

## INVESTMENTBERICHT 3. QUARTAL 2013

### Fokus auf die US-Notenbank

Déjà-vu: Erneut wurde das Kapitalmarktgeschehen – vor allem in den USA – durch die Aktionen der US-Notenbank bestimmt.

Die Überraschung hätte nicht größer ausfallen können: Nachdem die amerikanische Notenbank die Kapitalmärkte nun nahezu vier Monate auf eine Reduzierung ihrer ultralockeren Geldpolitik vorbereitet hatte, sorgte die Ankündigung, dies nun doch nicht zu tun, für Erleichterung.

Kaum hatten die Märkte erkannt, dass der Kurswechsel in der Geldpolitik ausbleibt, wurden Sie mit zwei weiteren Problemfeldern konfrontiert: Zum einen führte der stagnierende Budgetstreit in der US-Regierung Ende September zu einer zwangsweisen Lahmlegung der Verwaltung und gleichzeitig droht der USA Mitte Oktober aufgrund der erreichten Schuldenobergrenze die Zahlungsunfähigkeit.

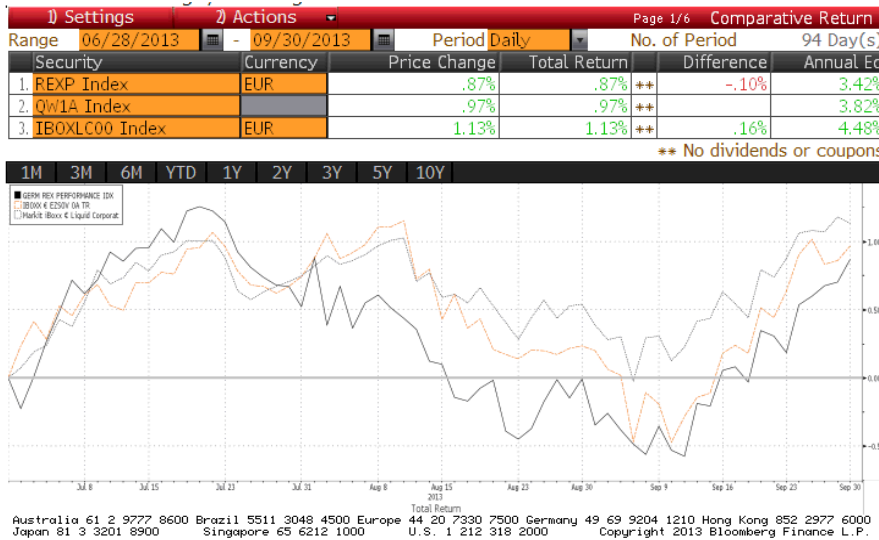
Die Insolvenz der Stadt Detroit Mitte Juni sorgte nur kurzfristig in den speziellen Anleihenmärkten für Kommunalanleihen in den USA für Verunsicherung und ging neben den oben genannten Punkten nahezu vollständig unter.

In Europa kehrte temporär Ruhe ein. Der Mangel an makroökonomischen Nachrichten und die tendenziell etwas besser ausgefallenen Konjunkturdaten (z.B. fallende Lohnstückkosten) führten zu einer abnehmenden Risikoaversion und einem positiven Kapitalmarktumfeld. Auch die weiter rückläufige Bilanzsumme der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde positiv interpretiert. Einzige Ausnahme bildeten die weiteren Regierungsturbulenzen in Portugal, wo die neu gebildete Regierung bereits nach einigen Wochen zu wackeln begann und die Anleihenmärkte mit steigenden Renditen jenseits der 8 % reagierten. Gegen Ende des Quartals sorgte Silvio Berlusconi in Italien kurzzeitig für Verunsicherung, die sich jedoch nach seinem Einlenken rasch wieder legte. Die Ergebnisse der Bundestagswahl in Deutschland waren zum Teil zwar etwas überraschend, jedoch führte die relativ hohe Wahrscheinlichkeit einer weiter bestehenden bürgerlichen Regierung zu keiner relevanten Marktreaktion.

Die politischen Ereignisse in Nordkorea, Ägypten und Syrien wurden von den Kapitalmärkten hingegen kaum beachtet, ebenso wie die neu veröffentlichten Ratingabwertungen für Italien (von BBB+ auf BBB) und Frankreich (von AAA auf AA+) oder die erneut aufkommenden Diskussionen über neue Hilfsprogramme für Griechenland und Zypern. Auch der Gewinn beider „Häuser“ der Liberaldemokratischen Partei (LDP) in Japan wurde vom Markt erwartet und wirkte sich nicht auf das Marktgeschehen aus.

**Anleihenmärkte.** Die Staatsanleihenmärkte in Europa und den USA bewegten sich nach dem „Tapering“-Schock des 2. Quartals im Berichtszeitraum per Saldo in leicht positives Terrain und vom Verlauf her sehr homogen, ebenso wie die Unternehmensanleihen. Die beschriebenen Diskussionen jenseits des Atlantiks um die US-Schuldengrenze, die Stilllegung der US-Regierung sowie das Verschieben der Entscheidung über restriktive Notenbankmaßnahmen sorgten für Schwankungen aber schienen die Marktteilnehmer nicht nachhaltig zu beunruhigen, ebenso wie diesseits der noch offene Regierungsbildungsprozess in Deutschland. Die jeweiligen 10-jährigen Referenzrenditen (Deutschland, USA) stiegen in der Spitze von 2,5 % auf 3 % respektive von 1,5 % auf 2,05 %, nivellierten sich nach einem relativ starken Rückgang dann zum Ende des Quartals jedoch wieder bei 2,6 % bzw. 1,8 %. Innerhalb der Eurozone schwankten aufgrund der temporär unsicheren politischen Lage die italienischen Anleihen am stärksten. Innerhalb der Unternehmensanleihen konnten sich die Hochzinssegmente am besten erholen und wiesen auch die geringeren Schwankungen auf.

Grafik (1) Anleihemärkte

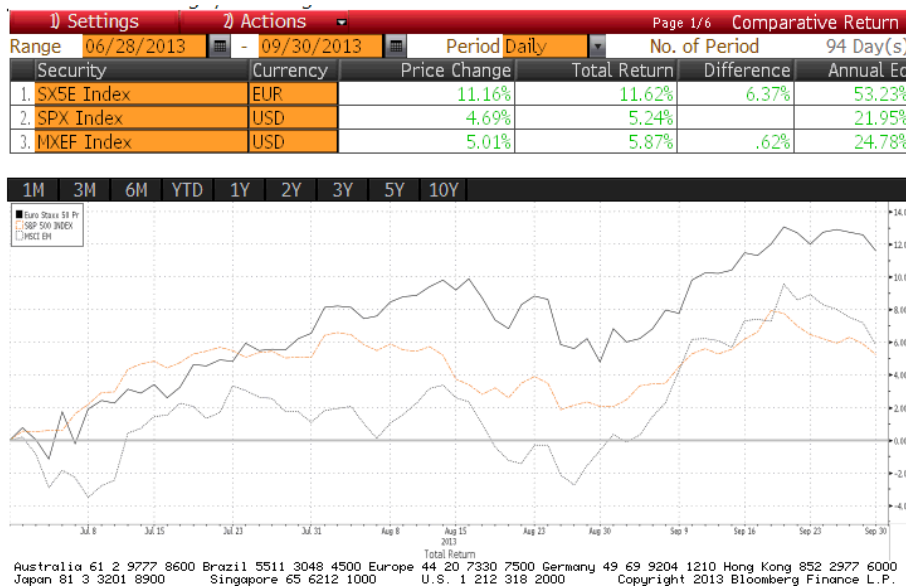


REXP (Bundesanleihen), QW1A (europ. Staatsanleihen), IBOXLC00 (europ. Unternehmensanleihen); Quelle: Bloomberg

2

**Aktienmärkte.** Die Aktienmärkte entwickelten sich im abgelaufenen Quartal durchweg positiv, allerdings gab es sehr unterschiedliche Verlaufsausprägungen. Während sich die Emerging Markets nach den Schocks des vergangenen Quartals zunächst zwei Monate seitwärts bewegten, konnten sich die europäischen Indizes deutlich von den US-amerikanischen Pendanten nach oben absetzen und bauten diesen Vorsprung im September sogar noch weiter aus. Die relativ niedrigeren Bewertungen im Vergleich zu den USA kombiniert mit den Rückflüssen aus den Emerging Markets und den sich makroökonomisch scheinbar zu stabilisierenden Konjunkturindikatoren waren hier der treibende Faktor. Besonders positiv konnten sich in Europa Telekommunikations- und Finanzwerte sowie in den USA Technologie- und Grundstoff-Unternehmen entwickeln et vice versa. 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.

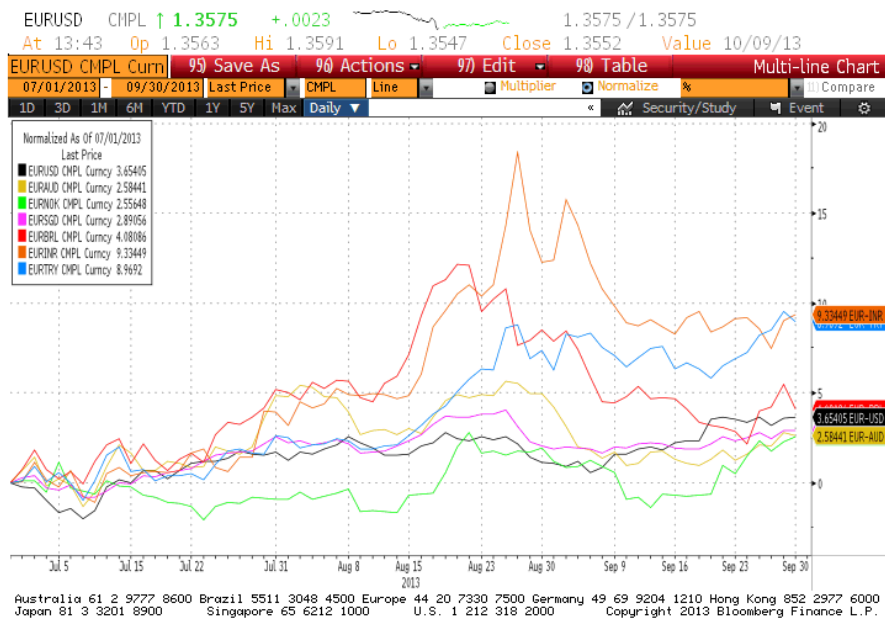
Grafik (2) Aktienmärkte weltweit



SX5E (EuroStoxx 50), SPX (S&P 500), MXEF (MSCI Emerging Markets); Quelle: Bloomberg

**Rohstoffe und Währungen.** Auf der Währungsseite wertete der Euro tendenziell erneut gegen nahezu alle Währungen leicht auf. Besonders starke Bewegungen waren gegenüber den Währungen der Emerging Markets zu verzeichnen, die – verursacht durch enorme Abflüsse aus den dortigen Kapitalmärkten – massiv unter Druck kamen. So verloren zum Beispiel die Indische Rupie in der Spitze nahezu 18 %, der Brasilianische Real 12 % und die Türkische Lira 10 % gegenüber dem Euro an Wert.

Grafik (3) Währungen

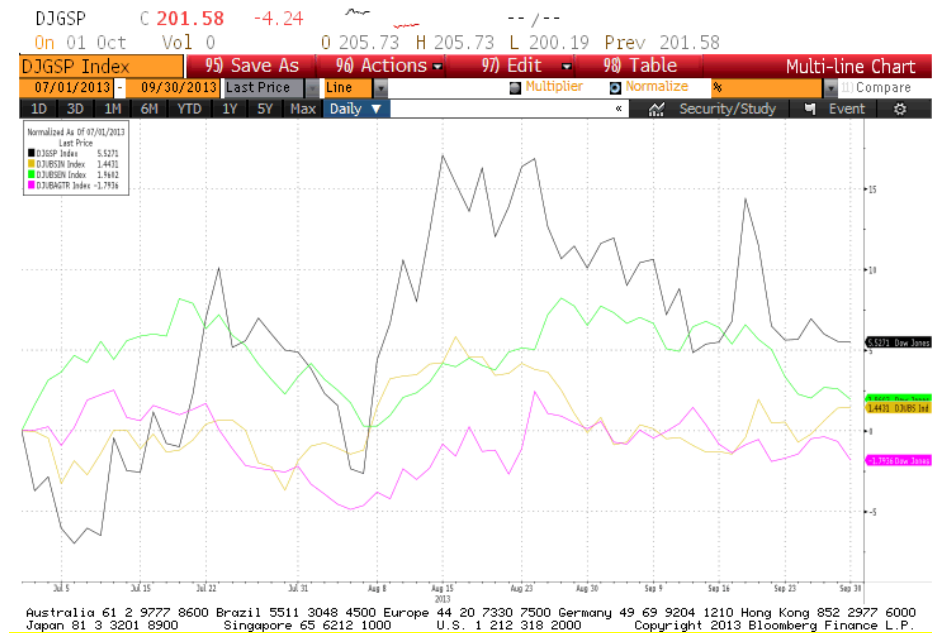


3

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 seitwärts. Lediglich bei den Edelmetallen gab es Anfang August nach den Aussagen der US-Notenbank, die Geldpolitik unverändert beizubehalten, einen kurzen heftigen Anstieg, der sich jedoch zum Quartalsende wieder etwas nivellierte.

Grafik (4) Rohstoffmärkte



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

**Aktivitäten in der Vermögensverwaltung.** In unserem vermögensverwaltenden Aktienfonds Do Aktien Global erhöhten wir Mitte Juli die Aktienquote von ca. 68 % auf 72 %. Wir wählten hierzu den eher defensiv und sehr langfristig ausgerichteten US-Aktienmanager Stralem aus New York, da wir nach wie vor eher vorsichtig an den Märkten agieren wollen. Aufgrund der sich scheinbar kaum stabilisierenden Lage an den Aktienmärkten der Emerging Markets entschieden wir uns, unsere Allokationen hier zu überdenken. In der Abwägung der kurzfristig weiter vorhandenen Unsicherheit gegenüber dem unserem Erachten nach langfristig weiter vorhandenen Potential dieser Region kamen wir zu folgendem Entschluss: Wir tauschten eine unserer ausschließlich direkt in diese Märkte investierende Position (Danske Invest Global Emerging Markets) in ein innovatives Konzept, das bewertungsgetrieben flexibel zwischen Unternehmen aus den etablierten Regionen (mit hohen Umsatzanteilen in den Emerging Markets) und direkten Engagements investieren kann und sich zudem auf das dominierende Thema Konsum fokussiert.

Im Anleihebereich waren wir im letzten Quartal in unserem Do – Absolute Return-Fonds wieder etwas aktiver als im Vorquartal. Wir investierten zum einen in eher defensiv geprägte Neuemissionen (DIC Asset, Continental, Unilever) und zum anderen in nach dem Zinsanstieg wieder attraktiv gepreiste High Yields (Emirates, Alpha Natural Resources) und konnten so das Portfolio erneut weiter diversifizieren. Wir tauschten zudem unsere kurzlaufende Position in US-Treasuries in eine 10-jährige Laufzeit, da wir den erfolgten Zinsanstieg für zu massiv erachten. Auf der Verkäuferseite nahmen wir bei Telecom Italia Gewinne mit. Zusätzlich schlossen wir im September unsere gesamten Short-Positionen im Japanischen Yen und realisierten hier hohe Gewinne. Ferner halbierten wir im August unsere Währungsgewichtung in der Norwegischen Krone auf nunmehr rund 5 %.

Im Aktienbestand des Do – Absolute Return nahmen wir einige Umschichtungen vor. Wir veräußerten Lorillard (Tabak), Total (Energie) und Dow Chemical (Chemie). Im Gegenzug engagierten wir uns bei AT&T (Telekommunikation), EOG Resources (Energie), John Deere (Landmaschinen), RWE (Versorger), GlaxoSmithKline (Gesundheit), Nestlé (Konsumgüter) und Unilever (Konsumgüter). Die Aktienquote erhöhte sich durch diese Transaktionen im gesamten Berichtszeitraum von rund 8,5 % auf etwa 10 %, unsere Fremdwährungsquote beträgt aktuell rund 42 % (insbesondere durch die Währungen USD, SGD, NOK).

In unseren Fondsdepots reduzierten wir die Liquiditätsquote und investierten in den Dexia LongShort Credit (Absolute Return-Ansatz im Credit-Bereich) und LBBW Pro Fund Credit (Absolute Return-Ansatz durch verschiedene Positionen in Bezug auf die Zinsstrukturkurve). So konnten wir erneut die Diversifikation erhöhen und unabhängiges Renditepotential erschließen.

### **Ausblick.**

Auch das letzte Quartal des Jahres wird unseres Erachtens nicht ohne große Marktbewegungen auskommen. Ausgehend von einer momentan „guten“ Welt, in der

- die Aktienbewertungen nicht zu hoch, aber schon sehr lange und geräuschlos kontinuierlich anwachsen,
- Risiko- und Laufzeitenprämien auf der Zinsseite noch immer sehr niedrig sind,
- die strukturellen Probleme in Europa faktisch ignoriert werden, und
- die chinesische, aber vor allem die amerikanische Notenbank auf einen Paradigmenwechsel in der Geldpolitik hinarbeiten müssten, dies aber noch nicht wachstumsstörend tun können,

stehen wir vor mehreren Fragen, deren Antworten das kommende Quartal prägen werden:

- (1) Die **USA** bestimmen mit ihrem hoffentlich vorübergehenden Government Shut Down aktuell die Diskussion, man wird sich sehr wahrscheinlich auf eine Erhöhung der Schuldenbremse einigen. Zuletzt reagierte der Aktienmarkt auf diese Nachricht im August 2011 bei vergleichbarer Ausgangslage mit einer Korrektur von ca. 25 %. Dies stützte damals den Dollar. Daneben wird nach der Nominierung von Janet Yellen zur Notenbankchefin die Frage entstehen, ob wirklich eine Tendenz zu einer Reduktion der monatlichen Anleihekäufe zu erwarten ist. Die ökonomische Herkunft von Frau Yellen ist sehr deutlich auf der Gegenseite einzuordnen, sie dürfte eher weiter für eine ultralockere Geldpolitik stehen. Falls nicht, wird der Markt umso sensibler auf jede Tapering-Tendenz reagieren.
- (2) Die **Emerging Markets** zeigen an vielen Stellen eine Wachstumsermüdung, die zum Teil schon sehr deutlich eingepreist wurde. Wie stark China sein Wachstum ohne die prägende Rolle des dortigen Notenbankgeldes – etwa über den Schattenbankenmarkt – vorantreiben kann, ist eine entscheidende Frage. Wir beobachten mit Sorge die Schwachstellen des chinesischen Kreditmarktes, der die letzten Jahre das immense Wachstum ermöglicht hat. Hierunter können exportorientierte Unternehmen und damit vor allem die Aktienseite in Mitleidenschaft gezogen werden.
- (3) In den letzten Monaten hat **Europa** positive Frühindikatoren – auch aus dem Süden – vermeldet. Unsere Euro-skeptische Währungsallokation mochte hierunter in einem schlechten Licht stehen, jedoch sind wir der festen Überzeugung, dass die Baustellen in Europa wieder zu erheblichen Ruhestörungen führen werden. Auf der Unternehmensebene herrscht weiterhin eine große Kreditrockheit, die dem Mittelstand vor allem südlich Deutschlands zu schaffen macht. Da Unternehmensanleihen in Europa bekanntlich kaum eine Risikoprämie zahlen, sind wir hinsichtlich dieser schlechten Kreditversorgung sehr wachsam – hier kann beinahe nur eine Verschlechterung eintreten. Auf der Ebene der Staatsfinanzierung werden wir ebenfalls wieder über Hilfspakete sprechen, hier wird die neu zu bildende Bundesregierung über das Ausmaß Eurobond-ähnlicher Lösungen befinden müssen. Beide Lärmquellen werden den Aktienmarkt belasten, gegebenenfalls auch den Euro. Sehr genau verfolgen wir die momentan sehr passive Europäische Notenbank, die sich außer dem Festhalten an Niedrigzinsen und einer umfangreichen Rücknahme der beiden großen Geldtender aus dem Jahr 2011 auffällig ruhig verhält.

Wir schließen eine langsame Stabilisierung Europas über die kommenden Monate jedoch nicht gänzlich aus. Solange sich die öffentliche Wahrnehmung in diesem Bild bewegt, droht kaum eine Schwächung des Euro.

Bei europäischen Staatsanleihen bleibt vor allem das Risiko von Bonitätsveränderungen und höheren Risikoaufschlägen latent vorhanden. Das größte Risiko sehen wir in den sich weiter verschlechternden Bedingungen in Frankreich. Wir bleiben deshalb auf der Anleihe Seite konsequent weiter nur in Staatsanleihen erster Bonität mit kurzen und mittleren Laufzeiten investiert (mit der aktuellen Ausnahme der erwähnten US-Treasury Position) und diversifizieren weiterhin den Großteil der Portfolien sehr breit über verschiedenste Anlageklassen und Währungen.

Auf der Aktienseite beobachten wir eine nun beginnende interessante Berichtssaison. Die erwarteten Gewinnsteigerungen der Unternehmen auf Jahresbasis sind verschwindend gering – eine äußerst seltene Ausgangslage bei einem Aktienmarkt auf Rekordniveau. Wir verfolgen auch hier weiterhin eine eher vorsichtig ausgerichtete Strategie. Dies manifestiert sich zum einen in einer nicht voll ausgeschöpften Investitionsquote und zum anderen in einem Fokus auf global ausgerichteten Unternehmen aus defensiven Sektoren sowie ähnlich aufgestellte Aktienfonds.

## Anhang: Übersicht über die weltweit wichtigsten Indizes

Aktienmärkte	Stand 30.09.2013	Veränderung in 2013	Veränderung in 2012
DAX (X)	8.594,40	12,90%	29,06%
MDAX (X)	15.034,27	26,19%	33,90%
SDAX (X)	6.392,90	21,78%	18,72%
EuroStoxx 50 P	2.893,15	13,70%	19,60%
DJ Industrial Av. (USD)	15.129,67	17,63%	10,24%
S&P500 (USD)	1.681,55	19,79%	16,00%
Nasdaq Composite (USD)	3.771,48	26,12%	17,75%
Nikkei225 (JPY)	14.455,80	41,12%	25,47%
Hang Seng (HKD)	22.859,86	4,27%	27,44%
MSCI AC World (EUR)	382,07	12,12%	14,75%

Rentenmärkte	Stand 30.09.2013	Veränderung in 2013	Veränderung in 2012
REXP	443,60	0,20%	4,64%
IBOXX Liquid Corp. 100	138,70	0,37%	10,90%
JP Morgan EMBI (USD)	622,17	-7,43%	18,54%

Rohstoffe	Stand 30.09.2013	Veränderung in 2013	Veränderung in 2012
Gold (USD)	1.328,94	-20,68%	7,14%
Silber (USD)	21,70	-28,50%	8,98%
Rohöl Brent (\$/b)	109,22	-2,43%	4,05%
DJ AIG Comm. (USD)	255,88	-8,56%	-1,06%

Zinsen (in Prozent)	Stand 30.09.2013	Stand 31.12.2012	Stand 31.12.2011
Euribor (3 Monate)	0,23	0,19	1,35
EUR Umlaufrendite	1,41	1,01	1,46
10J. Staatsanleihen BRD	1,78	1,32	1,83
10J. Pfandbriefe	1,77	1,57	2,83

Währungen	Stand 30.09.2013	Stand 31.12.2012	Stand 31.12.2011
EUR/USD	1,35	1,32	1,30
EUR/JPY	132,90	114,45	99,66
EUR/CHF	1,22	1,21	1,21
EUR/GBP	0,84	0,81	0,83
EUR/NOK	8,14	7,34	7,74
EUR/AUD	1,35	1,32	1,30
EUR/SGD	1,70	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.