

---

<b>Aktien</b>	Geopolitische Risiken verunsichern Anleger.	Seite 1
<b>Renten</b>	Renditen deutscher Staatsanleihen auf Rekordtiefs.	Seite 2
<b>Inflation</b>	US-Inflation kommt wieder ins Rollen.	Seite 2
<b>Rohstoffe</b>	Rohstoffpreise geben nach.	Seite 3
<b>Ausblick</b>	Von ‚teuer‘ über ‚fair bewertet‘ bis hin zu ‚attraktiv‘.	Seite 3
<b>Im Blickfeld</b>	Was taugen Prognosen in einem politisch getriebenen Umfeld?	Seite 3

---

### Aktien

Über Deutschland wüteten im zurückliegenden Monat zahlreiche Sommergewitter, und auch die Börsen blieben im Juli nicht vor solchen Entladungserscheinungen verschont. Analog zur Meteorologie zeigten sich auch an den Kapitalmärkten geografisch deutliche Abstufungen hinsichtlich der Stärke der Unwetter. Schwerpunkt der Verwerfungen blieben die geopolitischen Krisenherde, allen voran die Ostukraine, wo mit dem Abschuss eines Passagierflugzeugs ein trauriger Tiefpunkt der Auseinandersetzungen zwischen Ost und West markiert wurde. Daneben eskalierte die Gewalt zwischen der Hamas und Israel im Gazastreifen, ein Ende ist auch hier noch nicht in Sicht.

Für die Börsen bedeutet dies in erster Linie eine Zunahme der Unsicherheit hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung, insbesondere die jüngst beschlossenen Sanktionen gegenüber Russland könnten viele Exportunternehmen empfindlich treffen. Hiervon wiederum sind besonders viele in Deutschland ansässig, so dass der DAX mit einem Minus von 4,3% im Juli zu den schwächsten Länderindizes zählte. Der

russische Aktienmarkt lag mit einem Monatsergebnis von -5,4% zwar nur marginal schwächer als der deutsche Markt, notiert dafür aber auch fast 50% unter seinem bisherigen Hoch von 2008, während der DAX die damaligen Höchststände bereits deutlich hinter sich gelassen hat. Ein weiterer Krisenherd, diesmal rein ökonomischer Natur, offenbarte sich zudem in Portugal. Dort belastete die Angst vor Zahlungsschwierigkeiten der Finanzholding Espírito Santo der gleichnamigen Bank die Märkte. Der EURO STOXX 50 musste in diesem Umfeld einen Verlust von 3,4% ausweisen, beim amerikanischen S&P 500 reduzierte sich das Minus aufgrund der geografischen Distanz zu den genannten Konfliktzonen bereits auf -1,4% (in USD). Rechnet man dieses Ergebnis in EUR um, so ergibt sich aufgrund der jüngst zu beobachtenden Stärke des USD sogar ein leichtes Plus von 0,8% auf Monatssicht. Diese Währungsgewinne und die breite geografische Aufstellung des MSCI World verhalfen dem die globalen Industrieländer widerspiegelnden Index im Juli sogar zu einem kleinen Plus von 0,7%.

Darüber hinaus setzte sich im Juli nochmals die anhaltende Schwäche der kleiner kapitalisierten Werte fort. Sowohl in

Deutschland, als auch in Europa und USA baute sich die Differenz zwischen höher und niedriger kapitalisierten Aktienindizes um rund 2 bis 4 Prozentpunkte aus.

Besser sah es zuletzt für die zu Jahresbeginn noch arg gebeutelten Schwellenländer aus. Der MSCI Emerging Markets konnte in EUR gerechnet um stattliche 4,3% zulegen; vor allem die Wachstumssorgen in China scheinen sich langsam wieder aufzulösen, wie auch das Monatsergebnis für den MSCI China in Höhe von 8,1% (in HKD; 10,6% in EUR) eindrucksvoll belegt.

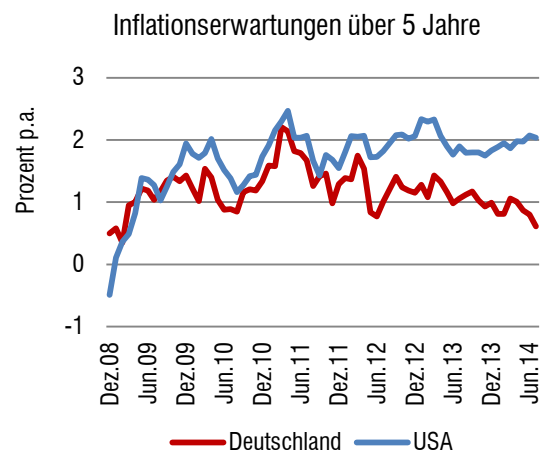
### Renten

An den Rentenmärkten sorgte die gestiegene Unsicherheit im Juli vor allem für weiter sinkende Renditen bei deutschen Staatsanleihen. Zum Monatsende hin fiel die Rendite für 10-jährige deutsche Staatsanleihen zeitweise knapp unter 1,11% und markierte damit ein neues Allzeittief. Das bisherige Tief stammte vom Sommer 2012, als die Euro-Krise ihren bisherigen Höhepunkt fand. Noch zu Jahresbeginn lag die angesprochene Rendite bei 1,93%. Im Umkehrschluss zu den sinkenden Renditen stiegen die Kurse für sich bereits am Markt befindliche Anleihen, im Fall der über den REXP dargestellten Anleihen beispielsweise um 0,4% gegenüber dem Vormonat.

Über verschiedene Laufzeiten und Bonitäten hinweg variierten die Zugewinne in etwa zwischen null und einem Prozent. Im Bereich schwächerer Bonitäten (High Yield Bonds) und Schwellenländer-Anleihen gab es auf Monatsicht dagegen vereinzelt auch leichte Verluste.

### Inflation

In Europa verharren die Inflationsraten weiterhin auf den niedrigen Niveaus der vergangenen Monate und weisen auf Jahressicht Steigerungsraten von 0,4% für die Eurozone bzw. 0,8% für die Bundesrepublik Deutschland aus. Kurzfristig sind auch kaum Faktoren auszumachen, die eine signifikante Veränderung der Teuerungsraten nach oben oder unten bewirken könnten.



Quelle: Bloomberg

Etwas anders gestaltet sich mittlerweile das Bild in den USA. Dort haben die Inflationsraten zuletzt wieder etwas angezogen und befinden sich nun knapp oberhalb der Zwei-Prozent-Marke. Auch die Erwartungen für die Inflation über die kommenden fünf Jahre haben sich in Deutschland und den USA entsprechend divergent entwickelt, wie die obige Grafik illustriert. Das konjunkturelle Umfeld sieht in Amerika recht freundlich aus und wirkt sich auch entsprechend positiv auf den Arbeitsmarkt aus. All diese Faktoren geben derzeit denjenigen Kräften Auftrieb, die von der US-Notenbank FED eine frühzeitigere Abkehr von der gegenwärtigen Nullzinspolitik fordern.

### Rohstoffe

Die Rohstoffnotierungen gaben im Juli quer durch die Bank nach. Der marktweite CRB-Rohstoffindex fiel auf Monatsicht um 4,5% (in USD; -2,3% in EUR). Hiervon betroffen waren auch die bei Anlegern beliebten Einzelrohstoffe wie Gold (-3,4%), Silber (-3,0%) und Öl (-6,8%; jeweils in USD).

Entgegen dieser negativen Entwicklung bei den Rohstoffen selbst waren die Aktien der Rohstoffunternehmen im Juli innerhalb des STOXX Europe 600 mit einem Kursgewinn von 7,6% die mit Abstand größten Gewinner. Hier könnte sich nach den herben Verlusten der vergangenen Jahre nun eine relative Stärke gegenüber dem Gesamtmarkt ausbilden.

### Ausblick

Auch wenn im zurückliegenden Monat die Belastungsfaktoren für risikotragende Anlagen durch die geschilderten Ereignisse wieder stärker ins Blickfeld der Anleger getreten sind, sollte man diese im Kontext der Portfolioallokation nicht überbewerten. Hauptorientierungspunkt für unseren Ausblick und die Einschätzung der weiteren Marktentwicklung bleibt die Einordnung der absoluten und relativen Bewertung der beiden wichtigsten Anlageklassen Aktien und Renten. Zusammengefasst sieht diese so aus: Aktien fair bewertet, Anleihen teuer, Aktien relativ zu Anleihen attraktiv. In der Folge bleibt die strategische Positionierung der uns anvertrauten Portfolios unverändert, taktische Anpassungen sind aufgrund der wieder erhöhten Volatilität an den Märkten kurzfristig jederzeit möglich.

### Im Blickfeld: Was taugen Prognosen in einem politisch getriebenen Umfeld?

In der Welt der Kapitalmärkte gibt es etliche Ansätze, Investments auf ihre Rentierlichkeit und Risiken auszuloten. Hier sind zum Beispiel das Discounted-Cash-Flow Modell oder das Substanzwertverfahren zu nennen. Je mehr Analysemethoden man sich jedoch ansieht, desto offensichtlicher wird, dass viele auf drei Säulen basieren.

Zu allererst gilt es, eine Bewertung des Investments aufzustellen: Letztlich zielen die meisten Analysen auf eine gewisse Art der relativen Einordnung zu den anderen alternativen Anlagen ab. Damit stellen sie die erste Säule bei Überlegungen zu jeder einzelnen Investitionsentscheidung dar. Die zweite Säule ist die wirtschaftliche Rahmung. Sie definiert, in welchem konjunkturellen Umfeld wir uns momentan befinden und wie die ökonomischen Perspektiven sind. Hier spielen vor allem die Ausarbeitungen und Analysen der Volkswirte eine wichtige Rolle. Als dritte und letzte Säule fungieren die Notenbanken mit ihren geldpolitischen Entscheidungen, die erfahrungsgemäß starke Auswirkungen auf die Entwicklung der Kapitalmärkte haben können.

Zieht man nun diese drei Säulen als Prognosegrundlage für ein Investment heran und beurteilt gewissenhaft und kaufmännisch, so hat man sich damit bereits eine fundierte Basis erarbeitet, um eine Investition einzugehen oder abzulehnen. Anhand von Unternehmenszahlen und Prognosen hat man somit eine Rechtfertigung seines Handelns geschaffen.

Es gibt jedoch eine Variable, die ebenfalls einen signifikanten Einfluss auf Investitionen haben kann, dabei jedoch kaum zu analysieren ist: Politische und geopolitische Entscheidungen und ihre Tragweite. Jüngstes Beispiel ist die Politik im Rahmen der Ukraine-Krise. Vor acht Wochen war die Reichweite der politisch diktierten Wirtschaftssanktionen gegen Russland kaum absehbar. Und vor allem wurden sie durch die Politik mehr und mehr ausgeweitet. Schon jetzt werden die deutschen Ausfuhren nach Russland vermutlich um 17 Prozent in 2014 zurückgehen. Inwiefern diese Berechnung Bestand hat ist nur eine Frage dessen, ob es bei den bestehenden Sanktionen bleibt oder diese eventuell noch weiter ausgedehnt werden. Auch ist nicht abzusehen, wie Russland seinerseits reagiert und politisch mit der Ukraine umgeht. Alles, was man heute liest oder hört, sind reine Spekulationen.

Ein weiteres Beispiel ist die durch Fukushima eingeleitete Energiewende in Deutschland. Ein Ereignis, tausende Kilometer entfernt, welches durch politische Einflussnahme in einem wirtschaftlichen Fiasko für die deutsche Energiewirtschaft und in signifikanten Mehrausgaben für den Verbraucher endete.

Wir können solche Entscheidungen der Politik und die in- und extrinsische Motivation (vgl. John Barbuto und Richard Scholl, 1998) der Politiker nicht vorhersehen. Und damit können wir auch nicht prognostizieren, welchen Einfluss selbige zu welchem Zeitpunkt auf die (globalen) Kapitalmärkte haben.

Der Buchautor Nassim Nicholas Taleb (u.a. `Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets` und `The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable.`) beschreibt solche Ereignisse als `Schwarze Schwäne`. Sie dienen ihm als Metapher für höchst unwahrscheinliche aber dennoch mögliche Ereignisse, die einen immensen Einfluss auf die Gesellschaft, die Umwelt und die Märkte haben können (Bis zur Entdeckung des ersten schwarzen Schwans in Australien Ende des 19. Jahrhunderts gingen die Menschen davon aus, dass es nur weiße Schwäne auf der Welt gibt). Taleb benutzt seine Metapher zwar in einem anderen Kontext (nämlich für den Trugschluss in der Finanzstatistik von historischen Daten auf zukünftige Eintrittswahrscheinlichkeiten zu schließen), jedoch ist sie auch auf politische Entscheidungen mit weitreichenden Konsequenzen anzuwenden. Wer hätte gedacht, dass ein Erdbeben eine politisch diktierte Energiewende binnen zwei Wochen auslöst? Wer hätte gedacht, dass sich aus proeuropäischen Protesten auf dem Maidanplatz in der Ukraine binnen sechs Monaten solch eine globale Tragweite an politischen und wirtschaftlichen Sanktionen gegen Russland entwickelt? Schwarze Schwäne! Nicht erwartet, nicht prognostizierbar und dennoch eingetreten.

Was taugen also die Prognosen aus den drei Säulen in einem politisch getriebenen Umfeld?

Unseres Erachtens dienen sie als wichtige Entscheidungsgrundlage zur Identifikation der bestmöglichen Anlagen, können den Investor aber nicht vor politischen Schwarzen

Schwänen mit entsprechendem Einfluss auf die Märkte schützen. Daher ist es umso wichtiger, neben einer gewissenhaften Analyse seine Investitionen wohlüberlegt und breit zu diversifizieren und nur solche Anlagen einzugehen, die transparent und verständlich und damit über eine geringere Fragilität gegenüber Schwarzen Schwänen verfügen (vgl. Taleb).

### **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*