



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2017



Unterschleißheim, den 8. August 2017

Liebe Leserinnen und Leser,

die Aufregung um steigende Zinsen hat sich scheinbar beruhigt, jedoch spricht der wiedererstarke Euro vs. US-Dollar eine andere Sprache. Die Notenbanken sind zufrieden mit der wirtschaftlichen Entwicklung und haben auf ihren regulären Sitzungen den Fokus noch stärker auf die zu geringe Inflation gelegt. Jedoch war das „Zurückrudern“ der EZB nicht wirklich überzeugend. Hinzu kamen Sonderthemen wie der Kartellverdacht der deutschen Automobilbauer. Wie geht es weiter nach der überfälligen Aktienmarktkorrektur und war der letzte Zinsanstieg nur ein Strohfeder? Nach einem Resümee des vergangenen Monats möchten wir Sie diesbezüglich an unseren Einschätzungen bezüglich der künftigen Kapitalmarktentwicklung teilhaben lassen.

Unsere Kolumne wird sich diesmal mit der positiven Entwicklung des Euro vs. US-Dollar befassen und die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte beleuchten.

Viel Spaß beim Lesen wünscht das Team von SKALIS FUNDS

MARKTKOMMENTAR

Euro-Stärke beeinflusst zunehmend die Märkte

Die Rhetorik der Notenbanken stand zuletzt vermehrt im Fokus, jedoch brachten die regulären Sitzungen der EZB wie auch der US-FED keine neuen Erkenntnisse. Die EZB äußerte sich bezüglich der konjunkturellen Entwicklung zwar weiterhin positiv, jedoch wird mit Verweis auf die noch zu schwache Inflation am expansiven Kurs vorerst festgehalten. Draghi hielt sich mit konkreten Aussagen zum Fahrplan der nächsten Monate zurück, was für eine Beruhigung des Rentenmarktes sorgte. Unbeeindruckt davon legte jedoch der Euro weiter zu und gewann gegen den US-Dollar ca. 3,6%. Neben der möglichen EZB-Umkehr waren die noch USD-lastige Positionierung, eine eher zurückhaltende FED und Bedenken um die Trump-Administration zusätzliche Treiber.

Auch an den Aktienmärkten ging die Euro-Entwicklung nicht spurlos vorüber. Eine zu starke Währung könnte die Konjunktur in Europa (insbesondere in exportabhängigen Ländern wie Deutschland) ausbremsen. In den Stimmungsindikatoren (IFO auf neuem Höchststand) spiegelt sich das noch nicht wider, aber der DAX zeigte eine deutlich schwächere Entwicklung mit -1,7% auf Monatsbasis gegenüber einem nahezu unveränderten EuroStoxx50 (+0,2%). Hinzu kam mit dem Kartellverdacht die Schwäche der deutschen Autowerte. Im Kontrast steht der amerikanische Aktienmarkt, der – gemessen am S&P 500 – um 1,9% zulegte und vermutlich auch vom schwachen Dollar profitierte. Da

AKTUELLES



UI-ChampionsView mit Ingmar Przewlocka, Juli 2017:

[Kombination aus aktivem Management und Core-Satellite-Strategie](#)



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2017

jedoch noch nicht von einer Trendwende des Euro vs. USD auszugehen ist, sollte die aktuelle Bewegung eher ein „Überschießen“ sein, welches den Aktienmarkt nicht nachhaltig belasten dürfte.

Der Rentenmarkt befand sich letzten Monat im Konsolidierungsmodus. Die Renditen im Euro-Rentenmarkt entwickelten sich eher seitwärts bis leicht fallend. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen beendete den Monat bei 0,54% und blieb somit leicht oberhalb des technischen Ausbruchsniveaus. Die Risikoprämien, vor allem bei Euro-Staats- und Unternehmensanleihen, reduzierten sich im saisonal angebotsschwachen Umfeld. Die Inflationserwartungen gingen weiter nach oben, wovon inflationsgebundene Anleihen profitieren konnten. Schwellenländeranleihen in lokaler Währung entwickelten sich hingegen weiter negativ, da die gestiegenen Euro-Zinsen und die Stärke des Euro belasteten.

Im Währungsbereich zeigte neben dem US-Dollar auch der japanischen Yen (JPY) weiterhin eine schwache Entwicklung und verlor im Monatsverlauf gegen den Euro ca. 1,7%. Dies begründet sich vor allem mit der immer noch sehr expansiven Ausrichtung der Bank of Japan. Beflügelt durch den positiven Rohstoffmarkt konnten jedoch Währungen mit einem Rohstoffbezug, wie AUD und CAD, gegen den Euro leicht zulegen.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

Stabil durch einen volatilen Monat

Im Umfeld von schwacher DAX-Entwicklung, Euro-Stärke bzw. Abwertung anderer Währungen und zunehmender Volatilität konnten sich die SKALIS Fonds im letzten Monat gut behaupten. Im Aktienbereich war neben dem taktischen Management vor allem die relative Positionierung (stärkere Gewichtung EuroStoxx50 vs. DAX, Beimischung von Sektoren wie Banken/Rohstoffe) ein positiver Werttreiber. Das Fondsmanagement behält mittelfristig – trotz steigender Zinsen und festem Euro – die Meinung bei, dass der Aktienmarkt durch abklingende politische Risiken und vor allem fundamentale Makro- und Unternehmensdaten unterstützt bleiben sollte. Die sehr positive Entwicklung des Euro (insbesondere vs. US-Dollar) sollte nur temporären Einfluss haben und die Notenbanken haben auf ihren letzten Sitzungen gezeigt, dass sie einen restriktiveren Kurs nur langsam und im Einklang mit der Konjunktur-/ Inflation-Entwicklung einschlagen werden.

Auf der Rentenseite wurde die Portfolioduration in Erwartung eines weiteren Zinsanstiegs niedrig gehalten. Im letzten Monat hat sich der Rentenmarkt vorerst beruhigt und etwas erholt, aber die fundamentalen Daten weisen weiterhin eine deutliche Verwerfung zwischen Realzinsen und Konjunktur auf, die einer sukzessiven Notenbank-Anpassung bedarf. Einen erneut positiven Wertbeitrag erzielte die Beimischung von Peripherie- und Unternehmensanleihen. Auch Inflationsanleihen konnten sich besser entwickeln als ihre Nominal-Pendants.

Auf der Währungsseite blieben USD-Positionen vs. EUR weiterhin abgesichert. Die Beimischung anderer Währungen, wie AUD und CAD, und vor allem Short-Positionierungen in USD und JPY konnten positiv zur Wertentwicklung beitragen. Schwellenländer-Währungen hingegen blieben nach dem Zinsanstieg unter Druck, jedoch erwartet das Fondsmanagement mittelfristig eine stabilere bis positive Entwicklung.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2017

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 31.07.2017

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
1,8 %	2,5 %	4,1 %	3,0 %	5,9 %	3,2 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION FLEX IN 2017

Tranche	2014	2015	2016	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez
R	+3,3%	+2,0%	-6,1%	+0,1%	+1,1%	+1,5%	+0,8%	+0,2%	-1,4%	+0,3%					
I	+4,1%	+2,2%	-5,3%	+0,2%	+1,1%	+1,5%	+0,9%	+0,3%	-1,3%	+0,3%					
S	+4,4%	+3,1%	-5,0%	+0,2%	+1,2%	+1,5%	+0,9%	+0,3%	-1,3%	+0,4%					

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE per 31.07.2017

R-Tranche		I-Tranche	
ISIN: DE000A12BPG3		ISIN: DE000A12BPH1	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
-3,6 %	1,1 %	-2,5 %	1,4 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE IN 2017

Tranche	2015	2016	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez
R	+0,3%	-4,9%	-0,2%	+0,6%	+0,7%	+0,4%	+0,2%	-0,6%	+0,1%					
I	+0,6%	-4,4%	-0,2%	+0,6%	+0,8%	+0,5%	+0,2%	-0,6%	+0,1%					



Thema: Auswirkungen und Potentiale eines starken Euro

**Dr. Jens Bies, CIIA
SKALIS FUNDS**

Guten Tag!

Als krasser Außenseiter fühlten sich einige zu Jahresbeginn, die einen stärkeren Euro (EUR) prognostiziert hatten. Das Gros der Analysten überschlug sich förmlich mit seiner U.S. Dollar (USD)-Euphorie. Die Parität vom EUR gegen den USD (im Weiteren EURUSD), so ihre Prophezeiung, sei nur noch eine Frage der Zeit. Doch weit gefehlt, wie sich im Jahresverlauf herausstellte! In der ersten Handelswoche markierte EURUSD sein vorübergehendes Mehrjahrestief bei 1,0341, danach erklimmte der EUR im Verhältnis zum USD ein Hoch nach dem nächsten. Ende des ersten Halbjahres nahm EURUSD bereits 1,15 ins Visier und Ende Juli notierte der Wechselkurs deutlich über 1,18. Auch handelsgewichtet konnte der EUR in diesem Jahr bis Ende Juli knapp 7 % zulegen.

Stellt sich mithin die Frage, wie es zu dieser enormen Fehleinschätzung seitens der Analysten kam, was die konkreten Gründe für die deutliche EUR-Aufwertung im Allgemeinen bzw. die EURUSD-Aufwertung im Speziellen sind und ob noch weiteres Aufwertungspotential für den EUR besteht. Zudem möchte ich eruieren, welche Länder und Anlageklassen vom stärkeren EUR betroffen sind. Ebenso muss man in Betracht ziehen, dass enorme Veränderungen des EUR-Wechselkurses auch Auswirkungen auf die EZB-Politik haben könnten. Eine genauere Analyse ist an dieser Stelle wesentlich. Doch beginnen wir zunächst damit, die Gründe für die EUR-Aufwertung im Allgemeinen zu identifizieren. Ein Grund für die Erholung des EUR war die Abnahme der politischen Risiken. Insgesamt, so hat man den Eindruck, sind die EU-feindlichen Parteien gerade auf dem Rückzug. Im März haben die Niederländer mehrheitlich gegen eine populistische Regierungsbeteiligung eines Geert

Wilders gestimmt. In Deutschland hat die AfD wieder an Boden verloren und in Frankreich ist der EU- und reformfreundliche Kandidat Emmanuel Macron zum Präsidenten gewählt worden, womit ein wesentlicher Stolperstein in diesem Jahr aus dem Weg geräumt wurde. Zudem zeigt man sich im Europaparlament wieder deutlich geeinter, speziell vor dem Hintergrund der aktuellen Verhandlungen mit den Briten, die aktuell keinerlei Zugeständnisse seitens der EU-Mitgliedsstaaten zu erwarten haben. Insgesamt äußert sich im EUR-Wechselkurs auch die damit verbundene Hoffnung, dass Europa zukünftig in politisch ruhigeres Fahrwasser kommt.

Darüber hinaus hat sich in den meisten Euroländern die konjunkturelle Gangart im ersten Halbjahr gefestigt. Speziell die weichen Daten, wie die Stimmungsindikatoren, befinden sich auf Mehrjahreshochs und zeigen die deutlich verbesserte Stimmung in der Eurozone an. Insgesamt steht der Aufschwung auf einer breiteren Basis und ist nicht mehr nur auf einzelne Länder beschränkt. Die Differenz zwischen den Ländern mit dem besten und dem schlechtesten Datenkranz ist so gering wie lange zuvor nicht mehr. Schlusslichter im Hinblick auf die Konjunktur bleiben Italien und Griechenland. Aktuell wächst die Eurozone mit 2,1 % annähernd genauso stark wie die USA.

Der Hauptgrund für die EUR-Aufwertung dürfte jedoch die Entwicklung in der Geldpolitik sein. Die Notenbankvertreter bereiten die Marktteilnehmer zumindest langsam darauf vor, dass die ultra-expansive Geldpolitik auch zu Ende gehen könnte und Maßnahmen getroffen werden müssen, die in Richtung Normalisierung zielen. Die EZB dürfte somit, bei entsprechend guter Makrodatenlage, ihr Anleihenkaufprogramm schon bald reduzieren. Eine Reduzierung, also ein „Tapering“, dürften die

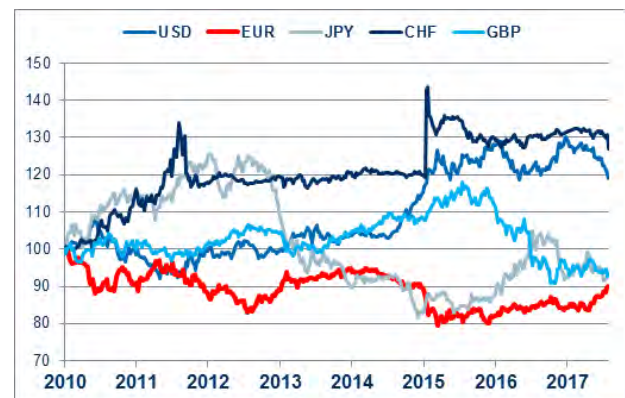


Währungshüter schon alleine deshalb anstreben, weil die meisten Eurozone-Staaten keine derart expansive Geldpolitik mehr benötigen und der politische Druck wegen der regulatorischen Engpässe des Kaufprogramms gepaart mit signifikanten Marktverwerfungen zunimmt. Dies bedeutet jedoch mithin nicht, dass die EZB in den kommenden Monaten zwingend eine restriktive Geldpolitik angehen möchte. Die Geldpolitik sollte lediglich weniger expansiv werden, bleibt aber weiterhin akkommodierend. Bei Betrachtung der handelsgewichteten EUR-Entwicklung fällt auf, dass dieser v.a. im zweiten Quartal und speziell nach der Frankreich-Wahl spürbar zulegen konnte. Die Bilanz nach sieben Monaten ist mit knapp plus 7% durchaus signifikant. Demgegenüber hat der USD handelsgewichtet 2017 gut 8 % an Wert verloren (siehe Diagramm 1), so dass EURUSD dieses Jahr per Ende Juli knapp 12 % zugelegt hat. Grund für die Scherenentwicklung war die zunehmende Divergenz von ökonomischen und politischen Performancetreibern bzw. Stimmungsbilanz dies- und jenseits des Atlantiks. Die Entwicklung des wichtigsten Währungspaares werde ich im späteren Verlauf der Kolumne noch genauer analysieren, da sie u.a. für den Umstand elementar ist, wie der weitere Verlauf des EUR im Allgemeinen von statten gehen könnte.

Wenn man sich vergleichsweise die anderen Hauptwährungen im Jahresverlauf anschaut, ergibt sich ein gemischtes Bild. Das britische Pfund (GBP) konnte sich handelsgewichtet nach dem Brexit-induzierten schwachen zweiten Halbjahr 2016 unter dem Strich gut behaupten, hat im Umfeld der Wahlniederlage Mays und schwacher Konjunkturdaten aber an Boden verloren. Handelsgewichtet verlor GBP in den ersten sieben Monaten knapp 2 %, gegen den EUR immerhin 5 %. Auch wenn der japanische Yen (JPY) gegen den EUR ca. 6 % verloren hat, trat der JPY handelsgewichtet im Jahresverlauf weitgehend auf der Stelle, was auf den ersten Blick überraschen mag. Schließlich zeigt die wirtschaftliche Entwicklung klar nach oben, allerdings sind die Inflationsdaten weiter enttäuschend schwach, so dass die Regierung um Abe zuletzt in der Bevölkerung deutlich an Zustimmung verlor. Positive wie negative Signale haben sich in Japan im bisherigen Jahresverlauf weitgehend neutralisiert. Der Schweizer Franken (CHF), der im Rahmen der Eurokrise deutlich aufgewertet hatte und wie der JPY für viele Euroraum-Investoren als sicherer Hafen gilt, verlor handelsgewichtet immerhin 3,5 % und gegen den EUR ca. 6 % im Jahresverlauf. Eine erwartete

Normalisierung der europäischen Geldpolitik sowie ein Abklingen der politischen Instabilität innerhalb der Eurozone haben die Attraktivität der Schweiz deutlich abgemildert. Dabei sei angemerkt, dass die Schweiz schon seit geraumer Zeit mit -0,75 % die höchsten Negativzinsen aller Volkswirtschaften der Welt hat und ein Investment in der Schweiz rein ökonomisch schon lange keinen Sinn mehr ergibt.

Diagramm 1: Entwicklung der handelsgewichteten Wechselkurse der Hauptwährungen seit 2010 (1.1.2010 = 100)



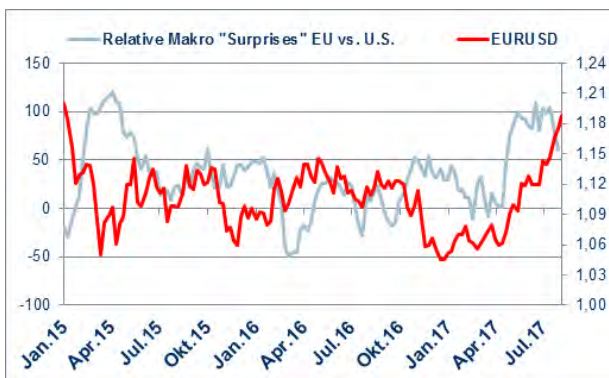
Quelle: Bloomberg, Stand: 28.07.2017.

Nachdem wir nun festgestellt haben, dass der EUR flächendeckend im Jahresverlauf gegen alle anderen Hauptwährungen aufgewertet hat, möchte ich, wie bereits angekündigt, im Speziellen noch auf die EURUSD-Entwicklung eingehen. Neben den bereits formulierten eurospezifischen Gründen ist es wahrscheinlich dem amerikanischen Präsidenten und dem politischen System zu verdanken, dass das ökonomische Momentum in den USA vorerst zum Erliegen gekommen ist. Die Unsicherheit über die amerikanische Handelspolitik, die offene Frage der Unternehmensbesteuerung, das vorübergehende Versagen bei der Obamacare-Abschaffung, die aggressiven verbalen Äußerungen zur Außenpolitik der USA und die wechselhafte Personalpolitik im Weißen Haus führen nicht nur zu einem Rückgang der Direktinvestitionen, sondern spiegeln sich auch in der Tatsache wider, dass der USD handelsgewichtet die schwächste Währung im G10-Währungsuniversum ist. Es wird demnach immer deutlicher, dass der Greenback, wie der USD im Devisenmarkt bezeichnet wird, auch unter der Regierungsschwäche von Präsident Donald Trump leidet. Damit haben sich nicht nur die



positiven Wachstumsimpulse zerschlagen, die kurz nach der Wahl aufkamen und in sprunghaft gestiegenen Inflationserwartungen abzulesen waren. Mittlerweile wird Trump augenscheinlich zu einer Belastung für die eigene Währung. Fairerweise muss man sagen, dass ihm ein Bemühen sicherlich nicht abzusprechen ist, allerdings ist er mittlerweile auch in der politischen Realität angekommen. Solange er es nicht schafft, im Senat den einen oder anderen Demokraten von seinen Ideen zu überzeugen, wird sich auch die mit großer Hoffnung erwartete Steuerreform noch weiter verzögern bzw. in dem angekündigten Umfang ausbleiben. Der Unterschied des ökonomischen Momentums lässt sich an der anziehenden Differenz der makroökonomischen Datenüberraschungen („Surprises“) zwischen der EU und den USA gut ablesen und erklärt den diesjährigen Anstieg des EURUSD-Wechselkurses relativ treffend (siehe Diagramm 2). Aktuell werden die Daten in den USA wieder etwas besser bzw. können die Daten in der Eurozone nicht mehr ganz so überraschen, aber noch ist kein signifikanter Trendwechsel zu erkennen.

Diagramm 2: Relative Makro „Surprises“ EU vs. U.S. und EURUSD seit 2015



Quelle: Bloomberg, Stand: 28.07.2017.

Für die Weltwirtschaft ist es übrigens von Vorteil, dass sich die Aufwertung des USD nicht weiter fortgesetzt hat. Das liegt zum einen daran, dass die Schwellenländer, die mittlerweile den Großteil des globalen Wachstums beisteuern, durch einen weiter steigenden USD in eine massive Finanzschieflage hätten geraten können. Da viele Unternehmen und Staaten ihre Kredite nicht in der heimischen Währung, sondern in USD abgeschlossen haben, würden diese Verbindlichkeiten bei einer USD-Aufwertung im Wert ansteigen und schwieriger zu bedienen sein. Die betroffenen Länder müssten in der Folge den

Kurs der eigenen Währung beispielsweise durch Zinserhöhungen stabilisieren, was jedoch die Konjunktur bremsen würde. Auch das US-Handelsbilanzdefizit hätte sich im Falle einer fortgesetzten USD-Aufwertung weiter vergrößert. Diese Tatsache würde den Konflikt zwischen den USA und Europa insofern weiter anheizen, als das die Amerikaner (und allen voran Präsident Trump) klar gegen die Strategie der Europäer sind, sich mit Exportüberschüssen aus der Krise zu befreien. Ein stärkerer USD beziehungsweise schwächerer EUR hätte die europäischen Exportüberschüsse zumindest gegenüber den USA wohl noch weiter ansteigen lassen, was durch die jüngste Erholung des EUR und Schwächung des USD aber nun nicht der Fall sein dürfte.

Interessant ist auch, dass der USD gegenüber dem EUR im Juni und Juli per Saldo abwertete, obwohl die Fed den Leitzins anhub und einen konkreten Plan zum möglichen Abbau der Anleihebestände vorstellte. Dies wurde überwogen durch die Aussage Draghis auf dem EZB-Forum in Sintra, dass eine gleichbleibende Geldpolitik bei besserer Konjunktur stärker expansiv wirke und dass die EZB unter diesen Umständen ihre Geldpolitik anpassen könne, um weiter die gleiche Wirkung zu erzielen. Auch wenn er kurze Zeit versuchte, verbal zurückzurudern und in der Pressekonferenz der Juli-Sitzung den Fragen der Journalisten komplett auswich, wurden durch die Aussagen in Sintra starke „Tapering“-Erwartungen angefacht und die Renditedifferenz zwischen U.S.- und Bundesanleihen engte sich infolgedessen erheblich ein. Der Großteil der Einengung wurde allerdings durch den Abverkauf europäischer Staatsanleihen eingeleitet, amerikanische Staatsanleihen zeigten sich in der Summe fast unverändert. Darüber hinaus gab Fed-Chefin Yellen im Juli zu, dass die derzeit rückläufige Kerninflation in den USA nur teilweise durch temporäre Faktoren zu erklären ist. Das Protokoll der Juni-Sitzung des amerikanischen Notenbankausschusses zeigte außerdem, dass im Juni nur eine knappe Mehrheit der Mitglieder eine baldige weitere Zinserhöhung befürwortet.

Die Stagnation der Renditen amerikanischer Staatsanleihen zeigt sich auch an nachfolgendem Diagramm 3. Kam es nach der Trump-Wahl noch zu einer deutlichen Ausweitung der Zinsdifferenz, wurde durch die politische und makroökonomische Ernüchterung auf U.S.-Seite und die vergleichsweise konstruktive makroökonomische Erholung in Europa gekoppelt mit der Erwartung einer Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik der ganze Zinsvorsprung im letzten Halbjahr

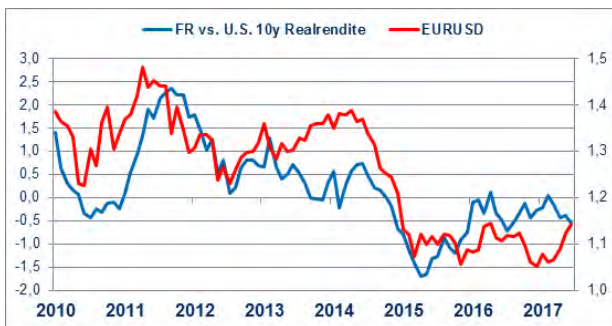


SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2017

wieder aufgegeben. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass die Realrenditedifferenz, hier dargestellt als Unterschied zwischen französischen gegenüber U.S. Staatsanleihen bereinigt um die jeweilige Inflation, entgegen der wirtschaftlichen Entwicklung und EURUSD seit einiger Zeit wieder rückläufig ist. Möglicherweise nimmt der Markt eine wirtschaftliche Schwächephase in der Eurozone aufgrund des angestiegenen EUR-Kurses bereits vorweg.

Diagramm 3: Realrenditedifferenz EU vs. U.S. (bzw. Frankreich-FR) und EURUSD seit 2010



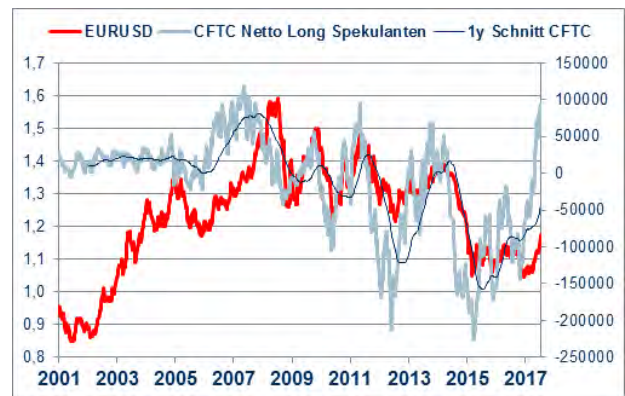
Quelle: Bloomberg, Stand: 28.07.2017.

Auch dieser Zusammenhang zeigt zwar die Sinnhaftigkeit der EURUSD-Normalisierung von den Tiefständen Anfang des Jahres, allerdings stellt sich von hier aus die Frage, ob der EUR immer noch Aufwärtspotential hat und/oder, ob der USD bereits zu stark abgewertet hat. Zu diesem Zweck werden fundamentale und technische Zusammenhänge beleuchtet.

Zunächst einmal ist zu vermuten, dass die Fed den Plan zum graduellen Abbau der Anleihebestände im September tatsächlich beschließt. Vom Markt, der derzeit nur wenig an weitere Straffungsschritte glaubt, wird dies nur bedingt eingepreist. Weitere Zinserhöhungsschritte für dieses Jahr sind fast komplett vom Tisch. Daher ist in den USA zumindest mit einem Wiederanstieg der Anleiherenditen zu rechnen. Bei der EZB hingegen dürfte, sofern der EUR nicht weiter akzeleriert, im Herbst (September oder Oktober) eine Verringerung der QE-Anleihekäufe von aktuell 60 Mrd. EUR monatlich ab Anfang 2018 angekündigt werden, allerdings unter Beibehaltung der ausdrücklichen Bereitschaft, die Anleihekäufe, sofern erforderlich, wieder auszuweiten (also „Tapering“ mit anschließendem „easing bias“). Eine solche Ankündigung dürfte die europäischen Renditen

ebenfalls ansteigen lassen, jedoch nicht so sehr, dass die Zinsdifferenz sich vom jetzigen Niveau noch deutlich weiter nach unten verschiebt. In diesem Szenario dürfte sich der EUR eher bei den jetzigen Niveaus einpendeln.

Diagramm 4: USD-Derivatepositionierung vs. EURUSD seit 2001



Quelle: Bloomberg/CFTC, Stand: 28.07.2017.

Am Devisenmarkt existieren augenblicklich hohe Erwartungen an die EZB im Gegensatz zur Skepsis gegenüber der Fed. Die zuletzt beträchtlichen offenen Netto USD-Shortpositionen der Gruppe der sog. Spekulanten gegenüber dem EUR sind an den U.S.-Derivatebörsen beträchtlich gestiegen. Wenn die Fed die Bilanzreduzierung beschließt, die EZB hingegen betont, ihre Geldpolitik nur langsam und vorsichtig anzupassen, gerade und auch vor dem Hintergrund des zuletzt sehr stark gestiegenen EUR, sollte dies zu USD-Eindeckungskäufen auf die Shortpositionen führen (siehe Diagramm 4). Dies könnte das durchaus weiter vorhandene Aufwärtspotential des EUR gegenüber dem USD einbremsen. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass gerade die Spekulanten sich von einer exponierten EUR-Shortpositionierung von ca. -120 Tausend Kontrakten bzw. ca. 18 Mrd. USD-äquivalent nach der Trump-Wahl mittlerweile komplett gedreht haben. Die aktuelle EUR-Longpositionierung von ca. 93 Tausend Kontrakten bzw. ca. 14 Mrd. USD-äquivalent ist nicht mehr weit entfernt von den Rekordhöchstständen Mai 2007 (ca. +120 Tausend), als der EUR sich in einem Umfeld von U.S. Rezession, EZB-Zinsanstieg und Reserven- diversifikation der Zentralbanken zugunsten des EUR befand.

Vom politischen Standpunkt her ist bereits viel



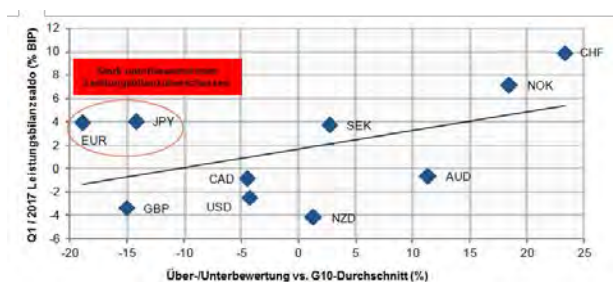
SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2017

Negatives im USD eingepreist. Gelingt es den Republikanern frühzeitig, eine solide Steuerreform zu verabschieden und/oder kann die Fed aufgrund anziehender Makrodaten in der zweiten Jahreshälfte, auch aufgrund des schwächeren USD, die Zinsen schneller als erwartet anheben, dürfte der USD handelsgewichtet wieder deutlich an Boden gut machen. Deutliche Aufwertungen gegenüber dem EUR sind allerdings nicht unbedingt zu erwarten.

Rein nach fundamentalen Maßstäben ist der EUR übrigens immer noch deutlich unterbewertet. Gemäß dem Kaufkraftparitätentheorem ist die Kaufkraftparität eine Umrechnungsgröße für die in erwerblichen Gütereinheiten gemessene Kaufkraft verschiedener Währungen, die den langfristigen Wechselkurs bestimmt und dadurch für ein Gleichgewicht in den Leistungsbilanzen der internationalen Handel treibenden Länder sorgt. Auf der Basis hat der EUR trotz der diesjährigen Aufwertung noch ca. 12 % Aufwärtspotential. Nachfolgendes Diagramm 5 vergleicht die Leistungsbilanzdefizite prozentual zum BIP mit den Kaufkraftabweichungen (Über-/Unterbewertung) der G10-Länder an, wobei die Abweichungen gegenüber dem Kaufkraftdurchschnitt der G10-Länder gemessen wurden. Man erkennt sehr deutlich, dass es der EZB durch die drastischen Maßnahmen gelungen ist, den EUR trotz eines beachtlichen Leistungsbilanzüberschusses von zuletzt knapp 4 % zu einer signifikanten Unterbewertung zu manövrieren. Auch der Big Mac-Index, welcher als Indikator die Kaufkraft verschiedener Währungen durch den Vergleich der Preise eines Big Mac in der jeweiligen Landeswährung in USD darstellen soll, zeigt per Ende Juni eine fast 15 %-ige Unterbewertung des EUR gegenüber dem USD an.

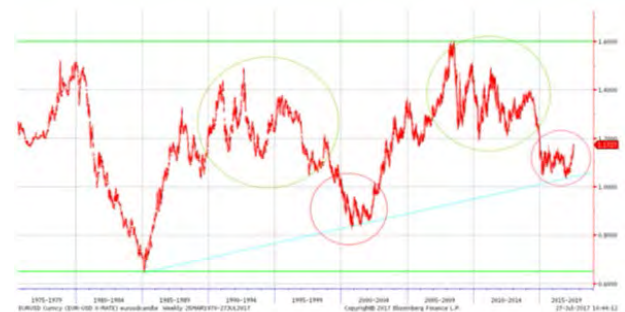
Diagramm 5: Vergleich des Leistungsbilanzsaldos (% BIP) mit der Über-/ Unterbewertung vs. Durchschnitt der G10-Länder



Quelle: SG RESEARCH (2017): EUR/USD – comparing today with 2012-2014, in "FX Blog" vom 21.07.2017 Stand: Q1 / 2017.

Das technische Bild liefert mittelfristig auch weiteres Aufwärtspotential bei EURUSD (siehe Diagramm 6). Der Langfristchart offenbart, dass der seit 1994 eingeläutete und 2001 bestätigte Aufwärtstrend auch durch die Rally des USD gegenüber dem EUR von 2008-2016 nicht nachhaltig gebrochen werden konnte. Somit könnte Anfang 2017 ein mehrjähriges Tief hinter uns liegen und der EUR könnte in nächster Zeit weiter gegenüber dem USD aufwerten.

Diagramm 6: EURUSD-Wechselkurs seit 1975



Quelle: CITIBANK (2017): IS IT TOO LATE TO BUY EUR?, IN GLOBAL MACRO STRATEGY VOM 27.07.2017.

Unter der Voraussetzung, dass die EUR-Rally weitergeht, muss man sich auch Gedanken um den weiteren Verlauf der EZB-Politik machen. Der Wechselkurs spielt nämlich eine tragende Rolle im Transmissionsmechanismus der europäischen Geldpolitik. Immer wieder hat Draghi in Pressekonferenzen den Wechselkurs thematisiert. Dabei hat er unmissverständlich zum Ausdruck gebracht, dass Veränderungen des Wechselkurses den Inflations- und Wachstumsausblick beeinflussen. Allerdings stellte er auch stets klar, dass die Beeinflussung des Wechselkurses nicht Gegenstand ihrer Geldpolitik sei.¹ Gemäß diversen empirischen Untersuchungen sind die negativen Wachstumseffekte resultierend aus einer signifikanten Währungsaufwertung eher vorübergehend, doch der adverse Effekt für die Inflation ist i.d.R. größer und andauernder.² Goldman Sachs hat in einem kürzlich vorgestellten Modell untersucht, was für

¹ Siehe dazu seine Ausführungen in der Pressekonferenz des April-Meetings in 2016: "As I've said many times, the exchange rate is not a policy target. It's important for price stability and for growth".

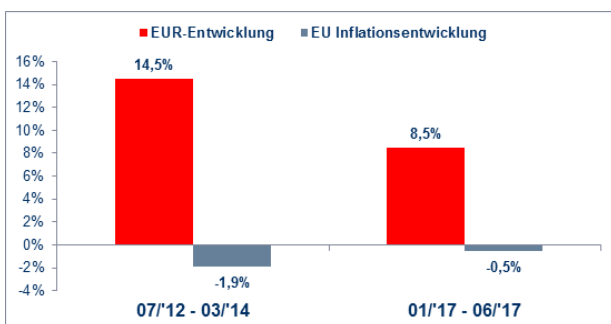
² Vgl. dazu u.a. KOMUNALE/KUNOVAC (2017): Exchange rate pass-through in the euro area, ECB Working Paper Series, Nr. 2003, Januar.



Auswirkungen eine exogene, also durch Faktoren außerhalb der Eurozone ausgelöste, Währungsaufwertung von 10 % auf das europäische Wachstum und die Inflation hat. Im Ergebnis belastet eine solche Aufwertung das Wachstum (Rückgang der Exporte) über die nächsten drei Jahre mit ca. 0,5%, der negative Einfluss auf die Konsumentenpreise (Rückgang der Importpreise) ist mit ca. 1 % über den selben Zeitraum sogar noch größer.³

In der Summe bedeuten diese Ergebnisse, dass die aktuelle Wechselkursentwicklung der EZB mittlerweile Kopfzerbrechen bereiten dürfte, wobei sicherlich gerade die Dynamik des EUR-Anstiegs für Unbehagen sorgt.⁴ Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die zukünftigen Wechselkursentwicklungen vor dem Hintergrund der in 2017 bereits 12%-igen Aufwertung des EURUSD die geldpolitischen Handlungen des EZB-Rats zukünftig stärker beeinflussen dürften. Sollte die EZB ihr Anleihenkaufprogramm im Herbst dieses Jahres reduzieren und damit ihre ultra-expansive Geldpolitik schrittweise zurückfahren, dürfte die Währung sicherlich nicht abwerten, was die Inflation über eine Verringerung der Importpreise negativ beeinflussen wird. Diese Tatsache fand zuletzt von Juli 2012 bis März 2014 statt, als eine knapp 15 %-ige EUR-Aufwertung die Inflation um 1,9 % belastete. Auch in 2017 ist die Inflation bereits um 0,5 % zurückgekommen (siehe Diagramm 7).

Diagramm 7: Vergleich der EUR- und EU-Inflationsentwicklung 2012-2014 und 2017



Quelle: Bloomberg, Stand: 28.07.2017.

³ Vgl. DURRÉ (2017): Stronger Euro weighs on growth and inflation, European Economics Daily, Goldman Sachs Economic Research, 27.07.2017.

⁴ In der Q&A-Session im Rahmen der Pressekonferenz des Juli-Meetings in 2017 äußerte sich Draghi dahingehend, dass der Wechselkurs für einige Aufmerksamkeit während der Diskussionen im EZB-Rat gesorgt hat.

Die EZB ist definitiv nicht an einer Aufwertung des EUR interessiert und schon gar nicht an straffer werdenden Finanzierungskonditionen, welche sich in letzter Zeit in der Eurozone schon merklich verschlechtert haben. Wie Draghi diesen Spagat hinbekommt, wird eine der größten Herausforderungen der EZB in den nächsten Monaten. Sollte der EUR also weiterhin aufwerten und sich infolgedessen die Inflations- und/oder Wachstumswerte wieder verschlechtern, könnte die EZB sogar gezwungen sein, vom geplanten „Tapering“ Abstand zu nehmen oder vom zeitlichen Ablauf deutlich weiter nach hinten zu verschieben.

Nichtsdestotrotz muss man konstatieren, dass die EZB wenige Möglichkeiten hat, die Währungsaufwertung nachhaltig aufzuhalten. Zum einen dürften wegen der Ineffektivität und der schwierigen politischen Durchsetzbarkeit konkrete FX-Interventionen ausbleiben. Ebenso wird der Druck hinsichtlich des „Tapering“ immer größer, da das bisherige Rückkaufprogramm in der jetzigen Form an natürliche Grenzen stößt und weiter zu extremen Verwerfungen am Kapitalmarkt führt. Darüber hinaus sind weitere Zinssenkungen für die europäischen Banken aus Profitabilitätsgründen nicht mehr tragbar.

Bleibt noch die Frage, welche Assetklassen bzw. Länder vom starken EUR wie beeinflusst werden? Steigt der EUR gegenüber dem USD und anderen wesentlichen Handelspartner-Währungen, werden Produkte aus den Eurozone-Staaten außerhalb des gemeinsamen Währungsraumes teurer. Das kann die Nachfrage, speziell bei preissensitiven Produkten, dämpfen und damit das Wachstum innerhalb exportorientierter Länder innerhalb der Eurozone bremsen. Für die exportorientierte deutsche Wirtschaft dürfte der Gegenwind vom Devisenmarkt deshalb eher zunehmen. Rohstoffe, wie beispielsweise Öl oder Kupfer, die in USD notieren, werden dagegen im Einkauf tendenziell billiger. Das kann die Budgets der Verbraucher beim Tanken und Heizen sowie der Unternehmen beim Rohstoffeinkauf entlasten. An nachfolgender Tabelle erkennt man, dass bei Betrachtung der wesentlichen EU-Mitgliedsstaaten speziell Irland und Deutschland sehr exportorientiert sind (162 % Exporte bzw. 127 % Exporte/Importe) und viele Güter außerhalb der Eurozone (Extra-EU) exportieren. Diese Tatsache findet sich in den Kursentwicklungen der Aktienindizes in 2017 wieder. Gerade Unternehmen aus Irland, dessen ISEQ Overall Index der schwächste Aktienmarkt aller betrachteten Länder in 2017 war, aber auch deutsche Großunternehmen am Beispiel des DAX



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER AUGUST 2017

30 Index, wurden aufgrund ihrer Exportabhängigkeit vergleichsweise gemieden (vgl. dazu nachfolgende Tabelle). Sicherlich existieren bei den jeweiligen Ländern und Branchen unterschiedliche Sonderthemen, wie z.B. die deutsche Automobilindustrie, allerdings zeigt der Vergleich, dass die Auswirkung des EURUSD-Wechselkurses sich sehr wohl in anderen Assetklassen widerspiegeln.

Tabelle: Handelsdaten und Aktienindexperformance ausgewählter EUR-Länder in 2017

Länder	Handelsdaten: Exporte/Importe			EUR Aktienindex	Perf. 2017	
	Intra-EU	Extra-EU	Gesamt		Perf. 2017	Perf. Monat
Belgien	120%	80%	106%	BEL 20	9.3%	3.9%
Deutschland	112%	155%	127%	DAX 30	5.5%	-1.7%
Irland	131%	221%	162%	ISEQ Overall	2.0%	-2.6%
Griechenland	61%	58%	59%	ASE athens	26.2%	-1.4%
Spanien	98%	82%	91%	IBEX 35	12.3%	0.6%
Frankreich	76%	115%	88%	CAC 40	4.8%	-0.5%
Italien	105%	122%	112%	FTSE MIB	11.7%	4.4%
Niederlande	183%	50%	111%	AEX	8.7%	3.6%
Osterreich	89%	126%	98%	ATX Austria	22.9%	3.6%
Portugal	79%	96%	83%	PSI All-Share	12.8%	0.6%

Quelle: Bloomberg (Aktien)/EuroStat (Handelsdaten), Stand: 31.07.2017 (Aktien)/30.12.2015 (Handelsdaten).

Auch die Rentenmärkte haben auf den EURUSD-Wechselkurs reagiert. Von Ende Juni Ende bis Juli sind die zehnjährigen Renditen aufgrund der Aussagen Draghis in Sintra und der verbesserten makroökonomischen Daten flächendeckend um in der Spitze bis zu 0,4 % angestiegen, allerdings bewirkte u.a. der akzelerierende EURUSD-Wechselkurs und das damit verbundene unsichere Verhalten auf der Juli-Sitzung des EZB-Rats ein vorübergehendes Ende des Renditeanstiegs.

Fazit:

Aufwärtspotenzial für die Gemeinschaftswährung ist aus meiner Sicht weiterhin vorhanden, da die jüngste EUR-Aufwertung nicht irrationalen Übertreibungen geschuldet, sondern fundamental gut unterstützt ist. Allen voran deshalb, weil:

- EURUSD auch bei 1,18 auf Basis nahezu aller Bewertungsmodelle noch unterbewertet ist,
- in Sachen politisches und ökonomisches Momentum in den USA eher Abwärts-, im Euroraum dagegen Aufwärtsrisiken existieren,

- das strukturelle Umfeld (Leistungsbilanz und Haushaltssalden) in Euroland vergleichsweise besser ist,
- mit Blick auf die Geldpolitik die U.S.-Notenbank Fed zwar schon weiter fortgeschritten ist und kurzfristig durch die für September angekündigte Bilanzreduzierung ihren Straffungsvorsprung noch etwas ausbauen dürfte, mittelfristig die EZB aber nachziehen sollte,
- bezüglich Kapitalzuflüsse und Investitionsklima Europa gegenüber den USA relative Vorteile hat und
- das mittelfristige technische Bild weiteres Aufwärtspotential anzeigt.

Vor dem Hintergrund des starken Anstiegs der letzten sechs Wochen scheint für EURUSD kurzfristig aber eher eine Konsolidierung angesagt.

Die EZB-Geldpolitik dürfte sich aktuell mehr denn je für den EUR interessieren, da bei einem weiteren Anstieg negative Wachstums- und Inflationsauswirkungen dazu führen könnten, dass eine Normalisierung der ultra-expansiven Geldpolitik nach hinten verschoben oder zurückgestellt werden muss.

Profiteure des verglichen mit dem Jahresanfang hohen EUR-Kurses sind importierende Länder innerhalb der Eurozone sowie Unternehmen und Verbraucher, die über die günstigeren Rohstoffe, die zumeist in USD notieren, höhere Margen bzw. höhere Ersparnisse darstellen können. Im Umkehrschluss dürften exportsensitive EU-Mitgliedsstaaten und Unternehmen negativ beeinflusst werden. Dieser Effekt ist bei Anlageklassen, wie Aktien oder Renten, bereits zu sehen.

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 AUGUST 2017



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 36 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, 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 © 2017 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.