen, ist es

fraglich, ob die Währungsreserven für private Liquiditätsengpässe genutzt werden können. Besonders interessant ist, dass die einheimischen Banken ebenfalls von der steigenden USD-Verschuldung der Unternehmen betroffen sind. Denn die Unternehmen haben oft große USD-Liquidität im heimischen Bankensystem deponiert, was für Kredite genutzt worden ist. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zeigt in diesem Zusammenhang auch klar auf, wie gefährlich ein Zinsanstieg sein dürfte.⁶ Noch ist es nicht so weit. Aber es ist heute schon klar, dass sich die Schwellenländer seit 2009 in eine schwierige Lage gebracht haben. Sie sind aktuell das schwächste Glied der Weltwirtschaft geworden.

Diagramm 7: Anstieg privater Verschuldung in Fremdwährung bei Unternehmen



Quelle: Weltbank (2015) - Global Liquidity and External Bond Issuance in Emerging Markets and Developing Economies, Working Paper Nr. 7363, S. 26.

Besonders gefährdet sind Rohstoffexporteure, die stark vom Superzyklus der Rohstoffe profitieren, die Zeit für strukturelle Reformen nicht genutzt und in dieser Zeit die globalen Funding-Konditionen (speziell in USD) stark ausgeschöpft haben. Brasilien sticht da sicherlich negativ heraus! Eines ist klar: Seit der Asienkrise hat sich der Beitrag von Emerging Markets zum Welt-BIP auf ca. 50% erhöht. Schwächeln diese Länder nun aufgrund vom IWF erwarteter deutlich rückläufiger Produktivität, werden sie viel weniger zum weltwirtschaftlichen Wachstum beitragen als bisher. Die daraus entstehende Wachstumsdelle dürfte wohl kaum von den Vereinigten Staaten aufgefangen werden. Ebenso wenig von entwickelten Ländern, wie Australien oder Kanada, die als Rohstoffexporteure auch mit dem Ende des Superzyklus kämpfen und ebenfalls strukturelle Probleme haben, teilweise sogar Twin-Defizite aufweisen (siehe Diagramm 8). Australien besitzt

⁶Siehe dazu BIZ (2015): Bond markets and monetary policy dilemmas for the emerging markets, Working Paper Nr. 508, August 2015.

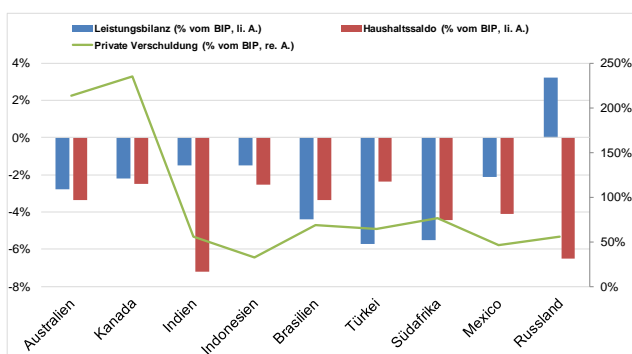


SKALIS FUNDS

NEWSLETTER SEPTEMBER 2015

zudem eine sehr große Exportabhängigkeit zu China. Auch diesen Ländern bereitet der Zinsanstieg in den USA große Sorgen. Europa und Japan werden ebenfalls kein großer Wachstumsmotor sein, so dass eine zunehmende Angst über ein Einbruch des weltwirtschaftlichen Wachstums sicherlich nicht unberechtigt ist.

Diagramm 8: Analyse der Verschuldungssituation ausgewählter Länder



Quellen: Leistungs- und Haushaltsbilanz: Statista, Stand: Ende 2014; Private Verschuldung: Bloomberg, Deutsche Bank, Stand: 06/2015.

Fazit:

Aufgrund obiger Analyse lässt sich feststellen, dass die Fed aus makroökonomischer Sicht durchaus berechtigt wäre, die Zinsen zu erhöhen. Sie wird dabei den Zinskorridor von 0,25% beibehalten und im Wesentlichen über eine Anhebung des Einlagenzinses den Korridor als Ganzes nach oben bewegen. Es ist zu erwarten, dass der Zinserhöhungszyklus mit einer Erhöhung von 0,25% dieses Jahr beginnen und aufgrund der Projektionen der Fed Funds Rate insgesamt eher moderat ausfallen wird. 1,625% sind im Mittel die aktuellen Projektionen der Fed-Mitglieder bis Ende 2016, was gut fünf Zinserhöhungsschritten à 0,25% in diesem Zeitraum entsprechen würde. Zudem wird dieser Zinserhöhungszyklus datenabhängig sein, was die Fed auch immer wieder betont hat. Eine Reduzierung der Fed-Bilanz durch ein nicht stattfindendes Reinvestment der Kupons und Tilgungen der auf dem Buch befindlichen Anleihen wird für einen Rückgang der Bankreserven sorgen, die der Fed die zukünftige Steuerung des Leitzinses erleichtert. Von der Zinserhöhung der Fed werden v.a. Emerging Markets besonders hart betroffen sein, deren USD-Verschuldung in den letzten Jahren massiv angestiegen ist und die gleichzeitig wenige Währungsreserven aufbauen konnten. Aber auch Länder, die Rohstoffexporteure sind und vom Anpassungsprozess der

chinesischen Volkswirtschaft stark beeinflusst werden kommen unter Druck.

Insgesamt stehen die Fed, wie auch andere Zentralbanken auf der ganzen Welt, vor dem Problem, dass eine längere Periode niedriger Zinsen noch keine nachhaltige Konjunkturerholung angeschoben hat. Dazu kommen langfristige Probleme wie die alternde Erwerbsbevölkerung (und dadurch die im Trend niedrigere Partizipationsrate), die das Wachstum dämpfen könnten. Als Gegenmittel empfiehlt der IWF Maßnahmen wie Investitionen in Infrastruktur, eine Ausweitung der Erwerbsbeteiligung und die Verringerung von aufsichtsrechtlichen Hürden für Unternehmen. Ein spezifisches Problem wird es der Fed besonders schwer machen, dem Zinserhöhungspfad zu folgen: die Divergenz der weltweiten Zentralbankpolitik. Sie steht im starken Gegensatz zur Politik der EZB, der japanischen Notenbank und der People's Bank of China. Dies dürfte den USD zukünftig weiter aufwerten lassen und zusammen mit der Schwäche bei den Emerging Markets starke Bremsspuren beim zarten Pflänzchen des Aufschwungs hinterlassen.

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 SEPTEMBER 2015



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 40.

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 (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.