



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER NOVEMBER 2016



Unterschleißheim, den 09. November 2016

Liebe Leserinnen und Leser,

Amerika hat gewählt: Trump macht das Rennen vor Clinton! Die Rufe nach Veränderung wurden in die Tat umgesetzt. Die Enttäuschung der Wähler über das defekte politische System und die fehlenden Fortschritte unter der Obama-Regierung hat der etablierten Clinton trotz aller Trump-Rhetorikpatzer keine Chance gelassen. Ein weiteres politisches Ereignis mit Signalwirkung steht auch in Italien an. Gleichzeitig scheint die EZB-Geldpolitik ausgereizt, was zu steigenden Renditen am Anleihenmarkt geführt hat. Somit dürfte der Boden für weitere schwankungsreiche Wochen an den Kapitalmärkten bereitet sein. Unser Newsletter wird Sie in gewohnter Weise darüber informieren, wie das Portfoliomanagement von SKALIS FUNDS diesen Unwägbarkeiten an den Kapitalmärkten begegnet ist.

Viel Spaß beim Lesen wünscht das Team von SKALIS FUNDS

MARKTKOMMENTAR

Die Auswirkung der US-Wahlen im Fokus

Im Oktober tendierten die Risikomärkte in einem breiten Volatilitätskorridor seitwärts. Die unmittelbaren Auswirkungen des Brexit-Votums scheinen nun abgeklungen zu sein, auch wenn mit dem Ergebnis der US-Wahl die Unsicherheit wieder ansteigen dürfte. Nach dem ersten Schock und der darauffolgenden Euphorie scheint sich langsam die negative Bedeutung dieser Entscheidung an den Kapitalmärkten durchzusetzen. Die Wirtschaftsdaten kamen überwiegend besser und in der abgelaufenen Berichtsperiode konnten die Unternehmen – basierend auf niedrigen Erwartungen der Analysten – mehrheitlich positiv überraschen. In Anbetracht des US-Wahlereignisses reagierten die Märkte im Berichtsmonat zunehmend nervös. Insgesamt erfuhren die Risikomärkte gerade gegen Monatsende eine deutliche Korrektur. Die zuletzt bekanntgegebene Einigung innerhalb der OPEC stellte sich nur als Teileinigung zwischen Saudi-Arabien und dem Iran heraus, die nicht von der gesamten OPEC getragen wird. Somit wird eine reale Produktionskürzung wieder in Frage gestellt und hat auch zu einer Korrektur des Ölpreises geführt.

Der deutsche Aktienindex (DAX) verzeichnete im Berichtsmonat insgesamt, unter wieder zunehmender Volatilität, eine positive Wertentwicklung von ca. +1,47 %, wohingegen der EuroStoxx50 sogar einen Anstieg von ca. +1,77 % aufwies.

AKTUELLES

Veranstaltungen:

Besuchen Sie unseren Stand auf dem **12. Financial Planner Forum** am 25./26. November 2016 im KOSMOS in Berlin.

FONDS professionell KONGRESS 2017: 25./26. Januar 2017 in Mannheim:

Nutzen Sie die Chance und sichern Sie sich Ihren Platz für ein Gespräch mit den Experten von SKALIS FUNDS.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER NOVEMBER 2016

Auf der Rentenseite stieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen deutlich an und entfernte sich aus dem negativen Terrain. Die Handelsspanne war mit 38 Basispunkten (-0,16 % bis +0,22 %) erneut höher als im Vormonat.

Staatsanleihen aus der europäischen Peripherie zeigten ein gemischtes Bild: vor allem die Risikoaufschläge der Staatsanleihen aus Italien weiteten sich erneut teils deutlich aus, was vor allem mit der Nervosität der Investoren im Hinblick auf das anstehende Referendum Anfang Dezember, der Budgetvorstellung und die weiterhin ungewisse Lage der italienischen Banken zurückzuführen ist.

Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen engten sich im Monatsverlauf ein. Weiterhin waren v.a. Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Universum aufgrund des EZB-Kaufprogramms (CSPP) gut unterstützt. Laut der letzten veröffentlichten Bestandsdaten haben die nationalen Zentralbanken im Rahmen des CSPP bisher insgesamt Unternehmensanleihen in Höhe von ca. 37,8 Mrd. Euro erworben. Covered Bonds blieben relativ zum Zinsmarkt stabil, während inflationsindexierte Anleihen (v.a. längere Laufzeiten) im Berichtsmonat sich sehr freundlich entwickelten. Der deutliche Zinsanstieg im Monatsverlauf überlagerte jedoch die Reduktion der Risikoaufschläge, wodurch unter Absolute-Return-Gesichtspunkten, der Rentensektor im Allgemeinen Verluste hinnehmen musste.

Der Euro notierte zum US-Dollar im Monatsverlauf mit einem Abschlag von ca. -2,3 % deutlich schwächer. Aufgrund der weiterhin freundlichen US-Zinspolitik notierten Schwellenländerwährungen gegenüber dem Euro erneut mehrheitlich fester.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

Anhaltend defensive Ausrichtung im volatilen Marktumfeld

Die volatile Seitwärtsbewegung an den Risikomärkten veranlasste das Fondsmanagement auch im Oktober an der defensiveren Aktienausrichtung festzuhalten. Aufgrund der nach wie vor existierenden Fehlallokationen an den Kapitalmärkten erwartet das Fondsmanagement weiterhin eine Neubewertung der Risikoprämien für europäische Aktien, insbesondere aufgrund politischer und konjunktureller Risiken.

Auf der Rentenseite profitierten die Fonds von der verhältnismäßig defensiven Ausrichtung und konnten den Zinsanstieg der letzten Wochen dämpfen. Inflationsindexierte Anleihen trugen erneut positiv zur Fondsperformance bei und entwickelten sich besser als Nominalanleihen. Die eher moderate Portfolio-Duration wurde im Rahmen der aktiven Portfoliosteuerung taktisch angepasst.

Auf der Währungsseite geht das Fondsmanagement unverändert davon aus, dass die Dollar-Stärke noch anhalten sollte, da sich weitere, wenn auch moderate, Zinserhöhungen durch die US-Notenbank FED abzeichnen.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER NOVEMBER 2016

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 31.10.2016

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
-1,05 %	-6,41 %	0,67 %	-5,76 %	2,10 %	-5,48 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION FLEX IN 2016

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	-3,13 %	-2,19 %	+1,16 %	-0,25 %	-0,23 %	-1,90 %	+0,58 %	+0,43%	-0,55 %	-0,44 %		
I-Tranche	-3,02 %	-2,12 %	+1,20 %	-0,19 %	-0,17 %	-1,83 %	+0,64%	+0,50 %	-0,47 %	-0,37 %		
S-Tranche	-3,00 %	-2,08 %	+1,24 %	-0,16 %	-0,14 %	-1,80 %	+0,68%	+0,52 %	-0,44 %	-0,35 %		

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE per 31.10.2016

R-Tranche		I-Tranche	
ISIN: DE000A12BPG3		ISIN: DE000A12BPH1	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
-3,72 %	-3,98 %	-2,97 %	-3,52 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE IN 2016

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	-2,01 %	-1,21 %	+0,58 %	-0,35 %	-0,04 %	-1,08 %	+0,58%	+0,34%	-0,43 %	-0,39 %		
I-Tranche	-1,90 %	-1,17 %	+0,62 %	-0,31 %	0,00 %	-1,05 %	+0,62%	+0,39%	-0,40 %	-0,36 %		



Thema: Wie nachhaltig sind steigende Bondrenditen?

Dr. Jens Bies
SKALIS FUNDS

Guten Tag!

Viele Investoren fragen sich angesichts (teils extrem) negativer Renditen in Europa, wie lange die Rally an den Anleihenmärkten noch geht. Immerhin rentieren mittlerweile ca. 50% der rückkauffähigen Anleihen negativ und ca. 25% des EZB-konformen Universums sind niedriger als der Einlagenzins von -0,4%. Spätestens seit der Bloomberg-Meldung, dass die EZB inzwischen über ein „Tapering“, also einem Zurückfahren der Anleihekäufe, nachdenkt, ist diese Sorge wieder verstärkt in den Vordergrund gerückt. Sicherlich nicht ganz zu Unrecht, angesichts der sich verbessernden Fundamentaldaten und der natürlichen Limitierungen des Rückkaufprogramms. Im Zuge des jüngsten Renditeanstiegs stellt sich mir somit die Frage, wie weit dieser Renditeanstieg noch gehen kann und ob diese Entwicklung nachhaltig ist. Haben wir bei den Anleihen vielleicht sogar schon das Zinstief gesehen? Zu einer sachgemäßen Analyse werde ich zunächst die Fundamentaldaten in Europa unter Berücksichtigung weltwirtschaftlicher Makrotendenzen anschauen. Darüber hinaus gilt es, Treiber für steigende Renditen zu identifizieren und anhand dieser zu eruieren, ob dieser Renditeanstieg nachhaltiger sein kann als das zugegebenermaßen heftige Strohfeuer im April 2015. Zu guter Letzt werde ich kurz Stellung zur Sinnhaftigkeit des Bloomberg-Artikels, der im Markt für so viel Aufregung gesorgt hat, nehmen.

In den vergangenen Jahren gab es bereits mehrmals Zeiten, in denen Investoren zuversichtlicher hinsichtlich des Inflations- und Wachstumsausblickes wurden. Diese Zuversicht wurde in der Vergangenheit konstant enttäuscht. Es fehlte bekanntlich die Nachhaltigkeit der Makrodatenverbesserung. Auch in den letzten Wochen haben sich die Meinungen gemehrt, dass

der Reflationsgedanke auferstanden sei. Auch wenn dieser Gedanke bei einer ausbleibenden expansiven Fiskalpolitik eher unrealistisch ist, gibt es seitens der Marktteilnehmer sicherlich Gründe für diese Überlegung. Diese sind:

- Unwirksamkeit der Geldpolitik und hohe Erwartungen an Fiskalimpuls

Den Marktteilnehmern ist bewusst, wie tragend die Rolle der Geldpolitik zur Stabilisierung der Vermögenspreise im Allgemeinen und der Bondpreise im Besonderen ist. Viele sind sich aber sicher, dass die geldpolitischen Möglichkeiten von nun an begrenzt sind und zusätzliche Maßnahmen nicht mehr den gewünschten Erfolg eines andauernden wirtschaftlichen Impulses bringen. Deshalb sind sich die Marktteilnehmer einig, dass die Zentralbanker allein den makroökonomischen Kurs nicht nachhaltig positiv beeinflussen können. Von daher kann der zukünftige Kurs nur darin bestehen, dass der Staat neben nötigen Strukturreformen ganz gezielt Investitionsmaßnahmen beschließt. Auch wenn in naher Zukunft abgesehen von den USA nicht mit massiven Veränderungen auf der fiskalischen Seite zu rechnen ist, sind die Erwartungen an solche mittlerweile enorm. Meines Erachtens zu enorm, berücksichtigt man den derzeitigen, durchaus positiven Datenkranz und die speziellen politischen Hürden in der Eurozone.

- Kürzlich gestiegene Inflationsdaten

Die Inflationszahlen sind in letzter Zeit aufgrund von saisonalen Effekten, v.a. Dingen aber aufgrund von sich insgesamt stabilisierenden Rohstoffmärkten positiv beeinflusst worden. Diese Entwicklung kann noch eine Zeit lang



anhalten, vielleicht sogar bis ins nächste Jahr. Die Kerninflationsrate wird dadurch jedoch nur wenig positiv beeinflusst. Lediglich in den USA ist die Kerninflationsrate mittlerweile mit 2,3% oberhalb des Inflationsziels der US-Notenbank Fed. Auch im Vereinigten Königreich sind die Inflationszahlen v.a. durch die massive Währungsabwertung oberhalb des Inflationsziels der Bank of England. Lediglich in Europa und Japan sind die Inflationszahlen noch weit weg vom erklärten Ziel der jeweiligen Zentralbanken. Trotzdem überraschen die Inflationszahlen aktuell fast flächendeckend auf der Oberseite, was dazu führt, dass die sog. „Inflation Surprise“ Indizes auf erhöhten Niveaus vergleichbar mit 2012 sind. Makroökonomisch ist dies zumindest positiv zu werten.

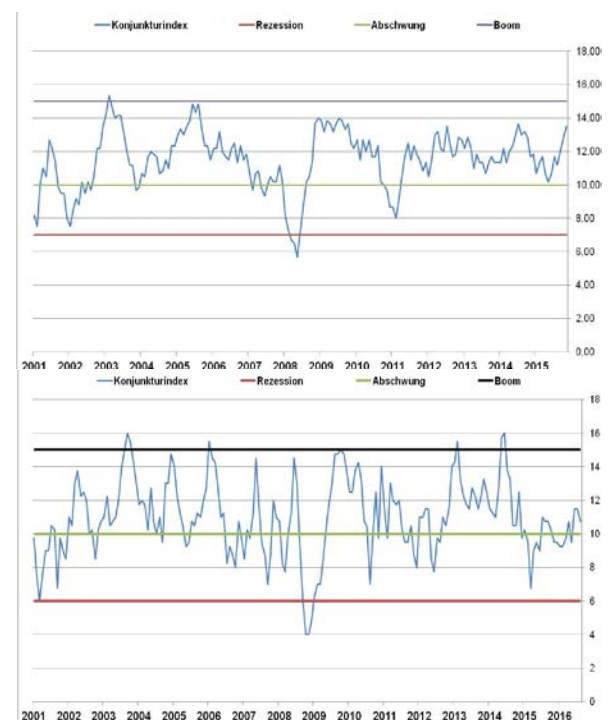
- Bessere Wachstumszahlen

Unbestritten haben sich die wachstumsbeeinflussenden Zahlen in letzter Zeit verbessert. Viele Marktteilnehmer scheinen jedoch für nächstes Jahr ein deutlich besseres Wachstum zu prognostizieren als aus meiner Sicht realistisch wäre. Zum einen werden im nächsten Jahr die Auswirkungen des „Brexit“ stärker negativ durchschlagen, zum anderen hat die OECD zuletzt eine weltweite Wachstumsreduktion für 2017 im Vergleich zu 2016 vorhergesagt. Darüber hinaus existiert weiterhin eine Vielzahl politischer Hürden, die bei Investoren für Unsicherheit sorgen und Investitionen dauerhaft negativ belasten sollten. Ähnlich wie bei der Inflation überraschen die Makrodaten jedoch schon seit einiger Zeit positiv (sog. „Economic Surprise“ Indizes in vielen Ländern auf erhöhten Niveaus). Allerdings muss die Nachhaltigkeit zumindest stark angezweifelt werden, da viele strukturelle Probleme seitens der Regierungen noch gar nicht oder bisher nur unzureichend angegangen worden sind.

Um zu dokumentieren, wie der Datenkranz aktuell aussieht, und um nicht zu sehr ins Detail zu gehen, sei hier ein eigens entwickeltes Konjunkturmodell vorgestellt, das sowohl für Europa als auch für die USA anzeigt, dass wir uns aktuell in einer positiven Markolage (im Aufschwung) befinden (siehe Diagramm 1). Interessant ist dabei, dass sich Europa am aktuellen Rand makroökonomisch besser entwickelt als die USA. Zur Erklärung: Das Konjunkturmodell beleuchtet einen Satz makroökonomischer Indikatoren, die mit einer entsprechenden Gewichtung zu einem Faktor zusammengesetzt werden. In Abhängigkeit der Faktorhöhe ergibt sich, in welchem Zyklus sich die

Konjunktur befindet. Allgemein gilt: Je höher, desto besser die konjunkturelle Lage! Das Konjunkturmodell ist insofern hilfreich, da es versucht, makroökonomische Informationen zu identifizieren, die schon vor der Veröffentlichung der quartalsweise erscheinenden BIP-Zahlen makro-ökonomische Statusinformationen liefern.

Diagramm 1: SKALIS-Konjunkturmodell für Europa und die USA seit 2001



Quelle: SKALIS FUNDS (BLOOMBERG-DATEN); Stand: 31.08.2016

Nachdem nun festgestellt wurde, dass am aktuellen Rand durchaus Positives zu berichten ist, muss nun die Nachhaltigkeit des Zinsanstiegs untersucht werden. Zur Beurteilung werden demnach Faktoren identifiziert, die neben der Geldpolitik entscheidend zu einem längerfristigen Zinsanstieg (schlimmstenfalls sogar Anleihen-Crash) beitragen können. Wenn man nicht unbedingt denkt, dass die Zentralbanken stark hinter der Kurve sind bzw. zumindest einer dieser nun vorgestellten Faktoren nachhaltige Änderungen erfährt, gibt es keinen Grund auf einen nachhaltigen Zinsanstieg zu setzen. Hierbei gilt es zu berücksichtigen, dass der Bullenmarkt bei Anleihen nun ca. 30 Jahre andauert (siehe Diagramm 2) und, das stelle ich gleich vorweg, trotz der aktuell positiven makroökonomischen Entwicklungen nicht davon auszugehen ist, dass



sich das Niedrigzinsumfeld auf absehbare Zeit ändern wird.

Diagramm 2: Entwicklung 10-jähriger Anleiherenditen in BRD und USA seit 1989



Quelle: SKALIS (BLOOMBERG-DATEN); Stand: 30.09.2016

Diese Einschätzung fußt auf mehreren Gründen:

1. Strukturelle Gründe: An strukturellen Gründen, warum die Realrenditen (also inflations-bereinigte Renditen) so niedrig sind, mangelt es nicht. Da wäre z.B. die alternde Gesellschaft, die Ungleichheit bei der Wohlstandsverteilung, die Produktivitätslücke sowie exzessive Sparaufkommen der Bevölkerung zu nennen. Die Realrenditen sind schon seit längerer Zeit rückläufig und nicht erst seitdem die Zentralbanken mit ihren immensen Rückkaufprogrammen angefangen haben. Somit ist das kein neues Phänomen, sondern unter fundamentalen Gesichtspunkten ein länger wehrender Trend, der mit unserer Gesellschaftsstruktur und fehlenden Reformprozessen seitens der Politiker zu tun hat. Strukturell sehe ich somit keine Änderung der Einschätzung hin zu nachhaltig steigenden Renditen.
2. Makrodaten: Als die Zentralbanken mit ihren immensen Rückkaufprogrammen in den Wirtschaftskreislauf eindringen, waren die Erwartungen an ein steigendes BIP-Wachstum und anziehende Inflation groß. Daraufhin sollte ein resoluter Schuldenabbau folgen, unterstützt durch eine Weg-inflationierung der Staatsschulden. Das Problem ist aber, dass weder das BIP noch

die Inflation nachhaltig anstiegen, ganz im Gegenteil zu den Staatsschulden. Der Anleihenmarkt ist in großem Maße von der Geldpolitik beeinflusst. Wenn Wachstums- oder Inflationsraten ansteigen, erlauben Zentralbanker i.d.R. sogar ein leichtes Überschießen ihrer Geldpolitikziele bevor sie die lockere Geldpolitik zurückfahren bzw. mithilfe von Erhöhungen des Refinanzierungssatzes restriktiv werden. Davon ist aber aufgrund des Wachstumsausblicks zumindest in Europa, aber auch in vielen anderen entwickelten Ländern nicht auszugehen. Die OECD vertritt die Ansicht, dass die Weltwirtschaft 2016 in geringerem Maße als 2015 wachsen wird. Auch für 2017 werden nur leichte Zuwächse erwartet. Selbst in den USA, wo die US-Notenbank Fed die geldpolitischen Zügel seit der Zinserhöhung im Dezember 2015 wieder angezogen hat, wurden im September dieses Jahres die Erwartungen für Wachstum und Inflation für 2016 von 2,0% auf 1,8% bzw. von 1,4% auf 1,3% nach unten revidiert. Zudem sind die Inflationserwartungen konstant unterhalb des 2%-Ziels der Fed, wenn auch in letzter Zeit nicht mehr wesentlich. Letzteres könnte die Fed trotz des niedrigen Wachstums sogar zu einer zweiten Zinserhöhung im Dezember 2016 veranlassen. Der Markt preist mittlerweile eine fünfzigprozentige Chance dafür ein. Ich sehe in den USA aber keine wesentlichen Zinserhöhungen. Ich halte es sogar für nicht unwahrscheinlich, dass die nächste Zinserhöhung die letzte sein könnte. Da die Kredit- und Investitionsnachfrage speziell in Europa immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau verharrt und in naher Zukunft auch nicht mit einem starken Anstieg dieser elementaren Komponente zur nachhaltigen Generierung von Wachstum zu rechnen ist, bleibt die Gefahr eines Renditeanstiegs eher moderat.

3. Fiskalpolitische Nachhaltigkeit und Unsicherheit: Aufgrund der Tatsache, dass mittlerweile viele geldpolitische Werkzeuge abgenutzt wurden und sich deshalb der



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER NOVEMBER 2016

Werkzeugkasten zusehends leert, appellieren die Zentralbanken nicht erst seit gestern an die Regierungen, fiskalpolitische Stimuli (nachfrageseitig) und Strukturreformen (angebotsseitig) auf den Weg zu bringen, um das Wachstum anzukurbeln. Unbestritten muss beides erfolgen, damit die Wachstumsimpulse nachhaltig sein können. Die Gefahr ist nämlich, dass bei sowieso schon erhöhten und immer noch ansteigenden Verschuldungsquoten der Industrieländer eine weitere Ausdehnung der Staatsverschuldungsquoten ohne nachhaltige Wachstumszuwächse vom Kapitalmarkt die Kreditwürdigkeit hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit angezweifelt werden könnte. Dies wiederum dürfte die Risikoprämien für Staatsanleihen ansteigen lassen, was Investoren v.a. zur Reduzierung von langlaufenden Anleihen zwingen könnte. Beispielhaft kann hier die europäische Schuldenkrise herangezogen werden. 2010 stiegen die Renditen zehnjähriger italienischer Staatsanleihen um immerhin 4% auf ca. 7%. Nichtsdestotrotz ist die Situation mittlerweile eine andere. Zum einen ist anders als in 2010 die EZB der größte nachfragebestimmende Faktor, so dass die Renditen künstlich niedrig gehalten werden und zum anderen sind viele Industrienationen mittlerweile in einer Situation erhöhter Staatsverschuldungsquoten, so dass sie es sich gar nicht mehr leisten könnten, wenn die Renditen nachhaltig stiegen. Insofern ist der politische Wille für steigende Renditen überhaupt nicht gegeben. Darüber hinaus müssten sich speziell in Europa die Staaten für so einen Schritt einen Konsens finden. Da die europäische Integrität zusehends abnimmt, ist damit nicht zu rechnen. Zudem stellt sich hier auch die Frage nach gesetzeskonformen Investment-alternativen. Schließlich sind viele Investoren spätestens seit den verschärften Regulierungsanforderungen verpflichtet, Staatsanleihen zu halten, auch wenn es vielleicht wirtschaftlich kaum noch Sinn macht. Somit ist die Gefahr eines nachhaltigen Renditeanstiegs bei gezielten fiskalpolitischen Maßnahmen,

gekoppelt mit Strukturreformen, durchaus valide, in naher Zukunft aber aufgrund der geldpolitischen Unterstützung nicht als hoch einzuschätzen. Die Wahrscheinlichkeit eines nachhaltigen Rendite-anstiegs besteht in dieser Hinsicht nicht.

4. Geldpolitik bleibt expansiv: Die QE-Programme der Zentralbanken sind noch nicht beendet, sie kaufen immer noch Anleihen, um die Renditen niedrig zu halten. Selbst die amerikanische Fed reinvestiert ihre Kuponerträge weiterhin im Anleihenmarkt und seit dem „Brexit“ sind auch die britischen Zentralbanker wieder im Ankaufsmodus. Ca. 200 Mrd. USD werden inkl. Reinvestments der Kuponerträge pro Monat von den G4-Zentralbanken im Anleihenmarkt aufgekauft und die Erwartung eines baldigen Zurückfahrens dieser gewaltigen monetären Stimuli ist zumindest verfrüht. Das Nettoangebot (also Emission minus Tilgungen) ist insgesamt sogar negativ, wenn man die Rückkäufe der Zentralbanken noch abzieht. Dieser Trend wird aufgrund des hohen Schuldendienstes der Staaten und des vergleichsweise unterdurchschnittlichen Wachstumsausblicks wohl anhalten. In der September-Kolumne hatte ich bereits dargestellt, dass die Staatsschulden in den letzten Jahren nicht nur in Europa, sondern weltweit massiv angestiegen sind und mittlerweile auf wachstumshinderlichen Schuldenquoten angelangt sind. Am Beispiel Japans sieht man jedoch, dass nach einer Kreditblase bei Ausbleiben von Strukturreformen das Schuldenniveau eines Staates enorme Höhen erreichen kann, so dass ein weiterer Anstieg der Staatsschulden nicht auszuschließen ist. Um diesen Schuldendienst weiter zu bedienen, müssen die Zentralbanken ihre geldpolitischen Stimuli zunächst fortsetzen. Sicherlich können sich die Ziele der Zentralbanken verändern, z.B. die Abkehr von einem schon seit längerer Zeit ungläubwürdigen Inflationsziels zu einer Nominalzinsobergrenze (wie es aktuell die BoJ in Japan vorgemacht hat) oder eines Renditestrukturkurvenniveaus. Nichtsdesto-



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER NOVEMBER 2016

trotz werden höhere Zentralbankbilanzen eher permanenter als vorübergehender Natur sein.

5. Internationale Kapitalströme: Die Märkte sind global miteinander verwoben, so dass der Kapitalstrom zu den Ländern fließt, die höhere Zinsen anbieten können. So ist es nicht verwunderlich, dass in den letzten beiden Jahren viel Geld in den amerikanischen Anleihenmarkt geflossen ist, da dieser deutlich mehr Rendite bringt als europäische oder japanische Anleihen. Dieser Trend dürfte anhalten. Generell war aufgrund der Globalisierung die Korrelation zwischen Bondrenditen und dem Anstieg der Währungsreserven sehr groß im neuen Jahrtausend. Besonders die Emerging Markets Länder und allen voran China waren dafür verantwortlich. Seit 2014, als die Fed ihre Anleiherückkäufe zurückfuhr, der USD stark aufwertete und die chinesische Leitwährung Yuan unter Druck geriet, hat sich die Situation verändert. Durch eine ca. zwanzigprozentige Reduzierung der Währungsreserven seitens der Chinesen konnte eine starke Abwertung des Yuan und weitere Kapitalabflüsse verhindert werden, doch dieses Geld floss in andere globale Bondmärkte, was ultimativ wiederum in niedrigen, weltweiten Renditen resultierte. Sollte sich das Wachstum in den Emerging Markets, besonders in China, wieder beschleunigen, könnte sich der Spieß umdrehen und globale Bondrenditen als Konsequenz steigen. Da in China aber die Überschusskapazitäten nicht darauf schließen lassen, dass ein deutlicher Anstieg des Wachstums bevorsteht, kann diese Gefahrenkomponente für einen nachhaltigen Renditeanstieg eher vernachlässigt werden. Zudem müssen sich auch andere Emerging Markets Länder eher mit einer Stabilisierung als einer Beschleunigung des Wachstums begnügen.

Alles in allem sind die o.a. Faktoren durchaus valide Risiken für die Stabilität der Anleihenmärkte. Da die kurzfristig positiv wirkenden makroökonomischen Gegebenheiten,

speziell bei den jetzigen überbewerteten Renditeniveaus, aber für signifikante Gegenbewegungen sorgen dürften, bleiben die Märkte kurzfristig volatil. Trotzdem sehe ich keine Anzeichen für eine baldige Änderung der lockeren Geldpolitik. Ebenso wenig sehe ich einer der o.a. Faktoren als Risikofaktor für eine nachhaltige Zinsänderung.

Zu guter Letzt möchte ich noch kurz Stellung zu dem Bloomberg-Artikel nehmen, der neben anderen Faktoren den jüngsten Renditeanstieg losgetreten hat. Zum Hintergrund: Anfang Oktober meldete die Nachrichtenagentur Bloomberg, dass die EZB-Ratsmitglieder inzwischen darüber übereinstimmen, die Anleihekäufe schrittweise zurückzufahren, sobald ein Ende des Programms angezeigt sei. Diese Meldung sorgte für gewaltige Irritationen, da augenscheinlich einige Marktteilnehmer zunächst befürchteten, dass ein Beschluss zum Abschmelzen der Käufe kurz bevorstehe. Diese Befürchtung war natürlich vollkommen überzogen, enthielt die Agenturmeldung im Kern lediglich die wenig spektakuläre Erkenntnis, dass die EZB im Falle eines irgendwann notwendigen Ausstiegs analog zur Fed schrittweise vorgehen und die Käufe nicht abrupt beenden möchte („Tapering“). Wann es dazu kommt, hängt in erster Linie von der Inflation ab. Schließlich hat die EZB häufig betont, dass sie die Käufe im Umfang von monatlich 80 Mrd. EUR so lange fortsetzen wird, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Da die Kerninflation anders als von der EZB gewünscht bei knapp 1% verharren sollte, hat sich an der Erwartung, dass die EZB im Dezember beschließt, über den März 2017 bis Ende 2017 Anleihen im unveränderten Umfang von 80 Mrd. EUR pro Monat zu kaufen, nichts geändert. Allerdings tut sich bei dem aktuellen Regelwerk eine andere Problematik auf. Wenn die EZB die Anleihekäufe um neun Monate verlängert, wird sie aller Voraussicht nach spätestens Mitte 2017 nicht mehr genügend kauffähige Bundesanleihen finden. Folglich muss die EZB den Beschluss zur Verlängerung des Programms um eine Änderung der Kaufregeln ergänzen. Mögliche Ergänzungen könnten sein:

- Kauf von Anleihen mit einer Rendite unterhalb des Einlagensatzes von aktuell -0,4%
- Anhebung der 33%-Haltegrenze auf 50% (ISIN-Obergrenze) des Volumens einzelner

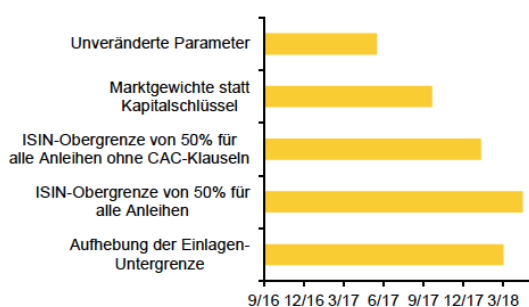


Staatsanleihen mit einem sehr guten Rating (AAA oder AA)

Bestätigen dürfte sie jedoch die Regel, nicht mehr als 33% aller Anleihen eines Staates zu halten. Ebenso wie die Regel weiterhin strikt nach dem Kapitalschlüssel zu kaufen. Diese Regeln sind aus meiner Sicht unabänderlich, um a) nicht ein dominanter Gläubiger von Staaten zu werden, b) der Behauptung der monetären Staatsfinanzierung entgegenzuwirken und c) europäische Grundsätze nicht infrage zu stellen.

Alles in allem würde das neue Regelwerk den Pool der kaufbaren Anleihen so weit vergrößern, dass die EZB das Knappheitsproblem bei Bundesanleihen bis Anfang 2018 mit hoher Wahrscheinlichkeit gelöst hätte. Dann steigt das Risiko trotz der Regeländerungen kontinuierlich, dass der EZB die kaufbaren Bundesanleihen ausgehen. Deshalb dürfte die EZB im Laufe des Jahres 2017 gezwungen sein, sich entweder auf ein schrittweises Ende der Anleihekäufe vorzubereiten oder ihre Ankaufsmethodik entsprechend veränderter geldpolitischer Ziele (z.B. Abkehr vom Inflationsziel) neu auszurichten. Analog zur Bank of Japan könnte sie u.U. beschließen nur dann Anleihen zu kaufen, wenn gewisse Renditeobergrenzen in Gefahr sind. Das würde die Dauer beim kaufbaren Bundesanleihenbestand deutlich verlängern. Alternativ, wengleich unwahrscheinlicher, beschließen die Euro-Mitgliedsstaaten einen fiskalpolitisch expansiveren Kurs, der dazu führt, dass zur Finanzierung dieses Kurses mehr Staatsanleihen emittiert werden, was in der Konsequenz den Handlungsspielraum und Zeitrahmen der EZB wieder vergrößern dürfte.

Diagramm 3: Wann der EZB die Bundesanleihen ausgehen



Quelle: COMMERZBANK (2016): WOCHE IM FOKUS, S. 2; Stand: 14.10.2016

Wenn die EZB ihre Anleihekäufe ab Anfang 2018 mangels Masse herunterfährt, wird sie das durch andere expansive Maßnahmen ausgleichen wollen. Schließlich wird die EZB unter Druck bleiben, den Finanzministern der hoch verschuldeten Länder, die die Ursachen der Staatsschuldenkrisen in der Breite noch nicht gelöst haben, mit einer lockeren Geldpolitik unter die Arme zu greifen. Dies gilt umso mehr, als das Ende der Anleihekäufe die Staatsanleiherenditen dieser Länder massiv steigen lassen könnte, wenn die EZB nicht entschieden gegensteuert. Dafür spricht auch, dass die Kerninflation anders als von der EZB erhofft nicht merklich steigen wird, weil eine noch zweistellige Arbeitslosenquote den Anstieg der Lohnkosten gering halten wird.

Im Gegensatz zum „Tapering“ ist meines Erachtens eine Rotation hin zu anderen geldpolitischen Zielen seitens der Zentralbanken viel wahrscheinlicher. Da der Stimulus auf absehbare Zeit aufgrund der Strukturprobleme und der hohen Schuldendienste nicht verschwinden kann, werden Zentralbanken innovativer werden und sich ähnlich wie die Japaner an einem Rendite- oder Renditestrukturkurvenziel orientieren. Das erfordert einen minimalinvasiveren Eingriff in die Anleihenmärkte als bisher und könnte das Angebotsproblem auf Dauer eindämmen.

Fazit:

Kurzfristig macht ein Renditeanstieg von sehr angespannten Niveaus aufgrund sich verbessernder Makrodaten sicherlich Sinn. Wie weit das Ganze tragen kann, ist letzten Endes aufgrund der schwierigen Liquiditätssituation schwer abzuschätzen. Dieser Renditeanstieg wird aber nicht nachhaltig sein, da a) strukturelle Probleme nicht gelöst wurden, b) der weltweite Wachstumsausblick unterdurchschnittlich ist, c) abgesehen von der USA nicht mit einem expansiven fiskalpolitischen Impuls zu rechnen ist, d) die Zentralbanken aufgrund der hohen Schuldenquoten weiter expansiv bleiben werden und damit Strukturereformen der Staaten unterbinden sowie die Regulierung Investmentalternativen untersagt und e) Kapitalströme aufgrund einer bloßen Wachstumsstabilisierung Chinas aktuell nicht unmittelbar wieder zurück zu den Emerging Markets fließen.

Bezogen auf die EZB ist ein „Tapering“ trotz der Knappheit bei Bundesanleihen eher unrealistisch. Zunächst dürfte die EZB ihre Regularien des Ankaufsprogramms ändern und in letzter



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER NOVEMBER 2016

Konsequenz ihre geldpolitischen Ziele anpassen.
Ein Inflationsziel ist meines Erachtens im
augenblicklichen Umfeld nicht mehr zeitgemäß.

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 NOVEMBER 2016



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 48 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: Dr. Jens Bies, Marc Decker,
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 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.