
Aktien	Die Aktienmärkte sind in der Breite gestiegen,	Seite 1
Renten	ebenso die Rentenmärkte,	Seite 2
Inflation	während die Teuerungsraten kaum Veränderungen zeigen ...	Seite 2
Rohstoffe	... und die Rohstoffe gefallen sind.	Seite 2
Ausblick	Der Ausblick wird dadurch leider nicht leichter,	Seite 2
Im Blickfeld	zumal die Notenbanken wichtige Marktteilnehmer geworden sind.	Seite 3

Aktien

In Anbetracht der aktuellen Vielzahl an für die Marktentwicklung relevanten Schauplätzen fällt es auch dem aufmerksamsten Beobachter nicht immer leicht, die weltweiten Ereignisse in Einklang mit der Entwicklung der Börsen zu bringen. Am Ende des Monats schaut man auf die letzten 31 Tage zurück und staunt manchmal, was in dieser Zeitperiode alles geschehen ist. Doch bevor wir uns an dieser Stelle die wichtigsten Einzelpunkte auflisten, möchten wir das Endergebnis in Form der Kursentwicklungen der bedeutsamsten Aktienmärkte vorweg nehmen. Unterm Strich stellt sich das Bild für den Wonnemonat Mai sehr positiv dar: Die weltweiten Börsen stiegen fast unisono, der die Industrieländer widerspiegelnde MSCI World konnte 3,6% an Wert zulegen, der die Schwellenländer abbildende MSCI Emerging Markets sogar 5,2% (jeweils in EUR). Die Abweichungen hiervon auf Länder- und Sektorebene hielten sich in Grenzen. Die größten Gewinner waren nach einer Beruhigung im Ukraine-Konflikt in Russland (14,5% in EUR) sowie nach der Beendigung der Parlamentswahlen in Indien (11,0% in EUR) zu finden. Schwächere Entwicklungen zeigten sich dagegen bei europäischen

Rohstoff- und Bauaktien (-1,5% bzw. -0,8% auf Monatsicht).

Im Monatsverlauf reduzierten sich einige auf den Märkten lastende Unsicherheitsfaktoren. So stabilisierte sich etwa die Situation in der Ukraine leicht, Konjunkturdaten aus China nahmen Anlegern die Angst vor einer stärkeren wirtschaftlichen Abschwächung und die Wahlen zum Europaparlament endeten nicht mit einem Sieg der Europakritiker. Hinzu kam die Hoffnung auf weitere geldpolitische Lockerungen seitens der Europäischen Notenbank EZB, die im Vorfeld zur nächsten Sitzung am 5. Juni die Erwartungen der Marktteilnehmer in eine entsprechende Richtung lenkte. Nicht zuletzt sorgten diverse Firmenübernahmen bzw. deren Ankündigungen für Kursphantasie bei den Anlegern. Aus deutscher Sicht ist der Übernahmekampf zwischen Siemens und dem amerikanischen Konzern General Electric um das Kraftwerksgeschäft des französischen Unternehmens Alstom das prominenteste Beispiel.

Als Tüpfelchen auf dem i hätte im Mai nur noch der erstmalige Durchbruch des deutschen Leitindex DAX über die 10.000-Punkte Marke gefehlt. Doch hierzu fehlten am

letzten Handelstag des Monats noch knapp 30 Punkte (0,3%).

Renten

Nicht weniger freundlich verlief die Entwicklung an den Rentenmärkten. Auch hier bewegten sich die Kurse fast im Gleichlauf nach oben. Renditen für Anleihen gleich welcher Laufzeit und Bonität fielen auch im April weiter. Dabei waren Unterschiede in der Wertentwicklung weniger anhand von Bonitätsrisiken auszumachen – d.h. die Risikoaufschläge für bonitätschwächere Emittenten blieben weitestgehend unverändert – als vielmehr anhand der Laufzeitenrisiken. Anleihen mit einer längeren Kapitalbindung und dementsprechend höheren Zinsänderungsrisiken konnten überproportional im Preis zulegen. Konkret stieg z.B. der REXP im Mai um 0,9%, während der REXP 2 Jahre nur um 0,2% zulegen konnte und der REXP 10 Jahre gar um 1,5% nach oben klettern konnte. Die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen markierte im Mai mit 1,30% einen neuen Jahrestiefststand und schloss mit 1,36% elf Basispunkte unter dem Stand des Vormonats. Zum Vergleich: Zu Jahresbeginn notierte eine vergleichbare Anleihe noch zu 1,93%.

Inflation

Wie gerade sowohl für die Aktienmärkte als auch für die Rentenmärkte geschildert bewegen sich viele Wertpapierpreise nahe ihren Höchstständen. Auch Immobilienpreise respektive die daraus abgeleiteten Mieten haben in den vergangenen Jahren eine enorme Aufwertung erfahren. Und die wenigsten Leser werden wohl aktuell das Gefühl haben, dass die Kosten ihres

Lebensstandards zuletzt deutlich günstiger geworden sind. Wie passt das mit der aktuellen Diskussion und Angst vor Deflation zusammen, die insbesondere von der Europäischen Notenbank als Grund für weitere geldpolitische Maßnahmen angeführt wird? Hierauf gehen wir am Ende des Monatsberichts in unserem Blickfeld-Artikel näher ein.

Fakt ist derzeit, dass die ausgewiesene Inflation in der Euro Zone mit 0,5% Steigerung auf Jahressicht weiterhin historisch niedrig liegt, wobei die Werte im Süden Europas eher gegen null tendieren und im Norden gen 1% (Deutschland: 0,9%).

Rohstoffe

Nach zuletzt fünf Monaten in Folge mit zum Teil deutlichen Steigerungsraten verlor der marktweite CRB-Rohstoffindex im Mai 1,3% (in USD) an Wert. Preisrückgänge gab es quer durch Bank, vor allem bei zuvor stark gestiegenen Notierungen wie etwa dem Kaffeepreis, der nach einem Rückgang von 12,6% auf Monatssicht gegenüber Jahresbeginn noch immer rund 60% höher gehandelt wird. Auch die im Anlegerinteresse stehenden Gold- und Silbernotierungen gaben im Mai leicht nach.

Ausblick

Gegenüber dem Vormonat stehen die Kurse erneut etwas höher und der Ausblick wird dadurch nicht einfacher. Etwas mehr Klarheit bekommt man, wenn man sich die Ausgangssituation der beiden wichtigsten Anlageklassen – Aktien und Renten – vor Augen führt, wie wir es an dieser Stelle bereits regelmäßig getan haben. Aktien

befinden sich demnach in der Bandbreite möglicher Bewertungsbänder im neutralen, oder anders ausgedrückt: fairen Bereich einer absoluten Bewertung. Unterdessen sind die Renditen festverzinslicher Wertpapiere gegenüber nahezu allen Bewertungsmaßstäben in einem Bereich angelangt, der die Risiken in der Breite kaum mehr ausreichend abzudecken vermag und die Renditeansprüche vieler Anleger nicht mehr erfüllen kann. In der relativen Betrachtung und im Kontext der Portfolioallokation ist die Aktie daher nach wie vor als Baustein nicht wegzudenken, zumal die Möglichkeiten im Rahmen einer aktiven Selektion durch die Vielzahl der zur Investition stehenden Geschäftsmodelle, Branchen und Länder eine Chance-Risiko-Adjustierung des Portfolios auch ohne direkte Veränderung der Investitionsquoten zulassen.

Im Blickfeld: Der Zinswahnsinn und sein Zusammenhang mit den Zentralbankbilanzen

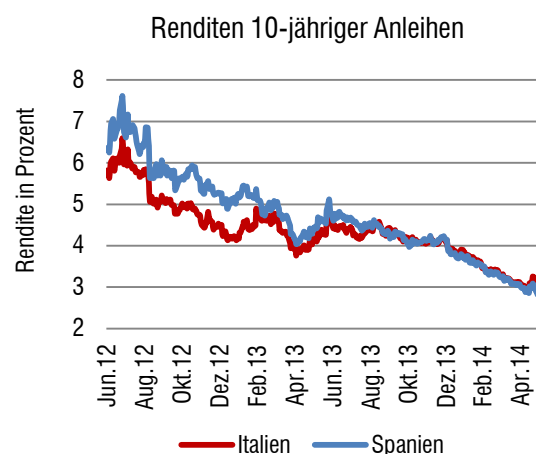
Draghis mittlerweile berühmte Rede bei einer Investment-Konferenz in London vor fast zwei Jahren hat die Renditen der Europäischen Peripherie in die Tiefe geschickt. Die Worte: „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough!“ sorgten dafür, dass es einige denkwürdige Entwicklungen in diesen zwei Jahren gab:

- Beispielsweise können Italien und Spanien aktuell so günstig Geld aufnehmen, wie noch nie seit Aufzeichnung der Daten. Beide Länder müssen nur noch 2,9% Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen

bezahlen. Dabei ist die Staatsverschuldung beider Länder in den letzten drei Jahren um absolut 23% (Spanien, aktuell 93%), respektive 12% (Italien, aktuell 132%) des BIP gestiegen.

- Im April diesen Jahres sind fünfjährige spanische Staatsanleihen erstmals seit 2007, dem Beginn der Finanzkrise, niedriger verzinst als US-Treasuries.
- Des Weiteren kann sich Griechenland (Man erinnere sich: der Austritt Griechenlands war 2012 in den Medien schon beschlossene Sache) momentan wieder selbst am Kapitalmarkt refinanzieren. Die Zinssätze liegen dabei keine 5% p.a. über denen deutscher Staatsanleihen gleicher Laufzeit.

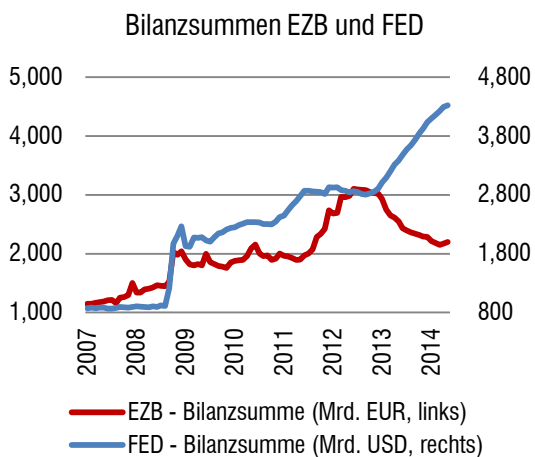
Folgende Grafik zeigt diese Entwicklung noch einmal sehr deutlich:



Quelle: Bloomberg

In diesem Kontext sollte man meinen, dass nach Draghis Worten enorme Geldmengen in den Markt gespült worden seien.

Parallel dazu wird immer davon gesprochen, dass die Fed aufgrund einer soliden US-Konjunktur die Geldmengenausweitung zurück nimmt. Gleichzeitig sollte die EZB aufgrund deflationärer Tendenzen und niedrigerer Wirtschaftsentwicklung die Geldmenge ausweiten und möglicherweise auch unkonventionelle Maßnahmen in Betracht ziehen. Die Wahrheit sieht aktuell noch anders aus und wird erkennbar an den Bilanzen der beiden Zentralbanken.



Quelle: Bloomberg

Man sieht auf den ersten Blick, dass sich die Bilanz der EZB drastisch (um knapp 30%) seit Draghis Rede verringert hat. Die Fed-Bilanz hingegen steigt weiter und weiter. Wie passt das zusammen?

Die Antwort liegt in der Art der Liquiditätsversorgung begründet. Im Gegensatz zur Fed kauft die EZB keine Wertpapiere auf, um den Markt mit Liquidität zu versorgen. Vielmehr verleiht sie Geld an Geschäftsbanken, die wiederum Anleihen zum Nominalwert als 'Sicherheit' bei der EZB hinterlegen dürfen. Quasi ein Tausch schlechten Geldes gegen gutes mit dem Ziel, dass die Banken dieses Geld wiederum als Kredite an Unternehmen ausgeben würden.

Dies geschieht jedoch nicht im gewünschten Umfang. Vielmehr sorgt dieses Vorgehen bei den Banken in erster Linie für entspanntere Bilanzen und Kapitalpuffer (gerade vor den anstehenden Stresstest und neuen BASELIII Regelungen). Nachfragewirksam wurde dieses Vorgehen dann hauptsächlich bei europäischen Staatsanleihen. Diese wurden nämlich gerne von den Banken mit dem guten Geld zu damals noch viel niedrigeren Preisen erworben. Die Nachfrage stieg an und damit die Kurse. Die Differenz konnten die Banken als Gewinn verbuchen ohne große Risiken eingehen zu müssen.

Genau hier liegt der Grund dafür, warum sich Europa momentan Richtung Deflation bewegt und nicht in Richtung der geplanten 2% Inflation. Die zusätzliche Liquidität kommt nicht im Warenkorb an, anhand dessen die Inflationsrate ja schließlich gemessen wird. Vielmehr stiegen die Preise für Sachwerte (Aktien) und Schulden (Staatsanleihen), womit die Renditen sinken. Und dies sieht man am deutlichsten an den aktuellen Kursen von Staatsanleihen der Europeripherie.

Auf amerikanischer Seite handelt die Zentralbank nicht ganz so subtil. Es werden einfach Wertpapiere gegen neues Geld aufgekauft. Dadurch verlängert sich die Bilanz der Fed und die Verkäufer der Papiere erhalten ihr Geld, welches sofort nachfragewirksam in der Realwirtschaft ankommt. Diese, nennen wir sie mal 'Holzhammermethode', führt zwar schneller zum Ziel, kann jedoch nicht so einfach abgeschaltet werden, da sich der Markt schnell an sie gewöhnt. Aus diesem Grund wird auch immer wieder der Exit der Fed aus ihrer Geldpolitik diskutiert, was regelmäßig zu

Schwankungen an den Kapitalmärkten führt. Andererseits haben die USA kein Problem damit, eine moderate Inflationsrate und ansehnliches Wirtschaftswachstum zu erreichen.

Welche Methode als Stimulus auch angewandt wird, sie haben beide Vor- und Nachteile obgleich desselben Ziels: Stabilisierung von Kapitalmärkten und Wirtschaftsentwicklung.

Man kann daraus schließen, dass die EZB eventuell etwas mehr Fed in sich haben sollte und die Fed etwas mehr EZB. Dadurch würde eine Harmonisierung auf beiden Seiten des Atlantiks vonstattengehen, die womöglich für alle Beteiligten von Vorteil und tatsächlich auch der Realwirtschaft dienlich wäre, gerade in Europa.

Obgleich die bisher von der EZB angewandten Maßnahmen vornehmlich den Banken zu Gewinnen verholfen haben, so muss man Draghi jedoch eine Sache lassen: Er hat geschafft, was vor zwei Jahren noch fast unmöglich schien – Europa zu stabilisieren.

04. Juni 2014

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 2014, Grossbötzl, Schmitz und Partner