

INVESTMENTBERICHT 2. QUARTAL 2013

Die Unsicherheit ist zurück – Gute Nachrichten sind schlechte Nachrichten et vice versa

Eines bereits vorweg: Es war mehrheitlich ein ruhiger Frühling, was aber garantiert in Erinnerung bleibt, ist das Ende des letzten Quartals. Doch dazu später mehr.

Die marktbeeinflussenden Ereignisse ließen sich in diesem Trimester auf der Zeitachse sehr gut regional einordnen.

Den Anfang machte im April die japanische Notenbank (BoJ), die ihre im Januar angekündigten Maßnahmen nun in ihrer ersten Tagung unter dem neuen Gouverneur Haruhiko Kuroda konkretisierte. Die Ankündigungen können folgendermaßen zusammengefasst werden: Der Superlativ wurde übertroffen. Mit einer geplanten Erhöhung des Bestandes an Staatsanleihen der BoJ um rund 50 Billionen Yen soll das von Kuroda ausgegebene Ziel erreicht werden, Japan aus der seit 15 Jahren andauernden Deflation zu befreien und innerhalb von rund zwei Jahren eine Inflationsrate von zwei Prozent zu realisieren. Die Reaktion des Marktes war überraschend eindeutig: Aktienkurse stiegen weiter massiv an, der Währungskurs fiel.

In Europa schienen sich die politischen Ereignisse die Waage zu halten, wenn sie genauer betrachtet jedoch nahezu durchweg negativ zu interpretieren sind. Beispielhaft hierfür zu nennen sind: Portugals Oberster Gerichtshof lehnte Teile des Sparhaushaltes ab und verursacht damit vermutlich weitere Einsparungen in „bevölkerungsnahen“ Bereichen. In Italien konnte sich nach langem Tauziehen eine Regierung bilden, jedoch wurden auch hier mit der EU vereinbarte Sparziele sofort in Frage gestellt. Und auch die Ratingagenturen waren nicht untätig: Während Slowenien von Moody's auf „Ramsch“ mit negativem Ausblick abgestuft wurde – und bereits als nächster „Hilfskandidat“ von den Kreditmärkten gehandelt wird – stufte die Agentur Fitch Griechenland von CCC auf B- herauf, mit stabilem Ausblick. Dies alles gipfelte dann Ende Mai, begleitet von den einsetzenden Marktturbulenzen, in einer Art Generalamnestie für die Defizitsünder der EU. Frankreich bekam einen Aufschub gewährt, Italien wurde das Defizitverfahren erlassen und Spanien, Portugal, Polen, die Niederlande und Slowenien erhielten mehr Zeit zum Sparen. Paradoxerweise wurde Deutschland wegen seiner schleppenden Arbeitsmarktreformen gerügt.

1

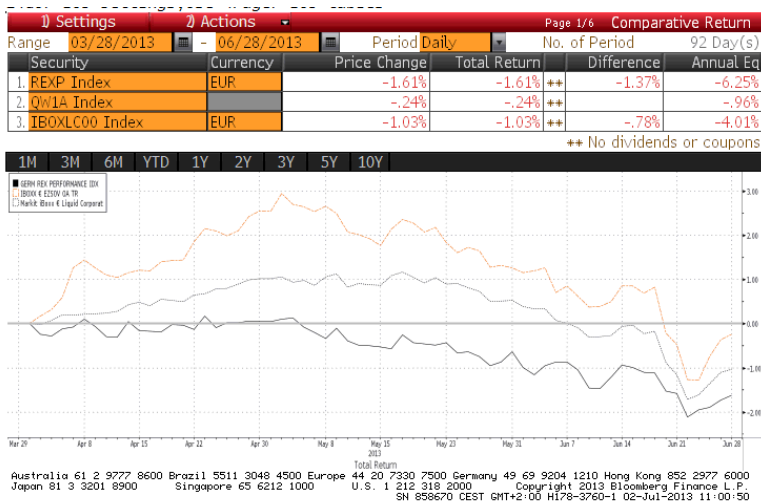
Nachdem es bis Mitte Mai aus den USA nahezu keine erwähnenswerten Nachrichten zu vermelden gab, „verursachte“ wieder einmal der Vorsitzende der US-Notenbank (Fed) Ben Bernanke am 22. Mai sowie am 19. Juni signifikante Marktbewegungen. Letztendlich wurden seine Äußerungen (in deren Zusammenhang der Begriff des „Tapering“ geprägt wurde) von den Marktteilnehmern als der Beginn des Ausstieges aus der ultralockeren Geldpolitik und als potentielles Ende des nunmehr über 30 Jahre andauernden Zyklusses fallender Zinsen interpretiert. Entsprechend fielen die Marktreaktionen aus. Das Börsen-Bonmot „Sell in May and go away“ bewahrheitete sich in diesem Jahr deshalb vor allem auf der Anleihe-seite, da die Zinsen in Folge der Äußerungen stark anstiegen. Die Marktteilnehmer schwankten daraufhin zwischen diesem Ergebnis und der weiteren Hoffnung oder auch Abhängigkeit auf relativierende Aussage des Fed-Gouverneurs. Jede Konjunkturnachricht wurde folglich mit Argusaugen beobachtet und meist kurzfristig nach dem Schema „Schlechte Nachricht – Hoffnung auf Beibehaltung des aktuellen Kurses“ et vice versa interpretiert.

Zusätzlich sorgten die schlechter als erwartet ausfallenden Konjunkturdaten und die restriktivere Geldpolitik in China für Verunsicherung und führten zu starken Verkäufen bei Schwellenländeranleihen und -aktien sowie bei den Hauptwährungen der Emerging Markets wie beispielsweise Brasilianischer Real, Indische Rupie und Türkische Lira. Die politischen Ereignisse in Nordkorea, Ägypten, der Türkei und Syrien wurden von den Kapitalmärkten hingegen kaum beachtet.

Anleihemärkte. Die Staatsanleihemärkte in Europa und den USA bewegten sich bis zur Mitte des Berichtszeitraums seitwärts bzw. im Zuge der sich entspannenden Situation in Italien sogar leicht positiv. Dies änderte sich Anfang Mai schlagartig, dem „tapering-talk“ der Fed und der eigentlich positiven Leitzinssenkung der EZB folgte eine relativ starke Abwärtsbewegung. So stiegen die jeweiligen 10-jährigen Referenzrenditen von 1,6 % auf 2,6 % respektive von 1 % auf 1,5 %.

Der seit nahezu vier Jahren ununterbrochene Aufwärtstrend bei den Unternehmensanleihen flachte sich wie schon im ersten Quartal merklich ab und kulminierte in einem starken „Sell-Off“ im Juni. Jedoch war zu beobachten, dass die negativen Wertentwicklungen nahezu über das gesamte Kreditspektrum und insbesondere auf Indexebene homogen stattfanden. Eine wirkliche Differenzierung war nicht zu erkennen, so dass es sich hier wohl mehr um Durations- und Liquidierungseffekte handelt als um fundamentale Veränderungen der Bonitätseinschätzung.

Grafik (1) Anleihemärkte

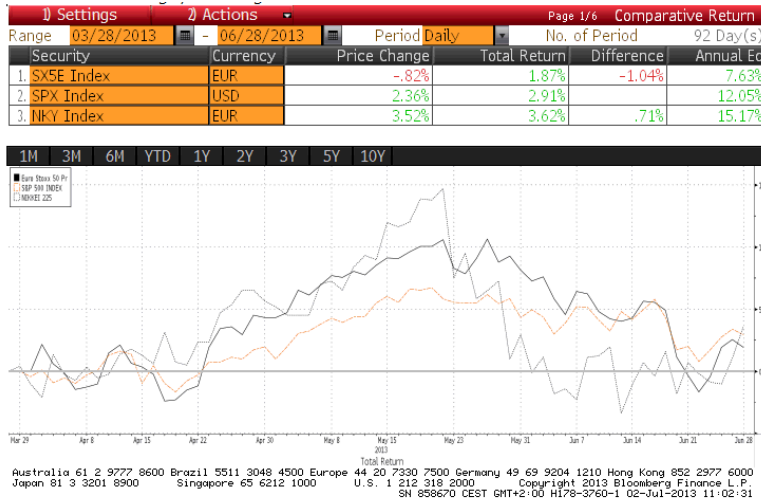


2

REXP (Bundesanleihen), QW1A (europ. Staatsanleihen), IBOXLC00 (europ. Unternehmensanleihen); Quelle: Bloomberg

Aktienmärkte. Die Aktienmärkte entwickelten sich im abgelaufenen Quartal entsprechend der Nachrichtenlage sehr homogen. Bis Mitte Mai stiegen alle Märkte, angeführt von Japan. In der Folge der erwähnten Äußerungen von Fed-Chef Bernanke setzte dann jedoch weltweit die entgegengesetzte Bewegung ein und die Aktienmärkte büßten nahezu alle Gewinne wieder ein. Besonders negativ entwickelten sich die Emerging Markets, da hier als Folge der Meldungen aus China sowohl die Titel als auch die Währungen signifikant verloren. Aber auch die in den letzten Monaten stark gesuchten „Qualitätsaktien“ und Dividendenzahler verloren an Attraktivität. Die gemeldeten Unternehmensdaten für das erste Quartal entsprachen im Wesentlichen den Erwartungen des Marktes, jedoch wurden im Verlauf des Quartals erneut die Gewinnschätzungen stetig nach unten angepasst.

Grafik (2) Aktienmärkte weltweit

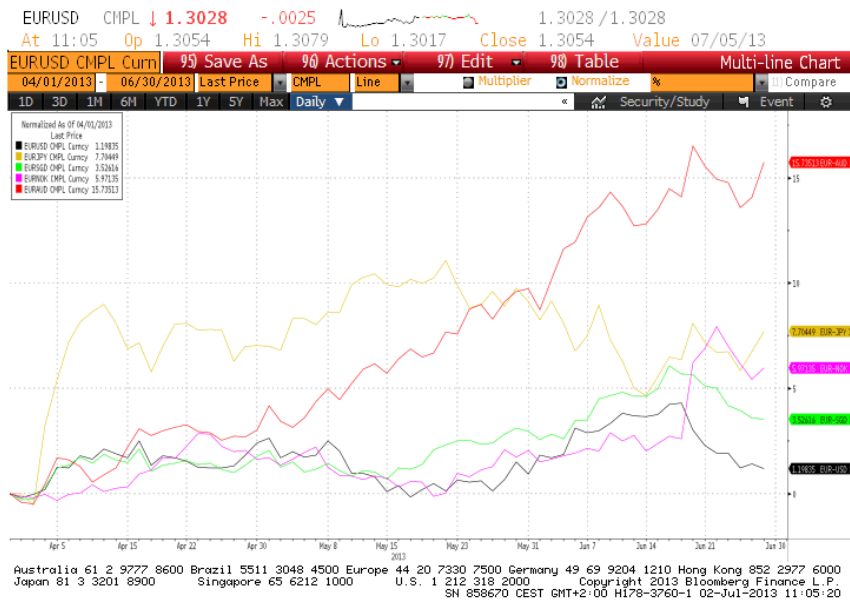


SX5E(EuroStoxx 50), SPX (S&P 500), NKY (Nikkei 225); Quelle: Bloomberg

Rohstoffe und Währungen. Auf der Währungsseite wertete der Euro tendenziell erneut gegen nahezu alle von uns investierten Währungen auf, auch wenn sich dieser Trend gegen Ende des Quartals wieder etwas abschwächte. Die für uns signifikanteste Bewegung verzeichnete dabei die norwegische Krone, die ab Mai kontinuierlich abwertete, nachdem sich die Notenbank deutlich pessimistischer für die heimische Wirtschaft geäußert hatte. Ebenso konnte sich der australische Dollar dem immer schlechter werdenden wirtschaftlichen Umfeld nicht mehr entziehen und verlor weiter an Wert.

3

Grafik (3) Währungen

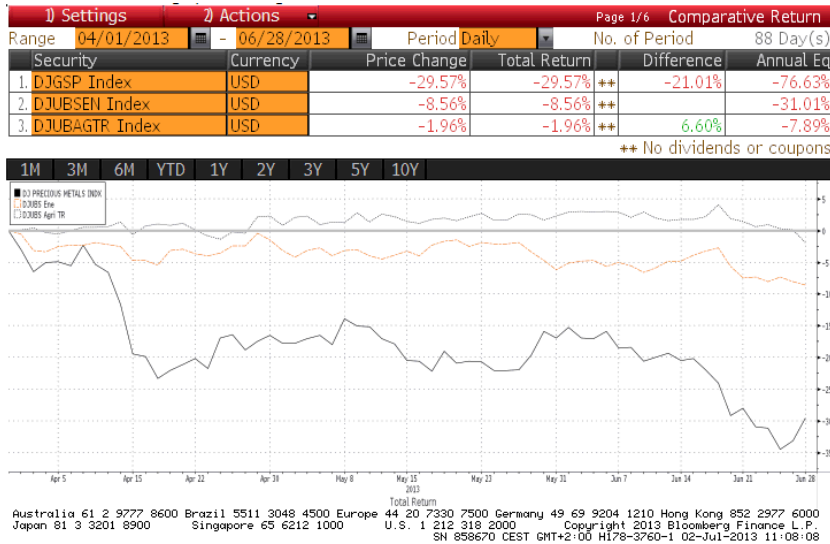


AUD (Australischer Dollar), SGD (Singapur Dollar), USD (US-Dollar), NOK (Norwegische Krone), JPY (Japanischer Yen); Quelle: Bloomberg

Die Rohstoffe bewegten sich im abgelaufenen Quartal relativ homogen abwärts. Besonders negativ fielen dabei die Verluste bei den Edelmetallen Gold und Silber aus. Nachdem insbesondere Gold seit über 10 Jahren nahezu kontinuierlich gestiegen war, gab es zum Anfang und zum Ende des Berichtszeitraumes fast schon crash-artige Bewegungen. Über die Gründe wurde medial sehr viel spekuliert, exemplarisch sind hier Verkaufsgerüchte von zypritischem Zentralbankgold oder gezielten Manipulationen von Seiten der sogenannten „Bullion-Banken“ zu nennen. Wir möchten an dieser

Stelle nur auf die Tatsache hinweisen, dass es zwar massive Abflüsse aus den Gold-ETF's gab, soweit uns bekannt ist aber die physische Nachfrage nach Barren und Münzen nicht nachgelassen hat.

Grafik (4) Rohstoffmärkte



DJGSP (Edelmetalle), DJUBSEN (Energie), DJUBAGTR (Agrar); Quelle: Bloomberg

4 **Aktivitäten in der Vermögensverwaltung.** In unserem vermögensverwaltenden Aktienfonds Do Aktien Global hielten wir die Aktienquote über das Quartal relativ konstant bei rund 70 %, bei aktiver Umschichtung des Portfolios: Zunächst trennten wir uns im April aufgrund enttäuschender Ergebnisse vom Global Advantage Emerging Market High Value und investierten in den Robeco Emerging Conservative-Fonds. Wir realisierten unsere Gewinne im Henderson Global Technology, da der Technologie-sektor zu diesem Zeitpunkt zu stagnieren schien, und wir unsere Gesamtgewichtung reduzieren wollten. Einen Monat später stockten wir die Position im db x-tracker MSCI World ETF auf, und erwarben ETFs auf den S&P 500 Index sowie den DAX, so dass die Aktienquote kurzzeitig ca. 75 % erreichte. Der DAX ETF wurde zusammen mit der bestehenden Position in Japan (iShares MSCI Japan EUR Hedged) Anfang Juni wieder veräußert. Zum Ende des Quartals entschieden wir uns aufgrund der zunehmenden Volatilität unser zyklisches Exposure etwas zu reduzieren und stattdessen quotenneutral in den Bereich Infrastrukturunternehmen zu investieren. Wir reduzierten dafür den Lingohr Systematic LBB-Invest und verkauften den Aberdeen World Equity zu Gunsten einer Position im Morgan Stanley Global Infrastructure.

Im Anleihebereich waren wir im letzten Quartal in unserem Do – Absolute Return-Fonds selektiv bei Neuemissionen aktiv. Wir investierten vor allem in defensive Emittenten wie Repsol (Energie), Telenor (Telekommunikation) und Softbank (Telekommunikation). Hinzu kamen ebenso kleine Positionen in Wienerberger und Strabag (Bau). Wir stockten nach dem Zinsanstieg Ende Juni zudem unsere Position in einer bis 2015 laufenden Bundesanleihe auf. Auf der Verkäuferseite waren wir bei eher zyklischen Namen bzw. längeren Laufzeiten wie ThyssenKrupp (Industrie) und KUKA (Industrie) aktiv. Zusätzlich schlossen wir unsere gesamten Positionen im australischen Dollar.

Auch im Aktienbestand des Do – Absolute Return nahmen wir Anfang Mai größere Umschichtungen vor. Aufgrund von enttäuschenden Ergebnissen tauschten wir unsere Fondsposition im Global Advantage Emerging Market High Value in den Robeco Emerging Conservative. Wir veräußerten unsere Positionen in Roche und GlaxoSmithKline (Gesundheit) sowie in Vodafone (Telekommunikation) und Microsoft (Software/IT) mit signifikanten Gewinnen. Ebenso wurde der Anfang des Jahres erworbene ETF auf den Japanischen Markt Ende Juni verkauft. Im Gegenzug engagierten wir uns bei Deere (Landmaschinen), Agilent Technologies (Technologie), Statoil (Energie) und Keppel (Infrastruktur). Die Aktienquote verringerte sich durch diese Transaktionen im gesamten

Berichtszeitraum von rund 11 % auf etwa 9 %, unsere Fremdwährungsquote beträgt aktuell rund 47 % (SGD, NOK, USD, JPY).

Ausblick.

Anleiheseite. Auf der Anleiheseite könnten die Marktteilnehmer den Sommer nutzen, um sich darüber klar zu werden, ob es nun zu einer strukturellen Umkehr des Zinstrends kommt oder nicht. Dabei werden die Äußerungen (Aktionen erwarten wir vorerst noch nicht) der großen Zentralbanken wahrscheinlich noch genauer beobachtet und interpretiert werden als sonst. Dies wird folglich zu höherer Volatilität führen. Die Entwicklungen der Unternehmensanleihen begleiten wir aus diesen Gründen ebenso eng. Hier können wir uns einen weiteren antizyklischen Abbau vorstellen, sollten sich die Unternehmensdaten verschlechtern. Eine steigende Inflation erwarten wir aufgrund des weltweit weiter schwachen Wachstums, nicht ausgelasteter Kapazitäten und des weiter gestörten Transmissionsmechanismus bei der Kreditvergabe der europäischen Banken weiterhin nicht. Jedoch bleibt vor allem bei europäischen Staatsanleihen das Risiko von Bonitätsveränderungen und höheren Risikoaufschlägen latent vorhanden, das größte Risiko sehen wir neben den am aktuellen Rand wieder akuten Märkten in Portugal 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.

Aktienseite. Auf der Aktienseite wird die aktuell beginnende Berichtssaison darüber Aufschluss geben, inwieweit die – absolut gesehen – aktuell ambitionierten Bewertungsniveaus der Unternehmen in den USA Bestand haben können und wie die immer weiter fortschreitende Rezession in den Peripheriestaaten sich auf die Unternehmens-ergebnisse in „Kerneuropa“ auswirken. Neben diesen idiosynkratischen Risiken stellen die potentiellen Auswirkungen der weiteren Notenbankpolitik und weitere negative Daten aus China unseres Erachtens das größte Risiko für Kursverluste dar.

Wir werden diese Situation mit Argusaugen betrachten und weiter an unserer flexiblen und diversifizierten Anlagestrategie festhalten.

Anhang: Übersicht über die weltweit wichtigsten Indizes

| Aktienmärkte | Stand 28.06.2013 | Veränderung in 2013 | Veränderung in 2012 |
|-------------------------|------------------|------------------------|------------------------|
| DAX (X) | 7759,22 | 4,56% | 29,06% |
| MDAX (X) | 13706,44 | 15,04% | 33,90% |
| SDAX (X) | 5795,18 | 10,40% | 18,72% |
| EuroStoxx 50 P | 2602,59 | 1,87% | 19,60% |
| DJ Industrial Av. (USD) | 14909,60 | 15,20% | 10,24% |
| S&P500 (USD) | 1606,28 | 13,82% | 16,00% |
| Nasdaq Composite (USD) | 3403,25 | 13,42% | 17,75% |
| Nikkei225 (JPY) | 13677,32 | 32,81% | 25,47% |
| Hang Seng (HKD) | 20803,29 | -5,81% | 27,44% |
| MSCI AC World (EUR) | 355,81 | 7,95% | 14,75% |

| Rentenmärkte | Stand 28.06.2013 | Veränderung in 2013 | Veränderung in 2012 |
|------------------------|------------------|------------------------|------------------------|
| REXP | 439,78 | -0,66% | 4,64% |
| IBOXX Liquid Corp. 100 | 137,14 | -0,76% | 10,90% |
| JP Morgan EMBI (USD) | 616,82 | -8,22% | 18,54% |

| Rohstoffe | Stand 28.06.2013 | Veränderung in 2013 | Veränderung in 2012 |
|--------------------|------------------|------------------------|------------------------|
| Gold (USD) | 1234,57 | -26,31% | 7,14% |
| Silber (USD) | 19,67 | -35,20% | 8,98% |
| Rohöl Brent (\$/b) | 102,16 | -8,74% | 4,05% |
| DJ AIG Comm. (USD) | 250,54 | -10,47% | -1,06% |

| Zinsen (in Prozent) | Stand 28.06.2013 | Stand 31.12.2012 | Stand 31.12.2011 |
|-------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Euribor (3 Monate) | 0,22 | 0,19 | 1,35 |
| EUR Umlaufrendite | 1,38 | 1,01 | 1,46 |
| 10J. Staatsanleihen BRD | 1,73 | 1,32 | 1,83 |
| 10J. Pfandbriefe | 1,78 | 1,57 | 2,83 |

| Währungen | Stand 28.06.2013 | Stand 31.12.2012 | Stand 31.12.2011 |
|-----------|---------------------|---------------------|---------------------|
| EUR/USD | 1,30 | 1,32 | 1,30 |
| EUR/JPY | 129,17 | 114,45 | 99,66 |
| EUR/CHF | 1,23 | 1,21 | 1,21 |
| EUR/GBP | 0,86 | 0,81 | 0,83 |
| EUR/NOK | 7,92 | 7,34 | 7,74 |
| EUR/AUD | 1,30 | 1,32 | 1,30 |
| EUR/SGD | 1,65 | 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.