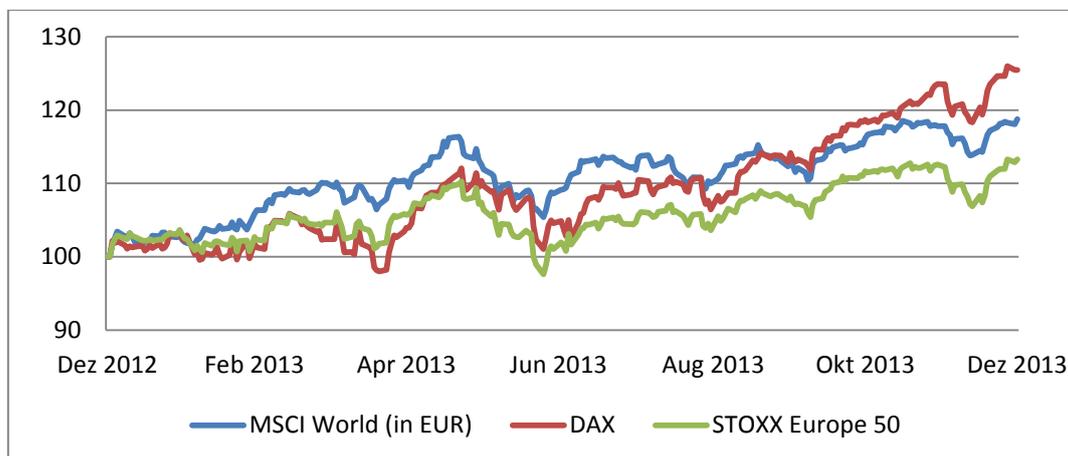


Jahresbericht 2013

Rückblick

Das zurückliegende Kapitalmarktjahr war ein Jahr der Aktie. Die Indizes der wichtigsten Weltbörsen aus den USA, Japan, Deutschland und Europa schlossen nahe ihren Allzeit- bzw. Jahreshöchstständen. Dabei zählte unser heimischer Leitindex DAX mit einem Zuwachs von 25,5% innerhalb Europas zu den Besten. Der STOXX Europe 50, der auch Länder außerhalb der Eurozone, unter anderem Großbritannien und die Schweiz, beinhaltet, konnte mit dieser Entwicklung nicht ganz Schritt halten, stieg aber immerhin um respektable 13,3%.

Der für den amerikanischen Aktienmarkt repräsentative Dow Jones Index legte in Euro gemessen um 21,1% zu und der von Morgan Stanley berechnete globale Weltindex MSCI World verbesserte sich auf Eurobasis gerechnet um 18,8%.



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

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Das Jahr 2013 war aber nicht für alle Aktienmärkte und Anlageklassen gleichermaßen erfolgreich, wie es diese Auflistung vermuten lässt, sondern barg in seinem Verlauf teils deutliche Unterschiede.

Die Indizes der für das weltwirtschaftliche Wachstum so bedeutsamen Schwellenländer entwickelten sich mit zum Teil zweistelligen prozentualen Verlustgrößen enttäuschend, so dass der die wichtigsten Regionen umfassende MSCI Emerging Markets Index im abgelaufenen Börsenjahr 9,1% auf Eurobasis verlor.

Dies ist nur ein Beispiel und so möchten wir im Folgenden für Sie das zurückliegende Jahr noch einmal zusammenfassen und einen tieferen Blick auf die Entwicklung der einzelnen Anlageklassen, der unterschiedlichen Länder und Regionen bis hin zu einzelnen Branchen und Sektoren werfen.

Dabei entsteht ein deutlich differenziertes Bild zu der allgemeinen Annahme, dass das vergangene Börsenjahr ein unbedingt erfolgreiches für den Kapitalanleger sein musste. Vielmehr wurde das bewährte Prinzip der Vermögensverwaltung, nämlich durch eine breite Streuung über unterschiedliche Anlagesegmente Risiken einzugrenzen, kaum belohnt.

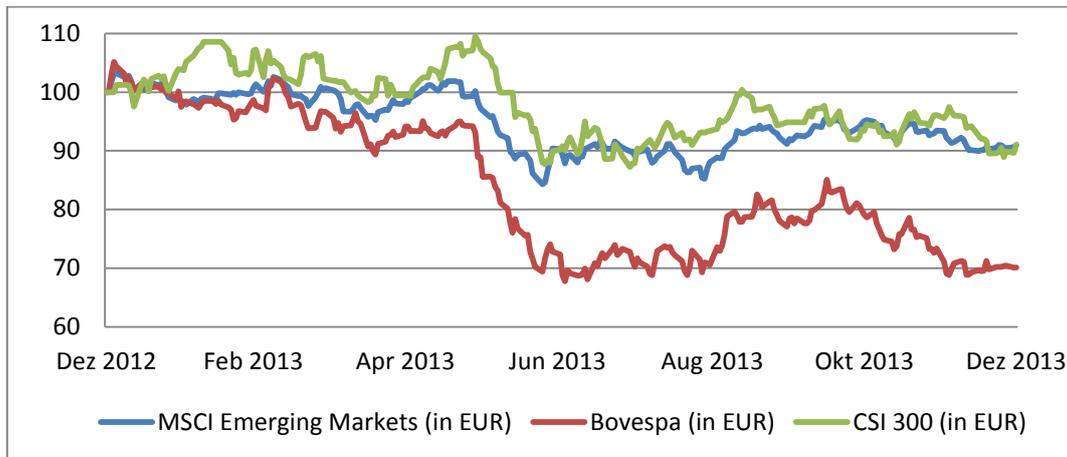
Aktien

Das zentrale Thema der europäischen Schuldenkrise verlor im Laufe der vergangenen Monate zunehmend an Bedeutung, zumindest was die mediale Aufbereitung betraf und die damit einhergehende Wahrnehmung. Denn unstrittig ist, dass diese keinesfalls überwunden ist, sondern immer noch schwelt und eine strukturelle, nachhaltige Lösung fehlt. Vielmehr rückte die extrem lockere Geldpolitik der Notenbanken als wesentlicher Kurstreiber für die Aktienmärkte noch weiter in den Vordergrund. Dank einer kontrollierten und unauffälligen Inflationsentwicklung blieben die Zinsen weiter auf tiefem Niveau. Gleichzeitig setzte sich die Liquiditätsschwemme ungebremst fort und eine gewisse Sorglosigkeit der Anleger befeuerte weiter die Aktienkurse.

Eine fundamentale Unterlegung dieser Kursdynamik durch eine entsprechende Entwicklung der Unternehmensgewinne fand in diesem Tempo bisher noch nicht statt.

Dementsprechend sensibel reagierten die weltweiten Aktienmärkte, als der amerikanische Notenbankchef Bernanke im Mai wesentlich deutlicher als zuvor ankündigte, in absehbarer Zeit die Anleihekäufe von 85 Mrd. US-Dollar pro Monat allmählich zurück zu fahren. Die Notierungen gerieten kräftig unter Druck und der deutsche Leitindex verlor innerhalb kürzester Zeit rund zehn Prozent.

Aber vor allem die Schwellenländer wurden nachhaltig getroffen. Die populären BRIC-Börsen (Brasilien, Russland, Indien und China) landeten auf Eurobasis deutlich im Minus, wobei Brasilien mit annähernd 30 Prozent am schlechtesten abschnitt.



Grafik: Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes der Schwellenländer (Bovespa: Länderindex Brasilien, CSI 300: Länderindex China) in 2013, indiziert auf 100 per 31.12.2012.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Letztendlich stabilisierte sich aber die Situation und die Indizes der arrivierten Industrieländer zogen erneut Energie aus den umgehend erfolgten beschwichtigenden Worten des amerikanischen Notenbankchefs einige Tage später, dass nämlich der Ausstieg aus der liquiditätsorientierten Politik nicht drastisch geplant sei. Darüber hinaus lösten sich in der zweiten Jahreshälfte einige weitere Belastungsfaktoren auf. Unter anderem wurde der drohende amerikanische Staatsbankrott durch den Haushaltskompromiss zwischen Senat und Repräsentantenhaus buchstäblich in letzter Minute vorerst abgewandt und ein militärischer Eingriff in Syrien vermieden. Aber auch die sich verdichtenden Hinweise auf eine bevorstehende Erholung der Weltwirtschaft gaben positive Impulse.

Sowohl für die amerikanische Volkswirtschaft als auch für andere wichtige globale Wachstumsregionen wie China und Japan gingen die Marktakteure zunehmend von einer aufwärts gerichteten Konjunkturentwicklung aus. Gleichwohl zeigt aber ein Blick auf einzelne Branchen und Sektoren, dass nicht alle gleichermaßen von dieser Annahme profitieren konnten, was sich auch in den teils deutlich unterschiedlichen Kursentwicklungen widerspiegelt. Insbesondere die Automobilindustrie verzeichnete gemessen am europäischen Branchenindex einen überdurchschnittlichen Anstieg von 41,0% gefolgt von der Branche der Finanzdienstleister mit fast 39,5%.

Auch die von uns aus Risiko- und Bewertungsaspekten seit vielen Jahren gemiedenen Banken zählten in 2013 zu den Topperformern.

Dividendenstarke Unternehmen mit hoher Substanz und soliden Margen sowie Vertreter aus der weltweiten Nahrungsmittelbranche standen hingegen weniger in der Gunst der Anleger, was sich entsprechend in unterdurchschnittlichen Kursanstiegen widerspiegelte.

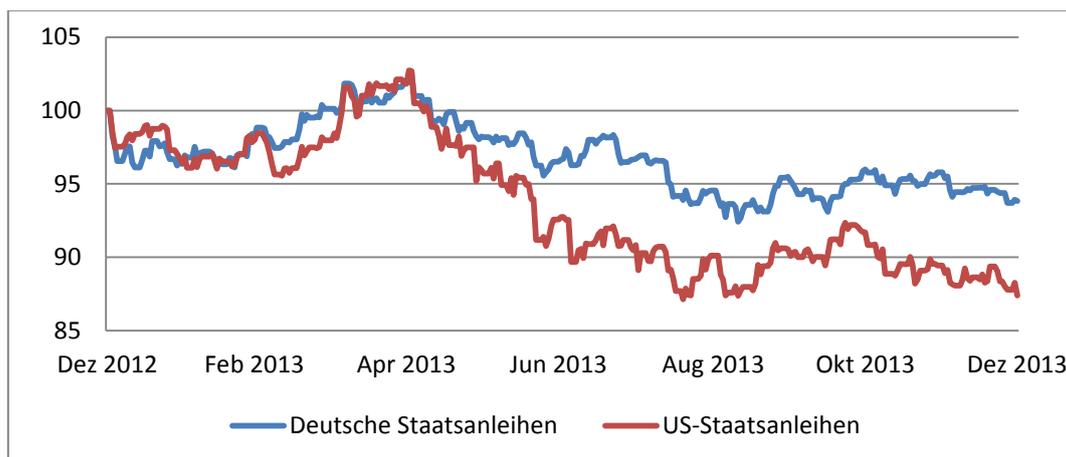
Anschaulich wird dies bei einer Detailbetrachtung des DAX, in dem eine Continental um 82,0% zulegen konnte, während eine E.ON im Kurs auf Jahresbasis 4,8% verlor.

Anleihen

Die Anleihemärkte wurden in 2013 weiter von einem niedrigen Zinsumfeld dominiert und so war mit erstklassigen Staatsanleihen, wenn es diese nach klassischer Definition noch gibt, kein Geld zu verdienen.

Vor dem Hintergrund einer ausbleibenden Inflationsdynamik und zur weiteren Stimulation senkte die Europäische Zentralbank den Hauptfinanzierungssatz zwei Mal auf das derzeitige Niveau von 0,25 Prozent. Flankiert wurde dieser Schritt auch durch eine veränderte Rhetorik. Der europäische Notenbankpräsident Draghi gab einen recht klaren Ausblick auf die zukünftig geplante Gangart in der Zinspolitik und avisierte eine länger andauernde Periode weiter niedriger Zinsen.

Die Jagd nach Rendite ließ im ersten Halbjahr die Kurse von 10-jährigen Bundesanleihen noch einmal steigen, was zu einem zwischenzeitlichen Renditerückgang bis auf unter 1,2% Anfang Mai führte. Im Anschluss führten dann die bereits erwähnten ersten Spekulationen um ein Ende der Stützungskäufe durch die amerikanische Notenbank zu einer breit angelegten Verkaufswelle an den Anleihemärkten. Der zu Jahresbeginn noch 285 Mrd. US-Dollar schwere weltgrößte Anleihefonds PIMCO Total Return litt unter massiven Mittelabflüssen von mehr als 40 Mrd. US-Dollar und erlebte mit einem Ergebnis von -1,9% sein schlechtestes Anlagejahr seit 1994. Für den gesamten amerikanischen Anleihemarkt für Staatspapiere war es das schlechteste seit fünf Jahren. Die Bilanz für Engagements in zehnjährigen Bundesanleihen fiel für die Anleger ebenfalls negativ aus.



Grafik: Wertentwicklung ausgewählter Staatsanleihenindizes längerer Laufzeiten in 2013, indiziert auf 100 per 31.12.2012; für Deutschland: iBoxx Euro Index Germany Performance Sovereigns 10+ Years; für USA: iBoxx USD Treasuries 10Y+ Total Return Index.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

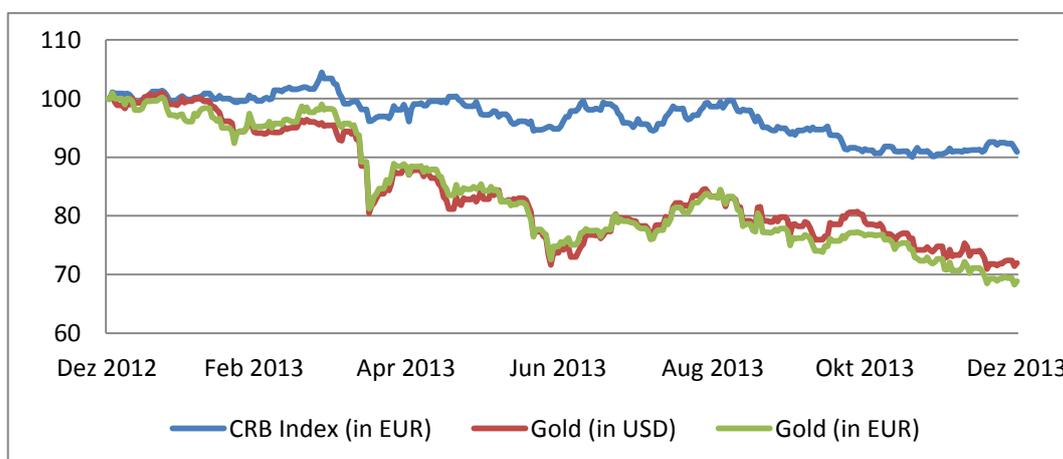
Am schlimmsten hat es mit teils zweistelligen Verlustgrößen die Anleihemärkte der Schwellenländer getroffen. Die Ursachen hierfür sind nicht eindeutig zu identifizieren. Anzunehmen ist, dass die Marktteilnehmer sich nicht mehr ausschließlich von den langfristig hohen Wachstumsmöglichkeiten leiten lassen, sondern auch die strukturellen Defizite, wie beispielsweise politische Instabilität, bürokratische Hindernisse oder starke staatliche Interventionen kritisch bewerten. Dies führte wiederum zeitweilig zu enormen Mittelabflüssen und entsprechend sinkenden Kursen.

Bei den europäischen Unternehmensanleihen hingegen waren die Kursentwicklungen größtenteils positiv mit im Umkehrschluss entsprechend fallenden Renditen. Besonders Anleihen der in der Vergangenheit tendenziell eher gemiedenen südlichen Peripheriestaaten konnten Kursgewinne verzeichnen. Hier haben wir unsere Zurückhaltung bezüglich möglicher Engagements nicht aufgegeben, da uns eine Spekulation auf eine nachhaltige Genesung dieser Problemländer als zu risikoreich erscheint und wir den politischen Einfluss in diesem Segment als schwer vorhersehbar erachten.

Rohstoffe

An den internationalen Rohstoffmärkten endete das Jahr für die Investoren mit zum Teil drastischen Verlusten. Gemessen am CRB Index, der die 19 wichtigsten an der Warenterminbörse gehandelten Rohstoffe abbildet, verloren diese Investments auf Eurobasis 9,1%. Nach den Rekordpreisen im Jahr 2012 gerieten vor allem die Agrarrohstoffe – insbesondere die Notierungen für Mais und Weizen – erheblich unter Druck.

Ähnlich verlief es an den Edelmetallbörsen. Der Goldpreis musste in 2013 – erstmals seit mehr als 10 Jahren – einen herben Rückgang von 28,0% verzeichnen. Auch hier war es vor allem die Aussicht auf einen Kurswechsel in der amerikanischen Notenbankpolitik und die damit verbundene schrittweise Verlangsamung des Geldmengenwachstums, die für eine breit angelegte Verkaufsoffensive insbesondere von institutionellen Anlegern gehaltenen Goldpositionen sorgte.



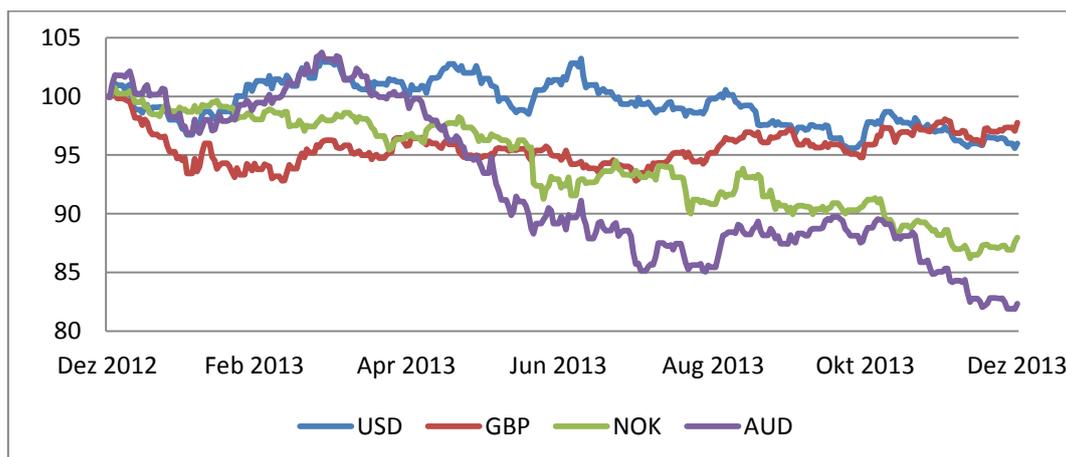
Grafik: Wertentwicklung ausgewählter Rohstoffe/-indizes in 2013, indiziert auf 100 per 31.12.2012.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Währungen

An den Währungsmärkten verzeichnete der Euro, vielen prognostizierten Annahmen zum Trotz, gegen fast alle wichtigen Währungen, teils kräftige Zugewinne. Dabei hätte es triftige Gründe für eine gegensätzliche Bewegung gegeben: der Zusammenbruch des Bankensystems in Zypern und die damit verbundene Zwangsabgabe für Privatanleger, die chaotischen Parlamentswahlen in Italien, politische Uneinigkeit in Fragen der europäischen Bankenunion oder neue Finanzierungslöcher Griechenlands. All dies hat die Teilnehmer an den Devisenmärkten im vergangenen Jahr nicht beeindruckt. Gegenüber dem US-Dollar konnte die Gemeinschaftswährung mit 4,2% auf Jahressicht so kräftig zulegen wie zuletzt 2007.

Für viele andere bedeutende Währungen verlief das abgelaufene Jahr mit noch deutlicheren Kurseinbußen. Wer zur weiteren Risikostreuung seiner Investments außerhalb des Euroraums engagiert war, musste auf der Währungsseite somit teils erhebliche Verluste akzeptieren.



Grafik: Wertentwicklung ausgewählter Währungen in 2013 vs. EUR, indiziert auf 100 per 31.12.2012.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Ausblick 2014

Das große Bild: Eine Herausforderung

Mit welchen Erwartungen sollte man ins neue Jahr starten? Wo lauern Chancen, wo drohen Risiken? Diesen Fragen möchten wir uns im Ausblick auf das vor uns liegende Börsenjahr widmen. Um es vorwegzunehmen: Generell ist die Verfassung eines solchen Jahresausblicks kein einfaches Unterfangen. Doch so schwierig wie zum Jahreswechsel 2013/14 gestaltete sich das Kapitalmarktumfeld in der jüngeren Historie selten.

Noch immer schweben die direkten und indirekten Folgen der großen Finanzkrise von 2008/09 über allen wichtigen Anlageklassen und haben im Laufe der letzten fünf Jahre deutliche Spuren hinterlassen. Die Ausgangssituation lässt sich grob so skizzieren, dass die meisten Industrieländer im Zuge der Bankenrettungen und Konjunkturprogramme zur Wiederankurbelung der Wirtschaft hohe Schuldenberge angehäuft haben und vielerorts an den Rand der finanziellen Belastungsgrenzen geraten sind. Da trotz der immensen Bemühungen der Staaten die Maßnahmen nicht ausreichend erschienen, sahen sich in der Folge die Notenbanken in der Pflicht und sprangen Banken und Konjunktur mit umfangreichen und historisch einmaligen Schritten zur Seite. Im allgemeinen Sprachgebrauch sind diese Maßnahmen als ‚unkonventionell‘ bezeichnet worden, womit die Situation in der Tat sehr treffend umschrieben ist. Bedeutsam im Rahmen des Ausblicks auf 2014 sind die über die letzten Jahre durch die dauerhaften Eingriffe entstandenen Bewertungs- und Renditeniveaus. Diese haben sich, insbesondere in den zurückliegenden beiden Jahren, sukzessive in eine aus unserer Sicht problematische Richtung entwickelt, die sowohl die Selektion als auch die Allokation von Vermögenswerten äußerst diffizil werden lässt.

Grob lässt sich festhalten, dass dem Eingehen von Risiken heute weniger Ertragschancen gegenüber stehen als noch vor Jahresfrist oder gar zu Beginn 2012. D.h. die allgemeinen Bewertungsniveaus sind zunehmend angestiegen und Risikoprämien sind zusammengeschmolzen. Welche Schlüsse wir daraus konkret für die wichtigsten Anlageklassen ziehen, möchten wir Ihnen nachfolgend auführen:

Aktien

Nach zwei – zumindest für Aktien der Industrieländer – sehr positiven Jahren stellt sich die Frage, ob sich hieran noch ein weiteres Jahr mit steigenden Kursen anschließen kann. Streng genommen sollte dabei die Tatsache, dass zum Beispiel der deutsche Leitindex DAX in den letzten beiden

Jahren von zunächst 5.898 Punkten über 7.612 Zähler bis zum jüngsten Jahresendstand auf 9.552 Punkte kletterte, *keine* Rolle spielen. Es besteht in dieser Hinsicht keinerlei Zusammenhang zwischen der Wertentwicklung vorangegangener Jahre und dem vor uns liegenden Jahr. Vielmehr muss auch zur Bewertung der Chancen und Risiken in 2014 auf die bilanzielle Verfassung, die

Geschäftsentwicklung, verschiedenste Bewertungskennzahlen und das Umfeld am Kapitalmarkt geachtet werden, um eine fundierte und überlegte Positionierung für den Aktienmarkt zu finden. Für alle aufgezählten Punkte gilt es dabei, sowohl auf die absoluten Niveaus zu achten, als auch Veränderungsraten zu berücksichtigen sowie eine relative Betrachtungsweise gegenüber Alternativenanlagen zu integrieren. Zudem muss in jedem Analyseschritt selbstkritisch hinterfragt werden, in wie weit die erarbeiteten Resultate bereits in den aktuellen Kursen verarbeitet sind und wie relevant einzelne Punkte noch für die künftige Wertentwicklung sein könnten.

Beginnen wir beim realwirtschaftlichen Umfeld. Dieses zeigt sich global in einer relativ guten Verfassung. Auch wenn es keine Wachstumswunder zu vermelden gibt, so zeigen zumindest die bisherigen Problemländer der Europeripherie im Süden positive Entwicklungen und auch die bevölkerungsreichen Schwellenländer beschreiten einen durchaus soliden Wachstumspfad. Seitens der größten Volkswirtschaft der Welt, den USA, ist den jüngsten Indikatoren zufolge sogar eine positive Überraschung denkbar.

Dies ist umso erfreulicher, da sich das Gros der Unternehmen in einer gesunden bilanziellen Verfassung befindet und in den vergangenen Jahren die Hausaufgaben gemacht wurden. Gleichzeitig halten mittlerweile einige Unternehmen bereits zu viel Liquidität, wodurch das Wachstum tendenziell verlangsamt wird. Die Gründe für die teils extrem hohen Barreserven sind von Fall zu Fall unterschiedlich gelagert und etwa auf die Erfahrungen der Finanzkrise 2008/09 zurückzuführen, auf die Liquiditätsflut der Notenbanken und leider auch auf fehlende Investitionsmöglichkeiten. Die Kombination dieser Faktoren stellt eine nicht unerhebliche Gefahr für das mittelfristige Wachstum dar, da sie rasch zu Fehlallokationen der Gelder führen kann. Wird Liquidität zu einem späteren Zeitpunkt wieder ‚teurer‘, fehlt das Geld für dann sinnvollere Investitionen und das Wachstum wird unterm Strich gebremst.

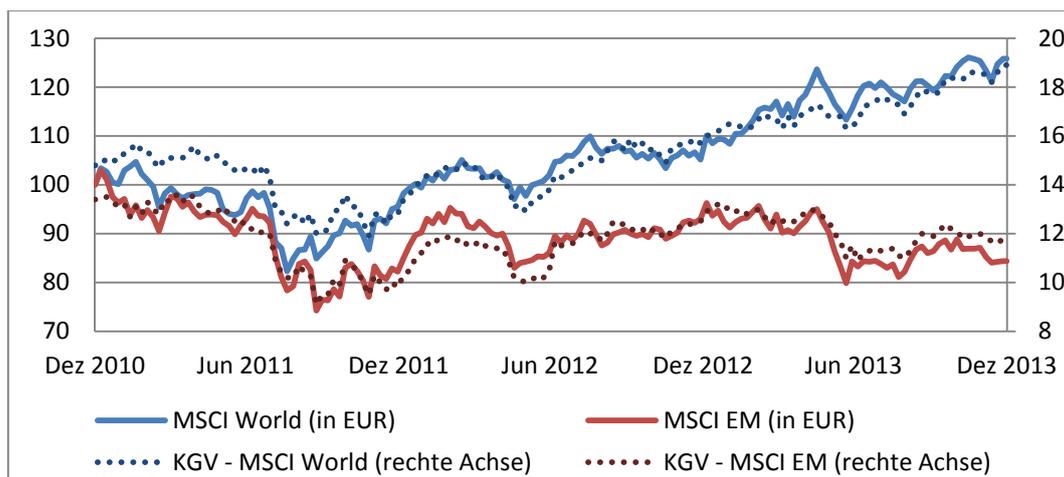
Diesen Mechanismus kann man von der Unternehmensebene auch auf die Kapitalmarktebene heben und durch monetäre Fehlallokationen könnte man noch markante Kursanstiege (nicht nur) an den Aktienmärkten begründen. In einem gewissen Ausmaß kann man dies bereits für die jüngste Vergangenheit attestieren; für die Zukunft ist dieser Punkt sicherlich der größte Unsicherheitsfaktor für die Prognosegüte einer klassischen Fundamentalanalyse. Im weiteren Verlauf werden wir diesen Punkt noch des Öfteren aufgreifen.

Im direkten Zusammenhang zu dem gerade erläuterten Mechanismus lassen sich auch einige Bewertungszahlen einordnen. Zwar sind über die letzten Quartale hinweg gängige Kennziffern zur Bewertung der Aktienmärkte mit den zu beobachtenden Kursgewinnen gestiegen und die

Aktienmärkte haben in der Folge an Attraktivität eingebüßt. Doch im Detail war diese Entwicklung sehr heterogen: Vereinfacht kann man sagen, dass Wachstumswerte die Ranglisten der erfolgreichsten Einzelwerte anführten, während Substanzaktien im Vergleich dazu gefühlt auf der Stelle traten. Analog hierzu gingen auch die bereits vorhandenen Diskrepanzen in der Bewertung auseinander: Wachstumswerte mit bereits höherer Bewertung verteuerten sich nochmals, während

viele Substanzaktien heute nur leicht höhere Bewertungen aufweisen als noch vor Jahresfrist. Dass sich diese Schere wieder schließen wird, sehen wir als unstrittig an. Wann dies der Fall sein wird, lässt sich im aktuellen Kapitalmarktumfeld umso schwieriger beantworten. Eine – bereits 2013 begonnene – Strategie für 2014 wird sein, von den gefeierten Börsenlieblingen hin zu den bisher weniger beachteten Werten zu wechseln. Ein Akt, der weiterhin viel Feingefühl verlangen wird.

Vom Ansatz her vergleichbar ist die Situation der Schwellenländer. Ein derart negatives Sentiment gegenüber Anlagen in den aufstrebenden Ländern dieser Welt, wie es aktuell zu beobachten ist, war an den Märkten schon lange nicht mehr zu vernehmen. Dies führte nicht nur zu niedrigeren Bewertungen, sondern auch zu absolut tieferen Marktpreisen bei vielen Schwellenländeraktien. Mühelos erreichbare Dividendenrenditen von deutlich über vier Prozent für Schwellenländerportfolios sollten für sich sprechen. Zumal die langfristige Wachstumsgeschichte dieser Nationen weiterhin Bestand hat. Demzufolge erachten wir dieses Marktsegment als sehr aussichtsreich in der künftigen Entwicklung.



Grafik: Vergleich der Wertentwicklung der Industrieländer (MSCI World) gegenüber den Schwellenländern (MSCI Emerging Markets, kurz: MSCI EM) in den vergangenen drei Jahren, indiziert auf 100 per 31.12.2010 (linke Achse), sowie der dazugehörigen Bewertungen anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV, gepunktet, rechte Achse).

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Bleibt zum Ende des Aktienausblicks die große Frage zu klären: Werden Aktien als gesamte Anlageklasse Ende 2014 höher als heute notieren? Reduziert man die Frage auf den DAX und stellt sie 32 namhaften Banken, bekommt man eine einfache Antwort: Ja. Im Detail prognostizieren 30 von 32 von der Finanzzeitung ‚Handelsblatt‘ gefragte Banken höhere Kurse bis hin zu 11.000 Punkten zum Jahresende. Lediglich zwei der befragten Institute sahen den DAX zum Jahresende leicht unter dem aktuellen Stand. Warum nun der ganze Aufwand, wenn die Antwort so einfach ist? Nun, aus unserer Sicht ist die Antwort in Verbindung mit der Homogenität der Meinungen etwas zu

einfach. Der Redensart „Erstens kommt es anders und zweitens als man denkt!“ wird mit genau solch gleichgerichteten Meinungsbildern ein reichhaltiger Nährboden bereitet.

Doch als Quintessenz hieraus einen jähen Absturz des DAX in 2014 zu folgern wäre zu kurz gedacht. Summiert man die bisherigen Überlegungen zu einem Gesamtbild auf, bleibt eine in der absoluten Betrachtung neutrale (oder faire) Bewertung der Aktienmärkte stehen. Es mag einzelne günstiger bewertete Segmente und einzelne teurere Segmente geben, die von ihrem jeweils negativen bzw. positiven Sentiment noch eine Zeit lang bestätigt werden können. Positiv für die Kursentwicklung der Märkte ist nach wie vor die expansive Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken zu werten, ebenso wie noch immer sehr niedrig verzinste Anleihen als schwache direkte Konkurrenz zu Aktien (relative Bewertung). Beide Faktoren besitzen indes ein gewisses Potenzial für Enttäuschungen, falls die Notenbanken ihre Politik ändern bzw. die Renditen festverzinslicher Papiere deutlich anziehen sollten. Für beide Risiken gab es in 2013 bereits erste kleinere Präzedenzfälle. Hinzu kommt noch die geschilderte Homogenität in der weit verbreiteten Erwartungshaltung eines positiven Aktienjahres. Zusammengefasst könnte 2014 durchaus ein Jahr mit Potenzial für mehr als eine schwarze Null werden, wobei die genannten Risikofaktoren nicht von der Hand zu weisen sind und nicht unterschätzt werden sollten. Umgekehrt besteht auch noch ein *Restrisiko* nach ganz oben, sollte die schwierige Ausgangssituation in eine breite Aktieneuphorie umschlagen und die im Kontext niedriger Zinsen denkbaren Bewertungsniveaus voll ausreizen.

Anleihen

Beschäftigt man sich intensiver mit der global größten Anlageklasse, den Anleihen, läuft die Diskussion auch hier zielstrebig auf die Rolle und den prägenden Einfluss der Notenbanken hinaus.

Vorneweg möchten wir nochmals zwei wichtige Punkte zum besseren Verständnis der Ausgangssituation und der möglichen Entwicklung für 2014 beleuchten: Zum einen gibt es mit Staaten und Unternehmen zwei große Emittentengruppen am Rentenmarkt. Diese nehmen über die Emission von Anleihen Gelder auf, um a) idealerweise Investitionen in künftige Erträge zu finanzieren oder b) im hässlicheren Fall laufende Kosten zu decken. Staatsanleihen sind i.d.R. durch Einnahmen aus Steuern abgedeckt, welche im Bedarfsfall erhöht werden können und die Anleihen hierdurch eine relativ gute Bonität erreichen. Besitzt ein Staat darüber hinaus noch eine eigene Währung und hat sich in dieser verschuldet, kann er im Zweifel die Geldmenge vergrößern und die Anleihen bedienen. Im Gegensatz dazu sind Unternehmen für die erfolgreiche Bedienung einer Anleihe an einen ausreichend ertragreichen Geschäftsverlauf gebunden. Hieraus folgt als Grundregel, dass Unternehmensanleihen höhere Renditen als viele Staatsanleihen abwerfen und die Renditedifferenz als sogenannte Risikoprämie bezeichnet wird. Eine solche Risikoprämie (engl. ‚spread‘) ist auch zwischen Staatsanleihen verschiedener Bonitäten zu beobachten. Daneben spielt die Laufzeit der Anleihe eine wichtige Rolle. Als Grundregel gilt hier, dass mit längerer Laufzeit bzw. Zinsbindung auch die Höhe der Rendite steigt. Für beide Punkte – Emittent und Laufzeit – gibt es

Ankerpunkte, an denen sich alle Abweichungen festmachen lassen können. Bei den Emittenten sind dies die als am sichersten geltenden Schuldner, aktuell etwa USA oder auch Deutschland; bonitätsschwächere Emittenten zahlen einen durch den Markt gebildeten Aufschlag. Für den Zins gibt der durch die Notenbank des jeweiligen Währungsraumes festgelegte Leitzins für kurzfristige Einlagen den Referenzwert vor; Zinssätze für längere Laufzeiten entstehen auch hier durch die sich am Markt bildenden Aufschläge.

Das Ziel beim Zusammenstellen eines Anleihenportfolios besteht darin, durch das Finden eines guten Emittenten- und Laufzeitenmixes die Portfoliorendite möglichst hoch anzusetzen und gleichzeitig die daraus entstehenden (Bonitäts- und Zinsänderungs-) Risiken beherrschbar zu machen und möglichst gering zu halten.

Auch am Rentenmarkt stellt sich diese Aufgabe mehr denn je als große Herausforderung dar. Am kurzen Ende, d.h. im unmittelbar durch die Notenbanken beeinflussten Bereich der Zinsen, sind die Zinsniveaus sehr nahe Null. Folglich übernimmt man hier ein Gläubigerrisiko, ohne dafür einen auch nur halbwegs ansprechenden Ertrag zu bekommen. Auf der Bonitätsseite ist durch die Liquiditätsschwemme und das niedrige Zinsniveau ein Anlagenotstand bei Investoren entstanden, wodurch eine extrem starke Nachfrage nach höher rentierenden Anleihen schwächerer Bonität entstanden ist und die Risikoprämien dieser Anleihen hierdurch auf ein historisch niedriges Niveau gedrückt wurden. Die Entschädigung in Form eines Mehrertrags für das in Kauf genommene Risiko ist oftmals als grenzwertig zu bezeichnen. Interessant in diesem Zusammenhang ist der Wandel in der Bezeichnung. Noch vor wenigen Jahren wurden Anleihen niedrigster Bonität als Ramsch-Anleihen (engl. ‚Junk Bonds‘) bezeichnet, heute heißen sie verheißungsvoll High Yield-Anleihen. Einzig für länger laufende Anleihen gibt es aktuell noch einen als interessant zu bezeichnenden Renditeaufschlag, nachdem die Zinsen am langen Ende in 2013 bereits deutlich gestiegen sind. Jedoch ist mit diesen Anleihen weiterhin ein sehr hohes Zinsänderungsrisiko verbunden. Der mögliche Ertrag – absolut auf einem nach wie vor sehr niedrigen Niveau – muss den Risiken gegenübergestellt und bewertet werden. Am Ende des Tages laufen alle aufgezeigten Optionen am Rentenmarkt auf eine Wette auf die Fortführung der aktuell außergewöhnlichen Notenbankpolitik hinaus. Ein aus unserer Sicht sehr heikles Unterfangen, an dem wir uns ungern in größerem Rahmen beteiligen möchten.

De facto sollte man dem Rentenmarkt aktuell noch mit einer eher abwartenden Haltung gegenüberstehen und auf bessere – d.h. renditestärkere – Zeiten warten. In der Zwischenzeit konzentrieren wir uns in der Allokation auf ausgewählte Anleihen einzelner Unternehmen und bonitätsstarker Schwellenländer, vermeiden aber das Eingehen von größeren Risiken auf den im historischen Vergleich niedrigen Risikoprämien.

Inflation

Seit Aufkeimen der Krise wird kaum ein anderes Thema so leidenschaftlich diskutiert wie das Inflationsrisiko. Dabei ist die über die letzten Jahre tatsächlich ausgewiesene Inflation – für viele überraschend – in sehr gemäßigten Größenordnungen verlaufen.

Um es kurz halten: Für das vor uns liegende Jahr erwarten wir nichts anderes. Akut sind keine signifikanten Treiber auszumachen, die z.B. durch einen konjunkturellen Einbruch nennenswerte Deflationsgefahren erzeugen könnten oder durch vermehrtes Kreditwachstum die Inflation stark anheizen könnten.

Aufgrund der historischen Erfahrungen kann man 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 leicht 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

Rohstoffen im Gesamten messen wir auch in 2014 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.

Eine gewisse Sonderstellung nimmt in diesem Kontext noch Gold ein. 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. Nach der fulminanten Goldpreishausse der letzten Dekade wurde der Raum für weitere Wertsteigerungen zunehmend kleiner, so dass substanzielle Kursavancen nur noch mit der Argumentation einer Ersatzwährung für den großen Systemcrash zu erzielen sein werden. Der gewaltige Kurseinbruch im vergangenen Jahr ist mit Ausdruck dafür, dass die Wahrscheinlichkeit hierfür nicht nur aus unserer Sicht als zunehmend geringer eingeschätzt wird. Somit werden wir Gold keinen erhöhten Stellenwert im Depot beimessen.

Fazit

Wie eingangs erwähnt, haben wir das Umfeld an den Kapitalmärkten selten so herausfordernd vorgefunden wie es sich heute darstellt. Bewertungsspielräume haben sich eingeengt, Risikoprämien sind zusammengeschmolzen, das absolute Zinsniveau liegt am Boden, die westlichen Staaten sind hoch verschuldet und die Notenbanken sind zu einem dominanten Teilnehmer der Kapitalmärkte geworden. Nachdem die Schwankungsbreite (Volatilität) der Kurse an den etablierten Aktienmärkten im Vorjahr auf einen historisch niedrigen Stand gefallen war, rechnen wir für das begonnene Jahr mit einer höheren Volatilität und größeren Kursschwankungen. Hierzu beitragen könnten auch erneut politische Risiken, die sich aus anstehenden Wahlen wie etwa der Europawahl im Mai ergeben könnten.

Glücklicherweise entwickelt sich die Wirtschaft sehr solide und stellt mit vielen bilanziell gesunden Unternehmen einen wichtigen Eckpfeiler in der Vermögensallokation für 2014 dar. Denn über substanzstarke Aktien lässt sich an einer guten wirtschaftlichen Entwicklung partizipieren. Je unsicherer sich das Umfeld darstellt, umso wichtiger wird eine gesunde Diversifikation der Kapitalanlagen. Unter Beachtung der Bewertungs- und Renditeniveaus befürworten wir auch in 2014 ein gewichtiges Engagement am Aktienmarkt, wobei die Selektion eine ebenso wichtige wie schwierige Aufgabe darstellen wird. „Teures kann noch teurer werden, Billiges noch billiger“ – diese Weisheit der Kapitalmärkte gilt es auch im kommenden Jahr nicht zu vergessen. Doch spätestens wenn es auf die Unterscheidung zwischen *Investition* und *Spekulation* hinausläuft, sollte man sich auf einfache Kaufmannsprinzipien besinnen und im Zweifel auf mögliche kurzfristige Gewinnspitzen zu Gunsten längerfristiger, zuverlässigerer Ertragschancen verzichten.

Vergleichbar stellt sich die Situation am Rentenmarkt dar, wo Gier im Moment der falsche Ratgeber ist. Im oben skizzierten Umfeld kommt man nicht umhin, die Erwartungshaltung zu reduzieren und Risiken innerhalb dieser Anlageklasse zu begrenzen.

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 2014, Grossbötl, Schmitz und Partner