

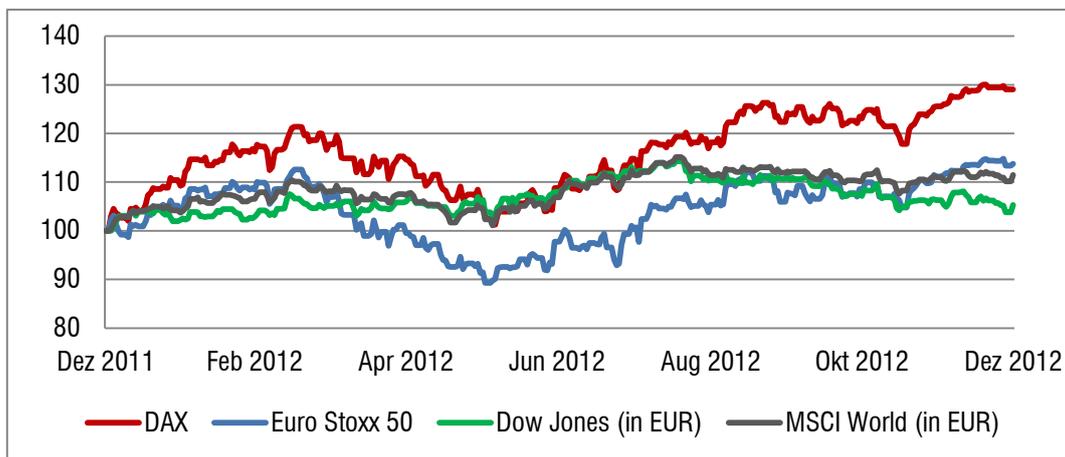
Jahresbericht 2012

Rückblick

Konjunktur und Aktienmärkte

Bei einem flüchtigen Blick auf die Entwicklung der Börsenbarometer könnte man den Eindruck gewinnen, dass die konjunkturellen Rahmenbedingungen sehr positiv waren, doch das zurückliegende Jahr war vielmehr von einer Konjunkturskepsis, der allgegenwärtigen Furcht vor einem Auseinanderbrechen der Euro-Zone und der Problematik um das Haushaltsdefizit der USA geprägt.

Auch wenn die meisten Jahresendstände der bedeutenden Aktienindizes ein erfolgreiches Börsenjahr dokumentieren, so waren die Kursentwicklungen einzelner Länderindizes zum Teil recht unterschiedlich und von erheblichen Richtungswechseln gekennzeichnet. Der deutsche Aktienmarkt konnte im Börsenjahr 2012 kräftig zulegen und blickt mit einer DAX-Performance von 29,1 Prozent auf sein bestes Jahr seit 2003 zurück. Einer der Gründe für diese überraschend dynamische Kursentwicklung könnte in dem Umstand liegen, dass der überzogene Konjunkturpessimismus vieler Wirtschaftsanalysten in dieser Schärfe nicht bestätigt wurde.



Grafik: Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes in 2012, indiziert auf 100 per 31.12.2011.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Das europäische Pendant zum DAX, der Euro Stoxx 50, legte mit 13,79 Prozent im vergangenen Jahr deutlich geringer zu. Waren im Börsenvorjahr die amerikanischen Leitindizes noch die große Überraschung, konnten diese in 2012 in der vergleichenden Betrachtung nur mäßig zulegen. Der die amerikanischen Standardwerte repräsentierende Dow Jones Index stieg in Euro gemessen um 5,33

Prozent. Der von Morgan Stanley berechnete globale Weltindex MSCI World verbesserte sich um 11,45 Prozent auf Euro-Basis.

Zum Anfang des Jahres 2012 schossen sich die amerikanischen Ratingagenturen auf die Schuldnerqualität Europas ein und stuften insgesamt gleich neun europäische Staaten in ihrer Kreditwürdigkeit herab. Dies führte zu stark steigenden Zinsen bei den betroffenen Staatsanleihen. Gleichzeitig wurden aber überraschend positive Meldungen zur Konjunkturlage in Deutschland, sowie günstige Arbeitsmarktdaten aus den USA veröffentlicht. In Kombination mit einer weiter liquiditätsorientierten internationalen Notenbankpolitik honorierten die Börsen die Datenlage mit teils kräftigen Kursanstiegen.

Im Rahmen der Präsidentschaftswahlen in Frankreich übernahm Francois Hollande die Nachfolge von Nicolas Sarkozy. Seine frühe Ankündigung, den unter großen Anstrengungen geschnürten EU-Fiskalpakt neu verhandeln zu wollen, wurde mit entsprechender Sorge um die Stabilität einer gemeinsamen Europapolitik gesehen. Einhergehend mit einer sich verschlechternden Konjunkturlage in Europa und der erneut aufkeimenden Spekulation auf die Kreditwürdigkeit Spaniens und Italiens verlor der DAX von seinem bisherigen Jahreshöchststand von 7.200 Punkten nahezu 17 Prozent. Im entsprechenden Zeitraum verlor der Euro Stoxx 50 annähernd 14,4 Prozent.

Der europäische Notenbankchef Mario Draghi zeigte im Juni durch entsprechende öffentliche Äußerungen eine große Entschlossenheit, den Euro mit allen Mitteln zu verteidigen. Damit sendete er ein wichtiges Signal an die Kapitalmärkte. In Kombination mit dem griechischen Wahlergebnis zu Gunsten der Euro-Befürworter entstand eine veränderte, zuversichtliche Stimmungslage innerhalb der europäischen Union, die das Szenario eines möglichen Scheiterns des gemeinsamen Währungsraums entschärfte. Innerhalb von nur drei Wochen stand der DAX wieder um 1.000 Punkte höher bei über 7.000 Zählern.

„Der Euro ist unumkehrbar!“ lautete die zentrale Botschaft der EZB. Die Bekanntgabe, in unbegrenztem Umfang Staatsanleihen von Krisenländern, wie z.B. Italien, Spanien, Griechenland, etc., aufzukaufen, löste an den Märkten einen nochmaligen deutlichen Kursanstieg aus und führte den DAX an die 7.500 Punkte heran.

Zwischenzeitlich befanden sich die USA in der finalen Phase des Präsidentschaftswahlkampfes. Noch völlig offen war zum damaligen Zeitpunkt, ob Präsident Obama die Chance einer zweiten Amtsperiode erhält. Damit eng verbunden war auch das Schicksal des amtierenden Notenbankchefs Bernanke, der im Falle einer Wahl des Kontrahenten Romney wahrscheinlich am Ende seiner Amtszeit gestanden hätte. Dies hätte auch das Aus für die prognostizierte, lockere Geldpolitik der amerikanischen Notenbank Federal Reserve bedeuten können.

Als problematisch wurde von vielen Markakteuren ein knapper Wahlsieg einer der beiden Konkurrenten, bzw. eine unglückliche Patt-Situation erachtet. Das jedoch recht eindeutige Wahlergebnis für Obama schaffte kurzfristig eine entsprechende Klarheit für die Märkte. Die weitaus

größere Bedrohung lag in der fiskalpolitischen Hürde, deren Überwindung es vor dem Jahreswechsel noch zu klären galt.

Die Angst vor dem so genannten `Fiscal Cliff´ sorgte dafür, dass die Kurse der Kapitalmärkte abermals den Rückwärtsgang einlegten. Ein Überschreiten der Schuldenobergrenze von 16,4 Billionen US-Dollar hätte weitreichende Folgen für die amerikanische Haushaltslage. Sofortige Ausgabenkürzungen in Höhe von 100 Milliarden USD, sowie automatische Steuererhöhungen im Umfang von 420 Milliarden USD, hätten die USA prognostizierte 1,4 Prozent Wirtschaftswachstum in 2013 gekostet. Dieses Szenario beunruhigte die Märkte erheblich und innerhalb von nur zehn Tagen gab der Deutsche Aktienindex mehr als 530 Punkte ab. Bis kurz vor Jahresschluss sah es nicht so aus als ob sich die Mehrheit der Republikaner im Repräsentantenhaus noch mit dem demokratisch dominierten Senat und Präsident Obama auf einen Kompromiss einigen würden. Das neue Jahr war gerade einige Stunden alt, als das Umschiffen des Fiskalkliffs dann als vorerst geglückt bekannt gegeben wurde.

Wenige Tage zuvor verständigten sich die Finanzminister in Europa auf weitere gemeinsame Hilfen für das nach wie vor angeschlagene Griechenland. Ausgerechnet am 21.12.2012, dem Tag, an dem die Welt eigentlich „untergehen“ sollte, erreichte der DAX seinen Jahreshöchststand von 7.629 Indexpunkten. Mit einem Jahresschlussstand, der bei 7.612 Zählern nur unwesentlich niedriger notierte, stand damit der deutsche Leitindex um rund 1.000 Punkte höher als es ihm die meisten Analysten zum Jahresbeginn in ihren Einschätzungen zugetraut hätten.

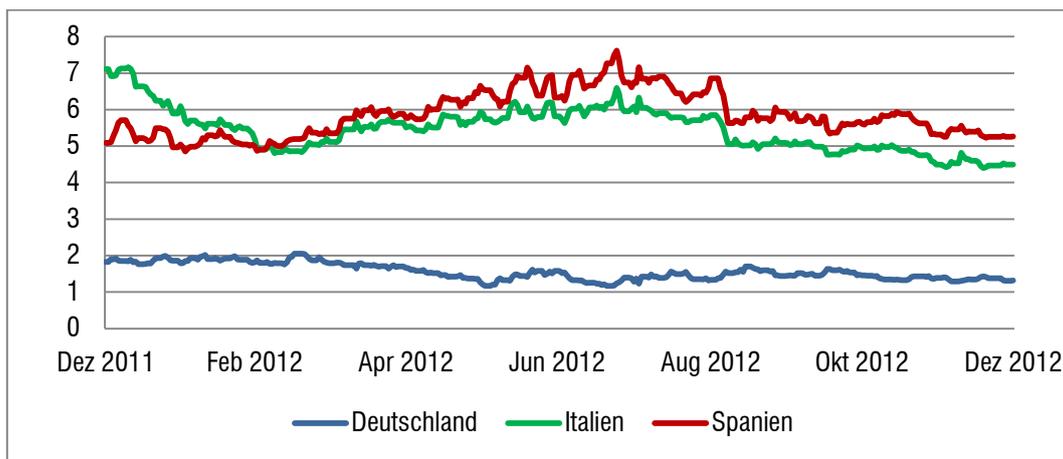
Anleihen

Insbesondere die Anleihenmärkte standen 2012 unter dem Eindruck des möglichen Auseinanderbrechens der Währungsunion und den ausufernden Staatsdefiziten. Dennoch entwickelten sich die Rentenmärkte durch Kursgewinne unterm Strich positiv. Die Kehrseite dieser Entwicklung waren nochmals tiefere Renditen. Anleger, die Schuldenpapiere solider Staaten wie etwa der Schweiz, Deutschland oder Dänemark kauften, mussten vom Kauf weg negative Renditen akzeptieren, anstatt Erträge zu erhalten. So fielen beispielsweise Mitte Juli die Renditen für dreijährige Bundesanleihen erstmals unter die Grenze von null Prozent. Noch tiefer lag der Marktzins für zweijährige Schweizer Bundesanleihen mit ca. -0,4 Prozent. Negative Renditen für Spitzenschuldner beschrieben die neue Weltordnung an den Anleihenmärkten. Grundlage für diese Entwicklung war das sich etablierende Misstrauen großer marktbestimmender Akteure. Ihnen ging es in erster Linie darum, das investierte Kapital überhaupt zurück zu bekommen, der Ertrag spielte dabei nur eine untergeordnete Rolle.

Auf der anderen Seite stiegen die Zinsen für die Risikostaaten, die unter ihren enormen Defiziten und unter einem hohen Ansteckungspotenzial bei einer möglichen griechischen Staatspleite leiden, im ersten Halbjahr 2012 rasant. Insbesondere Spanien und Italien litten, wie bereits erwähnt, unter diesen Risikoabschlägen mit zweitweise dramatischen Zinsanstiegen. Ende Juli kam dann die

überraschende Kehrtwende mit dem Versprechen Draghis, Anleihen von Risikostaaten in unbegrenztem Umfang aufzukaufen. Gleichzeitig billigte die Eurogruppe ein bis zu 100 Milliarden Euro schweres Hilfspaket zur Rekapitalisierung des spanischen Bankensektors.

Vor dem Hintergrund der sich entschärfenden Spekulationsspirale zogen die Anleihekurse entsprechend an. Bis zum Jahresende konnte man, wie am Beispiel Irlands deutlich wird, im Extrem fast 30 Prozent mit Risikoanleihen verdienen.



Grafik: Entwicklung der Renditen 10-jähriger Anleihen von Deutschland, Italien und Spanien, in %.

Quelle: Bloomberg

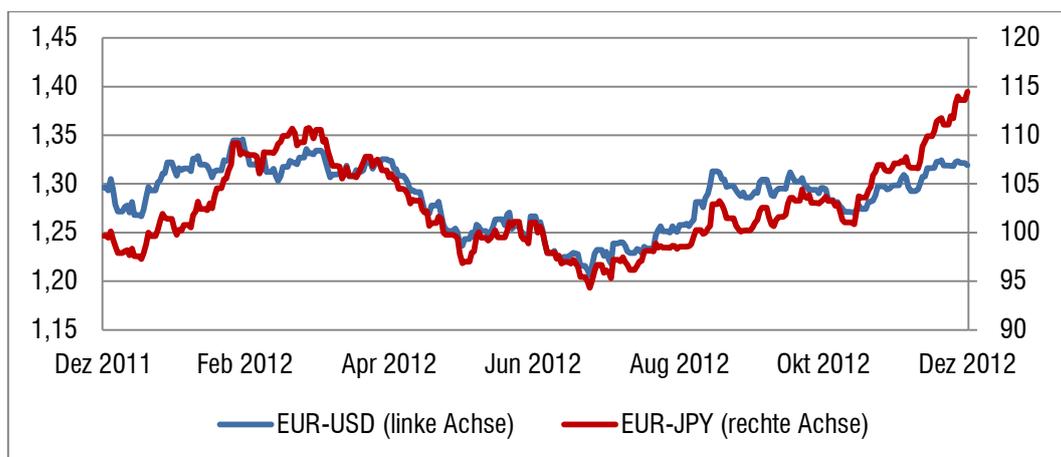
Im Unternehmensanleihesektor wurde die Suche nach attraktiven Zinsen zunehmend schwieriger, denn auch hier sanken die Renditen für erstklassige Bonitäten zusehends.

Rückblickend hielten im abgelaufenen Anlagejahr auch die Anleihemärkte mit ihrem Renditeverfall auf der einen und ihren Kurskapriolen auf der anderen Seite die Anleger in Atem.

Devisen

Vor dem Hintergrund der geschilderten Entwicklung in Europa sollte man meinen, dass der Außenwert des Euro gegenüber der wichtigsten Vergleichswährung US-Dollar an Wert eingebüßt hat. Betrachtet man den Verlauf des Währungspaares im abgelaufenen Anlagejahr jedoch genauer, so kann man mit einem Plus von 1,79 Prozent nahezu übereinstimmende Jahresanfangs- und Jahresendwerte um EUR/USD 1,31 feststellen. Mitte des vergangenen Jahres, und damit in einer sehr kritischen Phase der Euro-Rettung, hatte der Euro gegenüber dem US-Dollar fast 8 Prozent an Wert eingebüßt. Gleichzeitig hatte sich auf amerikanischer Seite die geldpolitische Situation nahezu nicht verändert. Entsprechend resultierte daraus die vorübergehende Außenschwäche des Euro gegenüber dem US-Dollar, welche sich jedoch mit der sich abzeichnenden leichten Entschärfung der Euro-Krise im Jahresverlauf relativierte.

Ein Blick auf die Entwicklung des japanischen Yen zeigt, dass der Euro trotz seiner Schwierigkeiten deutlich zulegen konnte und annähernd 15 Prozent an Wert gewann. Zwar war auch hier die Unsicherheit um den Euro zur Jahresmitte im Verlauf zu beobachten, jedoch wurde die daraus resultierende bisherige Abwertung in der zweiten Jahreshälfte deutlich überkompensiert. Einfluss hierauf hatte maßgeblich der Regierungswechsel in Japan. Der neue japanische Ministerpräsident Abe gab bekannt, den Yen mit geldpolitischen Mitteln schwächen zu wollen, um die prekäre konjunkturelle Situation Japans zu beheben. Gerade exportorientierte Unternehmen würden auf diese Weise Wettbewerbsvorteile im internationalen Handel erzielen.



Grafik: Entwicklung des Euro gegenüber US-Dollar und japanischem Yen in 2012.

Quelle: Bloomberg

Rohstoffe

Das Rohstoffjahr 2012 wird nicht als eines der großen Jahrgänge für Investments dieser Art in die Geschichte eingehen. Der allumfassende Rohstoffindex CRB verlor im vergangenen Jahr in Euro ca. 5,1 Prozent. Mit Blick auf die sich im Jahresverlauf 2012 verschlechternden Konjunkturaussichten verbilligte sich die US-Rohölsorte WTI gegenüber dem Jahresanfang um knapp 12 Prozent.

Der Preis für die Feinunze Gold verteuerte sich hingegen im Jahr 2012 um 7,1 Prozent (in Euro: 5,2 Prozent). Die anhaltende Staatsschuldenkrise in der Euro-Zone und die Angst vor einem kräftigen Anstieg der Teuerungsrate sorgten für eine entsprechende Nachfrage nach dem Edelmetall. Mit einem Jahreshoch von 1.796,-- US-Dollar je Feinunze blieb die Notierung indes sehr deutlich unter dem Rekordhoch von 1.921,-- US-Dollar aus dem Vorjahr.

Ausblick 2013

Das große Bild: Es wird anspruchsvoller.

So volatil das zurückliegende Jahr im Einzelnen auch gewesen sein mag, so passgenau hat es im Endergebnis unserem 2012er Ausblick entsprochen, den wir Ihnen vor einem Jahr an dieser Stelle präsentiert haben. Zwölf Monate später finden wir in Grundzügen eine vergleichbare Ausgangssituation an den Kapitalmärkten wieder, dennoch wäre ein bloßes ‚Copy & Paste‘ für die folgenden Seiten deutlich zu kurz gedacht. Neben der fundamentalen Einschätzung der vorhandenen Anlageklassen stellt die Ausrichtung und Erwartungshaltung der Marktteilnehmer ein wichtiges Standbein unserer Kapitalmarktanalysen dar. Leider hat sich beides tendenziell in eine Richtung bewegt, die die Klarheit unseres eigenen Ausblicks heute fühlbar beeinträchtigt. Während die große Unsicherheit hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung (diese Unsicherheit ist unserer Meinung nach im Übrigen *immer* vorhanden, wird jedoch im zeitlichen Ablauf von Investoren ganz anders wahrgenommen) und hinsichtlich der hohen Staatsverschuldung vieler Industrienationen weiterhin unverändert besteht, gibt es messbare Veränderungen bezüglich der heutigen Bewertung von Anlagen und der vom Gros der Marktteilnehmer erwarteten Marktentwicklung für 2013:

Zu Beginn des vergangenen Jahres waren die klassischen risikobehafteten Anlageklassen wie Aktien und Unternehmensanleihen sehr attraktiv bewertet, zudem herrschte in den Reihen der Anleger eine hohe Verunsicherung betreffend der weiteren Marktentwicklung. Dies war in erster Linie auf die noch präsenten Erlebnisse des schwierigen Börsenjahres 2011 zurückzuführen, sowie auf die fehlende Vision für eine absehbare Lösung der Staatsschuldenkrise. Diese Paarung ermutigte uns zu einem sehr positiven Ausblick auf 2012, da günstige Preise für Vermögenswerte in Kombination mit vielen unentschlossenen Anlegern einen soliden Grundstein für eine breite Hausse an den Kapitalmärkten darstellten.

Wie sieht die Situation heute aus? Nach den im Rückblick des vorliegenden Berichts ausführlich geschilderten Entwicklungen stehen fast alle Anlageklassen auf höheren Niveaus als noch vor Jahresfrist, die Gewinne der Unternehmen sind jedoch nicht im gleichen Tempo mitgewachsen. In der Folge ist z.B. der DAX mit einem Kurs von 7.612 Punkten per Ende 2012 als *teurer* einzustufen als mit einem Kurs von 5.898 Punkten, wie es noch Ende 2011 der Fall war. Dasselbe gilt für viele andere Anlageklassen. So rentieren Staatsanleihen in der Breite tiefer als vor einem Jahr, obwohl sich an den wirtschaftlichen Rahmendaten wenig gebessert hat. Für Unternehmensanleihen sind die Risikoaufschläge deutlich gesunken, obgleich sich auch hier die fundamentalen Eckwerte kaum nennenswert bewegt haben. In der Summe sind die Bewertungen also *relativ* zum Vorjahr gestiegen, was unseren Optimismus zumindest einmal dämpft. Auf die *absoluten* Bewertungen werden wir für die einzelnen Anlageklassen später noch detaillierter eingehen. Interessanterweise stehen wir mit dieser Schlussfolgerung (gestiegene Bewertung führt zu geminderter Attraktivität) ziemlich alleine auf breiter Flur. Denn vergleicht man die heutigen Marktausblicke der Banken und

anderer Vermögensverwalter mit den Äußerungen von vor einem Jahr, so sehen diese heute signifikant positiver aus. Von 34 befragten Banken (*Quelle: Handelsblatt vom 02.01.2013*) erwarten 29 in 2013 steigende Kurse für den DAX, lediglich fünf erwarten zum Jahresende tiefere Notierungen. Dies ist der zweite markante Punkt, der in unserer Analyse den Spielraum für weitere große Kursavancen zumindest einengt. Denn die heute an den Märkten zu beobachtenden Preise spiegeln die Erwartungshaltung der Investoren an die Zukunft bereits wider und sind dort verarbeitet. So gesehen, sollte die beobachtete Veränderung der Erwartungshaltung im Jahresverlauf 2012 auch maßgeblich zu den höheren Kursen mit beigetragen haben. Ein vergleichbarer Effekt ist kurzfristig im neuen Jahr nicht zu vermuten. Allerdings gibt es berechtigten Grund zu der Annahme, dass zwischen der geäußerten Meinung und der tatsächlichen Investitionsquote in den Portfolios noch eine Lücke klafft, da die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten nach den Jahrestiefs Anfang Juni 2012 sehr schwungvoll verlief und etliche Anleger noch auf geeignete Einstiegschancen warten dürften. Somit ist zumindest mit einer gewissen Unterstützung durch Zukäufe bei schwächeren Kursen zu rechnen.

Für die einzelnen Anlageklassen gestaltet sich unser Ausblick für 2013 wie folgt:

Aktien

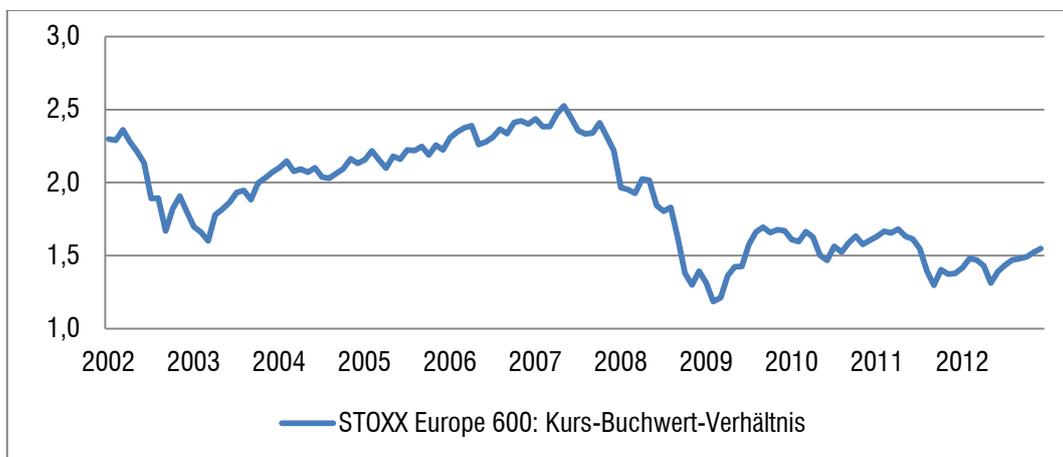
Wenngleich der Ausblick in diesem Jahr – wie bereits oben erläutert – *relativ* zum Vorjahr etwas gedämpfter ausfällt, so bleibt er dennoch auch für 2013 in der *absoluten* Betrachtung positiv. Das Verhältnis von Chance zu Risiko, um das es letztendlich bei jeder mit Unsicherheit behafteten Anlageentscheidung geht, stellt sich bei Aktien im aktuellen Umfeld nach wie vor als positiv dar. Insbesondere folgende Faktoren untermauern diese Einschätzung:

Die Bewertung: Insgesamt sind Aktien noch attraktiv bewertet. Dies gilt sowohl in absoluter Betrachtung der klassischen 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. Allerdings muss in der Auswahl einzelner Aktien und Märkte mittlerweile stärker differenziert werden als noch vor Jahresfrist. Nur noch im neutralen Bewertungsbereich bewegt sich zum Beispiel der amerikanische Gesamtmarkt, während einige Schwellenländer- und europäische Teilmärkte sich zuletzt unterdurchschnittlich entwickelten und nach wie vor auf merklich attraktiveren Niveaus verharren. Dasselbe gilt für ausgewählte Branchen wie z.B. im Bereich der Energie- und Einzelhandelsunternehmen, die im Gros eher günstige Bewertungen aufweisen.

Die Staatsschuldenkrise: Während die öffentlichen Haushalte vieler Industrieländer überschuldet sind und die Ausfallrisiken selbst sehr guter Schuldner wie Deutschland oder Frankreich auf größer 0% beziffert werden, haben die meisten Unternehmen in den vergangenen Jahren ihre Hausaufgaben gemacht und stehen heute weitestgehend mit soliden Bilanzrelationen dar. Zudem

wurden in den vergangenen Jahren einige Investoren durch die sich aufblähende Staatsschuldenkrise aufgeschreckt und viele Anleger machen sich Gedanken über den Unterschied zwischen Nominal- und Realanlagen. Und neben Edelmetallen und Immobilien wird – korrekterweise – zunehmend auch die Aktienanlage im Sinne einer Beteiligung an einem Unternehmen als ein „greifbares“ Investment in intelligentes Produktivvermögen stärker wahrgenommen.

Politische Unterstützung: Anleger, die bislang auf dem „falschen Fuß“ erwischt wurden, flüchten sich gerne in die Argumentation politisch unvorhersehbar beeinflusster Börsen. Fakt ist, dass sämtliche Rettungspakete, Liquiditätsspritzen und Zinsmanipulationen das Marktgeschehen positiv beeinflusst haben in dem Sinne, dass die Kurse für risikobehaftete Anlagen in der Tendenz gestiegen sind. Die Diskussion über potenzielle Alternativentwicklungen, wenn der ein oder andere Schritt nicht unternommen worden wäre, ist müßig und nicht zielführend. Umgekehrt ist es naiv zu denken, dass die Politik tatenlos zusieht, wenn derart viel auf dem Spiel steht. Bislang hatten wir das politische Argument noch nicht aus der Schublade gezogen. Doch aufgrund der bisherigen Erfahrungen ist auch künftig davon auszugehen – erst recht nach der Amtseinführung von Herrn Draghi als Präsident der Europäischen Zentralbank – dass der unterstützende politische Einfluss bis auf weiteres deutlich spürbar bleiben wird.



Grafik: Entwicklung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses, einer weit verbreiteten Bewertungskennziffer, anhand des marktbreiten STOXX Europe 600 Index in den vergangenen Jahren.

Quelle: Bloomberg

Unterm Strich sollten die Aktienmärkte die im Frühjahr 2009 begonnene Aufwärtsbewegung auch in 2013 fortsetzen können. Wir erwarten auf Jahressicht kein erneutes Plus von 30 Prozent im DAX (obwohl an den Kapitalmärkten nichts ausgeschlossen werden sollte), aber eine in der Breite nach oben gerichtete Grundtendenz stellt aus unserer Sicht das mit Abstand wahrscheinlichste Szenario für die kommenden zwölf Monate dar.

Renten

„Es war einmal ...“. So beginnen viele Märchen. Auch die Geschichte von der in den Lehrbüchern beschriebenen risikofreien Anlage und der Rolle von Anleihen innerhalb gemischter Portfolios könnte so beginnen. Denn aktuell scheint im Rentenmarkt alles auf den Kopf gestellt zu sein: Kann man angesichts der Verwerfungen innerhalb der Europäischen Währungsunion bzw. der Schuldenstände der großen Industrienationen noch von einer *risikofreien* Anlage sprechen? Und kann man Investments mit Renditen nahe bzw. sogar unter null überhaupt noch als *Anlagen* bezeichnen? Der klare Menschenverstand muss beides verneinen!

Dementsprechend bereitet uns die Anlageklasse Renten auch weiterhin das größte Kopfzerbrechen. Das Chance-Risiko-Profil ist für weite Teile des Anlageuniversums sehr asymmetrisch geworden, wie folgende kurze Szenario-Analyse verdeutlicht: Das gewichtigste Risiko bei Anleihen ist neben dem Ausfallrisiko (welches sich durch eine ausreichende Streuung über verschiedene Emittenten drastisch reduzieren lässt) das Zinsänderungsrisiko. Dies äußert sich darin, dass die Kurse von Anleihen konträr zur Veränderung des Zinses bzw. der Rendite reagieren. Ein Rückgang der Rendite impliziert Kursgewinne (Szenario A), unveränderte Renditen haben keine direkte Auswirkung auf den Kurs (B), und ein Anstieg der Rendite führt zu Kursverlusten (C). Rückblickend haben wir grob gesehen zwei Jahrzehnte kontinuierlich fallender Zinsen erlebt, wobei die Renditen aktuell auf ein rekordverdächtig niedriges Niveau gefallen sind. Und genau das ist gegenwärtig das Hauptproblem im Hinblick auf die begonnene Szenario-Analyse. Für Szenario A, einen weiteren Rückgang der Zinsen, ist die Luft sehr dünn geworden. Dies gilt insbesondere für die als am sichersten wahrgenommenen Emittenten wie beispielsweise den Schweizer Staat, dessen Anleihen (Stand: 31.12.2012) erst ab einer Laufzeit von fünf Jahren aufwärts knapp im positiven Renditebereich rentieren und den Anleger für den Kauf einer 30-jährigen (!) Anleihe mit genau einem Prozent Rendite entschädigen. Ein unverändertes Zinsniveau (Szenario B) sollte für die großen globalen Volkswirtschaften zunächst einmal das Hauptszenario darstellen, da die Notenbanken genau dies angekündigt haben. Geht dieses Szenario auf, kann der Anleger sich heute lediglich eine entsprechende Niedrigverzinsung für die kommenden Jahre sichern und hoffen, dass die Inflation die bescheidene Nominalverzinsung nicht allzu weit in den negativen Bereich drückt. Bleibt noch ein kurzer Blick auf Szenario C. Dort lauern aktuell die großen Gefahren im Bondbereich. Sollte der Zinstrend drehen und sich die Renditen auch nur annähernd wieder in Richtung der historischen Durchschnitte bewegen, drohen Anlegern entsprechende Kursverluste in ihren Anleiheinvestments. Das Ausmaß potenzieller Kursverluste steigt dabei mit der Länge der Laufzeit erheblich an. Wann die Zinsen wieder ansteigen werden bzw. was letztendlich der Auslöser hierfür sein wird, ist aktuell schwer vorauszusagen. Dies ist aber auch unerheblich, wenn man die Alternativen gegeneinander abwägt: Die *möglichen Gewinne* unterscheiden sich in allen drei Szenarien auf absolutem Niveau kaum, es gibt de facto im Bondbereich derzeit wenig zu verdienen. Die *möglichen Verluste* gehen jedoch weit auseinander und können im ungünstigsten Szenario Ausmaße annehmen, die man eher im Aktienmarkt vermuten würde. Genau diese Konstellation haben wir vor Augen, wenn wir von der *Asymmetrie* im Rentenmarkt sprechen.

Ein möglicher Ausweg ist auch in 2013 analog zu 2012 im Bereich der Unternehmens- und Schwellenländeranleihen zu finden. Hierfür ist unser Ausblick verhalten optimistisch, die Situation erinnert ein wenig an die bereits in der Einleitung und im Aktienteil skizzierte Ausgangslage. Es gibt durchaus noch interessante Teilbereiche, die attraktive Risikoprämien gegenüber Bundesanleihen versprechen. Allerdings fallen diese längst nicht mehr so üppig aus wie zu Beginn des Vorjahres, da zuletzt mehr und mehr Anleger auf diese renditeträchtigeren Alternativen ausgewichen sind.

Positiv schätzen wir nach wie vor die Chance-Risiko-Verteilung für eine Reihe von Schwellenländeranleihen ein. Zwar sind auch diese nicht risikolos, aber demografische sowie bilanzielle Faktoren sind bei vielen Staatsanleihen der so genannten Emerging Markets unterstützende Argumente, wohingegen der demografische Wandel und die hohe Verschuldung in den entwickelten Ländern eher Belastungsfaktoren darstellen.

Insgesamt werden die Bäume im Rentenbereich also in 2013 nicht in den Himmel wachsen, aber ein positiver Ergebnisbeitrag sollte durchaus realisierbar sein.

Inflation

Seit Aufkeimen der Krise wird das Thema Inflationsrisiko heiß diskutiert. Dabei ist die tatsächlich ausgewiesene Inflation bislang im historischen Vergleich als moderat und unauffällig zu bezeichnen und man kommt nicht umher, den Notenbanken hierfür eine gute Arbeit zu attestieren.

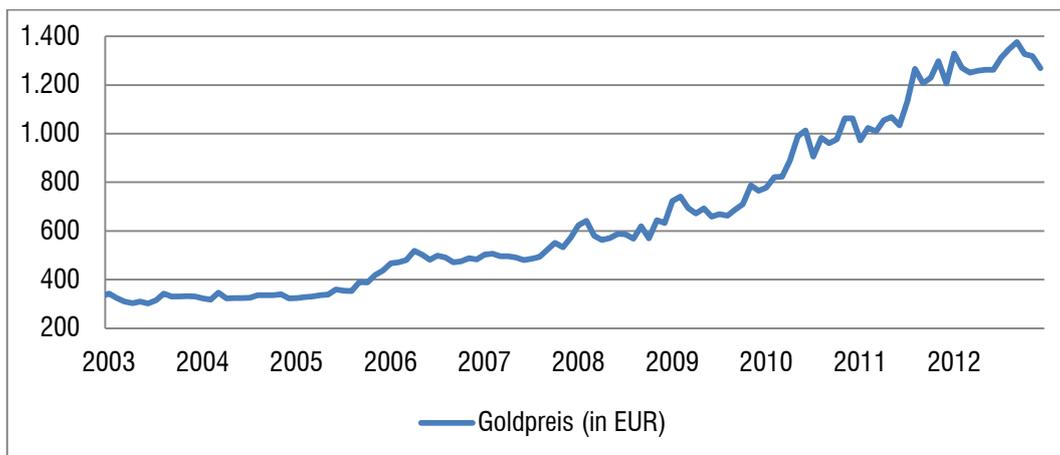
Für das vor uns liegende Jahr erwarten wir nichts anderes. Die entgegengesetzten Kräfte am Markt sollten sich weiterhin in etwa neutralisieren. Tendenziell inflationsfördernd wirkt im Moment die Politik der Notenbanken, die mit ihren großvolumigen Anleihenkäufen hoch verschuldeter Staaten und der Nullzinspolitik eine Entwertung vorhandener Geldvermögen billigend in Kauf nehmen. Dagegen wirkt der anhaltende Entschuldungskreislauf von Staaten und Banken (Bilanzbereinigung durch Abschreibungen, Kreditreduzierung und dadurch weiterer Verkauf von Vermögenswerten) eher deflationär und hemmend auf die Konjunkturentwicklung. Derzeit ist aus unserer Sicht noch nicht zu erkennen, dass sich eine Richtung dominierend auf die Preisentwicklung durchsetzen könnte.

Aufgrund der historischen Erfahrungen kann man aber davon ausgehen, dass die Notenbanken zum einen deflationäre Tendenzen mit aller Kraft bekämpfen werden und zum anderen bei der Eindämmung von anziehender Inflation durch Geldverknappung und Zinserhöhungen mit Gegenwind seitens der Staaten und der Wirtschaft rechnen müssen. In der Gesamtbewertung schätzen wir daher die inflationären Gefahren nach wie vor höher ein als die Gefahr einer Deflation, auch wenn vorerst nicht mit einer stärkeren Abweichung vom EZB-Zielkorridor (Inflation im positiven Bereich knapp unter zwei Prozent) zu rechnen ist.

Rohstoffe / Gold

Rohstoffen im Gesamten messen wir auch in 2013 keine besondere Bedeutung in der Kapitalanlage bei. Aus unserer Sicht stellen diese keine vollwertige Anlageklasse dar, da sie sich einer fundamentalen Bewertung entziehen, keine systematische Risikoprämie erwirtschaften und größtenteils nur über Derivate investierbar sind.

Die einzige Ausnahme in diesem Kontext stellt weiterhin Gold dar. Denn eng verbunden mit der Frage der Geldwertstabilität ist auch die Richtung des Goldpreises. Eine objektive Bewertung des Edelmetalls ist gemeinhin schwer möglich, auch weil der Goldpreis politischen Einflüssen unterliegt. Sicher ist, dass nach nunmehr zwölf Jahren Goldpreishausse der Raum für weitere Wertsteigerungen zunehmend kleiner wird. Deutliche Kursavancen werden nur noch mit der Argumentation einer Ersatzwährung für den großen Systemcrash zu erzielen sein. Da die Wahrscheinlichkeit hierfür aus unserer Sicht gering ist, messen wir Gold für die Zukunft keinen erhöhten Stellenwert im Depot bei. Nicht unterschätzen sollte man jedoch den außerordentlich stabilen Trend im Goldpreis, so dass ein Grundengagement zur Portfoliodiversifikation auch ins Jahr 2013 hinein angezeigt bleibt.



Grafik: Entwicklung des Goldpreises in den vergangenen 10 Jahren.

Quelle: Bloomberg

Fazit

Durch die vorherigen Ausführungen ist die von uns präferierte Vermögensaufteilung für 2013 vorgezeichnet. Vorneweg empfehlen wir auch im neuen Jahr Aktien mit all ihren Chancen und Risiken, wobei substanz- und dividendenstarke Aktien mit gutem Geschäftsmodell und attraktiven Margen im Zentrum der von uns allokierten Portfolios bleiben. Daneben werden jedoch auch zunehmend einzelne sehr günstig bewertete Unternehmen berücksichtigt, die vom Markt bisher vernachlässigt wurden.

Auf der Anleihenseite fühlen wir uns in Titeln mit kürzerer Restlaufzeit eher wohl, da es durch das asymmetrische Ertragsprofil von Rentenpapieren auf dem aktuellen Zinsniveau nicht viel zu gewinnen, dafür bei Zinsanstiegen aber umso mehr zu verlieren gibt. Dabei werden wir Unternehmensanleihen auch weiterhin Staatsanleihen vorziehen, und auch Wandel- und Schwellenländeranleihen sollten im kommenden Jahr ihre Vorzüge zeigen können.

Zusammengefasst stellt sich das Marktumfeld erneut sehr komplex und herausfordernder als noch vor einem Jahr dar. Gewisse Unsicherheiten wie z.B. der Zerfall der Eurozone sind zunächst vom Bildschirm verschwunden, dagegen sind die Bewertungen anspruchsvoller geworden und neue konjunkturelle Gefahrenpunkte wie der Fiskalstreit in den USA belasten das Umfeld. Dennoch sollte unter den nunmehr umfänglich beschriebenen Ausgangsbedingungen 2013 ein für den Anleger auskömmliches Börsenjahr werden.

10.01.2013

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 2012, Grossbötzl, Schmitz und Partner