



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER FEBRUAR 2016



Unterschleißheim, den 03. Februar 2016

Liebe Leserinnen und Leser,

der Januar ging so weiter, wie das alte Jahr endete: höchst volatil mit sehr nervösen Marktteilnehmern. Der Dax erwischte den schlechtesten Jahresstart seiner Geschichte und bereits jetzt werden überall die Risikobudgets strapaziert. Wieder einmal werden gerade die Konsensmeinungen, wie z.B. positiv für risikobehaftete Assets gestimmt zu sein, bereits zum Jahresauftakt herausgefordert. Unser Newsletter wird Sie in gewohnter Weise darüber informieren, wie das Portfoliomanagement von SKALIS FUNDS den Unwägbarkeiten an den Kapitalmärkten begegnet ist.

Viel Spaß beim Lesen wünscht das Team von SKALIS FUNDS

MARKTKOMMENTAR

Kommt die Rezession?

Welch ein beeindruckender Jahresauftakt: Entgegen der weitläufigen Erwartung eines positiven Jahresstartes gingen die Risikomärkte im Januar zunächst auf Tauchstation. Den Berichtsmonat beendeten die Aktienmärkte unter anhaltend hoher Volatilität im deutlich negativen Terrain. Alle großen Zentralbanken haben nun geliefert und eine Art Katerstimmung macht sich breit. Auf makroökonomischer Ebene gab es zudem keine Indikatoren, die die negative Grundstimmung an den Kapitalmärkten hätten aufhellen können. Vor allem der weitere Verfall des Ölpreises, der sich nachteilig auf die Entwicklung der Weltwirtschaft auswirken kann, scheint den Anlegern auf die Stimmung zu schlagen. Hier wirkte vor allem belastend, dass nun auch der Iran als großer Erdölexporteur nach dem Ende der Sanktionen schneller als gedacht die Weltmarktbühne wiederbetritt. Neuerliche Äußerungen seitens der EZB, dass man sich weitere geldpolitische Maßnahmen zur Bekämpfung deflatorischer Entwicklungen offen hält, als auch weitere unkonventionelle Maßnahmen der Bank of Japan, konnten nur eine kurze Gegenreaktion an den Aktienmärkten bewirken. So stand im Berichtsmonat Januar beim Dax ein Minus von ca. 9%, beim EuroStoxx von knapp 7% und beim S&P 500 von ca. 4,5% zu Buche.

Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe bewegte sich aufgrund der negativen Gesamtstimmung im Monatsverlauf in einer Spanne von 32 bis 63 Basispunkten und schloss auf den Monatstiefstständen. Die Renditeaufschläge bei Staatsanleihen der europäischen Peripherie weiten sich im Monatsverlauf im allgemeinen risikoaversen Marktumfeld und wegen der Verschlechterung der Kreditportfolien italienischer

AKTUELLES

Presse

www.fondscheck.de, 27.01.2016

SKALIS Evolution Defensive-Fonds:
An und für sich ein guter Fonds –
Fondsanalyse

[Zum Artikel](#)



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER FEBRUAR 2016

Banken aus. Inflationsindexierte Anleihen kamen aufgrund des weiter sinkenden Ölpreises ebenfalls unter Druck. Auch Unternehmensanleihen mussten teils deutliche Spreadausweitungen verkraften. Weiterhin sehr stabil verhielten sich Covered Bonds.

Der Euro bewegte sich im Monatsverlauf zum US-Dollar in einer engen Bandbreite von 3 Cent und wertete gegenüber sämtlichen Schwellenländerwährungen flächendeckend auf.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

SKALIS FUNDS mit durchwachsenen Jahresstart

Der abermalige Kurseinbruch an den europäischen Aktienmärkten im Januar wirkte sich negativ auf die Wertentwicklung der SKALIS FUNDS aus. Die positive Grundeinstellung des Portfoliomanagements zu den Risikomärkten wurde somit bereits in den ersten Wochen des neuen Jahres herausgefordert. Im Rahmen des flexiblen Investmentansatzes wurden die Aktien-/Rentenquoten sehr aktiv gesteuert und so konnten Teile der Abwärtsbewegungen an den Aktienmärkten durch die zeitweise Reduzierung der Aktienquote abgefedert werden. Die Aktienquoten bewegten sich im Berichtsmonat zwischen 10% und 30% im SKALIS Evolution Flex sowie 3% und 18% im SKALIS Evolution Defensive, was der zugrundeliegenden positiven Grundeinstellung geschuldet ist. Nach wie vor erwartet das Portfoliomanagement einen deutlichen Anstieg gerade bei Aktien, da schon sehr viele negative Nachrichten in den Kursen antizipiert sind. Da ein abermaliger deutlicher Kursrückgang an den Aktienmärkten jedoch nicht auszuschließen ist, werden die offensiven Positionierungen sehr eng gemonitort. Erneute Einbrüche an den Aktienmärkten würde das Portfoliomanagement nutzen, um weitere Positionierungen aufzubauen.

Im Anleihesegment erwiesen sich Covered Bonds abermals als Stabilisator im Portfoliokontext. Im Rahmen von Neuemissionen wurden Bestände in skandinavischen und spanischen Covered Bonds leicht aufgestockt. Die Duration auf Portfolioebene wurde aufgrund des sich weiter verschlechternden Chance-/Risiko-Verhältnisses bei Rentenwerten kurz gehalten. Positionierungen in inflationsindexierten Anleihen wurden im Hinblick auf eine Bodenbildung beim Ölpreis beibehalten. Wie im Vormonat trug die insgesamt offensivere Ausrichtung der Portfolien – dargestellt vor allem durch Peripherie- und Hybridanleihen – zur negativen Wertentwicklung im Berichtsmonat bei.

Auf der Währungsseite generierte die Übergewichtung von US-Dollar gegenüber Euro keinen nennenswerten Wertbeitrag. Gegenüber Schwellenländern nimmt das Portfoliomanagement weiterhin eine sehr differenzierte Haltung ein und bevorzugt nach wie vor eher Länder mit geringeren US-Dollar-Verbindlichkeiten.

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



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER FEBRUAR 2016

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 29.01.2016

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
2,43 %	-3,13 %	3,61 %	-3,02 %	4,79 %	-3,00 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION FLEX IN 2016

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	-3,13%											
I-Tranche	-3,02%											
S-Tranche	-3,00%											

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE per 29.01.2016

R-Tranche		I-Tranche	
ISIN: DE000A12BPG3		ISIN: DE000A12BPH1	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
-1,75 %	-2,01 %	-1,34 %	-1,90 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE IN 2016

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	-2,01%											
I-Tranche	-1,90%											



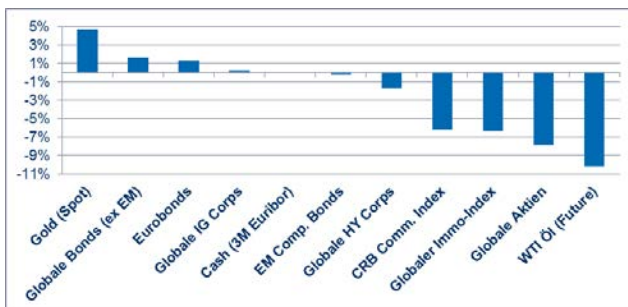
Thema: Rezessionsangst an den Kapitalmärkten – Berechtigt oder übertrieben?

Dr. Jens Bies
SKALIS FUNDS

Guten Tag!

Es ist über acht Dekaden her, dass die Finanzmärkte einen derart schlechten Start hingelegt haben. Die Aktienmärkte haben weltweit das Jahr 2016 mit teils drastischen Abschlagen begonnen und verloren global zum Monatsende allein im Januar knapp 8%, der DAX sogar um die 10%. Zusätzlich zu einer von China ausgelösten Welle der Sorge um deren ökonomische Zukunft zeigten sich Investoren verängstigt vom weiteren Rückgang des Ölpreises. Die Sorte WTI verlor im Januar knapp 11% und war in der Spitze sogar um bis zu 22% gefallen. Das Öl wird aufgrund des dynamischen Preisverfalls von vielen Ökonomen nun nicht mehr als stimulierender Faktor für die wirtschaftliche Entwicklung in den Netto-Ölexportländern interpretiert, sondern als gravierende Belastung für Netto-Ölexportländer sowie die gesamte Öl- und Energiebranche, was in der Konsequenz zu einer Destabilisierung der Weltwirtschaft führen könnte.

Diagramm 1: Performance ausgewählter Assetklassen im Januar 2016



Quelle: Bloomberg; Stand: 29.01.2016

Aus diesem Grund haben auch die Risikoaufschläge für hochverzinsliche Unternehmensanleihen im Monatsverlauf deutlich zugenommen, wobei

aufgrund der Abhängigkeit zum Energiesektor speziell der High Yield Markt in den USA extrem gelitten hat. In diesem Segment sind die Risikoaufschläge bereits auf Rezessionsniveaus. Lediglich die Krisenwährung Gold und solide Staatsanleihen aus den entwickelten Ländern konnten sich im Januar positiv entwickeln (siehe Diagramm 1).

Kurz um, die Performance der Assetklassen in 2016 macht deutlich, dass die Lage an den Kapitalmärkten angespannt ist und eine zunehmende Verunsicherung von Unternehmen und Haushalten sich aktuell in einer Abschwächung der Konjunktur niederschlägt. Vordergründig scheint diese Verunsicherung durchaus begründet zu sein, da

- sich die Wirtschaftsleistung in den USA im vierten Quartal verlangsamt hat,
- die Einkaufsmanagerindizes (nicht nur, aber v.a.) in den USA einen Abwärtstrend aufweisen,
- der IWF die weltweiten Wachstumsprognosen nach unten revidiert hat,
- die Abwertung der chinesischen Währung die Sorge nach einer weiteren Auflösung von Devisenreserven und damit die Verschlechterung der ökonomischen Situation in China befeuert,
- die Risikoaufschläge für hochverzinsliche Unternehmensanleihen (speziell in den USA) deutlich angestiegen sind,
- die Inflationserwartungen aufgrund von niedrigen Rohstoffpreisen (speziell beim Öl) weiter nach unten angepasst wurden und
- die Fed sich in ihrem Statement zum Januar-Meeting im Anschluss an die erste Zinserhöhung im Dezember ebenfalls besorgt geäußert hatte.



In dieser Kolumne möchte ich nun hinterfragen, ob die an den Märkten aufkeimende Rezessionsangst berechtigt ist?

Um diese Frage zu beantworten, lohnt sich zunächst ein Blick auf die Frühindikatoren in den USA. Die Einkaufsmanagerindizes vom Institute for Supply Management (ISM) zeigen bereits seit einigen Monaten einen Abwärtstrend in der wirtschaftlichen Entwicklung der USA an. Die akute Schwäche kommt seit einiger Zeit schon vom Verarbeitenden Gewerbe (ISM Manufacturing), wo Funding-Probleme durch gestiegene Refinanzierungskosten aufgrund von schlechteren Erträgen, dem starken USD und Desinvestitionen das Hauptproblem darstellen. Im Diagramm 2 ist deutlich zu erkennen, dass seit der spürbaren Aufwertung des USD und dem Rohstoffpreisverfall das Verarbeitende Gewerbe aufgrund der Export- und Rohstoffabhängigkeit stark gelitten hat. Der ISM Manufacturing ist mittlerweile mit ca. 48 auf Rezessionsniveaus gesunken, von daher sind diese Zahlen sicherlich besorgniserregend. Nichtsdestotrotz ist die USA eine konsumgetriebene Volkswirtschaft, die im Wesentlichen vom Sektorservice abhängig ist. Ca. 80% der Wirtschaftsleistung wird in diesem Sektor produziert. Zwar ist aktuell die Schere zwischen ISM Non-Manufacturing und ISM Manufacturing so groß wie zumeist nur in Rezessionsphasen, allerdings befinden wir uns beim ISM Non-Manufacturing mit gut 55 weiterhin auf sehr expansiven Niveaus, wenn auch in den letzten Monaten leicht rückläufig.

Diagramm 2: Vergleich ISM Indizes mit dem USD-Index seit 1998

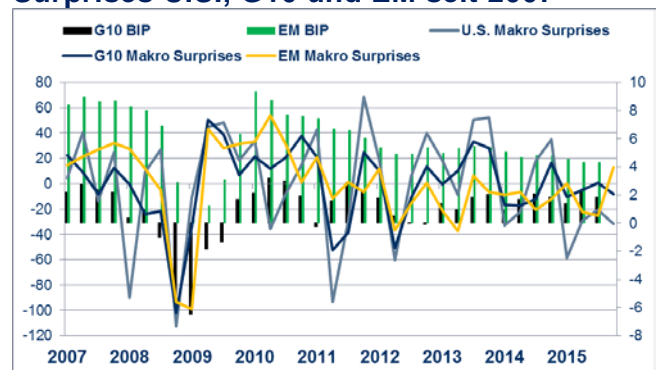


Quelle: Bloomberg; Stand: Januar 2016 (Monatsdaten)

Andere Frühindikatoren, für die der Markt ebenfalls besondere Aufmerksamkeit aufbringt, sind die sog. makroökonomischen „Surprises“. Wenn die Makrozahlen positiver als der Marktkonsens sind, entwickelt sich der Makro Surprise Index nach oben, enttäuschen die Zahlen gegenüber den

Erwartungen der Analysten, tendiert der Index nach Süden. Schaut man sich die Indizes für die Regionen U.S., die entwickelten Länder (G10) und die Emerging Markets über einen längerfristigen Zeitraum an, so fallen folgende Dinge auf (siehe Diagramm 3). Die Zahlen an der Datenfront in den Vereinigten Staaten überraschten in den letzten Monaten eher negativ, jedoch nicht flächendeckend. Von Niveaus in vorherigen Krisen, wie 2008 und 2011, wo diese im Schnitt bei -100 waren, sind wir noch sehr weit entfernt. Das liegt zum einen an weiter robusten Zahlen des Arbeitsmarkts, aber auch an sich verbessernden Frühindikatoren auf der Konsumentenseite, die vom schwachen Ölpreis eher profitieren sollten. Für die aktuelle Schwäche bei den Makro Surprises der G10-Länder waren im Wesentlichen die USA verantwortlich. Viele andere Länder, u.a. auch die Eurozone, konnten mit eher positiv überraschenden Daten aufwarten. Auch die Schwellenländer haben in den letzten Monaten trotz oder gerade wegen der schwachen Währung mit besser als erwarteten Daten überraschen können. Daran sieht man auch, dass schon viel Pessimismus bei den Emerging Markets eingepreist ist. Bei den BIP-Zahlen zeigt sich seit der „Tapering“-Ankündigung der Fed in 2013, dass das BIP weltweit rückläufig ist, jedoch die G10 im Verhältnis zu den Emerging Markets wieder stärker sind und das insgesamt schwächere Wachstum abfedern.

Diagramm 3: Vergleich BIP vs. Makro Surprises U.S., G10 und EM seit 2007



Quelle: Bloomberg; Stand: Dezember 2015 (Quartalsdaten)

Als weiterhin robust präsentieren sich trotz der jüngsten Entwicklungen die Arbeitsmarktzahlen in den USA. Hierbei muss man aber berücksichtigen, dass es sich um einen nachlaufenden Indikator handelt. Nichtsdestotrotz nähert sich der Arbeitsmarkt mit einer niedrigen Arbeitslosenquote i.H.v. 5% der Vollbeschäftigung an. Diese Robustheit war auch der Hauptgrund, warum die Fed den Leitzins



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER FEBRUAR 2016

im Dezember angehoben hat. Zudem existiert weiterhin die Überzeugung, dass rückläufige Arbeitslosenzahlen zu großzügigeren Lohnabschlüssen und letztendlich auch höheren Inflationsraten führen. Seit Jahren schon beharrt die Vorsitzende Yellen auf dieser Sichtweise (Phillips-Kurven Effekt). Der Lohnzuwachs in den USA beschleunigt sich aber nicht wie erwartet und war gegen Ende des Jahres 2015 wieder deutlich rückläufig. Eine logische Erklärung hierfür ist u.a. die Abkühlung der amerikanischen Volkswirtschaft in Q4 2015. Eine andere, deutlich pessimistischere ist, dass die Arbeitgeber begonnen haben, die Nullinflation als dauerhaft anstatt vorübergehend anzunehmen und daher einen niedrigeren Referenzwert ansetzen, wenn es um Tarifverhandlungen geht. Fallende Öl- und Rohstoffpreise bedeuten eine länger anhaltende niedrigere Inflation, einhergehend mit einem erhöhten Deflationsrisiko aufgrund des Dominoeffekts auf die Löhne. Würde letztere Erklärung zutreffen, könnte aus dem moderaten Zinserhöhungszyklus der Fed ganz schnell eine „One and Done“-Angelegenheit werden.

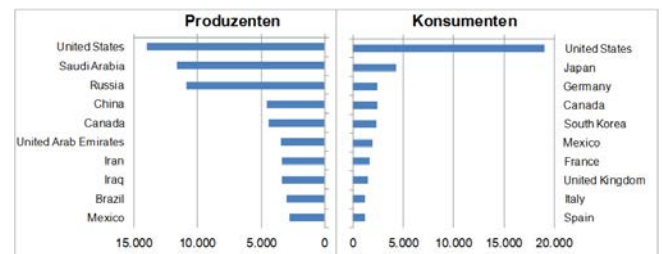
Mit Blick auf die Deflationssorgen stellt sich die Frage, ob ein fallender Ölpreis auch in die Rezession führen kann?

Die Ölpreise sind mittlerweile auf dem niedrigsten Stand seit 2002 angekommen und die Märkte scheinen diese Tatsache nicht zu mögen. Doch die Vorstellung, dass ein fallender Ölpreis ein Problem darstellen könnte, scheint intuitiv falsch zu sein. Theoretisch sollten fallende Ölpreise gute Nachrichten für die Wirtschaft sein. Die Gleichung lautet, dass stark steigende Ölpreise ultimativ in eine globale Rezession münden, was sich z.B. 1973-74, 1979-80, 1990 und 2008 bewahrheitete. Dagegen wurden Zeiten fallender Ölpreise (Mitte der 1980er und Ende der 1990er) mit Boomphasen assoziiert. Dafür gibt es auch einen Grund. Wenn der Ölpreis steigt, profitieren zwar die Rohöl-Produzenten, doch sparen diese einen Großteil der unverhofften Gewinne. Wenn der Preis fällt, gewinnen zwar die Konsumenten, geben allerdings die Mehreinnahmen lieber aus, anstatt sie zu sparen. So gesehen sollte also der Umstand, dass der Ölpreis in eineinhalb Jahren ca. 70% gefallen ist, einen konjunkturellen Stimulus auslösen, da er für mehr Geld bei Konsumenten und Unternehmen sorgt und damit dieselbe Wirkung hat, wie Steuererleichterungen oder Zinssenkungen. Doch die alte Gleichung scheint nicht mehr aufzugehen. Ein positiver Konjunktureffekt aufgrund des gestiegenen Konsums ist bisher trotz des immensen Preisverfalls am Ölmarkt nicht zu erkennen. Statistisch sind die Überschüsse aus den niedrigeren Benzinpreisen eher zur Reduzierung

von Schulden und Sparzwecken verwendet worden.

Unabhängig davon sollten jedoch ölexportierende Länder im Allgemeinen die positiven Effekte eines niedrigeren Ölpreises spüren. Dazu gehört auch die USA, die trotz eines deutlichen Anstiegs der heimischen Ölproduktion in den letzten Jahren aktuell ca. 50 % des Erdölverbrauchs importiert (siehe Diagramm 4). Zu den Importländern gehören auch Westeuropa (allen voran Deutschland) und große Teile Asiens (u.a. Japan). Einiges dieser positiven Effekte wird abgemildert durch die Aufwertung des USD gegen die Währungen der Importländer, da Öl in USD notiert. Da aber bei ca. 10 der 34 größten Volkswirtschaften der Welt die Konsumentenpreise fallen, scheint der niedrigere Ölpreis auch bei erdölimportierenden Ländern nicht zwingend in ansteigendem Konsum zu münden, so dass die deflationären Tendenzen aktuell noch überwiegen. Das Risiko einer Deflationsspirale vor dem Hintergrund einer allgemein hohen Verschuldung ist demnach nicht wegzudiskutieren.

Diagramm 4: TOP 10 Produzenten- und Konsumenten von Erdöl und Ölprodukten 2014 [Tsd. Barrel]



Quelle: U.S. Energy Information Administration;
Stand: Ende 2014

Ölproduzenten spüren zweifellos die negativen Folgen von fallenden oder dauerhaft niedrigen Ölpreisen. Ebenso wie Unternehmen aus der Zuliefererindustrie, speziell solche, die hohe Fremdkapitalkosten haben. U.S. Schieferölförderer sind besonders hart betroffen, da ihre Kostenstruktur im Vergleich zu anderen Förderverfahren deutlich zu hoch ist. Nichtsdestotrotz weigern sie sich, ihre Anlagen zu schließen, da der Ölpreis lange Zeit immer noch höher war als ihre Grenzkosten. Gleichzeitig wurden neue Technologien, wie z.B. Horizontalbohrungen, mit dem bisherigen Fracking-Verfahren verbunden, so dass die noch verbliebenen Produzenten nun zu geringeren Kosten fördern. So konnte die geförderte Ölmenge pro Tag in etwa unverändert und die Gewinnmargen der Unternehmen halbwegs erhalten bleiben. Seitdem der Ölpreis aber im Januar unter die 30



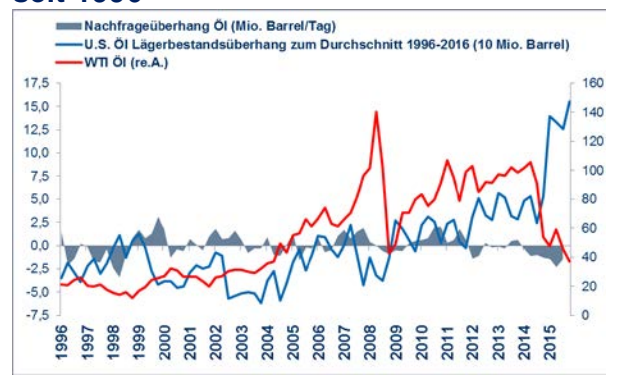
USD-Marke gefallen ist, wurde der Druck auf die U.S. Ölproduzenten weiter erhöht. Aber der direkte Einfluss der Ölindustrie auf die U.S. Wirtschaft ist mit ca. 3,5% vom BIP eher gering, so dass ein Ende des Fracking-Booms nur einen geringen negativen Konjunkturreffekt in den Vereinigten Staaten auslöst, auch wenn die ölfördernde Industrie nicht unabhängig von anderen Branchen operiert.

Darüber hinaus haben besonders viele erdölexportierende Schwellenländer mit dem schwachen Ölpreis zu kämpfen. Zu nennen sind da Venezuela, Saudi Arabien oder Russland, deren Wirtschaftsleistung fast ausschließlich vom Öl- und/oder Gasexport abhängig ist. Die Saudis, die gegenüber anderen Nicht-OPEC Ländern deutlich niedrigere Grenzkosten haben, sind auf der Staatseinnahmenseite zu ca. 90% vom Erdöl abhängig und immerhin ca. 40% des BIP wird durch den Ölexport generiert. Auch Russland ist stark an diesen Sektor gekoppelt, um Importe und Staatsausgaben zu finanzieren. Aufgrund der im Zuge des Ukraine-Konflikts eingeführten Sanktionen sind die russischen Banken nicht in der Lage, sich grenzübergreifend Kapital zu leihen, um ihre Auslandsschulden zu bedienen, so dass die Finanzierungssituation mittelfristig gefährdet ist. Deswegen hat der Rubel allein von Januar 2015 bis 2016 gegen den EUR ca. 15% verloren, gegen den USD im gleichen Zeitraum sogar ca. 23%. Aufgrund der gestiegenen Importpreise und der sich verschlechternden „Terms of Trade“ ist die Inflation auf aktuell ca. 13% in Russland angewachsen. Die Volkswirtschaft befindet sich in einer Rezession, sie schrumpfte Ende 2015 mit 4,1%, Tendenz weiter fallend. Sollten die Sanktionen weiter bestehen bleiben, wird Russland weiter eine hohe Förderquote haben müssen, auch wenn der Ölpreis unter die Grenzkosten fällt.

Die Märkte fürchten nun, dass der sinkende Ölpreis eher Ausdruck schwindender Nachfrage als von Überangebot ist. Für diese These sprechen ein stagnierendes Handelswachstum, ein Rückgang im Frachtverkehr in den USA, der Absturz des Baltic Dry Index (eine vielbeachtete Referenz für Güterbewegungen per Schiff) und der signifikante Preisverfall von Industriemetallen. Letzteres erschwert die Argumentation, dass der Zusammenbruch des Ölpreises lediglich Folge eines Überangebots an Öl und der Unfähigkeit des OPEC-Kartells ist, die Produktion nachhaltig zu drosseln. Nichtsdestotrotz hat gerade der Ölmarkt eher ein Angebotsproblem. Im nachfolgenden Diagramm 5 erkennt man ganz deutlich, dass gerade (aber nicht nur) in den Vereinigten Staaten ein deutlicher Lagerbestandsüberhang zu erkennen ist. Zudem hat der Weltmarkt

mit einem signifikanten Ölangebotsüberhang zu kämpfen. An der starken Korrelation des Preisverfalls der Ölsorte WTI und dem steigenden Angebots- bzw. Lagerbestandsüberhang lässt sich aus meiner Sicht dieser kausale Zusammenhang gut beobachten und erklären.

Diagramm 5: Vergleich Ölpreis mit U.S. Lagerbeständen und Nachfrageüberhang seit 1996



Quelle: U.S. Department of Energy / International Energy Agency; Stand: Ende 2015

Da die Inflation in den meisten entwickelten Ländern unter dem Zielniveau liegt und der Einfluss des Preisverfalls am Ölmarkt eher deflationär wirkt, herrscht am Markt sicherlich nicht zu Unrecht Angst vor einer weiteren Absenkung der Inflation infolge des neuerlichen Ölpreisverfalls im Januar. Darüber hinaus sorgen sich die Investoren um die augenscheinlich vorhandene Bereitschaft Chinas, das Mittel der Währungsabwertung einzusetzen, um billige Güter über den Rest der Welt zu verteilen. Das Reich der Mitte konnte sich in der Finanzkrise 2008 nur durch eine Mischung aus steigenden Staatsausgaben und einem Kreditboom einer Rezession entziehen. Die Privatschulden haben sich in den vergangenen acht Jahren mehr als verdoppelt, die Unternehmen haben sich (oft auch in USD) massiv verschuldet und industrielle Kapazitäten wurden maßlos erhöht, wobei sich vieles davon im Lichte einer sinkenden weltweiten Nachfrage als wenig produktiv erwies. Peking könnte durchaus in der Lage sein, seine Volkswirtschaft trotz des Transformationsprozesses weg von der Exportabhängigkeit und hin zu Binnennachfrage wieder auf Spur zu bringen, doch der Weg wird lang und steinig sein. Die Versuchung, Exporte durch eine Abwertung der Währung anzukurbeln, ist groß. Speziell vor dem Hintergrund eines globalen Abwertungswettlaufes, wo viele Handelspartner Chinas (allen voran Japan und Europa) den chinesischen Exporteuren aufgrund der

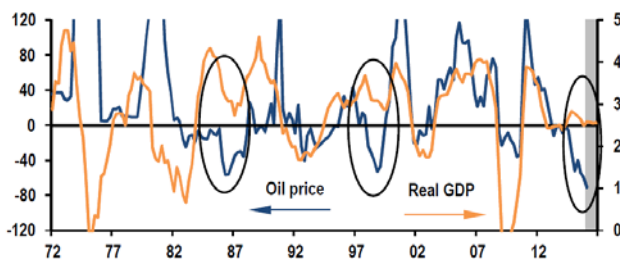


ausländischen Währungsabwertung keine Freude machen. Sollten die Chinesen massiver abwerten, dürften die Sorgen um ein Abrutschen der U.S. Ökonomie in eine neuerliche Rezession, gekoppelt mit rückläufigen Rohstoffpreisen und einem starken USD, mehr als berechtigt sein. Spätestens dann würden sich die Rufe nach einem „Policy Error“ der Fed mehren.

Die US-Industrie sollte jedoch auf breiter Ebene über geringere Produktionskosten eher vom niedrigen Ölpreis profitieren. Insoweit ist es verwunderlich, dass bei o.a. ISM-Umfrage zur Unternehmensstimmung im Verarbeitenden Gewerbe immer wieder der niedrige Ölpreis als Negativfaktor genannt wird. Aus meiner Sicht dürfte der weiter gestiegene Außenwert des USD (seit Anfang 2016 hat er handelsgewichtet nochmals um 2,5% aufgewertet) die U.S. Industrie viel stärker belasten.

Insgesamt ist also die Sorge, dass ein niedriger Ölpreis eine Rezession auslöst, eher unbegründet. Speziell wenn man berücksichtigt, dass es sich hier eher um ein Angebotsproblem handelt. Historisch gesehen hat ein niedriger Ölpreis noch nie eine Rezession ausgelöst! Im Gegenteil, die aktuelle Situation zeigt eher eine Ähnlichkeit mit 1986 und 1998, wo sich das Wachstum gemessen am annualisierten, realen BIP trotz Ölpreisverfalls gut gehalten hat (siehe auch Diagramm 6).

Diagramm 6: Vergleich Ölpreis- und reale BIP-Veränderung über acht Quartale seit 1972



Quelle: JP Morgan Special Report – Global Economy: The impact of a record oil price plunge; Stand: 14.01.2016

Zudem zeigen sowohl die Entwicklung des Dienstleistungssektors als auch die insgesamt soliden Aussichten der Binnennachfrage keine Anzeichen für eine baldige Rezession. Mit dem Ende des (angebotsseitigen) Anpassungsprozesses in der Ölindustrie sollte sich auch das Verarbeitende Gewerbe in den USA wieder erholen. Der Konsument dürfte bald zur gewohnten Konsumneigung übergehen und seine aufgebauten

Ersparnisse wieder entsparen. Insoweit bleiben die Aussichten für die U.S. Konjunktur gut, auch wenn der starke USD vor dem Hintergrund der Abwertung der U.S. Handelspartner ein Belastungsfaktor darstellt.

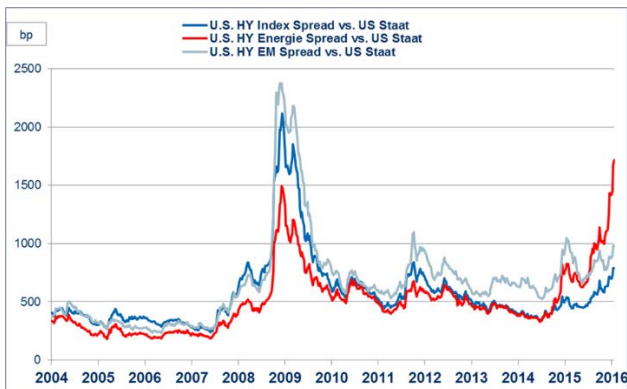
Um nun beurteilen zu können, wie viel Pessimismus aktuell eingepreist ist und ob die niedrigen Bewertungsniveaus attraktive Chancen bieten, lohnt sich ein Blick auf die Assetklassen Aktien und Renten.

Gekoppelt an die Entwicklung des Ölpreises und Auslöser des zunehmenden Ölangebots war sicherlich die U.S. Schieferölindustrie, die ebenso wie das gesamte U.S. High Yield Segment verstärkt in den Fokus der Marktteilnehmer gerückt ist. Obwohl sich die U.S. Konjunktur leicht unterhalb der Potentialwachstumsrate des BIP bewegt, was für den Unternehmensanleihenmarkt eigentlich ein sehr guter Nährboden ist, haben sich die Risikoaufschläge in den letzten Monaten verstärkt ausgeweitet. Als wesentlicher Grund ist das Ende der seit Ende 2008 eingesetzten, ultralockeren Geldpolitik der U.S. Notenbank zu nennen, die zu einer Verzerrung zwischen Konjunktur- und Kreditzyklus geführt hat. Die Erholung der Konjunktur verlief seit 2009, zumindest historisch gesehen, relativ schleppend, doch die Nullzinspolitik führte zu einer teils exzessiven Suche nach Rendite, die die Bewertungsniveaus eher mit einer Boomphase der konjunkturellen Entwicklung vergleichbar machten, ähnlich wie in 2006/2007. Nach dem Wegfall der Unterstützung der Fed Ende 2014 (Auslaufen der Staatsanleihenrückkäufe), die sich mit ihrer Politik im Wesentlichen für die überbewerteten Niveaus verantwortlich zeichnete, passt sich der Markt nun dem Konjunkturzyklus wieder an. Dieser Anpassungsprozess trifft v.a. den Energiesektor im U.S. High Yield-Markt, der neben der fehlenden Fed-Unterstützung v.a. mit dem Preisverfall beim Rohöl im Speziellen und den Rohstoffen im Allgemeinen zu kämpfen hat. Viele Unternehmen aus dem Energiesektor haben nicht ansatzweise mit solch niedrigen Bewertungsniveaus beim Öl und Gas gerechnet. Diese Tatsache hat die Risikoaufschläge im Schnitt auf weit über 1500 bp zu U.S. Staatsanleihen ansteigen lassen, was steigenden Ausfallraten von aktuell ca. 12-14% entspricht (siehe Diagramm 7). Da das Energiesegment einen Anteil von ca. 16% am U.S. High Yield-Markt hat, dürfte ein dauerhafter WTI Ölpreis von ca. 30 USD pro Barrel die Ausfallraten in diesem Segment weiter ansteigen lassen, so dass das Risiko weiterer Abwärtsrevisionen trotz der bereits sehr pessimistischen Erwartung der Marktteilnehmer signifikant ist. Nichtsdestotrotz



erscheinen die Risikoaufschläge hier bereits viel Negatives zu reflektieren. Im weiteren Verlauf des Jahres werden sich die Investoren also zunehmend die Frage stellen, ob sich die aktuelle Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe auch auf andere Bereiche der Ökonomie ausweiten könnte.

Diagramm 7: U.S. High Yield Indizes Risikoaufschläge zum Staat seit 2004



Quelle: Bank of America Index Research; Stand: 22.01.2016 (Wochendaten)

Auf der Makroebene sind solche Ansteckungseffekte nur in begrenztem Maße zu sehen (siehe ISM Non-Manufacturing). Allerdings bleibt abzuwarten, ob mögliche Zweitrundeneffekte in diesem Segment sich auf den U.S. Bankensektor oder andere Unternehmen durchschlagen. Darüber hinaus belastet das mit knapp 30% relativ hohe Emerging Market Risiko im U.S. High Yield-Universum. Zwar fand in den letzten Jahren bei den Emerging Markets bereits eine Vielzahl von Portfolioanpassungen ausländischer Investoren statt, allerdings sind aus meiner Sicht aufgrund von Rating- und Bilanzanpassungen bei den Unternehmen weitere Kapitalabflüsse möglich. Zudem sehen sich viele der rohstoffexportierenden Unternehmen einer möglicherweise explosiven Kombination aus wachsenden Handelsdefiziten, geschwächten Währungen und in USD zu bedienenden Schulden ausgesetzt. Die Ausweitung der Risikoaufschläge ist somit im Vergleich zum U.S. Energiesegment noch relativ moderat (aktuell bei knapp 1000 bp zu U.S. Staatsanleihen), weil die Marktteilnehmer bei einer Schiefelage mit der Unterstützung der Staaten rechnen. Allerdings ist der Spielraum von weitreichenden Bail-Out Aktionen in den Schwellenländern begrenzt, da das ausstehende Volumen dieser Unternehmen mittlerweile ein Vielfaches des Emerging Markets-Staatsanleihenuniversums beträgt.

Gemessen an der Ausweitung der Risikoaufschläge befinden wir uns zumindest im High Yield-Markt nahezu auf Rezessionsniveaus. Auch wenn man argumentieren kann, dass die verschlechterte Liquiditätssituation aufgrund der veränderten Marktstruktur (u.a. abnehmende Dealer-Positionen wegen Überregulierung) die Risikoprämien per se ansteigen lässt, waren in den vergangenen Jahrzehnten Aufschläge zu U.S. Staatsanleihen von 800 bp fast immer ein Anzeichen für eine Rezession. Von daher spricht der Markt für hochverzinsliche Unternehmensanleihen zumindest von der Tendenz eine eindeutige Sprache. Da es sich in dieser Assetklasse aber höchstwahrscheinlich aufgrund des niedrigen Ölpreises und des hohen USD nur um eine Bereinigung handelt, sind die aktuellen Rezessionsrisikoaufschläge eher attraktiv. Dabei sind Ausfälle jedoch nicht auszuschließen und global operierende Unternehmen mit einem soliden Ratingprofil weisen hier einen Wettbewerbsvorteil auf.

Analysiert man die Assetklassen weiter, muss man feststellen, dass auch die Aktienmärkte sich eingetrübt haben. Der U.S. Aktienindex S&P 500 hatte seinen Höchstkurs im Mai 2015 bei 2.135, aktuell notiert er bei 1.920. Das entspricht einem Kursverlust von gut 10%. Marktkorrekturen in Rezessionsphasen waren im amerikanischen Leitindex durchschnittlich bei ca. 30% von den Höchstständen, was bedeutet, dass wir eine Rezessionswahrscheinlichkeit von ca. einem Drittel eingepreist haben. Deutlich weniger also als beim U.S. High Yield-Markt. Der Dax hat übrigens in amerikanischen Rezessionsphasen vergleichsweise höhere Verluste i.H.v. ca. 45% erlitten, was einem Faktor von 1,5 entspricht. Aktuell haben wir bei einem Stand von 9.550 von den Höchstständen im April 2015 ungefähr 23% verloren! Auch wenn es hier noch weitere Korrekturen geben kann, befinden wir uns auch in dieser Assetklasse bereits auf sehr attraktiven Bewertungsniveaus.

Im Staatsanleihensegment wurden allein in den letzten fünf Wochen zwei weitere Zinsschritte seitens der Fed ausgepreist, so dass mittlerweile nur noch ein voller 25 bp Zinsschritt für Dezember 2016 erwartet wird. Fünfjährige U.S. Treasuries als sensibles Maß für Risikoaversion und als Zinskurvenankerpunkt haben sich allein im Januar knapp 50 bp verteuert. Unterstellt man also, dass die Fed in ihren Dezember-Projektionen drei bis vier Zinsschritte für 2016 prognostizierte, befinden wir uns sogar zwei bis drei Zinsschritte vom erwarteten Zinspfad der Notenbanker aus Washington entfernt. Bei einer eintretenden Rezession würde sie sicherlich den Zinserhöhungsschritt Ende letzten



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER FEBRUAR 2016

Jahres revidieren, so dass aktuell ca. 50% der Rezessionserwartungen eingepreist sind. Staatsanleihen haben korrekterweise drei bis vier Zinserhöhungen der Fed als zu optimistisch erachtet, sie gehen aus meiner Sicht aber gerade in das andere Extrem und preisen so gut wie alle Zinserhöhungen aus. Ich erachte es als gerechtfertigt, dass die Fed im März noch nichts machen wird, da die weitere Entwicklung der Daten erst beobachtet werden muss. Nichtsdestotrotz halte ich zwei, vielleicht sogar drei Zinserhöhungen in 2016 für möglich, speziell wenn die Daten spätestens in der zweiten Jahreshälfte wieder besser werden. Aus diesem Grund sind extreme Durationsrisiken auf den jetzigen Bewertungsniveaus (zehnjährige Bundesleihen sind z.B. wieder bei 0,3% angelangt) unter Chance-/Risikogesichtspunkten eher unattraktiv.

Insgesamt darf man nicht vergessen, dass wir noch immer ein Umfeld haben, indem die Zentralbanken bis auf die Fed weiterhin sehr expansiv agieren. Die Japaner haben mit einem negativen Depositensatz für positive Impulse gesorgt und die Europäer haben für das März-Meeting weitere Stimuli in Aussicht gestellt. Auch die Chinesen werden weitere Stützungsmaßnahmen beschließen, um den Transformationsprozess zu begleiten und die geplante Wachstumsabschwächung der Wirtschaft moderat zu gestalten.

Fazit:

Gemessen an den Fundamentaldaten ist die Wahrscheinlichkeit einer Rezession zwar gestiegen, wird aber von den Märkten deutlich überinterpretiert. Angesichts der divergierenden Geldpolitik der großen Notenbanken wird der USD wahrscheinlich weiter aufwerten und somit den Export und das Verarbeitende Gewerbe in den USA weiter belasten. Daher erwarte ich für den Rest des Jahres eher eine gemäßigte Konjunkturdynamik. Das Wachstum wird aber hoch genug sein, um rezessive Tendenzen zu verhindern. Von daher sind aus meiner Sicht die Rezessionsängste übertrieben! Das einzige Problem für die Weltwirtschaft könnte China werden, die mit ihren geldpolitischen Maßnahmen im Spannungsfeld zwischen Währungsstabilisierung und Stützungsmaßnahmen sehr sorgsam umgehen müssen. Weitere Kapitalabflüsse, die eine Auflösung der Devisenreserven nach sich ziehen, müssen entweder über Kapitalverkehrskontrollen und/oder andere Regulierungen zwingend verhindert bzw. verlangsamt werden.

Niedrige Rohstoff- und Ölpreise haben in der Vergangenheit noch keine Rezession ausgelöst, wirken aber am aktuellen Rand aufgrund des

dynamischen Verfalls eher deflationär. Die positiven Effekte werden vom Markt komplett ausgeblendet, werden sich aber sicherlich irgendwann durchschlagen, entweder über den Konsum oder über höhere Margen bei den Unternehmen, die von niedrigen Energie- und Transportkosten profitieren.

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 FEBRUAR 2016



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 9 2016.

Mit freundlichen Grüßen,
Ihr SKALIS TEAM

Wenn Sie keine weiteren SKALIS FUNDS Newsletter erhalten wollen, senden Sie uns bitte eine E-Mail an info@skalisfunds.com, um sich aus dem Newsletter Versand 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 © 2016 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 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.