



# SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2016



Unterschleißheim, den 07. Dezember 2016

Liebe Leserinnen und Leser,

die US-Wahlen sind nun vorbei und wieder einmal reiben sich die Marktteilnehmer die Augen über die Reaktion der Märkte auf das Ergebnis. Die Analystenschar prognostizierte bei einem Wahlsieg Clintons steigende und bei einem Erfolg Trumps fallende Aktienkurse voraus. Noch am Tag des Trump-Sieges drehten jedoch die Märkte massiv nach oben und die gleichen Analysten zauberten Begründungen aus den Hüten, warum ein Sieg Trumps doch nicht so schlecht für Wirtschaft und Aktien sein könnte. Wieder einmal bleibt mit dem Blick auf die Marktbewegungen zu konstatieren, dass nur eines sicher ist in diesem Börsenjahr: hohe Tagesvolatilitäten. Und – ist sie nun gekommen, die Zinswende? 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

### Es ist Trump – und nun?

Die US-Wahl prägte den November, zumal ein neuer Präsident namens Donald Trump im Vorfeld als unwahrscheinlicher gesehen wurde. Doch die erwartete Risikoaversion hielt sich in Grenzen. Letztendlich konnte Trump mit Ankündigung eines umfangreichen fiskalpolitischen Pakets (Steuersenkungen und Infrastrukturausbau) sogar eine konjunkturelle Euphorie auslösen und die Aktienmärkte beflügeln. Dies mischte sich jedoch mit Sorgen um eine höhere Staatsverschuldung und mehr Inflation, was zu einem Abverkauf an den Rentenmärkten (insbesondere in den USA) führte. Auch die Erwartung an einen restriktiveren Kurs der US-Notenbank stieg an.

Der deutsche Aktienindex (DAX) und der EuroStoxx50 verzeichneten im Berichtsmonat unter hoher Volatilität eine leicht negative Wertentwicklung von ca. -0,23 % bzw. -0,12 %.

Auf der Rentenseite stieg die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen im Berichtsmonat massiv um 55 Basispunkte an. In diesem Sog ging auch die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen erneut deutlich nach oben auf 0,28% zum Monatsende (in der Spitze fast 0,4%) und lag somit schon ca. 50 Basispunkte über dem Tiefststand von Juli bei -0,2%. Die Handelsspanne war mit 30 Basispunkten (0,10% bis 0,40%) abermals hoch. Hierbei zeigte sich die zunehmende Nervosität über den weiteren Kurs der Zentralbanken.

## AKTUELLES

### Veranstaltungen:

**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 DEZEMBER 2016

Die EZB wird zwar voraussichtlich noch ihren expansiven Kurs beibehalten, aber nicht mehr verstärken können. Zumal bei einer Verbesserung der Konjunkturdaten und moderat steigender Inflation auch nicht mehr die Notwendigkeit eines weiteren geldpolitischen Impulses besteht. Inflationsgebundene Anleihen dies- als auch jenseits des Atlantiks entwickelten sich in diesem Umfeld deutlich bessere als reguläre Staatsanleihen.

Zusätzlich zum allgemeinen Zinsanstieg erhöhten sich auch die Risikoprämien anderer EU-Staaten teils deutlich. Zunehmende politische Risiken in der Eurozone im Vorfeld des Wahljahres 2017 (verstärkt durch Brexit und Trump-Wahl) und insbesondere das italienische Verfassungsreferendum Anfang Dezember spielten hierbei eine zentrale Rolle und werden die Unsicherheit hochhalten.

Die Renditeaufschläge von Covered Bonds und Unternehmensanleihen stiegen im Monatsverlauf ebenfalls an, jedoch fiel die Korrektur v.a. bei besseren Bonitäten moderater aus. Zum Teil konnten Sektoren (wie Bau und Rohstoffe) sogar profitieren.

Insgesamt kam das gesamte Rentensegment im November unter Druck. Vieles spricht nun also für den Anfang der Zinswende – zumindest in den USA. Da sich die europäischen Rentenmärkte nicht nachhaltig von den USA entkoppeln werden können und die EZB vermutlich nur noch wenig geldpolitische Impulse setzen kann, sollten auch in Europa die Zinsen tendenziell einen Anstiegspfad einschlagen.

Aufgrund des stärkeren Zinsanstiegs in den USA konnte der US-Dollar im Monatsverlauf zum Euro ca. 3,6% aufwerten. In diesem Zusammenhang notierten auch die Schwellenländer teils deutlich schwächer.

## ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

### **Angeschnallt durch das erste Zinsbeben**

Die anhaltend volatile Seitwärtsbewegung an den Risikomärkten veranlasste das Fondsmanagement im November seine defensive Positionierung beizubehalten. In der Berichtsperiode war eine einsetzende Neubewertung von Risikoprämien, welche das Fondsmanagement seit geraumer Zeit erwartet, zu verzeichnen. Die Aktienquote wurde daher zwar sehr aktiv, aber dennoch defensiv gesteuert und dem jeweiligen Marktumfeld flexibel angepasst.

Auf der Rentenseite ergab sich zwar insgesamt ein negativer Wertbeitrag, jedoch konnten die sehr moderate Durations- und Risikopositionierung die negative Zinsmarktentwicklung deutlich abfedern. Inflationsindexierte Anleihen trugen erneut positiv zur Fondsperformance bei und wurden sukzessive in die Stärke reduziert.

Auf der Währungsseite geht das Fondsmanagement unverändert davon aus, dass im Umfeld höherer Zinsen die Dollar-Stärke noch anhalten sollte. Engagements in Emerging Markets wurden zurückgefahren und werden mittelfristig nur noch selektiv vorgenommen.



# SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2016

## WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 30.11.2016

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
<b>-2,03 %</b>	<b>-7,34 %</b>	<b>-0,27 %</b>	<b>-6,64 %</b>	<b>1,17 %</b>	<b>-6,33 %</b>

## 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 %	-0,99 %	
I-Tranche	-3,02 %	-2,12 %	+1,20 %	-0,19 %	-0,17 %	-1,83 %	+0,64%	+0,50 %	-0,47 %	-0,37 %	-0,93 %	
S-Tranche	-3,00 %	-2,08 %	+1,24 %	-0,16 %	-0,14 %	-1,80 %	+0,68%	+0,52 %	-0,44 %	-0,35 %	-0,90 %	

## WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE per 30.11.2016

R-Tranche		I-Tranche	
ISIN: DE000A12BPG3		ISIN: DE000A12BPH1	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
<b>-4,79 %</b>	<b>-5,04 %</b>	<b>-4,00 %</b>	<b>-4,54 %</b>

## 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 %	-1,11 %	
I-Tranche	-1,90 %	-1,17 %	+0,62 %	-0,31 %	0,00 %	-1,05 %	+0,62%	+0,39%	-0,40 %	-0,36 %	-1,02 %	



#### **Thema: TRUMPONOMICS: Was macht wirklich Sinn und steht ein Regimewechsel bevor?**

**Dr. Jens Bies**  
**SKALIS FUNDS**

Guten Tag!

Donald Trump hat überraschenderweise das politische Establishment in persona Hillary Clinton ausgebootet und darf sich somit im Januar 2017 zum 58. Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika küren lassen. Zudem haben die Republikaner seit vielen Jahren mal wieder die omnipolitische Macht in Washington inne. Sie stellen bald nicht nur den Präsidenten, sondern haben auch die Mehrheit im Kongress (Senat und Repräsentantenhaus) behalten. Die Politik ist in Aufruhr, die Finanzwelt sieht's augenscheinlich pragmatisch. Die Reaktionen an den Kapitalmärkten waren zu Beginn zwar turbulent, aber deutlich freundlicher, als die negativen Erwartungen es vermuten ließen. Nahezu jedes Researchhaus hat nach einem Gewinn Trumps mit andauernden, risikoaversen Marktverwerfungen gerechnet. Nach der ersten, zu erwartend risikoaversen Reaktion am 09.11. bei Markteröffnung, traten bei den Investoren allerdings schon nach wenigen Stunden die mittelfristigen Auswirkungen einer möglichen Dominanz der Republikaner, gepaart mit der Entschlossenheit eines unkonventionellen Präsidenten Trump, in den Vordergrund. So rutschte der deutsche Aktienindex DAX 30 bei der Eröffnung z.B. um 5% ins Minus, handelte aber gegen Nachmittag schon wieder leicht im Plus. Im Moment sind die Erwartungen an eine positive Präsidentschaft groß und viele der im Wahlprogramm vorgelegten Pläne werten die Kapitalmärkte positiv, wenngleich laut einer Studie von Fidelity sich die Aktienmärkte seit 1928 in den Regierungsjahren eines demokratischen U.S.-Präsidenten mit zehn Prozent im Jahresdurchschnitt deutlich besser entwickelten als bei

einem republikanischen Amtsinhaber.<sup>1</sup> In dieser Kolumne möchte ich einen detaillierten Blick darauf werfen, welche Wahlversprechen Herr Trump gemacht hat, was für Auswirkungen diese Versprechungen auf die Kapitalmärkte haben und ob der potentielle Regimewechsel zu einer umfangreichen Änderung gegenwärtiger Positionierungen führt.

Die wesentlichen Veränderungen, die Donald Trump mit den Republikanern erwägt, lauten:

- 1) Unternehmenssteuerreform und Steuer-senkungen sowie -vereinfachungen für die Privathaushalte
- 2) Investitionen in Infrastruktur, fossile Energie und Rüstung
- 3) Handelsinterventionen („Protektionismus“) und
- 4) Deregulierung

Trump kündigte die größte Steuerreform seit Reagan an. Der Plan ist, die Gewinnsteuern für Unternehmen auf 15 Prozent zu senken, was Unternehmen davon abhalten soll, ihre Jobs ins Ausland zu verlagern bzw. diese aus dem Ausland zurückzubringen. Gerade bei letzterem Wunsch werden Erinnerungen an den Homeland Investment Act (HIA) wach, bei dem unter der Regierung George W. Bush amerikanischen Unternehmen eine einmalige, erhebliche Einkommensteuersenkung von 35% auf 5,25% angeboten wurde, wenn sie die Gewinne ihrer ausländischen Tochterfirmen nach Amerika zurückführen und sich dabei verpflichten, das Kapital möglichst bald auf dem heimischen Markt zu investieren. Damit sollte in Amerika mehr

<sup>1</sup> Faith, J. (2016): Democrats v Republicans: which have been better for US markets?, YourMoney.com, 06.12.2016.



# SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2016

investiert werden, um so weiter den Arbeitsmarkt stärken, was natürlich auch das Steueraufkommen förderte. Bei den Plänen Trumps ist ein Nachfolger dieses HIA (z.B. HIA2) schon in Diskussion, dürfte aber erst im späteren Jahresverlauf 2017 in Kraft treten. Der HIA löste im Übrigen in 2005 eine handlungsgewichtete USD-Performance von knapp 13 Prozent aus, da viele Unternehmen diese einmalige Gelegenheit nutzten, ihre Fremdwährungsgewinne in USD zu repatriieren. Heutzutage dürften aufgrund der zugenommenen Globalisierung noch mehr Fremdwährungsgewinne im Ausland bestehen, so dass ein solcher Beschluss zumindest eine ähnlich positive Performance auslösen dürfte.

Weitere Bausteine der Steuerreform sind Steuersenkungen für Privathaushalte und die Vereinfachung des Steuersystems. Für ersteres sollen der maximale Steuersatz sowie der Steuersatz für Zinseinkünfte von je 39,6 auf 33 Prozent gesenkt werden. Für Kapitalgewinne und Dividenden soll sich der maximale Satz von 23,8 auf 20 Prozent vermindern. Zudem sollen Familien gefördert werden, die zukünftig einen stark erhöhten Pauschalabzug vom zu versteuernden Einkommen von bisher 12 Tsd. USD auf immerhin 30 Tsd. USD bekommen sollen. Für letzteres hat Trump eine Vereinfachung der Progressionsstufen vorgeschlagen, mit nur noch drei verschiedenen, einkommensabhängigen Steuersätzen anstelle der sieben bisherigen. Dabei soll die Mittelschicht in stärkerem Maße profitieren als die Reichen. Zudem soll jede Steuerverminderung für die Reichen kompensiert werden durch das Schließen von Abschreibungen und Steuerschlupflöchern. Doch ist der soziale Charakter dieser Steuerreform wirklich so signifikant?

Um diese Frage zu beantworten, lohnt ein detaillierter Blick in die Statistik der amerikanischen Einkommenssteuern. 45 Prozent der U.S. Bürger zahlen überhaupt keine Steuern auf Bundesebene, da ihr Einkommen zu gering ist. Sie entrichten lediglich Sozialversicherungsbeiträge und einkommensunabhängige Konsumsteuern. Auch die sog. Mittelschicht entrichtet nur einen geringen Teil des gesamten Steueraufkommens. Das Gros des Steueraufkommens kommt von den obersten 20 Prozent der Einkommenspyramide, welche ca. 70 Prozent aufbringen. Ganz interessant: Das oberste Prozent bezahlt allein volle 43 Prozent der Einkommenssteuern. Somit ist die Steuerreform zu aller erst eine Steuersenkung für die reichen und superreichen Amerikaner und mit Abstrichen für die wohlhabende Mittelschicht, für die sich v.a. der erhöhte Pauschalabzug auswirkt. In der

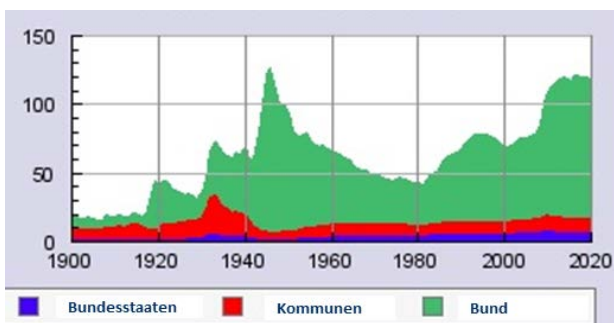
Konsequenz bedeutet das aber, dass durch den Pauschalabzug deutlich mehr als 50 Prozent der U.S. Bürger keine Steuern mehr zahlen und dass für fast die Hälfte der Bevölkerung keine Besserung ihrer Geringverdienersituation in Aussicht gestellt wird. Analog zur Einkommenssteuer würden auch bei den Gewinnsteuern nur diejenigen Unternehmen profitieren, die erhöhte Gewinne ausweisen können. Ca. 70 Prozent der rund 1,7 Mio. U.S. Unternehmen zahlen überhaupt keine Gewinnsteuer. Das Gros des Steueraufkommens wird von den Großunternehmen getragen, welche aber aufgrund von großzügigen Abschreibungsmöglichkeiten und nach Verrechnung mit den Verlustvorträgen der Vorjahre effektiv nicht die 35 Prozent, sondern in der jüngsten Vergangenheit im Durchschnitt lediglich 20 Prozent bezahlen. Folglich profitieren auch hier nicht die kleinen und mittleren Unternehmen. Es lässt sich also ableiten, dass die Steuerreform weder sozial ist noch sind die gewünschten Wachstumseffekte sofort ersichtlich. Laut Trump würden die o.a. Steuersenkungen helfen, das Wirtschaftswachstum wesentlich zu beschleunigen. Trump versprach im Wahlkampf jährlich 4 Prozent Wirtschaftswachstum. Ein Wert, der schon lange nicht mehr erreicht wurde, schon gar nicht im Durchschnitt über einen Zyklus. Im Effekt sollen aufgrund des erhöhten Wirtschaftswachstums die Steuereinnahmen sprudeln, weil die Steuersätze gesenkt wurden. Diese in der Substanz ultrakeynesianische Finanzpolitik soll also das Budgetdefizit mittel- und längerfristig beseitigen und die Staatsschulden im Verhältnis zum BIP stabilisieren. Doch wie soll dieser hohe Wachstumswert erreicht werden vor dem Hintergrund, dass in der Steuerreform eher Privathaushalte bzw. Unternehmen entlastet werden, die bisher schon in keiner Weise in Bezug auf Konsum und Investitionen durch ihre Vermögens- oder Einkommenssituation beschränkt waren. Wer dagegen bisher ernsthafte Liquiditäts- oder Vermögensrestriktionen hatte, geht leer aus. Eine Nachfragebelebung und zusätzliche Anheizung der Konjunktur muss in diesem Zusammenhang zumindest infrage gestellt werden.

Steuersenkungen sind aus meiner Sicht angesichts der Budget- und Schuldensituation einerseits, struktureller Merkmale der Besteuerung von Privaten und Unternehmen andererseits höchst problematisch. Die Steuerreform und die parallele Ausgabenexpansion dürften die jährlichen Budgetdefizite und die Staatsschuld relativ zum BIP erheblich vergrößern. Diese Tatsache wird meines Erachtens aktuell vom



Markt deutlich unterschätzt. Die Bundesschuld allein beträgt am Ende des Fiskaljahres 2016 (per 30.09.) rund 105 Prozent des BIP (siehe Diagramm 1).

### Diagramm 1: Bundes- und Lokalverschuldung der USA seit 1900 [in % vom BIP]



Quelle: U.S. GOVERNMENT DEBT (2016); Stand: 30.09.2016 (inkl. Budget-Vorschlag bis 2021)

Addiert man die Schulden der Bundesstaaten und Kommunen, erreichen die Staatsschulden der USA fast 120 Prozent des BIP. Zum Vergleich: Die ebenfalls hoch verschuldete Eurozone kommt nur auf eine Verschuldung von 92 Prozent des BIP. Die Vereinigten Staaten befinden sich in den unrühmlichen Top 10 der Länder dieses Planeten mit der höchsten Staatsverschuldung bezogen auf das BIP. Nach Vorlage des aktuellen Budgetplans soll die Verschuldung bis 2021 ungefähr auf diesem Niveau verharren, allerdings sind in diesem Plan nicht die Trump-Pläne inbegriffen.

Neben der Finanzierung der Steuerreform stellt sich auch die Frage nach der Finanzierung des Staatsausgabenprogramms in Form von Investitionen in die seit den Zeiten von Ronald Reagan arg vernachlässigte Infrastruktur sowie Investitionen in die fossile Energie- und Rüstungsindustrie. Ganz konkret erhofft sich Trump gerade von diesen Maßnahmen enorme Wachstumspotentiale durch die Schaffung neuer Arbeitsplätze im Inland. Betrachtet man den Kern dieses Investitionsprogrammes, die Infrastrukturmaßnahmen (Straßen, Brücken, Bahnen, Schulen, Leitungen, Netzwerke), so kann man durchaus Positives erwarten. Trump ist ein Baulöwe und weiß aus Erfahrung besser als viele Ökonomen, was für massive makroökonomische Effekte, sog. Koppelungseffekte, die Bautätigkeit auslösen kann. Keine andere Branche beeinflusst so viele

vor- und nachgelagerte Branchen über ein breites Spektrum hinweg wie die Bautätigkeit. Die Multiplikatoren sind v.a. für vorgelagerte Branchen, wie die spezialisierte Bauzulieferindustrie (etwa Zement-, Stahl- oder Aluminiumindustrie) sowie ein breites Spektrum anderer Industrien (Metall-, Holz-, Kunststoffindustrie und Maschinenbau), enorm hoch. Auch viele Dienstleistungen (wie Planungs- und Ingenieurbüros, Architektur, Groß- und Detailhandel, Finanzindustrie) dürften davon profitieren. Die o.a. Koppelungseffekte sind vornehmlich auf die Binnenwirtschaft konzentriert, es fließt sehr wenig ins Ausland ab, was die Bautätigkeit etwa von der verarbeitenden Industrie unterscheidet, die häufig viele Vorleistungen und Zwischenprodukte aus dem Ausland bezieht. Durch diese Maßnahme sind schnelle und massive Wachstumsimpulse möglich, wenn zunächst auf Reparaturen und Renovationen bestehender Infrastrukturen gesetzt wird. Die Vorlaufphasen für Neubauprojekte sind hingegen deutlich länger und die Impulse aus neuen Vorhaben dürften schwer absehbar und von vielen weiteren Faktoren abhängig sein. Den Schwerpunkt des Investitionsprogramms auf Infrastrukturmaßnahmen zu legen, ist aus der ökonomischen Brille komplett richtig.

Problematischer wird es da schon bei den geplanten Investitionen in die Energie- und Rüstungsindustrie. Beim Energiesektor würden Trumps Pläne die unter Obama auferlegten Beschränkungen aufheben und diverse Projekte der Obama-Administration umstülpen, z.B. die Kohlekraftwerke wieder aus der Versenkung holen, das Fracking und die Exploration erleichtern und die Umweltschutzvorschriften abschaffen. Damit wird zwar auch vornehmlich die traditionelle, inländische Industrie stimuliert, allerdings regional sehr unterschiedlich. Diese energiepolitische Kehrtwende verstärkt nicht nur den Angebotsdruck im Energiemarkt, sondern hat speziell bei einem von Trump angekündigten Kippen des Klimaschutzabkommens ernsthafte, negative umweltpolitische Auswirkungen. Diese Maßnahme dürfte sich negativ für die fossilen Energiepreise, wie Erdgas oder Erdöl auswirken und alle internationalen Bemühungen, mittelfristig auf alternative Energien umzusteigen, torpedieren. Ein dritter Hebel, die Industrie zu stärken, betrifft die Steigerung der Verteidigungsausgaben. Auch dies ist in den USA eine primär inländische Industrie mit einem breiten Spektrum von Vorleistungen. Wenig von diesen Ausgaben wird ins Ausland abfließen. Es ist eine High Tech-Industrie, die im Kongress genügend Lobbyisten



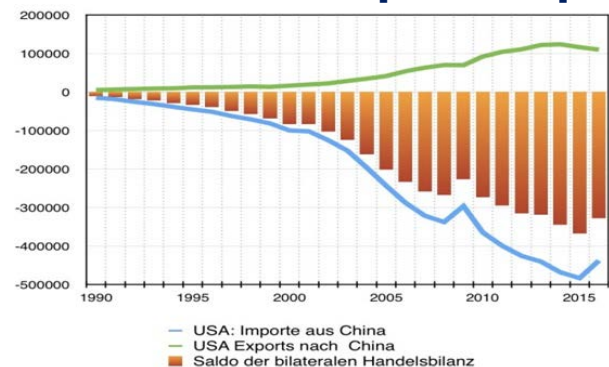
hat. Diese unnötige Ausgabenexplosion würde allerdings einen Sektor mästen, der ohnehin schon überdimensional im Staatshaushalt repräsentiert ist und eigentlich dringend abgespeckt werden müsste. Zusammenfassend lässt sich bei dem geplanten Ausgabenprogramm sagen, dass viele Investitionen ökonomisch sinnvoll wären, auch wenn Investitionen in fossile Energieträger moralisch fragwürdig und eine erhöhte Budgetierung des Verteidigungshaushalts maximal geopolitisch sinnvoll ist.

Am schwierigsten wird es jedoch fallen, die verarbeitende Industrie in den Vereinigten Staaten wiederaufzubauen. Mit dem Beitritt in die Welthandelsorganisation („World Trade Organization“, kurz WTO) im Jahr 2001 ist China sukzessive zur Werkbank der Welt geworden. Viele verarbeitende Industrien sind dort konzentriert. Darüber hinaus sind traditionelle Industrien nach Mexiko oder Kanada abgewandert (v.a. die Autoindustrie). Die USA ist so im Verlauf der Jahre zu einem Staat mit einer hohen Konzentration im Dienstleistungsgewerbe (wie Verwaltung, Finanzen, Marketing) sowie Forschung und Entwicklung geworden. Diese Tatsache hat dazu geführt, dass viele Waren wegen der niedrigeren Produktions- und Lohnkosten aus dem Ausland importiert wurden, so dass viele Arbeitsplätze ins Ausland abgewandert sind. Aufgrund dieses Umstandes ist es nicht verwunderlich, dass Trump Handelsinterventionen plant, z.B. mit China oder Mexiko. Nach China exportieren die Amerikaner wenig, sind aber ihrerseits wiederum sehr große Importeure. In der Folge hat sich ein massives Defizit in der Handelsbilanz mit China entwickelt, welches den Großteil des amerikanischen Handelsbilanzdefizits ausmacht (siehe Diagramm 2). Hier protektionistisch zu agieren, scheint verlockend. Dabei sollte jedoch nicht vergessen werden, dass die Importe aus China hauptsächlich aus Exporten von amerikanischen Firmen aus China bestehen. Angesichts eines riesigen Marktes von knapp 1.5 Mrd. Einwohnern dürften es sich amerikanische Produzenten nicht mit der chinesischen Regierung verderben wollen. Selbst wenn ein gewisses Maß an Produktion in der verarbeitenden Industrie zurückkehren sollte, so werden die Beschäftigungseffekte möglicherweise begrenzt sein und nicht wie gewünscht ausfallen.

Gründe sind hier in der Roboterisierung und Automatisierung der Industrie (Stichwort Industrie 4.0) zu suchen. Zudem auch in dem Umstand, dass aufgrund der heimischen vergleichsweise hohen Arbeitskosten voraussichtlich keine

arbeitsintensiven Fabriken in den USA angesiedelt werden, sondern eher hoch kapitalintensive Neubauten mit nur wenig Personal. Bei Mexiko und Kanada sind die Verhältnisse sogar noch komplizierter, da die Defizite in der Handelsbilanz viel weniger ausgeprägt sind als gegenüber China. Mit Kanada haben die USA eine praktisch ausgeglichene Handelsbilanz, mit Mexiko eine leicht defizitäre. Die USA könnten sich ins eigene Fleisch schneiden, wenn sie einfach die Importe mit höheren Zöllen einschränken wollen. In diesem Zusammenhang hatte Trump NAFTA, ein Freihandelsabkommen, bei dem 1994 die Zölle zwischen den USA, Kanada und Mexiko quasi abgeschafft worden sind, im Wahlkampf als "den schlimmsten jemals unterzeichneten Handelsvertrag" bezeichnet. Darum wolle er die Vereinbarung neu verhandeln oder sogar aufkündigen, sollte er von den Vertragspartnern Kanada und Mexiko keine besseren Konditionen erhalten. Diese protektionistische Maßnahme der Handelsinterventionen scheint der problematischste Punkt des Trump-Wahlprogramms, da es keine einfache Lösung gibt und lange Verhandlungen auf die Republikaner warten.

**Diagramm 2: Nominelle U.S. Handelsbilanz mit China [in Mio. USD]**



Quelle United States Census Bureau (2016); Stand: 11.11.2016

Auffällig ist, dass die Wahl Trumps den langanhaltenden Trend zu mehr Globalisierung stoppen könnte. In Zeiten hoher politischer Unsicherheit gekoppelt mit Populismus und Protektionismus werden grenzüberschreitende Investitionen, die das Rückgrat des Handels bilden, zurückgestellt bzw. ausbleiben. Dies hat erhebliche Auswirkungen auf die globale Konjunktur, welche in den letzten Jahrzehnten maßgeblich von der Globalisierung bestimmt wurde. Vom Rückgang der grenzüberschreitenden



Investitionen werden Industriestaaten und Schwellenländer gleichermaßen betroffen sein. Rückgänge im zweistelligen Prozentbereich beim Investitionsaufkommen werden bereits flächendeckend prognostiziert. Das zeigt, dass politische Ereignisse in den Industriestaaten, wie der „Brexit“, die U.S. Präsidentschaft sowie anstehende Wahlen in Frankreich oder Deutschland die Investitionsunsicherheit weltweit erhöhen. Nichtsdestotrotz sollte es auch in dieser Phase Länder geben, die vom neu eingeschlagenen Kurs Trumps profitieren werden. Rein logisch sollten v.a. die Länder negativ betroffen sein, die besonders handels sensitiv sind und in den Jahren nach der Jahrtausendwende ab 2001, seit China Teil der WTO ist, besonders stark gewachsen sind. Dabei lässt sich ein Globalisierungsscore ermitteln, welcher die Summe aus dem Ranking eines Landes bezüglich seiner Offenheit (Exporte + Importe / BIP) und dem Ranking seiner Pro-Kopf BIP-Zuwächse in der Zeit von 2001-2015 ist (siehe Tabelle). Auch wenn einige Ergebnisse logisch erscheinen (z.B. die Globalisierungsgewinner Schweiz, Neuseeland oder Singapur), sind andere Scores wiederum sehr überraschend (z.B. die Globalisierungsverlierer China, Mexiko, Brasilien oder Japan). Entgegen der Erwartungen sind die Exporte bezogen auf das BIP bei den Globalisierungsverlierern verhältnismäßig niedrig, was das Ergebnis negativ beeinflusst. Auffällig ist, dass ein Ende des Globalisierungstrends die Eurozone in erheblichem Maße treffen würde. Nichtsdestotrotz ist das natürlich nur eine Annäherung an die Problematik.

Das globale Handelsaufkommen bzw. die globalen Wachstumsaussichten sind trotz alledem kaum gestört. Auch die Kursreaktion des Börsenbarometers Kupfer zeigt, dass unter den Investoren keine Panik herrscht. Einzig die Emerging Markets haben als Hauptprofiteure der Globalisierung seit der Wahl Trumps regionenabhängig teilweise deutlich an Boden verloren.

Die letzte Maßnahme des Trump-Programms ist das Thema Deregulierung. Dabei sind ein Abbau der Bürokratie sowie die Lockerung der Spielregeln für die Bankenbranche in Trumps Augen zentrale Pfeiler zukünftiger Reformen. Besonders im Fokus ist dabei der als Reaktion auf die Finanzkrise in 2010 und unter der Obama-Administration eingeführte Dodd-Frank-Act, der eine stärkere Regulierung der Banken, eine Dämpfung der Spekulation und eine Verhinderung von Schieflagen der Finanzunternehmen („Too big to fail“-Debatte) zum Ziel hat. Sollte dieser wieder

zurückgenommen werden, hätte das nicht nur unabsehbare Folgen für den Steuerzahler, sondern würde auch dazu führen, dass Europa und die USA komplett unterschiedliche Wege bei der Bankenregulierung gehen.

**Tabelle: Ranking ausgewählter Protektionismusverlierer anhand ihres Globalisierungsscores**

Protektionismusverlierer	Land	Globalisierungsscore
1	Singapore	6
2	Eurozone	18
3	Sweden	23
4	Switzerland	25
5	Czech Republic	25
6	Hungary	27
7	New Zealand	34
8	Poland	34
9	Norway	35
10	Chile	35
11	Australia	39
12	Canada	41
13	Peru	42
14	South Korea	45
15	United Kingdom	45
16	Turkey	57
17	China	60
18	South Africa	61
19	Japan	63
20	Mexico	73
21	Brazil	80

Quelle: Citibank – AM:FX (2016); Stand: 22.11.2016

Da passt ins Bild, dass Steven Mnuchin, ex-Goldman Sachs Mitarbeiter, als aussichtsreichster Kandidat für den Posten des Finanzministers gehandelt wird. Nicht verwunderlich sind demnach nach dem Trump-Sieg die Hoffnungen auf eine erneute Entfesselung der Finanzmärkte im Allgemeinen und die enorme Rally bei den Bankaktien im Besonderen. Ob dieser Trend anhält, bleibt abzuwarten. Es keimen anscheinend aber wieder Phantasien auf, dass die alte Achse London/New York eine Wiedergeburt des Investmentbankings erleben könnte, die in den achtziger Jahren durch das Politiker-Duett Thatcher/Reagan für eine extrem neoliberale





# SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2016

Finanzpolitik und starkes Wachstum sorgten, aber auch mittels Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte die Basis für die ungezügelte Geldschöpfung der Banken legten, die in regelmäßigen Abständen Kreditblasen erzeugen. Käme es wirklich zu einer erneuten Deregulierung der Finanzmärkte, würde das die Wähler irritieren, denen Donald Trump im Wahlkampf die Finanzelite als sein Feindbild suggeriert hat. Hat Trump bewusst gelogen, weil er die Finanzelite braucht, um die schon sehr hohe Verschuldung der USA auszuweiten und die anderen Wahlkampfversprechen, wie die Infrastruktur und Steuersenkungen finanzieren zu können?!

Bleibt zu diskutieren, was all diese Maßnahmen für die Kapitalmärkte bedeuten?

Der amerikanische Aktienmarkt wird, falls diese Vorschläge in Kraft treten, ganz erheblich gestützt. Die an der Börse notierten Großunternehmen werden wegen der Reduzierung der Gewinnsteuern deutlich erhöhte Gewinne pro Aktie ausweisen können, so dass der Aktienmarkt tendenziell von der Steuerreform profitieren sollte. Die Stagnation bzw. der breit angelegte Seitwärtsmarkt bei Aktien war in den letzten zwei Jahren fallenden Gewinnen und entsprechend überhöhten Bewertungen zu verdanken. Auch die Investitionen in die Infrastruktur und das Anheizen der Baubranche dürfte über Koppelungseffekte deutliche Wachstumsimpulse für die amerikanische Volkswirtschaft generieren. Umgekehrt verhält es sich für den Rentenmarkt. Die Aussicht auf drastisch erhöhte Budgetdefizite hat bereits jetzt zu einer Anpassung der Zinsen am Markt geführt. Diese Normalisierung dürfte wesentlich weiter gehen, falls die o.a. Maßnahmen Realität werden. Ich würde sogar so weit gehen, dass die Folge durchaus das Ende des gut drei Jahrzehnte andauernden Baissetrends im Rentenmarkt sein dürfte, mit massiven Rückwirkungen auf den USD und auf die Zinsen im Rest der Welt. Allerdings hängt vieles zukünftig davon ab, was die U.S.-Notenbank Fed in diesem Fall tun wird. Ab 2018 wird Yellens Amtszeit auslaufen und es bleibt abzuwarten, wie und in welcher Form Trump bei der Neubesetzung mitreden wird. Die Frage nach einer Schuldenfinanzierung in Form von Helikoptergeld wird auf kurz oder lang aufkommen. Für die Eurozone sind die Rückschlüsse ganz andere. Während sich der Zinsmarkt zunächst nicht komplett entkoppeln dürfte, sind die politischen Möglichkeiten zur Generierung von Wachstum viel negativer zu bewerten. Es existieren weiterhin europafeindliche

Strömungen in vielen Ländern und es herrschen weder Einigkeit noch Zusammenhalt bei der Flüchtlingskrise sowie beim Stabilitäts- und Wachstumspakt. Auch die Anti-Globalisierungsdebatte gekoppelt mit einem Rückgang der Handels- und Investitionsaktivitäten dürfte der Eurozone nicht helfen. Aktien werden es in diesem Umfeld weiter schwer haben und trotz des Rückkaufprogramms der EZB sind die Risikoaufschläge für politische Unsicherheiten nur bedingt gerechtfertigt. Bundesanleihen stellen aus meiner Sicht immer noch eine wichtige Diversifikationsquelle im Portfoliokontext dar.

## Fazit:

Obwohl beide Präsidentschaftskandidaten Stimuli für die amerikanische Volkswirtschaft geplant haben, ist die konkrete Durchsetzung mit dem republikanischen „Sweep“ deutlich einfacher und realistischer. Die Vorschläge Trumps (Steuersenkung, Ausgabenerhöhung, Protektionismus und Deregulierung) entsprechen weitgehend dem, was die Republikaner im Repräsentantenhaus an Entwürfen in den Budgetprozess eingebracht haben. Kopfzerbrechen sollten Investoren die dadurch ausgelösten düsteren Budgetperspektiven machen. Schon zweimal haben republikanische Administrationen mit einer Kombination von tieferen Steuern und höheren Ausgaben das Blaue vom Himmel versprochen. Sowohl unter Reagan als auch unter George Bush. Beide Male ist die Staatsverschuldung massiv und langfristig angestiegen. Unter Trump ist die Ausgangsbasis eine ganz andere. Die Staatsschuld ist bereits enorm erhöht und die Vereinigten Staaten weisen eine miserable Budget- und Schuldendynamik auf. Zudem ist die Effektivität von Steuersenkungen bei der Struktur des amerikanischen Steuersystems zu hinterfragen.

Das große Fragezeichen der zumeist ökonomisch sinnvollen Investitionsprogramme betrifft die Finanzierung sowie die Risiken und Nebenwirkungen der gesamten Politik. Es könnten makroökonomische Effekte entstehen, die anders ausfallen als erwartet. Wird wirklich ausgabenseitig mit Infrastruktur- und Rüstungsprogrammen von großer Dimension zugelangt, wird es eine Zinswende am amerikanischen Rentenmarkt geben und eine weitere, mittelfristige Festigung des Dollars sollte sich vollziehen. Für den amerikanischen Aktienmarkt sollten sich die Maßnahmen (u.a. niedrigere Gewinnsteuern) positiv bemerkbar machen. In Europa dürfte der Zinsmarkt ebenfalls betroffen sein, allerdings in deutlich geringerem Maße und regional stark



# SKALIS FUNDS

NEWSLETTER DEZEMBER 2016

unterschiedlich. Solange die politische Unsicherheit überwiegt, werden es die europäischen Risikomärkte schwer haben, nachhaltig zu glänzen.

**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 2016



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 1 2017.

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](mailto: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](http://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.