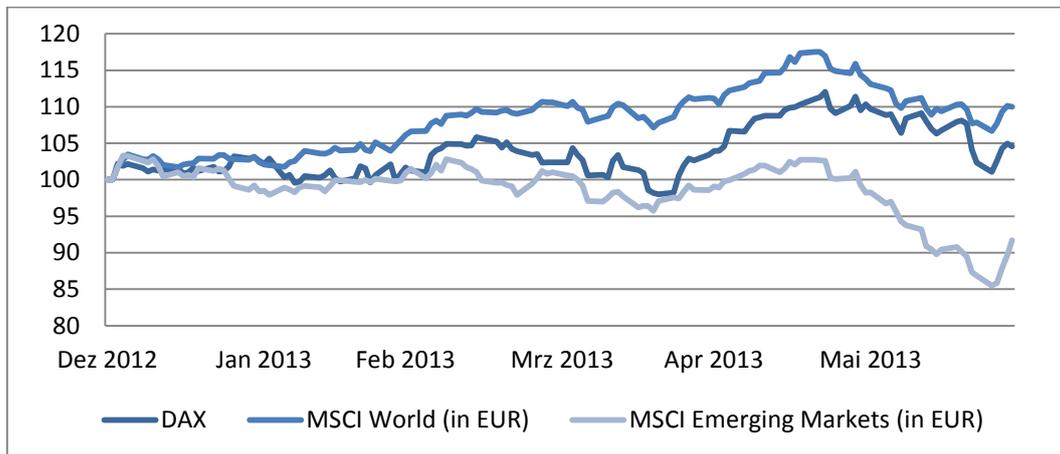


Halbjahresbericht 1. Halbjahr 2013

Aktien

Ob man das erste Halbjahr 2013 als Investor am Aktienmarkt als gut, zufriedenstellend oder eher ernüchternd einstufen kann, hängt in erster Linie von der geografischen Allokation der Anlagen ab. In der Wertentwicklung der ersten sechs Monate des laufenden Jahres ergeben sich signifikante Unterschiede: Am oberen Ende der Skala bewegt sich der japanische Aktienmarkt, dessen Exportwirtschaft aufgrund der starken Währungsabwertung des Yen an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen konnte und somit die Aktienmärkte beflügelte. Trotz einer zwischenzeitlich sehr starken Korrekturbewegung und Kursverlusten auf der Währungsseite beendete der japanische Nikkei 225 das erste Halbjahr mit einem respektablen Gewinn von 15,9% in EUR. In einer vergleichbaren Größenordnung sortiert sich auch der amerikanische Aktienmarkt zum 30. Juni ein. Der amerikanische Leitindex S&P 500 konnte seit Jahresbeginn um 14,3% in EUR zulegen. Typisch für den amerikanischen Aktienmarkt ist dabei die niedrige Schwankungsbreite, die sich auch in 2013 in Form von relativ geringen Kursbewegungen zeigte. Von Mitte Mai bis Mitte Juni führten Äußerungen des amtierenden Präsidenten der US-Notenbank Fed, Ben Bernanke, hinsichtlich einer möglichen Drosselung der marktunterstützenden Maßnahmen zu vergleichsweise starken Kursverlusten rund um den Globus. Während der DAX rund 10% und der Nikkei 225 sogar über 20% im Kurs verlor, hielten sich die Verluste beim S&P 500 mit 5,8% in überschaubaren Grenzen.



Grafik: Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes in 2013, indiziert auf 100 per 31.12.2012.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Die Stärke des amerikanischen Aktienmarktes, der annähernd die Hälfte der globalen Marktkapitalisierung ausmacht, zeigt sich auch im weltweiten Aktienindex MSCI World. Dieser weist mit einem Kursgewinn von 8,6% in EUR ein sehr ordentliches Ergebnis fürs erste Halbjahr aus. Der Blick auf die europäischen Aktienmärkte fällt dagegen schon deutlich ernüchternder aus. Während sich der DAX mit einem Plus von 4,6% noch im positiven Terrain befindet, mussten vor allem die

südlichen Euro-Staaten wie Griechenland (-6,7%), Italien (-6,4%) und Spanien (-5,0%) Verluste ausweisen. Durchweg negativ verlief dagegen die erste Jahreshälfte für die Schwellenländermärkte. Der wichtigste Index dieser Anlagekategorie, der MSCI Emerging Markets, steht zum Stichtag mit einem Minus von 9,6% in EUR in den Ranglisten. Für nicht unbedeutende Teilmärkte, wie z.B. den brasilianischen IBOVESPA Index, addieren sich die Verluste in Euro bis auf -27,2% seit Jahresbeginn.

Die Schwäche vieler Schwellenländer geht eng einher mit der Schwäche von Rohstoffaktien, die nicht nur bei ihren Förderaktivitäten, sondern auch im Absatz ein steigendes Gewicht in den wirtschaftlich aufstrebenden Ländern einnehmen. Branchenseitig rangiert der Rohstoffsektor innerhalb der europäischen Subindizes des marktbreiten STOXX 600 Index als negativer Ausreißer mit einem Ergebnis von -26,0% seit Jahresbeginn mit weitem Abstand am Ende. Auch der artverwandte Erdöl- und Erdgassektor befindet sich mit einem Minus von 3,7% im roten Bereich. Das obere Ende wird im ersten Halbjahr von der Pharmabranche markiert. Die in diesem Subindex versammelten Aktien verschafften Anlegern ein Plus von 14,6%.

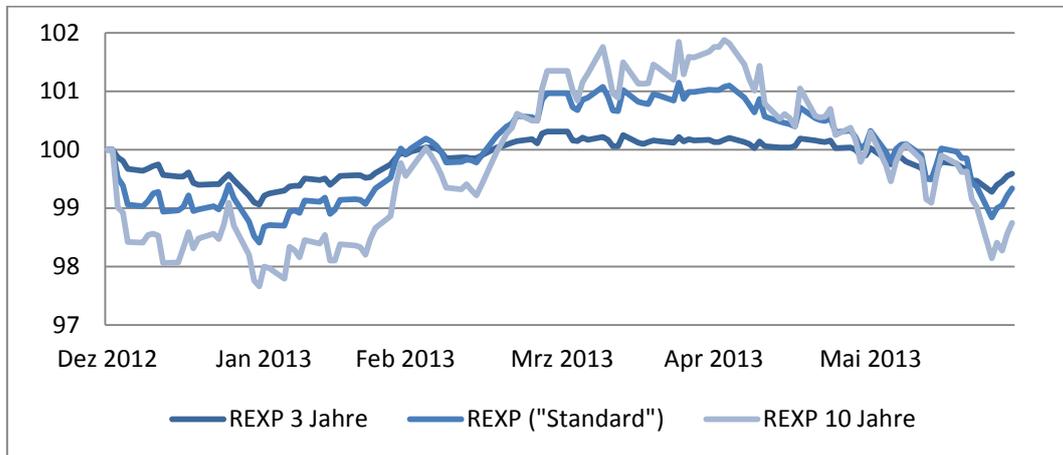
Allgemein zeigt die bisherige Entwicklung der Aktienmärkte in 2013, wie sensibel die Märkte auf politische Äußerungen und Andeutungen der Notenbanken reagieren – sowohl im positiven, aber mit zunehmender Dauer der bisherigen monetären Maßnahmen wohl vermehrt auch im negativen Sinn.

Anleihen

Die Ausgangssituation für festverzinsliche Papiere war zu Jahresbeginn denkbar ungünstig. Sowohl das absolute Zinsniveau als auch die Renditeaufschläge für Bonitätsrisiken bewegten sich nahe historischen Tiefständen und damit nahe der Nulllinie. Anleiheinvestoren fanden sich damit in einer undankbaren Position wieder, da Zinsanstiege sowie Ausweitungen der Renditeaufschläge schnell zu Kursverlusten in Anleihenportfolios führen können. Umgekehrt waren stärkere Kursgewinne, bedingt durch sinkende Zinsen oder sich einengende Risikoprämien kaum noch vorstellbar, da beide Maße durch die Nulllinie nach unten begrenzt sind. Ausgehend von dieser Asymmetrie der potenziellen Ergebnisentwicklungen zu Beginn des Jahres lassen sich die bisher in 2013 zu beobachtenden Resultate im Rentenmarkt schnell und einfach einordnen.

Insgesamt ist zumindest der GAU bisher ausgeblieben, die Zinsen sind tendenziell – vor allem im längerfristigen Bereich – nur leicht angestiegen. So ist zum Beispiel die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen Deutschlands von 1,32% auf 1,73% gestiegen, in USA etwas stärker von 1,76% auf 2,49% und in Japan marginal von 0,79% auf 0,85%. Nicht ersichtlich wird aus den Halbjahresvergleichen die teils hohe Volatilität. So lag in Japan die Rendite Anfang April noch bei 0,44%, um sich dann zwischenzeitlich binnen weniger Wochen auf 0,94% zu verdoppeln. Anhand der nachfolgenden Grafik wird deutlich, wie sich die Renditeveränderungen auf deutsche Staatsanleihen in den ersten sechs Monaten des Jahres ausgewirkt haben. Klar zu erkennen ist die

sich ausdehnende Schwankungsbreite mit zunehmender Laufzeit. Per 30.06. lagen die Ergebnisse der drei abgebildeten REXP-Indizes bei -0,41% (3 Jahre), -0,66% („Standard“) und -1,25% (10 Jahre).



Grafik: Entwicklung verschiedener REXP-Indizes, indiziert auf 100 per 31.12.2012.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Etwas differenzierter zeigt sich das Bild im Bereich der Bonitätsrisiken, dort gab es keine einheitlichen Entwicklungen. Während sich die Risikoprämien der meisten südeuropäischen Staaten nochmals weiter einengten, weiteten sich diese bei vielen Schwellenländeranleihen aus und führten in diesem Segment zu Kursverlusten. Bei Anleihen in den sogenannten Hartwährungen USD und EUR in den oberen Ratingklassen lagen die Verluste seit Jahresbeginn bei rund fünf Prozent, in Lokalwährung und niedrigeren Ratingbereichen erreichten die Kursverluste schnell zweistellige Prozentwerte.

Inflation

Würde man den Erfolg der Notenbanken nur an den Inflationszielen festmachen, so müsste man ihnen ein durchweg positives Zeugnis ausstellen. In fast allen wichtigen Industrienationen bewegt sich die Inflation nun schon seit geraumer Zeit im Bereich der Zweiprozentmarke, wo sie nach Meinung vieler Ökonomen zur Unterstützung eines dauerhaften Wachstums auch gut aufgehoben ist. Abweichungen hiervon finden sich in Großbritannien, wo die Inflation in den vergangenen Jahren bei rund 5% lag und sich seit Mitte 2012 bei rund 3% eingependelt hat, und in Japan, das sich seit etwa 15 Jahren in einem deflationären Umfeld bewegt und hohe Anstrengungen zur Inflationierung unternimmt.

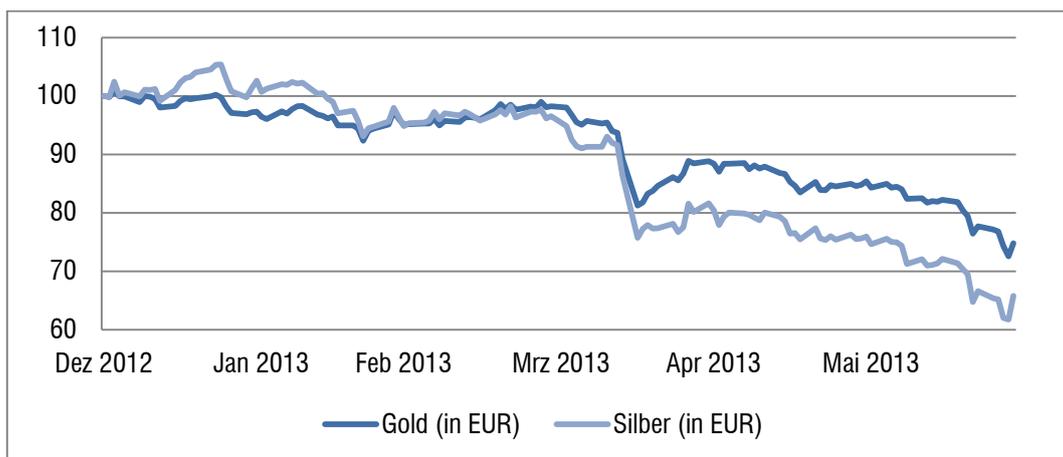
Ob nun die Verantwortlichen der Europäischen Zentralbank (EZB) oder der US-Notenbank (Fed) tatsächlich mit mehr Geschick als ihre Kollegen in England oder Japan agiert haben, ist mit einer gewissen Unsicherheit versehen. Wahrscheinlicher ist, dass die konjunkturellen und strukturellen Rahmenbedingungen einen nicht unerheblichen Anteil an der Entwicklung der Teuerung hatten.

Diese Tatsache wird umso interessanter für die künftige Entwicklung der Teuerungsrate, da sich die verhaltene konjunkturelle Entwicklung in Europa und den USA aktuell die Waage hält mit den massiven Liquiditätsflutungen der Finanzmärkte seitens der Notenbanken. Beides weiterhin im Lot zu halten, wird die fordernde Aufgabenstellung an die Notenbanken sein.

Rohstoffe

Bei den Rohstoffen bewegte vor allem die Kursentwicklung bei Gold und Silber die Gemüter der Marktteilnehmer. Nach rund zehnjähriger Hausse in den Edelmetallen waren Gold und Silber für viele Investoren im ersten Halbjahr die größten Verlustbringer im Depot. Der Goldpreis korrigierte von 1.675 USD auf 1.235 USD je Feinunze, der Silberpreis von 30,35 USD auf 19,67 USD je Feinunze. In Euro gerechnet ergeben sich damit für die ersten sechs Monate des Jahres Verluste von 25,2% (Gold) bzw. 34,2% (Silber). Viele Anleger dürften durch diese heftige Bewegung fürs erste geschockt sein und den zuvor stark fragten Edelmetallmärkten den Rücken zukehren.

Über mögliche Gründe zu philosophieren, warum die Preise jüngst so stark gefallen sind, erscheint in unseren Augen müßig. Unbestritten ist die an dieser Stelle mehrfach erläuterte Sonderstellung der Anlageklasse Rohstoffe, die weder einen laufenden Ertrag abwirft, noch eine fundamentale Bewertung ermöglicht. Tragendes Thema für den Höhenflug des Goldpreises war insbesondere die historische Geldfunktion als Alternative zum vertrauensbasierten Papiergeldsystem. Die dahinter steckende Angst der Investoren scheint nun vorerst in den Hintergrund gerückt zu sein. Gleichwohl sind die strukturellen Probleme im globalen Finanzsystem, allen voran die Überschuldung vieler Staaten, weiterhin gegeben.



Grafik: Entwicklung des Gold- und Silberpreises, indiziert auf 100 per 31.12.2012.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Bei anderen Rohstoffen war die Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf ebenfalls durchwachsen. Der marktweite CRB-Rohstoffindex weist gegenüber Jahresbeginn ein Minus von 5,2% in EUR aus.

Grob lässt sich das Ergebnis in ein generelles Minus bei Metallen, ein Plus bei Energieträgern und ein breit gefächertes Bild bei Agrargütern aufteilen.

Ausblick

Gegenüber unserem detaillierten Ausblick zu Jahresbeginn hat sich in den vergangenen Monaten im Grundsatz wenig geändert.

Als interessanteste Anlageklasse identifizieren wir weiterhin Aktien mit all ihren Chancen und Risiken, wobei substanz- und dividendenstarke Aktien mit gutem Geschäftsmodell und einträglichen Margen im Zentrum der von uns allokierten Portfolios bleiben. Das wichtigste Analysemerkmal stellt für uns die fundamentale Bewertung dar, wonach sich Aktien insgesamt noch in einem attraktiven Bewertungsbereich befinden. Dies gilt sowohl in absoluter Betrachtung klassischer Bewertungskennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder Dividendenrendite, als auch in vergleichender Betrachtung gegenüber historischen Bewertungsmaßstäben und besonders gegenüber konkurrierenden Anlageklassen wie Anleihen.

Im Anleihenmarkt bevorzugen wir Titel mit kürzerer Restlaufzeit, da es durch das nach wie vor asymmetrische Ertragsprofil von Rentenpapieren auf dem aktuellen Zinsniveau nicht viel zu gewinnen, dafür bei Zinsanstiegen aber umso mehr zu verlieren gibt. Dabei liegt der Fokus weiterhin auf Unternehmensanleihen.

Zusammengefasst stellt sich das Marktumfeld auch zur Jahresmitte 2013 sehr komplex und herausfordernd dar. Die zuletzt deutlich gestiegene Volatilität wird uns voraussichtlich weiterhin begleiten, da nicht nur die Unsicherheit bezüglich der künftigen Stimuli seitens der Notenbanken gewachsen ist (siehe hierzu den nachfolgenden Abschnitt „Im Blickfeld“), sondern vermehrt auch ganze Anlageklassen wie etwa Gold bei Anlegern auf dem Prüfstand stehen werden. Trotz der gestiegenen Schwankungsbreiten erwarten wir jedoch unterm Strich eine solide Entwicklung des Aktienmarkts.

Im Blickfeld: Die Aussagen der amerikanischen Notenbank und was sie bedeuten

Ende Juni tagten die amerikanischen Notenbanker im Rahmen des FOMC (Federal Open Market Committee), einer Sitzungsrunde, die Entscheidungen zur dortigen Geldpolitik trifft. Niemand hätte gedacht, dass in der darauf folgenden Presskonferenz solch ein Optimismus verbreitet werden würde. Doch was genau haben die Notenbanker verkündet? Wie äußert sich dieser Optimismus und welche mögliche Bedeutung hat dies für die Kapitalmärkte?

Als erstes wurde in ihrer Stellungnahme explizit erwähnt, dass sich die Risiken für die US Wirtschaft und den dazugehörigen Arbeitsmarkt seit Ende des letzten Jahres vermindert haben. Grundsätzlich

eine positive Nachricht. Als zweites sagten die Notenbanker ein Wirtschaftswachstum für 2013 von circa 2,45 Prozent voraus. Das würde nach dem tendenziell schlechter als erwarteten Jahresstart eine Beschleunigung des Wachstums im zweiten Halbjahr bedeuten, zumal auch die Effekte der Fiskalklippe allmählich nachlassen. Auch dieses Szenario kann zweifelsfrei als positiv bewertet

werden. Drittens avisierte die Fed für die Jahre 2014 und 2015 ein reales Wirtschaftswachstum der US Wirtschaft von 3,1 bis 3,5 Prozent. Würde dieses optimistische Szenario tatsächlich eintreffen, wäre es sogar noch positiver als die beiden vorangegangenen Aussagen zusammen.

Sollten diese, für die US Wirtschaft grundsätzlich positiven Erwartungen tatsächlich eintreffen, so erfordert dies den langsamen Ausstieg der amerikanischen Notenbank aus ihrer, zur Stützung der Wirtschaft initiierten, expansiven Geldpolitik. Ben Bernanke selbst gab in der Pressekonferenz zur FOMC-Sitzung Anhaltspunkte, wie dieser Ausstieg aussehen kann. Das schlagkräftigste geldpolitische Instrument, das Bernanke zur Verfügung steht und momentan noch stark genutzt wird, sind die monatlichen Aufkäufe von US-Staatsanleihen und Pfandbriefen durch die Fed im Volumen von aktuell 85 Milliarden Dollar. Im Dezember dieses Jahres sollen diese Käufe laut Bernanke deutlich zurückgefahren werden. Analysten gehen heute von einem Rückgang um mehr als die Hälfte auf etwa 40 Milliarden Dollar monatlich aus. Innerhalb der dann folgenden zwölf Monate würde sich so die Bilanz der Fed dennoch um 500 bis 600 Milliarden Dollar auf circa 4 Billionen Dollar erhöhen. Natürlich unter der Prämisse, dass die vorhergesagten Szenarien tatsächlich eintreffen. Andernfalls könnte sich der Prozess auch in die Länge ziehen oder im optimalen Fall sogar verkürzen.

Wie es auch kommt, der Vorgang an sich ist eher positiv zu bewerten. Reduziert die Fed ihre Geldmengenausweitung zur Senkung der längerfristigen Zinsen (man bedenke: es bedeutet immer noch, dass die Geldmenge nach wie vor steigt, nur in geringerem Ausmaße), deutet das schließlich auf eine sich stabilisierende US Konjunktur hin, bei der die Fed die Kontrolle aber dennoch nicht aus der Hand geben wird. Oftmals wurde in der Vergangenheit vor einem rasanten Anstieg der Inflation gewarnt, häufig gefolgt von der Empfehlung, sich ´solide´ Anlageklassen wie Gold ins Portfolio zu kaufen um sich vor einer massiven Geldentwertung zu schützen. Doch ausgerechnet beim vielbeschworenen Gold erleben wir seit einigen Wochen eine deutliche Kurskorrektur, die zwischenzeitlich von der Höchstnotierung 34 Prozent ausmacht.

Wenn sich die Weltwirtschaft, unterstützt durch eine sich verfestigenden konjunkturellen Aufschwung der USA, nachhaltig erholt und sich die Rückfallrisiken in eine Rezession stetig vermindern, sind steigende Zinsen lediglich eine logische Konsequenz. Die Fragen, wie viel Zinsanstieg die Notenbank noch zulässt und in welcher Form die europäische Notenbank auf die amerikanische Entwicklung reagiert, bleiben offen. Gerade in Europa wären steigende Zinsen für die Konjunktur noch verfrüht.

Dass bei alle dem in einigen Teilbereichen der Rentenmärkte Risiken vorhanden sind, die es in der Vergangenheit in dieser Form nicht gab, ist wenig überraschend. Was zur Kenntnis genommen werden muss, sind die in der Vergangenheit stattgefundenen Umschichtungen der Anleger auf der Jagd nach Rendite, weg von `sicheren Staatsanleihen` hin zu Unternehmensanleihen mit teils sehr geringer Bonität oder Hochzinsanleihen. Dadurch wurden die Risiken auf der Rentenseite kontinuierlich ausgeweitet. Eine höhere Volatilität in Kombination mit vernachlässigten Ausfallrisiken und der rechtlichen Position des Fremdkapitalgebers, sind im historischen Vergleich selten anzutreffen. Doch gerade diese höheren Kursauschläge bieten bei Anleihen selektiv interessante Einstiegsmöglichkeiten. Zudem können Umschichtungen in andere Anlageklassen auch zu größeren Schwankungsbreiten bei Aktien führen. Die fundamentalen Bewertungen der Unternehmen sind jedenfalls nach wie vor nicht als zu teuer anzusehen. Die Übergangszeit zu einer normalisierten Zinswelt wird also volatil. Vor allem die Anlageklassen, die in der Vergangenheit deutliche Mittelzuflüsse verzeichnet haben (z.B. Gold oder Hochzinsanleihen) werden davon betroffen sein.

03.07.2013

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtungen zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Die GS&P Gruppe garantiert jedoch nicht für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit. Alle hier dargestellten Meinungsäußerungen geben lediglich eine Einschätzung des Verfassers/ der Verfasser wieder, die nicht notwendiger Weise der Meinung der GS&P-Gruppe entsprechen muss. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich in Abhängigkeit von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor / die Autoren behält / behalten sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen und Aussagen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot, noch eine explizite Aufforderung zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z.B. Prospekte) erfolgen und auf keinen Fall auf Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die GS&P-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die der in dieser Darstellung vorgestellten Information widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung und Zustimmung der GS&P-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

Copyright 2013, Grossbötzl, Schmitz und Partner