



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015



Unterschleißheim, den 04.12.2015

Liebe Leserinnen und Leser,

nach dem freundlichen Oktober war auch der November von einem weiteren Kursanstieg risikobehafteter Wertpapiere wie Aktien und Peripherieanleihen geprägt. Trotz einer steigenden Ungewissheit aufgrund der geopolitischen Situation durch die Terroranschläge von Paris gaben auf Seiten der Kapitalmärkte weiterhin die Notenbanken den Takt vor. Unser Newsletter wird Sie in gewohnter Weise darüber informieren, wie das Portfoliomanagement von SKALIS FUNDS dem nach wie vor nicht ruhiger werdenden Marktumfeld begegnet ist.

Viel Spaß beim Lesen wünscht das Team von SKALIS FUNDS

MARKTKOMMENTAR

Märkte merzen August-Scharte aus

Auch den November beendeten die Aktienmärkte mit einer sehr positiven Kursentwicklung und befinden sich wieder auf den Kursniveaus vor dem China-Crash im August. Beeindruckend ist aber auch die anhaltend hohe Volatilität an den Kapitalmärkten. Im Jahresverlauf war es letztendlich richtig, Rücksetzer für einen weiteren Aufbau von Risikopositionen zu nutzen. Auch die Terroranschläge von Paris und die weiterhin ungelösten Probleme in den Schwellenländern konnten die gute Grundstimmung an den Kapitalmärkten nur kurz eintrüben. Nach wie vor wirkt gerade die EZB-Politik marktunterstützend. Jenseits des Atlantiks bereitet indes die Vorsitzende der FED Janet Yellen die Märkte auf den ersten Zinsschritt seit der Lehman-Pleite vor. Aufgrund der deutlich expansiveren Notenbankausrichtung in Europa entwickelten sich US-amerikanische Aktien gegenüber ihren deutschen bzw. europäischen Pendants erneut schlechter. Der DAX legte im Monatsmonat um ca. 5% und der EuroStoxx um ca. 2,6% zu. Der Dow Jones stieg hingegen nur um ca. 3,2% an und der S&P 500 schloss den Monat fast unverändert.

Die Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen bewegten sich im Monatsverlauf in einer Spanne von 44 bis 72 Basispunkten und zeigten, verglichen mit den heftigen Aktienmarktbebewegungen, nur moderate Ausschläge. In der Monatsbetrachtung blieb die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen fast unverändert bei 47 Basispunkten. Neben der positiven Wertentwicklung von Staatsanleihen der europäischen Peripherie wiesen vor allem auch inflationsindexierte Anleihen eine sehr gute Performance auf Monatsbasis aus. Etwas abgeschwächerter zu den Kursanstiegen am Aktienmarkt engten sich die Risikoaufschläge bei

AKTUELLES

Veranstaltungen

**Investor Call: Dienstag, 15.12.2015
um 15h**

Ingmar Przewlocka, Vorstand und CIO der SKALIS Asset Management AG, gibt Einblicke, wie er die Lage an den Märkten derzeit beurteilt und wie SKALIS FUNDS die aktuellen Herausforderungen erfolgreich in den Mischfonds meistert.

[Zur Anmeldung](#)



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015

Unternehmensanleihen im November nochmals leicht ein. Covered Bonds behaupteten sich im allgemeinen risikofreundlichen Umfeld. Zusammenfassend trug auch im Monat November die Spread-Komponente zur positiven Wertentwicklung bei.

Die Aussicht auf eine stärkere Ausweitung des Renditeabstandes dies- und jenseits des Atlantiks brachte den Euro, als auch andere Währungen, gegenüber dem US-Dollar weiter unter Druck. Aufgrund des insgesamt weiterhin risikofreundlichen Umfeldes entwickelten sich die Schwellenländer gut.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

SKALIS FUNDS partizipieren deutlich von Erholungsrally

Der abermalige Kursanstieg an den Kapitalmärkten zeigte sich auch in der Monatsperformance der SKALIS FUNDS. Abermals konnte das Portfoliomanagement im Rahmen des aktiven Managementansatzes sehr gut von der Wertaufholung an den Märkten partizipieren und den Performancerückgang aus dem August fast vollständig ausmerzen. Erneut bestätigte sich unsere positive Markteinschätzung für risikobehaftete Vermögenswerte. Die Aktienquoten bewegten sich im Berichtsmonat durchweg im positiven Terrain zwischen 15% und 40% im SKALIS Evolution Flex sowie zwischen 5% und 20% im SKALIS Evolution Defensive und wurden dem Ansatz entsprechend sehr aktiv an die Marktgegebenheiten angepasst. Zusätzlich behielt das Fondsmanagement die Übergewichtung von deutschen gegenüber US-amerikanischen Aktien bei, was abermals einen positiven Performancebeitrag generierte.

Im Anleihesegment profitierten die Portfolien im November erneut von der offensiveren Ausrichtung durch den Fokus auf Peripherie- und Hybridanleihen. Die Duration auf Portfolioebene wurde aktiv gesteuert und lag im Berichtszeitraum zwischen 1,3 und 2 Jahren im SKALIS Evolution Flex und zwischen 1,3 und 3 Jahren im SKALIS Evolution Defensive. Einen besonders positiven Performancebeitrag generierte die Beimischung von inflationsindexierten Anleihen, welche im Monatsverlauf durch eine Aufstockung US-amerikanischer Inflation nochmals leicht erhöht wurde.

Auch die Währungsseite verzeichnete mit der Übergewichtung von US-Dollar, Mexikanischen Pesos und Südafrikanischen Rand gegenüber Euro eine positive Wertentwicklung. Gegenüber Schwellenländern nimmt das Portfoliomanagement eine sehr differenzierte Haltung ein und bevorzugt nach wie vor eher Länder mit geringeren US-Dollar-Verbindlichkeiten.

Aufgrund der Marktentwicklungen und der weiterhin, relativ zu den Mitbewerbern, offensiveren Ausrichtung des Fonds, konnte der SKALIS Evolution Flex seine Positionierung innerhalb der Peergroup (Mischfonds EUR defensiv) abermals verbessern und befindet sich somit wieder im oberen Drittel.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 30.11.2015

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
7,47 %	3,67 %	8,53 %	3,82 %	9,73 %	4,72 %

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 %	-1,19 %	3,95 %	1,52 %	
I-Tranche	3,23 %	2,58 %	0,63 %	-0,49 %	-0,38 %	-2,49 %	1,52 %	-4,97 %	-1,13 %	4,00 %	1,59 %	
S-Tranche	3,26 %	2,59 %	0,72 %	-0,31 %	-0,32 %	-2,32 %	1,51 %	-4,74 %	-1,10 %	4,03 %	1,64 %	

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



Thema: Krisenherd Rohstoffe - Wie gefährlich ist der Ausverkauf?

Dr. Jens Bies
SKALIS FUNDS

Guten Tag!

Seit 15 Jahren erachten Investoren Rohstoffe als sinnvolles Investment zur Beimischung in ihren Portfolios. Vielen ist hinlänglich bekannt, dass Rohstoffe im Vergleich zu anderen Anlageklassen, wie Renten (mithilfe der Kupons) oder Aktien (mithilfe der Dividende), keinen natürlichen Zahlungsstrom haben und die Investoren somit komplett vom Angebots- und Nachfrageverhalten der Produzenten und Konsumenten abhängig sind. Darüber hinaus sind Rohstoffe über den ökonomischen Zyklus deutlich volatiler als andere Anlageklassen, was wiederum Auswirkungen auf den risikoadjustierten Ertrag eines Portfolios hat. Trotz dieser Nachteile scheinen die meisten Investoren aber beim Kampf um die weltweiten Rohstoffressourcen instinktiv an steigende Preise zu denken. Schließlich gelten die Schätze der Erde als endlich und ein Kampf darum als preistreibend. So fühlten sich die Investoren zum Start des neuen Millenniums bestätigt, als der Rohstoff-Superzyklus Fahrt aufnahm. Die Rohstoffpreise stiegen stetig, weil der Nachfragehunger diverser Schwellenländer, allen voran Chinas, das Angebot bei weitem übertraf. Als Folge dessen wurde bei vielen rohstoffexportierenden Ländern stark in die Erweiterung des Rohstoffangebots und die Verbesserung der Förderungstechnologien investiert. Doch seit der Finanzkrise und dem Ende des Rohstoffbooms im Juni 2008 ist nichts mehr wie es war. Förderländer und Produzenten führen einen erbitterten Rohstoffkrieg untereinander und die Preise befinden sich spätestens seit der vierjährigen Baisse (startend im März 2011) im freien Fall. Die Dynamik hat in 2014 und in 2015 sogar noch deutlich zugenommen. Viele sprechen gar von einem Crash an den Rohstoffmärkten. Doch wie schlimm steht es eigentlich um den Rohstoffmarkt? Um das beantworten zu können, ist zunächst eine Bestandsaufnahme nötig, welche die Entwicklung dieser Anlageklasse genauer

analysiert, so dass entsprechende Schlussfolgerungen für die Kapitalmärkte getroffen werden können.

Rohstoffe umfassen im Finanzmarkt die Energierohstoffe, Metalle und Agrarrohstoffe, wobei Metalle oftmals noch in Industrie- und Edelmetalle unterteilt werden. Wichtigster Einzelrohstoff im Energiebereich ist unbestritten das Öl, bei den Industriemetallen Kupfer und bei den Edelmetallen das Gold. Betrachtet man die Total Returns der verschiedenen Rohstoffbereiche und der wichtigsten Einzelrohstoffe seit dem Beginn der Finanzkrise (06/2008) muss man feststellen, dass ein Rohstoffinvestment in den S&P GS Commodity Index in dieser Periode bis heute einen Verlust von 78% gebracht hat (siehe Diagramm 1). Ein Investment in den Subindex Energie brachte sogar noch 7% mehr Verlust ein. Auch die Industriemetalle und die Agrarrohstoffe waren mit 56% bzw. 53% verlustbringend. Lediglich Edelmetalle haben sich, gestützt durch das Gold und dessen Charakter als sicherer Hafen, im Nachgang zur Finanzkrise leicht positiv entwickelt. Nach dem Ende des Superzyklus in 2008 haben sich u.a. auch durch die weltweiten Maßnahmen der Notenbanken die Preise wieder stabilisiert und konnten sich im Zuge dessen bis Anfang 2011 deutlich erholen. Seitdem befinden wir uns aber wieder im freien Fall, so dass die Total Returns o.a. Rohstoffgruppen in der Periode März 2011 bis heute ebenfalls sehr negativ sind. Dies gilt nun auch für Edelmetalle, die zwar weniger als die Energie- und Agrarrohstoffe sowie die Industriemetalle verloren haben, aber immer noch einen beachtlichen Verlust von 33% aufweisen. Auch in diesem Jahr sieht es nicht besser aus. Der breite Rohstoffindex verliert seit Jahresanfang ca. 26%, wobei der Energiesektor als auch Industriemetalle gleichermaßen Verlusttreiber sind. Speziell Kupfer, dessen Entwicklung auch als Indikator für die Weltkonjunktur gilt, verliert in

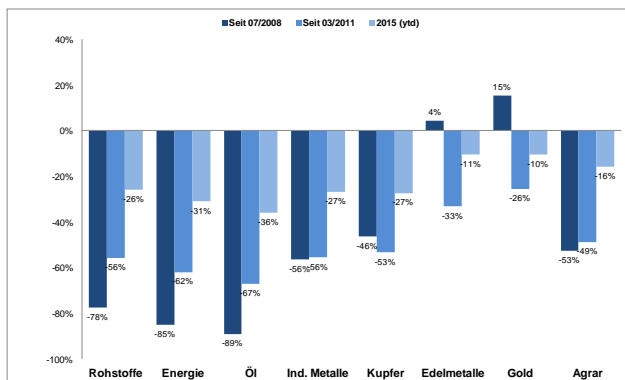


SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015

diesem Jahr satte 27%. Sicherlich ein negatives Zeichen für eine breite weltwirtschaftliche Wachstumserholung. Agrarrohstoffe und Edelmetalle verlieren ebenfalls, allerdings mit 16% bzw. 11% deutlich weniger als die anderen Rohstoffbereiche.

Diagramm 1: Total Return S&P GS Commodity Indizes in %



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.11.2015

Ein wichtiger Hinweis zu den o.a. Total Returns sei an dieser Stelle jedoch angemerkt. Da Rohstoffe keinen natürlichen Zahlungsstrom aufweisen und die meisten Rohstoffe am Terminmarkt gehandelt werden, entstehen für den Anleger i.d.R. zusätzliche Kosten. Terminkontrakte weisen ein natürliches Ende auf, daher müssen sie zum gegebenen Zeitpunkt in den nachfolgenden Kontrakt gerollt werden. Aufgrund der Tatsache, dass Terminkurven in der Vergangenheit eher ansteigend waren (v.a. im Energiesektor), also zukünftige Rohstoffkontrakte teurer als zum gegenwärtigen Zeitpunkt (Contango-Effekt), entstehen dem Anleger Kosten. Diese Kosten beinhalten Lagerhaltungs- und Produktionskosten, aber auch potentielle Unsicherheiten hinsichtlich der Wetterbedingungen und der Lieferbarkeit. Sie finden folglich beim Kauf eines Rohstoffindex insofern Berücksichtigung, dass sie den Total Return eines Anlegers deutlich mildern. Somit hätte die reine Betrachtung der Spotpreisveränderungen zu einer deutlich höheren Rendite geführt, da in der Vergangenheit diese Kosten nicht zu verachten waren und somit einen beträchtlichen Anteil der Total Return Performance ausmachten.

Demnach lässt sich feststellen, dass Rohstoffe nach dem Ende des Superzyklus, spätestens aber nach März 2011 kein sinnvolles Investment darstellten und der erhoffte Diversifikationseffekt in den Portfolien ausgeblieben ist. Stellt sich mithin die Frage, wie so ein Preisverfall entstehen kann und warum er eingesetzt hat?

Fallende Rohstoffpreise können durch einen negativen Nachfrage- bzw. einen positiven Angebotsschock ausgelöst werden. Ein negativer Nachfrageschock entsteht durch eine sinkende Nachfrage nach Rohstoffen, die bei konstantem Angebot zu sinkenden Preisen führt. Eine sinkende Nachfrage und fallende Preise implizieren den Beginn einer Deflationsspirale. Konsumenten dürften erwarten, dass die Preise noch weiter fallen, was zukünftig zu einer noch weiter sinkenden Nachfrage führen würde. Ein positiver Angebotsschock wird hingegen ausgelöst durch ein steigendes Angebot an Rohstoffen, welches im Fall einer konstanten Nachfrage analog zum negativen Nachfrageschock ebenfalls zu sinkenden Preisen führt. Die Implikationen dieser Interpretation wären um ein Vielfaches erfreulicher für die Wirtschaft: Statt einer fallenden Nachfrage sind es z.B. die Erschließung neuer Abbaugelände und der technische Fortschritt bei den Abbautechniken, die für einen regelrechten Angebotsüberhang sorgen und so die Preise drücken. Von den niedrigen Rohstoffpreisen profitieren insbesondere Konsumenten, deren verfügbares Einkommen sich durch niedrigere Benzin- und Lebensmittelpreise erhöht und somit die Konsumlaune verbessert.

Entscheidend ist also zu wissen, welcher dieser beiden Effekte aktuell am Rohstoffmarkt dominiert? Um diese Frage zu beantworten, muss man natürlich unterscheiden, von welchem Rohstoffmarkt man redet. Bei vielen negativen Rohstoffpreisveränderungen ist der Auslöser sicherlich Chinas Entwicklung von der exportorientierten Werkbank der Welt hin zu einem binnenwirtschaftlich, serviceorientierten Land. Dieser Transformationsprozess ist unweigerlich mit Wachstumseinbußen und einer reduzierten Nachfrage nach Rohstoffen verbunden, so dass ein abschwächendes chinesisches Wachstum Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche, weltweite Nachfrage nach Rohstoffen hat. Nach einer Kalkulation der amerikanischen Investmentbank JP Morgan bremsst jeder Prozentpunkt, den das Reich der Mitte langsamer wächst, die Weltwirtschaft um ein halbes Prozent. Dabei misstrauen viele Experten den offiziellen Zahlen aus Peking, die das aktuelle Wachstum nicht bei 7%, sondern eher bei 3-4% sehen. Der China-Effekt frisst sich somit durch die gesamte Weltwirtschaft. Besonders betroffen sind in diesem Zusammenhang die Schwellenländer, da deren Wachstumsmodell immer noch sehr stark an Chinas volkswirtschaftlicher Entwicklung bzw. an der Entwicklung der Rohstoffpreise hängt. Wie wichtig China speziell bei den Metallen ist, zeigt nachfolgendes Diagramm 2. Bei vielen Industriemetallen ist China nicht nur

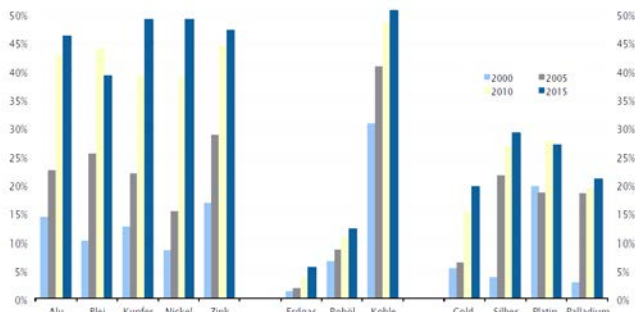


SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015

Weltmarktführer, sondern macht z.B. bei Aluminium, Kupfer, Zink und Nickel die Hälfte der Weltmarktnachfrage aus. Auch bei den Edelmetallen ist der Anteil in den letzten 15 Jahren auf ca. ein Viertel angestiegen. Lediglich im Energiesektor (mit Ausnahme von Kohle) ist Chinas Anteil vergleichsweise gering. Von daher lässt sich bei den Metallen anführen, dass Chinas Wachstumsrückgang der vergangenen Jahre durchaus hauptverantwortlich für den Rohstoffpreisverfall sein dürfte. Dies stützt die These, dass es sich bei den Metallen vordergründig um einen negativen Nachfrageschock handeln dürfte. Nichtsdestotrotz sind auch Überkapazitäten bei den Minengesellschaften und damit ein zu hohes Angebot für den Preisverfall mitverantwortlich. Interessanterweise haben aber die Lagerbestände in 2015 bei vielen Industriemetallen, teilweise sogar deutlich abgenommen und konnten einen Teil des Angebotsüberhangs abbauen.

Diagramm 2: Chinas Weltmarktanteilsentwicklung bei der Rohstoffnachfrage in %



Quelle: LBBW Research Kapitalmarktkompass vom Dezember 2015; Stand: November 2015

Bezogen auf den Ölmarkt vertritt der IWF die Auffassung, dass die Angebotsseite für ca. 80% des Rohstoffrückgangs verantwortlich ist. Begründen lässt sich diese Annahme v.a.

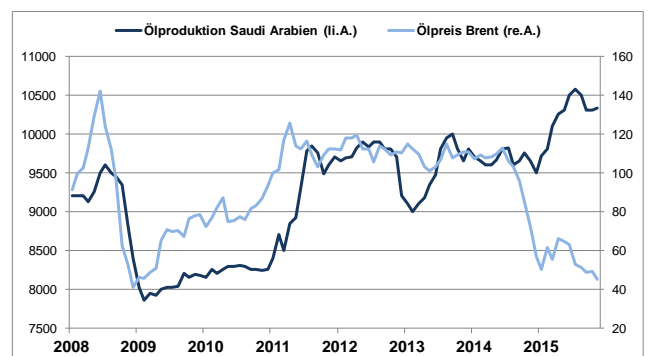
- i) mit der Atomeinigung mit dem Iran, das mit seinem Öl wieder an den Weltmarkt zurückkehrt und damit das Ölangebot erhöht hat,
- ii) dem Fracking¹ in den USA, die bald zur weltgrößten Ölförderregion werden dürften und

¹ Hydraulic Fracturing oder kurz Fracking ist eine Methode zur Erzeugung, Weitung und Stabilisierung von Rissen im tieferen Gestein mit dem Ziel, die Durchlässigkeit der Gesteine zu erhöhen, so dass die darin befindlichen Gase oder Flüssigkeiten leichter und beständiger zur Bohrung fließen und abgebaut werden können.

- iii) nicht zuletzt mit der ungebremsten Förderung des Erdölkartells OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) und insbesondere Saudi-Arabien, das mit dieser Maßnahme versucht, die Förderung für andere Exportstaaten unrentabel werden zu lassen. Die Saudis haben die Förderung in den letzten Monaten trotz des Ölpreisverfalls sogar noch erhöht (siehe Diagramm 3)!

Beim Öl spielen auch politische Motive eine Rolle, die eher weniger mit einem ökonomischen Angebots- und Nachfrageverhalten zu tun haben. Doch speziell die Maßnahme von Saudi Arabien zeigt, dass Länder, wie die USA, die viel in den Abbau der Schieferöle investiert haben, oder Kanada, dessen Förderung von Ölsanden zu den teuersten Abbaumethoden der Welt gehört, sich nicht so einfach aus dem Markt drängen lassen. Und so quellen viele Lager inzwischen über. Gemäß den Berechnungen der Energieagentur IEA (International Energy Agency) sind die weltweiten Ölvorräte auf den Rekordwert von drei Mrd. Barrel gestiegen. Vielerorts, speziell in den USA, wo die Schieferöle deutlich teurer abzubauen sind und ein Verkauf auf den jetzigen Preisniveaus unrentabel erscheint, sind die Lagerkapazitäten nahe den maximalen Auslastungsgraden. Die Tendenz ist weiter steigend, da laut den letzten Zahlen noch immer ca. eine halbe Mio. Barrel jenseits der tatsächlichen Nachfrage gefördert werden. All dies sind angebotserhöhende Maßnahmen, die aus meiner Sicht hauptverantwortlich für den dramatischen Preisverfall am Ölmarkt sind.

Diagramm 3: Ölproduktion Saudi Arabien vs. Ölpreisentwicklung seit 2008



Quelle: Bloomberg; Stand: November 2015 (Monatsdaten)

Stellt sich nun die Frage, wie die weitere Entwicklung an den Rohstoffmärkten vonstattengehen wird? Ist der deutliche Angebotsüberhang am Ölmarkt in 2016 zu stoppen und



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015

erholen sich die Preise infolgedessen? Können Wachstumsimpulse aus dem Reich der Mitte die Talfahrt bei den Metallen mittelfristig stabilisieren? Insgesamt sendet der Rohstoff-Crash widersprüchliche Signale. Zum einen zeigen gerade die niedrigen Kupferpreise, wie schlecht es um die globale Konjunktur steht. Kupfer gilt als Seismograf der Weltwirtschaft, weil das rote Metall in Maschinen, Autos und Elektronik, aber auch beim Bau von Industrieanlagen und Häusern Anwendung findet. Ordert die Wirtschaft weniger, sinkt der Preis des Industriemetalls. Andererseits sorgen niedrigere Energie- oder Industriemetallpreise dafür, dass die globale Wirtschaft einen kräftigen Schub bekommt. Auch machen die Überkapazitäten bei den Rohstoffen (v.a. beim Öl) deutlich, dass alle Unkenrufe von versiegenden Rohstoffen zumindest aktuell noch falsch waren.

Bezüglich der weiteren Entwicklung gehen viele Analysten mittlerweile in 2016 von einer Trendwende aus. Ich kann mich zwar bei einigen Rohstoffsegmenten, wie dem Ölmarkt, mit dieser Einschätzung anfreunden, bin aber für den Gesamtmarkt im Allgemeinen und bei den Industriemetallen im Besonderen eher skeptischer. Der Grund liegt zum einen daran, dass die weltweite Verschuldung ihren absoluten Höchststand erreicht hat. Fast in jeder großen Volkswirtschaft ist das Verhältnis von Verschuldung zu jährlich verfügbarem Einkommen bei 350-500% angelangt. Diese Niveaus werden trotz der anormal niedrigen Zinsen als das Maximum angesehen, was an Schuldendienst vertretbar ist. Die globale Gesamtverschuldung liegt inzwischen bei knapp 200 Bill. USD (Stand Ende 2014). Zwar haben sich die externen Verschuldungsindikatoren in vielen armen Ländern während des ersten Jahrzehnts nach dem Jahr 2000 verbessert, doch seit 2011 werden die inzwischen wieder steigenden externen Schulden in einer Zeit fallender Rohstoffpreise und tendenziell steigender U.S. Zinssätze, begleitet von Währungsabwertungen und einer Verlangsamung des globalen Wachstums, schwerer zu bedienen sein. Anlass zu besonderer Sorge sind stark verschuldete Unternehmen in den Emerging Markets, die sich nach der Finanzkrise zunehmend in ausländischer Währung (vornehmlich USD) Geld geliehen haben. Im Zuge eines wiedererstarteten USD wird der Schuldenberg dieser Unternehmen sicherlich weiter ansteigen. Dazu kommt die hohe Staatsverschuldung der entwickelten Staaten. Somit ist eine weitere Verschuldung zur Steigerung der Rohstoffnachfrage sowohl auf staatlicher als auch auf nicht-staatlicher Seite eher unwahrscheinlich und ineffektiv. Darüber hinaus

sind die Zentralbanken (mit Ausnahme der USA und UK) geldpolitisch bereits sehr expansiv, müssen sich aber mit der Tatsache abfinden, dass all die Maßnahmen bisher nur den weltweiten Carry Trade angeheizt haben, jedoch nur wenig nachhaltigen realökonomischen Stimulus erwirken konnten. Die Inflation ist weiter enttäuschend niedrig und der Transmissionsmechanismus des Kreditkanals ist aufgrund der noch immer zu verarbeitenden Bilanzrezession des Bankenapparates gestört.

Ein zweiter, wesentlicher Grund für meine Skepsis zur nachhaltigen Umkehr der Rohstoffmärkte liegt in den vielen Fehlinvestments, die die Rohstoffbranche zum Ende des Superzyklus getätigt hat. Speziell im Ölmarkt sind aufgrund ehemals hoher Ölpreise und niedriger Kapitalkosten viele unrentable Projekte angeschoben worden, die sich aber nur bei den höheren Ölpreisen gelohnt hätten, z.B. die Tiefseeförderung, der Abbau von Schieferölen sowie von Ölsanden. Nachfolgendes Diagramm 4 zeigt, dass die aktuelle Ölnachfrage von ca. 95 Mio. Barrel pro Tag auf ein weiterhin üppiges Angebot trifft. Zu Preisen unter 50 USD pro Barrel können nur wenige Projekte dauerhaft weiter rentabel verfolgt werden. Eigentlich nur die Ölförderung im mittleren Osten (u.a. Saudi-Arabien) und der Ölabbau in Venezuela, der Hauptlieferant Lateinamerikas. Die Tatsache, dass Investitionen in diesen unrentablen Segmenten in 2015 bereits deutlich gekürzt wurden, unterstreicht dies. Um also mittelfristig weiterhin ökonomisch sinnvoll am Ölmarkt aktiv zu sein, müssen Angebotskürzungen und Schließungen unrentabler Abbauprojekte vonstattengehen, um den Ölpreis nachhaltig zu stabilisieren. Eine politisch induzierte Kürzung der Fördermengen der OPEC-Staaten, wenngleich aktuell noch unrealistisch, würde sicherlich den größten positiven Effekt auf den Ölpreis haben. Im Übrigen wäre eine nicht zu unterschätzende Gegebenheit, die den Saudis bei der Überflutung des Ölmarktes große Probleme bereiten könnten, die Wechselkursbindung des saudischen Riyals an den USD und die damit verbundene, stetige Auflösung ihrer Devisenreserven. Sollte der Ölpreis aufgrund des Überangebots, für das die Saudis zu mehr als 50% verantwortlich sind, über einen längeren Zeitraum unter die 40 USD Marke fallen, wird es schwierig, den seit 30 Jahren bestehenden Peg weiter durchzuhalten. Dann gibt es nur zwei Möglichkeiten, entweder das Überangebot durch eine rückläufige Produktion zu stoppen, was den Ölpreis wieder deutlich über 50 USD per Barrel bringen sollte, oder den Russen bzw. den Brasilianern zu folgen und den fixen Wechselkurs

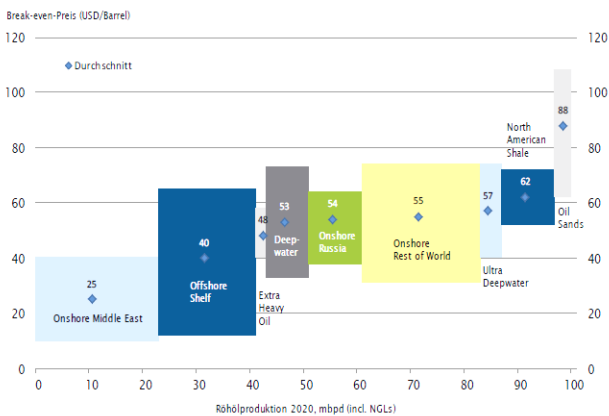


SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015

aufzuheben. Letzteres sollte aber den Ölpreis nochmals deutlich destabilisieren. Verschiedene Researchhäuser rechnen dann sogar mit Ölpreisen um die 25 USD pro Barrel, was dem Break-Even-Preis der Saudis entspricht.

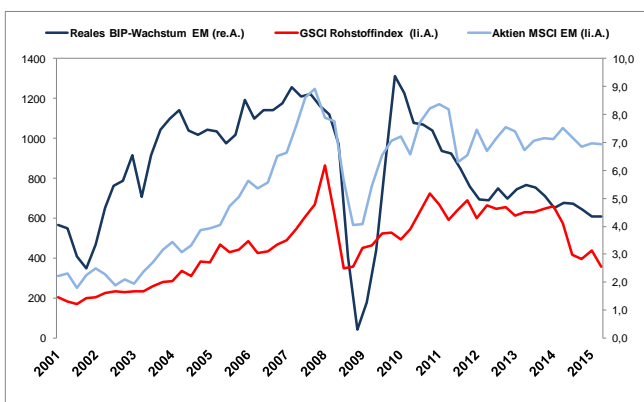
Diagramm 4: Angebotskurve Rohöl, Break-Even-Preise Ölprojekte (in USD/Barrel)



Quelle: LBBW Research Kapitalmarktkompass vom Dezember 2015; Stand: November 2015

Darüber hinaus bin ich skeptisch, was die weitere Entwicklung Chinas angeht. Lt. Angaben der Weltbank macht China ca. ein Fünftel der weltweiten Industrieproduktion aus, so dass diese Sorge sicherlich nicht unberechtigt ist.

Diagramm 5: Rohstoffentwicklung vs. Emerging Markets Aktien & BIP seit 2001



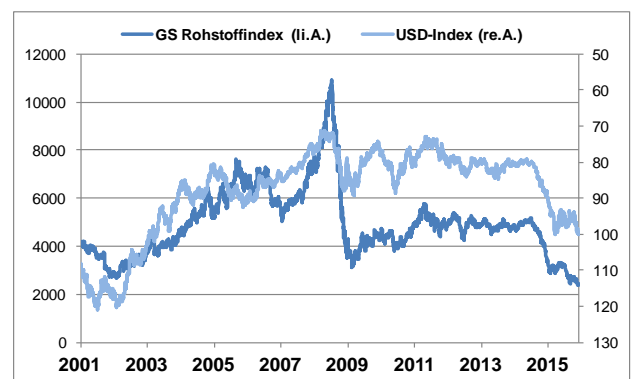
Quelle: Bloomberg; Stand: September 2015 (Quartalsdaten)

Die Daten der letzten Monate haben zwar gezeigt, dass sich China auf historisch vergleichsweise niedrigen Niveaus stabilisiert hat, jedoch sehe ich

trotz einer weiterhin expansiven fiskal- und geldpolitischen Politik weitreichende Gefahren für das Reich der Mitte und die Weltwirtschaft. Der Transformationsprozess Chinas von einer export- zu einer serviceorientierten Volkswirtschaft wird weiter dazu führen, dass die weltweite Nachfrage nach Industriemetallen zurückgehen dürfte. Darüber hinaus haben die weltwirtschaftliche Nachfrage nach Rohstoffen und das globale BIP-Wachstum stark vom Wachstumsmodell der Emerging Markets profitiert, die aus meiner Sicht zu abhängig von Chinas makroökonomischer Entwicklung und dem Rohstoffmarkt sind (siehe Diagramm 5). Auch in 2016 sind eher moderate Wachstumsimpulse aus den Schwellenländern zu erwarten.

Ein weiteres Problem ist die divergierende Notenbankpolitik zwischen den USA und Regionen, wie Europa, Japan oder China. Sollten die USA nachhaltig die Zinsen erhöhen, würde das den USD weiter stärken und speziell die Emerging Markets, aber auch Länder mit hohen USD-Verbindlichkeiten deutlich belasten. Generell ist ein steigender USD-Index, der die Verläufe der Hauptwährungen gegen den USD abbildet, mit fallenden Rohstoffpreisen verbunden (siehe Diagramm 6).

Diagramm 6: Rohstoffentwicklung vs. USD-Index seit 2001



Quelle: Bloomberg; Stand: 30.11.2015

Die Aufwertung des USD wird zudem durch die Auflösung von Devisenreserven unterstützt, ebenso wie die Tatsache, dass die meisten Rohstoffe in USD gehandelt werden und der USD die Weltreservewährung ist. Deshalb ist es aus meiner Sicht durchaus zu erwarten (und wird im Übrigen auch von vielen Währungsspezialisten geteilt), dass sich aufgrund des aktuellen Wettstreits der globalen Währungsabwertungen in vielen Ländern der USD auch im nächsten Jahr gut entwickeln wird. Zudem hat der USD trotz der 33%-igen



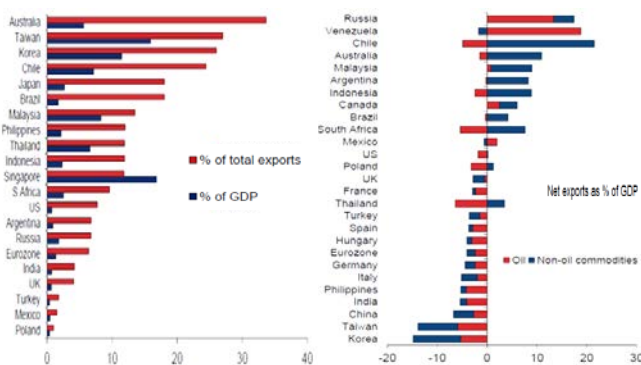
SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015

Aufwertung seit dem Zyklustief in 2011 verglichen mit vergangenen Perioden der USD-Aufwertung noch deutliches Potential. Bei einer weiter bestehenden, negativen Korrelation zwischen dem USD-Index und der Rohstoffpreisentwicklung sind nachhaltig steigende Preise am Rohstoffmarkt wohl eher unwahrscheinlich.

Zu guter Letzt gibt es vor diesem Hintergrund ein weiteres Thema. Da die Chinesen ihre geldpolitische Flexibilität erhöhen und den Finanzmarkt weiter liberalisieren wollen, ist davon auszugehen, dass der aktuell noch gesteuerte Wechselkurs des chinesischen Yuan (CNY) sukzessive gelockert und eine Abwertung gegen den USD vermehrt zugelassen wird. Gerade auch im Zuge der in dieser Woche genehmigten Aufnahme des CNY in den Korb der Sonderziehungsrechte des IWF und der damit erwarteten Flexibilisierung des Wechselkurses ist den Chinesen sicherlich nicht daran gelegen, einen Großteil ihrer Devisenreserven zu opfern, um den Wechselkurs noch sehr lange niedrig zu halten. Kurse von 6,90 CNY per USD halte ich für Ende 2016 durchaus für möglich. Da speziell die Metalle eine hohe negative Korrelation zu Preisbewegungen des CNY aufweisen, ist ein weiterer Preisverfall bei Metallen realistisch. Das dürfte auch diverse Schwellenländer vor größere Probleme stellen. Speziell solche, die besonders offen sind, eine hohe Abhängigkeit zu China und der Produktion von Metallen haben (siehe Diagramm 7), aber auch solche, die hohe USD-Verbindlichkeiten aufweisen.

Diagramm 7: Abhängigkeit zu China & Abhängigkeit zu Rohstoffsegmenten



Quelle: Scott, M. (2015): A Hard Landing in China Could 'Shake the World', Bloomberg;
Stand: 19.11.2015

Zu nennen wäre in diesem Zusammenhang besonders Chile, das viel Kupfer nach China exportiert. Interessanterweise haben aber auch entwickelte Länder, wie Australien hohe Handelsverknüpfungen nach China, auch wenn die Exportabhängigkeit nicht ganz so hoch ist wie z.B. in Taiwan oder Korea. Nichtsdestotrotz ist Australien sehr abhängig von Metallexporten.

Fazit:

Anleger müssen in Zeiten des aktuell herrschenden Rohstoffkriegs umdenken. Rohstoffe dürfen per se nur dann ein wesentlicher Bestandteil im Portfolio sein, wenn klare Ziele mit diesem Investment verbunden sind. Mittelfristige Investments sind bei steilen Terminkurven (speziell im Ölmarkt) und den daraus folgenden Kosten eher problematisch. Von daher ist ein aktien- oder währungsspezifisches Investment in Unternehmen oder Nationen zu präferieren, die von steigenden oder sich stabilisierenden Rohstoffen profitieren bzw. die mittelfristig aus dem Rohstoffkrieg als Sieger hervorgehen. Auch Investments in Schwellenländer müssen überdacht werden. Vielmehr wird das Alpha, also das auszuwählende Land, (nicht nur) bei den Emerging Markets viel wichtiger sein als das Beta, also die Anlageklasse Emerging Markets als Ganzes.

Letzten Endes kann der Fall der Rohstoffpreise nur gestoppt werden, wenn das Angebot deutlich reduziert wird und/oder die Nachfrage sich deutlich erhöht. Nach Meinung der amerikanischen Investmentbank Goldman Sachs kann jedoch nur China die Rohstoffschmelze stoppen, indem es die Nachfrage nach Rohstoffen wieder erhöht. Dies wird eher unwahrscheinlich sein, da das globale Wachstum eher rückläufig ist. Zudem wird China auch als Konsequenz des chinesischen Transformationsprozesses und der niedrigen bzw. noch fallenden Rohstoffpreise ebenso wie die Emerging Markets in naher Zukunft weniger stark zum Weltwirtschaftswachstum beitragen. Bedeutet also, dass vordringlich das Angebot stärker zurückgefahren werden muss, um die Rohstoffpreise nachhaltig zu stabilisieren. Im Ölmarkt, aber auch bei den Industriemetallen sind durch Schließungen von Abbauprojekten und Reduktion der Fördermengen bereits erste Tendenzen zu sehen. Zukünftig sind besonders die Länder und/oder Regionen gefragt, die eine geringere Abhängigkeit zu China bzw. zu Industriemetallen haben, während ölexportierende Länder von der Erholung des Ölpreises profitieren sollten. Zu nennen wären da z.B. Russland, Venezuela oder Norwegen.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2015

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 DEZEMBER 2015



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 1 2016.

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.