

## INVESTMENTBERICHT 1. QUARTAL 2013 „Währungskrieg“, Rekordhochs und gebrochene Versprechen

Mit Blick auf die Entwicklung der Kapitalmärkte im ersten Quartal 2013 könnte man glauben, dass endlich Ruhe eingekehrt wäre. Doch weit gefehlt: Eine Fülle von politischen Ereignissen und Entscheidungen dominierten den Tagesablauf der Marktteilnehmer.

Den Anfang machte im Januar die japanische Notenbank mit der Bekanntgabe der lange erwarteten Details ihrer neuen Ausrichtung der Geldpolitik. Dieser Schritt lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: Japan ist nun ohne zeitliche und volumenstechnische Beschränkung in den weltweiten Wettkampf um die schwächste Währung eingetreten und versucht gleichzeitig über ein massives Konjunkturprogramm seine inländische – vor allem exportlastige – Wirtschaft zu stimulieren. Damit haben nun das Quantitative Easing-Programm der US-Notenbank FED und der „Whatever-it-takes“-Ansatz der Europäischen Zentralbank EZB eine ernstzunehmende Herausforderung, da die Nation der aufgehenden Sonne aufgrund seiner jahrelangen wirtschaftlichen Stagnation, demografischen Problemen und einer der weltweit höchsten Verschuldungsquoten buchstäblich zum Erfolg verdammt ist.

Der seit letztem Jahr befürchtete Sturz von der sogenannten „Fiskalklippe“ in den USA (automatische Steuererhöhungen und Budgetkürzungen) wurde Anfang des Jahres, ebenso wie die Diskussion um die erneut erreichte Schuldenobergrenze, in den Mai verschoben. Lediglich abgeschwächte Budgetkürzungen traten Anfang März in Kraft.

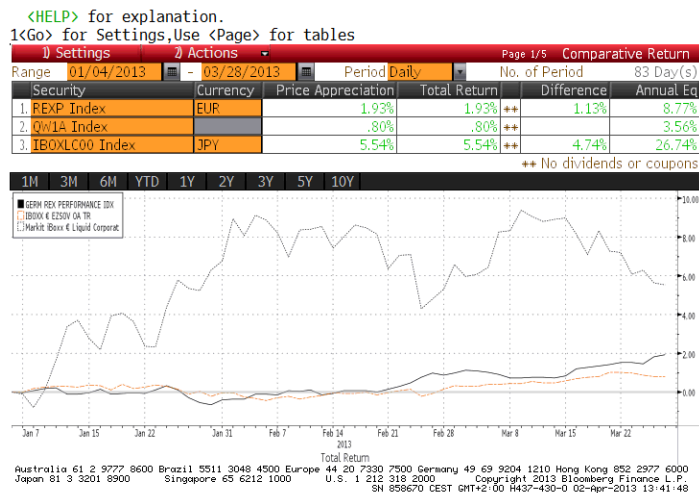
1

In Europa verlief der Jahresauftakt im Vergleich dazu etwas ruhiger. Die Ankündigung mehrerer europäischer Banken, ca. 137 Mrd. Euro aus den sogenannten LTRO-Hilfsprogrammen („Long Term Refinancing Operations“) der EZB zurückzuzahlen, sorgte positiv für Aufsehen. Dies änderte sich im weiteren Verlauf des Quartals dann umso stärker: Im Februar stufte die Ratingagentur Moody's Großbritannien herab, entzog dem Land damit die Bestnote für seine Kreditwürdigkeit (nach Frankreich und den USA im letzten Jahr) und erinnerte die Märkte daran, dass auch außerhalb der Eurozone ähnliche Probleme wie hohe Verschuldung und eine stagnierende Konjunktur existent sind. In Italien fanden die ersten Wahlen seit der Implementierung von Mario Monti als Premierminister statt. Das Ergebnis hätte kaum schlimmer ausfallen können und führte aufgrund der extrem unterschiedlichen Vorstellungen der Parteien zu einem bis heute anhaltenden Versuch einer Regierungsbildung und zu einer Abstufung durch die Ratingagentur Fitch auf nunmehr nur noch BBB+ und negativem Ausblick. Nachdem Zypern bereits im letzten Jahr EU-Hilfen beantragt hatte, kam es im März bei den Verhandlungen bezüglich der Bedingungen für die Auszahlung der Hilfgelder zu einem Eklat: Nachdem die Troika und auch verschiedene EU-Staaten eine Beteiligung der Gläubiger der Staatsanleihen über einen Schuldenschnitt und ebenso die Beteiligung der Kleinsparer über ihre Bankeinlagen gefordert hatten, eskalierte die Situation. Für zusätzliche Brisanz sorgten die Annahmen über die Herkunft des größten Teils des angelegten Vermögens in Verbindung mit der relativ steuerfreundlichen Struktur des zypriotischen Bankensystems. Es kam zu Demonstrationen und das zypriotische Parlament lehnte das vorgeschlagene Rettungspaket einstimmig ab. Als Folge wurde erstmalig in einem Land der EU Kapitalverkehrsbeschränkungen eingeführt und das Bankensystem für eine Woche geschlossen. Unter dem Druck der sofortigen Zahlungsunfähigkeit des Landes einigte man sich schließlich auf eine teilweise Aufspaltung der zwei wichtigsten Banken des Landes sowie eine einmalige „Besteuerung“ der Einlagen über 100.000 Euro in Höhe von 30 %, die Details müssen jedoch noch ausgearbeitet und beschlossen werden. Die katastrophalen Arbeitsmarktdaten – vor allem die Jugendarbeitslosigkeit in Spanien, Italien und Griechenland – waren unter diesen Umständen schon fast ein Randthema. Ebenso wurden die sich immer weiter verschlechternden Bedingungen in Frankreich, wie das Verfehlen der neuen Defizitgrenze, Rekordarbeitslosigkeit, schrumpfende Wirtschaft und die massiv schwindende Unterstützung des Präsidenten kaum am Markt gewürdigt, zu sehr dominierte das Thema Zypern.

**Anleihemärkte.** Die Staatsanleihemärkte in Europa und den USA bewegten sich im Berichtszeitraum seitwärts und konnten im März sogar in einen leichten Aufwärtstrend einschwenken. In Deutschland wurden die Renditetiefs von Mitte letzten Jahres wieder erreicht. Dies galt trotz der geschilderten Situation auch für die Peripheriemärkte wie beispielsweise Italien, Spanien und Frankreich. Dank des „Draghi-Puts“ konnten auch nahezu alle Anleiheauktionen erfolgreich platziert werden.

Der seit nahezu vier Jahren ununterbrochene Aufwärtstrend bei den Unternehmensanleihen flachte sich merklich ab. Auch hier notieren die Renditen mittlerweile auf einem historisch sehr niedrigen Niveau. Zum ersten Mal konnten am Markt vereinzelt warnende Stimmen bezüglich der Risiko Adäquanz dieser Renditen vernommen werden. Nichtsdestotrotz gab es eine rege Neuemissionstätigkeit, die auch vom Markt sehr schnell und vollständig absorbiert wurden.

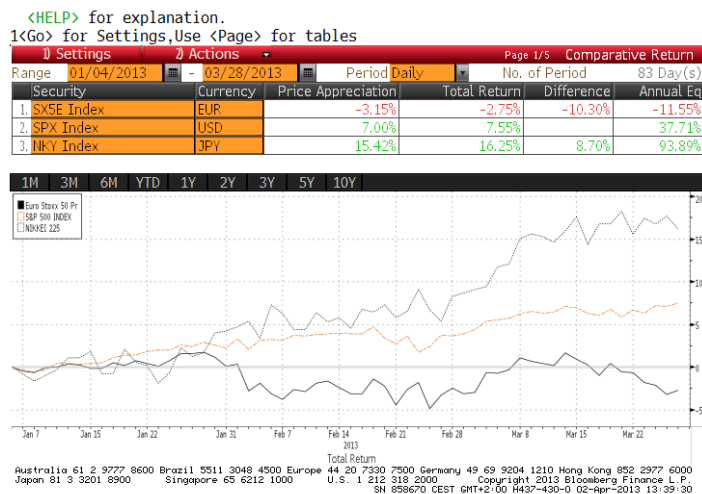
Grafik (1): Anleihemärkte



Quelle: Bloomberg

**Aktienmärkte.** Die Aktienmärkte entwickelten sich im abgelaufenen Quartal entsprechend der Nachrichtenlage sehr heterogen. Während die USA und Japan überproportional zulegen konnten, bewegten sich die europäischen Märkte – mit Ausnahme des DAX – und die Emerging Markets in negativem Terrain. Die gemeldeten Unternehmensdaten für das vierte Quartal respektive für das Geschäftsjahr 2012 entsprachen im Wesentlichen den Erwartungen des Marktes, jedoch wurden im Verlauf des Quartals die Gewinnsschätzungen stetig nach unten angepasst.

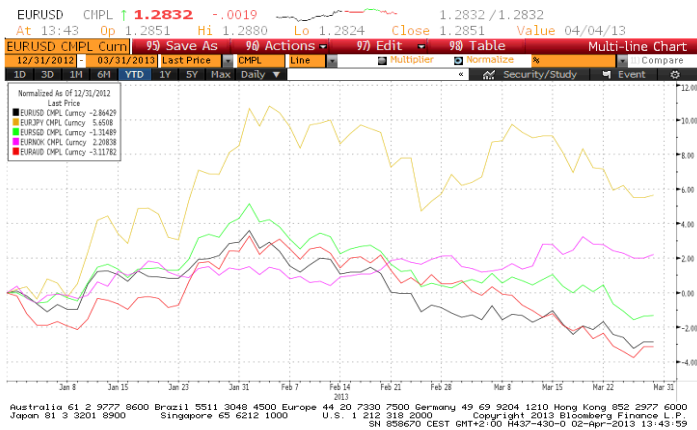
Grafik (2): Aktienmärkte weltweit



Quelle: Bloomberg

**Rohstoffe und Währungen.** Auf der Währungsseite wertete der Euro zu Beginn des Jahres im Fahrwasser der allgemeinen „Risk-Off“-Stimmung gegen nahezu alle von uns investierten Währungen auf, jedoch kehrte sich dieser Trends ab Januar wieder um. Die signifikanteste Bewegung verzeichnete dabei die japanische Währung, die sich nach einem schwachen Start unter starken Bewegungen seitwärts entwickelte. Aber auch das Britische Pfund setzte seine Abwärtsbewegung fort.

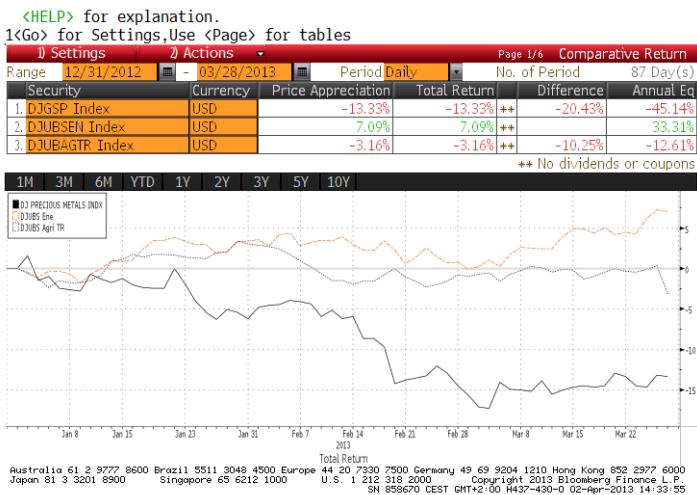
Grafik (3): Währungen



Quelle: Bloomberg

Bei den Rohstoffen zeigte sich vor allem im weiter fortschreitenden Quartal ein relativ unterschiedliches Bild: Während die Industrie- und Edelmetalle ab Mitte Februar stark an Wert verloren, bewegten sich die Nahrungsmittel per Saldo seitwärts und die Energiekomponenten aufwärts (vor allem Gas).

Grafik (4): Rohstoffmärkte



Quelle: Bloomberg

**Ausblick.** Die Märkte klettern nach wie vor die „Wall of worries“ hinauf, getrieben vor allem durch weiter stark unterstützende Zentralbanken. Selbst einschneidende Ereignisse wie jüngst in Zypern oder bereits ambitionierte Bewertungen konnten an diesem Verlauf nichts ändern.

An den Aktien- und Unternehmensanleihemärkten werden trotz aller fundamental divergierender Argumente – sowohl auf der Makro- wie auch auf der Unternehmensebene – somit wahrscheinlich weiterhin vor allem die politischen Entscheidungen und die Aktionen der Notenbanken den Marktverlauf bestimmen. Ebenso ist die verzweifelte Suche nach Rendite omnipräsent. Da wir diese Situation jedoch mit Argusaugen betrachten, werden wir weiter an unserer flexiblen und diversifizierten Anlagestrategie festhalten und bleiben im Aktienbereich vorerst bei unserer aktuellen Investitionsquote. Ein Indiz für unsere vorsichtige Haltung ist beispielsweise die Struktur der aktuellen

Kursbewegung. Diese wird angeführt von bereits sehr hoch bewerteten und wenig konjunktur reagiblen Sektoren mit stabilen Dividendenerwartungen. Zyklische Werte spielten eine untergeordnete Rolle. Ein weiteres Indiz sind die (negativen) Reaktionen der Märkte auf nur kleinste Andeutungen einer weniger expansiven Geldpolitik.

Die Entwicklungen der Unternehmensanleihen begleiten wir ebenso eng, können uns aber auch hier einen weiteren antizyklischen Abbau vorstellen.

Eine steigende Inflation wird wohl aufgrund des sich weltweit abschwächenden Wachstums in diesem Jahr kein signifikantes Thema mehr sein. Jedoch bleibt vor allem bei europäischen Staatsanleihen das Risiko von Bonitätsveränderungen und höheren Risikoaufschlägen latent vorhanden, das größte Risiko sehen wir mittlerweile in den sich weiter verschlechternden Bedingungen in Frankreich.

Wir bleiben weiter nur in Staatsanleihen erster Bonität mit kurzen und mittleren Laufzeiten investiert und diversifizieren weiterhin den Großteil der Portfolien sehr breit über verschiedenste Anlageklassen und Währungen.

### Aktivitäten in der Vermögensverwaltung

**Aktienseite.** Nachdem wir an der guten Entwicklung der Aktienmärkte zum Ende des Jahres gut partizipieren konnten, reduzierten wir Anfang des Jahres in die anhaltende positive Stimmung die Aktienquote leicht. Wir erwarteten für das erste Quartal zumindest eine Konsolidierung. So verkauften wir Mitte Januar in unserem vermögensverwaltenden Aktienfonds Do Aktien Global die ETF's auf den S&P 500 und den EuroStoxx 50 sowie Anfang Februar die Generali Deutschland. Ebenso liquidierten wir den nicht unseren Erwartungen entsprechenden MS Global Opportunities Fonds. Nachdem sich die oben beschriebene Entwicklung in Japan konkretisierte, kauften wir Anfang Februar den ETF iShares MSCI Japan Monthly Euro Hedged. Die weiteren Verkaufserlöse wurden nahezu quotenneutral zu einer Aufstockung unserer Position im MSCI World ETF und einer neuen Position im CPH Global Equities Fonds genutzt. Hier beeindruckte uns vor allem die Fokussierung auf die Titelselektion bei gleichzeitiger Regionen- und Sektorneutralität, was unsere bestehenden Positionen sehr gut ergänzt. Als Folge reduzierte sich die Aktienquote des Do Aktien Global im Berichtszeitraum von rund 77 % auf rund 68 %.

**Anleiheseite.** Im Anleihebereich waren wir im letzten Quartal in unserem Do – Absolute Return-Fonds vor allem bei Neuemissionen aktiv. Wir diversifizierten hier zwischen defensiven Titeln wie Carlsberg (Brauerei), Fresenius (Gesundheit), SAP (Software), Celisio (Chemie), Metro (Handel) und investierten auch sehr selektiv in etwas zyklischere Bereiche wie Hornbach (Baumarkt), Thyssen (Stahl) und Hochtief (Baugewerbe). Auf der Verkäuferseite waren wir bei Haniel (Holding), Hewlett Packard (Computer), Continental (Autozulieferer). Im Aktienbereich erwarben wir bereits Anfang Februar einen EUR-gesicherten Japan ETF sowie Freeport McMoran (Kupferbergbau) und Dow Chemical (Chemie). Verkauft haben wir Anfang des Jahres BMW (Automobilhersteller), Pepsi (Getränke), Johnson & Johnson (Gesundheit) und Bombardier (Flugzeugbau) sowie im Februar Novartis (Gesundheit) und im März Wacker Chemie und Goldman Sachs (Finanzen). Die Aktienquote verringerte sich durch diese im gesamten Berichtszeitraum von rund 14 % auf rund 11 %, unsere Fremdwährungsquote beträgt aktuell rund 52 % (SGD, NOK, USD, JPY). Bei der Rentenanlage entschieden wir uns aufgrund der überproportionalen Zuwächse und des sehr positiven Sentiments zu ersten antizyklischen Verkäufen im High Yield-Bereich (AXA Short Duration High Yield) und zum kompletten Verkauf der Wandelanleihen (Convert Invest). Die Hälfte der so frei gewordenen Gelder wurden in einen weiteren Absolute Return-Fonds investiert. Wir entschieden uns für einen kleinen, noch nicht so am deutschen Markt bekannten, unabhängigen Vermögensverwalter, der jedoch einen guten Track-Record, klar strukturierten Investmentprozess und ein maßgeschneidertes Risiko-Reporting aufweisen kann, G&P Bond Absolute Return.

## Anhang: Übersicht über die weltweit wichtigsten Indizes

Aktienmärkte	Stand 31.03.2013	Veränderung in 2013	Veränderung in 2012
DAX (X)	7795,31	2,40%	29,06%
MDAX (X)	13322,26	11,82%	33,90%
SDAX (X)	5697,88	8,54%	18,72%
EuroStoxx 50 P	2624,02	0,00%	19,60%
DJ Industrial Av. (USD)	14578,54	11,93%	10,24%
S&P500 (USD)	1569,19	10,61%	16,00%
Nasdaq Composite (USD)	3267,52	8,51%	17,75%
Nikkei225 (JPY)	12397,91	20,13%	25,47%
Hang Seng (HKD)	22299,63	-1,22%	27,44%
MSCI AC World (EUR)	360,06	9,77%	14,75%

Rentenmärkte	Stand 31.03.2013	Veränderung in 2013	Veränderung in 2012
REXP	446,99	0,97%	4,64%
IBOXX Liquid Corp. 100	138,566	0,27%	10,90%
JP Morgan EMBI (USD)	656,62	-2,30%	18,54%

Rohstoffe	Stand 31.03.2013	Veränderung in 2013	Veränderung in 2012
Gold (USD)	1598,75	-4,57%	7,14%
Silber (USD)	28,46	-6,21%	8,98%
Rohöl Brent (\$/b)	109,27	-2,39%	4,05%
DJ AIG Comm. (USD)	276,69	-1,13%	-1,06%

Zinsen (in Prozent)	Stand 31.03.2013	Stand 31.12.2012	Stand 31.12.2011
Euribor (3 Monate)	0,21	0,19	1,35
EUR Umlaufrendite	0,99	1,01	1,46
10J. Staatsanleihen BRD	1,29	1,32	1,83
10J. Pfandbriefe	1,46	1,57	2,83

Währungen	Stand 31.03.2013	Stand 31.12.2012	Stand 31.12.2011
EUR/USD	1,28	1,32	1,30
EUR/JPY	120,78	114,45	99,66
EUR/CHF	1,22	1,21	1,21
EUR/GBP	0,84	0,81	0,83
EUR/NOK	7,50	7,34	7,74
EUR/AUD	1,28	1,32	1,30
EUR/SGD	1,59	1,61	1,68

Quelle: Bloomberg

## Rechtliche Hinweise:

Die in diesem Artikel zusammengefassten Börsen- und Wirtschaftsinformationen, Kurse, Indices, Preise, Nachrichten und allgemeine Marktdaten sowie angezeigte Ergebnisse dienen zur Information und stellen keine Anlageberatung, keine steuerliche Beratung, kein Angebot, keine Empfehlung und keine Aufforderung zum Treffen von Anlageentscheidungen oder zum Tätigen von Geschäften in Finanzinstrumenten, wie zum Beispiel den Erwerb oder die Veräußerung von Investmentanteilen oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine für die Tätigkeit von Investitionen geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quellen für die Grafiken sind, soweit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.