

## INVESTMENTBERICHT 3. QUARTAL 2015



### Managementkommentar der Do Investment AG

**Rechtliche Hinweise:**

Dieser Investmentbericht ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch vorgesehen. Weder der Marktcommentar noch andere Teile daraus dürfen ohne vorherige Erlaubnis reproduziert oder veröffentlicht werden. Die in diesem Investmentbericht 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 Investmentbericht verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quellen für die Performancedaten und Grafiken sind, soweit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.

## INHALT

INVESTMENTBERICHT 3. QUARTAL 2015 .....	3
Anleihemärkte.....	5
Aktienmärkte.....	6
Währungen .....	8
Rohstoffe .....	9
ÜBERSICHT ÜBER DIE WELTWEIT WICHTIGSTEN INDIZES .....	11
DO-FONDS IM 3. QUARTAL 2015 .....	12
Vermögensverwaltender Fonds ‚Do – Absolute Return‘ .....	12
Vermögensverwaltender Aktiendachfonds ‚Do Aktien Global‘ .....	14
Vermögensverwaltende Dachfonds ‚Do – Stiftungsfonds‘ und ‚Do – Balance‘ .....	16
AUSBLICK.....	17
RECHTLICHE HINWEISE .....	21

## INVESTMENTBERICHT 3. QUARTAL 2015

Nachdem im letzten Quartal aufgrund eines unerwartet starken Zinsanstiegs die Anleihekurse sanken, verzeichneten in den vergangenen drei Monaten risikobehaftete Anlageklassen deutliche Kursverluste. Das dritte Quartal erwies sich für Aktien als eines der schwächsten seit mehreren Jahren: Der weltweite Aktienindex MSCI World verlor im vergangenen Quartal 9%, das deutsche Leitbarometer DAX30 sogar 12%. Noch drastischer fielen die Schwellenländeraktien gemessen am MSCI Emerging Markets mit 19% Kursverlust. Die Verluste des wesentlich defensiveren US-Aktienmarktes hielten sich auf Basis des S&P 500 Index mit -7% noch in Grenzen. Derartige Kurseinbrüche gab es zuletzt vor vier Jahren, im dritten Quartal 2011. In den Schwellenländern erinnert der jüngste Abverkauf (z.B. chinesische Inlandsaktien gemessen am Shanghai Composite -29%) dagegen schon eher an die Globale Finanzkrise 2008/2009 oder die Asienkrise 1998. Was sind die Hintergründe der jüngsten Kursturbulenzen?

Anfang des Quartals belasteten zunächst „Grexit“-Ängste. Zu dieser Zeit diskutierte die griechische Regierung wochenlang mit ihren Gläubigern. Nachdem die griechische Regierung die Verhandlungen überraschenderweise abgebrochen und ein Referendum anberaumt hatte, löste dies Schockwellen an den Aktienmärkten aus. Griechische Aktien wurden zu diesem Zeitpunkt sogar für einen kompletten Monat – was sehr selten passiert – vom Handel ausgesetzt.

Ab etwa August erlitt die durch Griechenland ausgelöste Aktienschwäche eine sprunghafte Beschleunigung. Dies mündete in einem außergewöhnlich heftigen Aktieneinbruch. In nur vier Handelstagen im August (20.-25.08.) verlor der US-amerikanische Aktienindex S&P 500 10% seines Wertes, der deutsche Aktienindex DAX30 sogar 12%. Der negative Impuls ging diesmal aus den Schwellenländern, allem voran China, aus. Der chinesische Einkaufsmanagerindex fiel auf ein Niveau wie zuletzt 2009 und die Gefahr einer sogenannten harten Landung bestimmt seitdem die Schlagzeilen. Die Abkühlung der chinesischen Wirtschaft lässt sich unter anderem an immer weiter fallenden Rohstoffpreisen ablesen. Nachdem der Ölpreis bereits von Juli 2014 bis März 2015 etwa 60% an Wert verloren hatte, setzte sich die Ölpreisschwäche fort. In den letzten drei Monaten stürzte der Ölpreis um weitere 24% ab. Der Rückgang stellt inzwischen den zweitschlimmsten Einbruch seit 1990 dar (nur in der Globalen Finanzkrise 2008/2009 fiel Rohöl noch mehr). Im derzeitigen Umfeld von Stress treten zunehmend globale Ungleichgewichte zu Tage. Schwellenländer mit entsprechend negativen Leistungsbilanzsalden und Budgetdefiziten wie z.B. Brasilien und Russland geraten immer mehr unter Druck und befinden sich in einer tiefen Rezession.

Weiterhin belasteten Ängste betreffend der ersten Zinserhöhung von Seiten der US-amerikanischen Notenbank Fed. In den USA hat die Unsicherheit hinsichtlich des globalen Konjunkturausblicks die Fed dazu veranlasst, den Beginn des Zins-Straffungszyklus weiter nach hinten zu schieben. Bei ihrer Sitzung am 17. September 2015 ließ sie ihren Leitzins unverändert. Der letzte US-Zinserhöhungszyklus liegt schon mehr als zehn Jahre zurück. Die Fed erhöhte ihren Leitzins zuletzt von Mai 2004 von 1,00% auf 5,25% im Juni 2006. Die Fed-Entscheidung, die Zinsen nicht zu erhöhen, interpretierten die Investoren als ein konjunkturpessimistisches Signal. Durch die geldpolitische Entscheidung wurde die zu diesem Zeitpunkt laufende positive Gegenbewegung bei Aktien nach den starken Abverkäufen im August wieder im Keim erstickt und es folgten abermals fallende Aktiennotierungen bis zum Quartalsende.

Zusätzlich zu den ohnehin bereits grassierenden China-Ängsten mussten Investoren im September unternehmensspezifische Probleme verkraften. Diese fühlten sich an, wie der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte. Nach Bekanntgabe der Abgasmanipulationen durch Volkswagen rauschte die Aktie in den Keller. Die im DAX30 enthaltene VW-Vorzugsaktie verlor allein in zwei Handelstagen (21.-22.08.) 35% ihres Wertes. Dem Unternehmen drohen Strafzahlungen von bis zu 18 Mrd. Dollar durch die US-Umweltbehörde EPA, dazu kommen neben den Rückrufkosten auch mögliche Regressansprüche von enttäuschten Kunden und Aktionären sowie der schwer zu beziffernde Imageschaden. VW, dessen Konzern für rund 2% der bundesdeutschen Wertschöpfung steht und eigentlich eine Ikone deutscher Ingenieurskunst darstellt, hat bereits in einem ersten Schritt

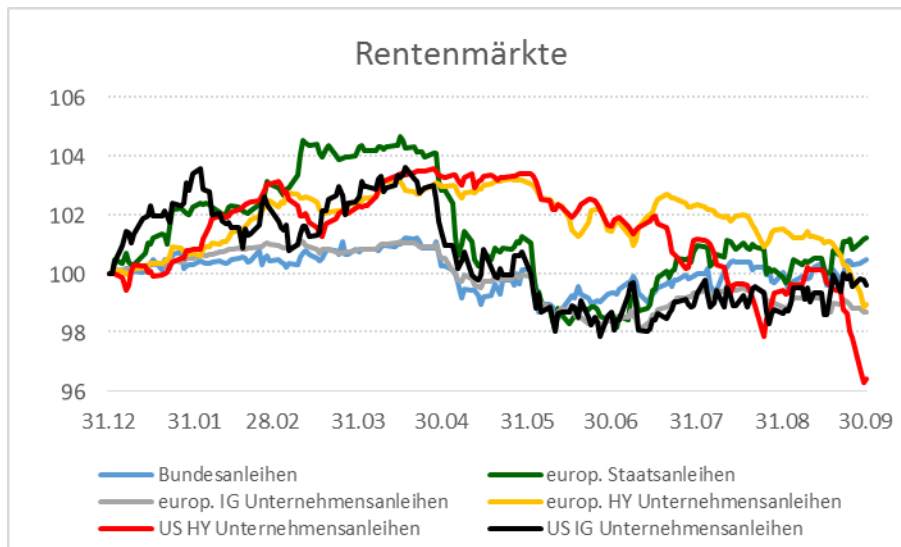
Rückstellungen von 6,5 Mrd. Euro gebildet. Gerade der Abgasskandal um VW zeigt deutlich, dass selbst solide angesehene Unternehmen mit einem Investment-Grade-Rating und einer gesunden Bilanz von heute auf morgen in Schwierigkeiten geraten können und die Solvenz derartiger Unternehmen von Investoren quasi über Nacht ernsthaft angezweifelt werden kann. Jüngst errechnete sich auf Basis der Preise von fünfjährigen Kreditausfall-versicherungen für den VW-Konzern eine implizite Ausfallwahrscheinlichkeit von etwa 20%, was wir definitiv für überzogen halten. Nach VW folgte am Markt die Angst über das Fortbestehen des stark verschuldeten schweizerisch-britischen Rohstoffkonzerns Glencore. Ein Analyst von Investec gelang in seiner Analyse zum Fazit, dass der Bergbaukonzern bald eine Eigenkapitalbewertung nahe Null erreichen könnte (Aktien sind wertlos), sollten die Rohstoffpreise noch etwas weiter absinken. Am 29. August stürzte die Glencore-Aktie an nur einem Handelstag um 29% ab.

## Anleihemärkte

Im Anleihesegment manifestierten sich im letzten Quartal zwei Trends: Staatsanleihen profitierten von wieder fallenden Renditen, wogegen es im Unternehmensanleihebereich bei riskanten Hochzinsanleihen und ausgewählten Emittenten im Investment-Grade-Bereich vereinzelt zu deutlichen Kursverlusten kam. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen fiel im Quartalsverlauf von 0,76% auf 0,59% – und dies obwohl sich das konjunkturelle Umfeld in der Eurozone zuletzt eher verbesserte. Der Grund für den jüngsten Renditeverfall dürfte zum einen in der erhöhten Unsicherheit bezüglich des globalen Konjunkturverlaufs liegen, zum anderen auch an der Tatsache, dass Staatsanleihen in der jüngsten Aktienmarkt-schwäche wieder ihrer Eigenschaft als Fels in der Brandung gerecht wurden, wenn auch in abgeschwächter Form. Hinzu kommt eine abermals rückläufige Inflation in der Eurozone. Während die Inflationsrate in der Eurozone im Mai noch bei 0,3% lag, rutschte diese im September mit -0,1% erstmalig seit März wieder in negatives Terrain (Deflation). Der Rückgang beruht allerdings vor allem auf dem inflationsdämpfenden Effekt der Energiekosten, die gegenüber dem Vorjahr deutlich um 8,9% fielen. Wir erwarten ab 2016 basisbedingt wieder höhere Inflationsraten. Nur wenn die Energiepreise weiter fallen, droht ein weiteres Abgleiten in die Deflation. Der Rentenindex REXP legte im dritten Quartal um 1,2% zu, noch besser entwickelten sich allerdings Euro-Peripherieanleihen. Der Gesamtindex von Euro-Staatsanleihen (iBoxx Euro Sovereigns Index) glänzte sogar mit einem ordentlichen Plus von 2,6%. Der Referenzindex für Euro-Staatsanleihen schlägt seit Jahresanfang mit 1,2% Wertentwicklung sämtliche Renten-segmente. Die Widerstandsfähigkeit von Euro-Staatsanleihen spiegelt in unseren Augen nicht nur die erfolgte Flucht in Sicherheit in der zuletzt weit verbreiteten „Risk-Off“-Stimmung wider. Vielmehr dürften Marktteilnehmer darauf spekulieren, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihr QE-Programm nochmals ausweiten könnte und damit die Märkte mit noch mehr Liquidität flutet. Auf ihrer Sitzung am 3. September bereitete die EZB den Boden für eine Ausweitung ihres Programms vor. Mario Draghi hält sich derzeit alle Optionen offen (Ausweitung des monatlichen Kaufvolumens von derzeit 60 Mrd. Euro, Verlängerung des Programms über den September 2016 hinaus, Aufkauf anderer Anleihen als bisher). Die erneut gefallen Renditen bei Staatsanleihen dürften eine mögliche QE-Ausweitung bereits partiell eskomptieren.

Mit europäischen Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade-Bereich (iBoxx EUR Liquid Corporate 100 Index) erzielten Anleger im dritten Quartal eine magere aber positive Rendite von 0,3%. Auch US-Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade-Bereich (iBoxx \$ Liquid Investment Grade) bescherten Anleger einen positiven Ertrag von 0,9%. Europäische Hochzinsanleihen (iBoxx EUR Liquid High Yield Index) wiesen dagegen im gleichen Zeitraum eine negative Entwicklung von -2,4% auf. Bei US-Hochzinsanleihen (iBoxx USD Liquid High Yield Index), vor allem bei Energie- und Rohstoffanleihen, sieht das Bild noch düsterer aus. In den letzten drei Monaten verloren Anleger mit US-Hochzinsanleihen 5,1% ihres Geldes. Noch im letzten Quartalsbericht berichteten wir von einer Abkopplung der schlechteren Bonitäten von zwischenzeitlichen Aktien-turbulenzen. In den letzten drei Monaten wurden Anleger daran erinnert, dass Hochzinsanleihen stets erhebliche Kursrisiken in sich bergen.

Grafik 1: Anleihemärkte



Quelle: Bloomberg

### Aktienmärkte

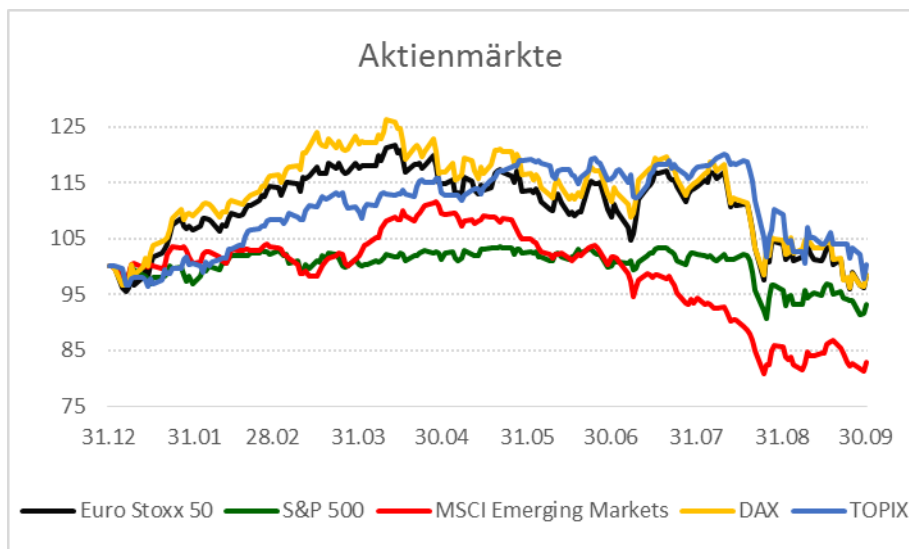
Die Aktienmärkte verzeichneten im vergangenen Quartal eine dramatische Volatilität. Die implizite Volatilität im US-Aktienmarkt gemessen am VIX Index stieg zeitweise über 50% und war damit auf dem höchsten Stand seit der Globalen Finanzkrise 2008/2009. Wie eingangs beschrieben kollabierte der US-amerikanische Aktienindex S&P 500 im August zwischenzeitlich in nur vier Handelstagen (20.-25.08.15) um 10,2%. Solche Ereignisse sind ausgesprochen selten! Seit 1940 gibt es nur fünf vergleichbare 4-Tages-Einbrüche (der stärkste davon fällt in den November 2008 mit -15,2%). Die vergangenen drei Monate entpuppten sich damit als extrem anspruchsvolles Terrain für Aktienanleger. Bezogen auf den deutschen Aktienmarkt gemessen am DAX30 kam es nach einem bereits schwachen Vorquartal (Q2 2015: -9%) in den vergangenen drei Monaten nochmals zu einem weiteren Wertverlust von 12%, womit der DAX30 seit Jahresanfang bei -1% liegt. Im Quartalsverlauf fielen die Wertverluste bei europäischen Aktien (EuroStoxx50: -9%) und amerikanischen Aktien (S&P 500: -7%) etwas geringer aus. Dagegen verloren japanische Aktien gemessen am TOPIX100 in den letzten drei Monaten 14%. In ernsthafte Kursturbulenzen gerieten jedoch aufgrund der Unsicherheiten um China die Schwellenländer: Der in US-Dollar gemessene MSCI Emerging Markets sackte im dritten Quartal um 19% in den Keller und markiert damit das absolute Schlusslicht unter den hier aufgeführten Aktienindizes (siehe rote Linie in Grafik 2).

Unterschiedliche europäische Branchen verzeichneten mit 32% eine massive Streuung in ihrem Ergebnis (Performanceunterschied der besten und schlechtesten Branche). Im dritten Quartal schafften es nur Immobilienaktien an Wert zuzulegen (+3%). Gut durch den Sturm kamen zudem die Branchen Haushaltsgüter (0%) und Nahrungsmittel (-1%). Drastische Wertverluste erlitten Anleger dagegen mit Rohstoffaktien (-29%), Automobilwerten (-24%) sowie Öl- und Gasaktien (-17%). Die Verliererliste spiegelt vor allem die China- und allgemeine Rohstoffschwäche wider.

Blicken wir etwas genauer auf den deutschen Aktienmarkt. Hier spielten unternehmensspezifische Entwicklungen eine maßgebliche Rolle. Der VW-Skandal um die manipulierten Diesel-Abgaswerte belastete stark. Die im DAX30 enthaltene VW-Aktie halbierte sich in Ihrem Wert. Erinnerungen an BP nach der Deepwater Horizon-Katastrophe im April 2010 wurden wach. Damals verlor die BP-Aktie binnen zwei Monaten 54% ihres Wertes. Am Jahreshoch im März war der Volkswagenkonzern noch 120 Mrd. Euro schwer. Heute, ein halbes Jahr später, ist die Marktkapitalisierung um sagenhafte 70 Mrd. Euro, was in etwa der SAP-Marktkapitalisierung entspricht, geschrumpft. Das VW-Debakel belastete auch andere deutsche Automobilhersteller (Daimler: -21%, BMW: -19%). In Deutschland litten im letzten Quartal zudem die Aktienkurse der Versorgerwerte RWE (-47%) und E.ON (-36%). Die

genannten fünf Auto- und Versorgerunternehmen (BMW, Daimler, VW, E.ON, RWE) waren für etwa die Hälfte des DAX30-Gesamtverlustes von -12% im Quartal verantwortlich. Wird der breite deutsche Aktienmarkt genauer unter die Lupe genommen, fällt jedoch auf, dass die Situation außerhalb des DAX30 ein deutlich besseres Bild zeichnet: Die im MDAX zusammengefassten mittelgroßen Unternehmen verloren lediglich 2% ihres Wertes, was im Grunde nur einer Tagesschwankung entspricht. Auch der SDAX (kleinkapitalisierte Unternehmen) hielt sich mit -3% wacker. Die deutschen Technologiewerte stemmten sich dem Abwärtstrend sogar entgegen. Der TecDAX wies in den letzten drei Monaten einen Wertgewinn von 6% auf, was vor dem Hintergrund der beschriebenen Belastungsfaktoren beachtlich erscheint. Die Stärke dieser drei deutschen Aktienindizes unterhalb der DAX30-Ebene deutet darauf hin, dass es um die deutschen Unternehmen insgesamt viel besser bestellt ist, als es ein oberflächlicher Blick vermuten lässt.

Grafik 2: Aktienmärkte weltweit



Quelle: Bloomberg

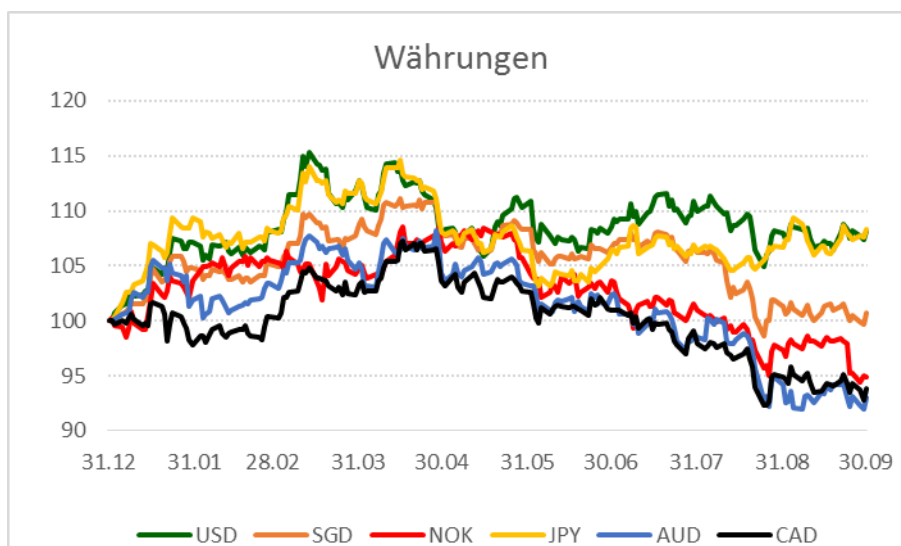
## Währungen

Der Euro knüpfte im dritten Quartal an seine Stärke im zweiten Quartal an. Anleger erlitten mit Schwellenländerwährungen (z.B. Brasilianischer Real: -22%, Russischer Rubel: -16%) und rohstoffnahen Währungen (z.B. Australischer Dollar: -9%, Norwegische Krone: -8%, Kanadischer Dollar: -7%) herbe Verluste. Im Vergleich etwas schwächer fielen die Verluste beim Singapur-Dollar (-6%), Schweizer Franken (-4%), Britischer Pfund (-4%) und Schwedischer Krone (-1%) aus. Der US-Dollar schwankte gegenüber dem Euro im letzten Quartal in einer Bandbreite von 1,08 bis 1,17, blieb aber letztlich mit 1,12 zum Quartalsende gegenüber der europäischen Einheitswährung stabil. Unter den Hauptwährungen vermochte es nur der Japanische Yen gegenüber dem Euro etwas Boden gut zu machen, wenn auch im überschaubaren Rahmen (+2%).

Unserer Ansicht nach dürfte eine Anhebung des Leitzinses durch die Fed (auch wenn noch nicht klar ist, wann diese schlussendlich vollzogen wird) zu einer Neubewertung des US-Dollar führen. Die seit März begonnene Konsolidierung gegenüber dem Euro könnte dann ihr Ende finden, in dessen Zuge der US-Dollar zu einer erneuten Stärke zurückfinden sollte.

Die Norwegische Krone belastete zuletzt der Ölpreistrückgang, der wiederum die norwegische Wirtschaft bremst. Als weiterer Negativfaktor erwies sich die jüngste expansive Geldpolitik der norwegischen Notenbank. Am 24. September senkte diese unerwartet ihren Leitzins von 1,00% auf 0,75%, was zu einem geringeren Zinsvorteil der Krone gegenüber dem Euro führt. Die Zentralbank begründete ihren Schritt mit dem kräftigen Rückgang des Erdölpreises während der Sommermonate. Dies bremst die Investitionen in den Energiesektor stärker als bisher prognostiziert und schwäche die Wachstumsaussichten. Die seit April andauernde Abwertung der Norwegischen Krone von inzwischen 10% bzw. um etwa ein Viertel seit August 2012 halten wir für übertrieben. Für die Norwegische Krone sprechen neben den soliden Staatsfinanzen auch die hohen Leistungsbilanzüberschüsse sowie der – wenn auch geringer werdende – Zinsvorteil. Sollte der Ölpreis wieder ansteigen, wovon wir mittel- bis langfristig ausgehen, sollte sich dies sowohl auf die norwegische Wirtschaft als auch auf die Norwegische Krone stützend auswirken.

Grafik 3: Währungen



Quelle: Bloomberg



## Rohstoffe

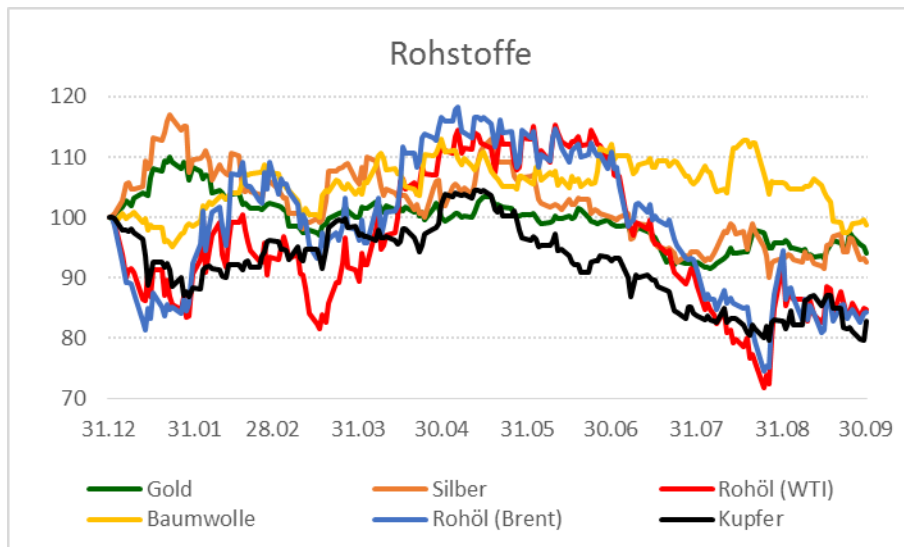
China ist der weltweit größte Rohstoffnachfrager. Wenn sich in diesem Land das Wachstum verlangsamt, wirkt dies direkt auf die Rohstoffpreise. Nachdem im letzten Quartal im marktbreiten CRB-Rohstoffindex ein Hoffnungsschimmer für eine Wende aufkam (Q2 2015: +7%), wurde dieser nun erneut bitter enttäuscht (Q3 2015: -16%). Der Preis für ein Barrel (entspricht ca. 159 Liter) der Rohölsorte West Texas Intermediate (WTI) sank in den letzten drei Monaten um weitere 15% auf inzwischen nur noch 45 US-Dollar. Vom Jahreshoch von 107 US-Dollar im Juni 2014 beläuft sich der Wertverlust bereits auf -58%. Dies stellte den größten Rohölpreisverfall seit der Großen Finanzkrise 2008/2009 dar (7.3.2008-19.12.2008: -77%). Aktuell bleibt der globale Rohölmarkt durch das OPEC-Rekordangebot und die zusätzliche US-Schieferölproduktion mit geschätzten 1,5 Millionen Barrel pro Tag überversorgt. Wir erwarten jedoch in den folgenden Quartalen eine langsame Angebotsverknappung. In den USA befinden sich beispielsweise die Bohraktivitäten (Rig counts) inzwischen auf 5-Jahrestief. Aus unserer Sicht dürfte der Ölpreis seinen Boden gefunden haben und wir sehen eher wieder steigende als weiter fallende Önotierungen.

Die Edelmetalle hielten sich etwas besser, aber mit -7% im Silberpreis und -6% im Goldpreis fällt die Bilanz dennoch enttäuschend aus. Im Bereich der Industriemetalle beschleunigte der Kupferpreis im dritten Quartal seinen Sinkflug (-17% nach bereits -4% in Q2 2015). Der Preis dieses wichtigen Industriemetalls dient auch immer wieder als Konjunkturindikator, weshalb manchmal auch von „Dr. Kupfer“ gesprochen wird. Auch der für die Textilindustrie bedeutende Grundstoff Baumwolle fiel mit -12% im Preis. Der Baumwollpreis liegt damit bereits 72% unter dem Preishoch im März 2011.

Der Skandal um VW warf auch in Teilbereichen des Rohstoffsegments seine Schatten. Einige Marktteilnehmer erwarten jetzt einen zunehmenden Umstieg von Diesel- auf Benzin-betriebene Autos. Dies würde zu einem Nachfragerückgang von Platin führen, da dieser Bestandteil von Dieselpartikelfiltern und Abgaskatalysatoren von Selbstzünder-Motoren sind. Das in Benzin-Autos aktuell verstärkt benutzte Palladium erlebte mit 9% Wertzuwachs den größten Wochengewinn (21.-25.09.) seit Dezember 2011. Ob die aktuellen Preisverschiebungen bei Platin und Palladium lediglich eine kurzfristige Preisanomalie darstellen oder ob ab jetzt das preislich günstigere Metall Palladium zunehmend dem teuren Platin den Rang ablaufen wird, bleibt für uns reine Spekulation.

Rohstoffe sind weiterhin von der Wachstumsschwäche Chinas und der übrigen Schwellenländer geprägt (fallende Nachfrage). Auch ein verstärkter Rückzug der Finanzinvestoren aus dieser Anlageklasse belastet. Inzwischen erscheint uns der Ausverkauf bei Rohstoffen sowohl von der zeitlichen Achse (seit 2011 fallende Preise) als auch vom Ausmaß schon fortgeschritten. Auf der Angebotsseite fallen immer mehr Anbieter aus dem Markt, was das Angebot reduziert. In den folgenden Quartalen erwarten wir bei den ersten Rohstoffen eine Bodenbildung, denen Preissteigerungen folgen sollten. Noch kann sich das keiner recht vorstellen, aber so dürfte es kommen. Wir verweisen hier auf den sogenannten drei- bis vierjährigen Schweinezyklus. Hervorgerufen wird dieser durch eine verzögerte Anpassung des Angebots an den Marktpreis. Ein hoher Preis für Schweinefleisch führt zu gesteigerter Aufzucht. Das größere Angebot erscheint aber erst nach etwa eineinhalb Jahren (drei Monate Reaktionsverzögerung der Landwirte plus 15 Monate für die Ferkelzeugung und Schlachtreife) auf dem Markt. Bei gleicher oder kaum veränderter Nachfrage können die Schweine dann nur zu niedrigen Preisen verkauft werden. Darauf sinkt das Angebot wieder, und die Preise steigen, bis wieder ein neuer Schweinezyklus beginnt. Bei den meisten Rohstoffen, vor allem bei Metallen, dauert der Zyklus aufgrund langer Investitionszyklen natürlich länger als bei Schweinen. Das Grundprinzip ist aber das Gleiche.

Grafik 4: Rohstoffe



Quelle: Bloomberg

## ÜBERSICHT ÜBER DIE WELTWEIT WICHTIGSTEN INDIZES

<b>Aktienmärkte</b>	Stand 30.09.2015	Veränderung in 2015	Veränderung in 2014
DAX (X)	9.960,44	-1,48%	2,65%
MDAX (X)	19.279,74	13,85%	2,17%
SDAX (X)	8.310,02	15,64%	5,85%
EuroStoxx 50 P	3.100,67	-1,45%	1,20%
DJ Industrial Av. (USD)	16.284,70	-8,63%	7,52%
S&P500 (USD)	1.920,03	-6,74%	11,39%
Nasdaq Composite (USD)	4.620,17	-2,45%	13,40%
Nikkei225 (JPY)	17.388,15	-0,36%	7,12%
Hang Seng (HKD)	20.846,30	-11,69%	1,28%
MSCI AC World (EUR)	195,88	1,86%	19,50%

<b>Rentenmärkte</b>	Stand 30.09.2015	Veränderung in 2015	Veränderung in 2014
REXP	473,99	0,46%	7,10%
IBOXX Liquid Corp. 100	145,30	-1,31%	5,95%
JP Morgan EMBI (USD)	660,48	-0,32%	5,53%

<b>Zinsen (in Prozent)</b>	Stand 30.09.2015	Stand 31.12.2014	Stand 31.12.2013
Euribor (3 Monate)	-0,04	0,08	0,29
EUR Umlaufrendite	0,45	0,48	1,61
10J. Staatsanleihen BRD	0,59	0,54	1,93
10J. Pfandbriefe	2,04	2,17	3,03

<b>Währungen</b>	Stand 30.09.2015	Stand 31.12.2014	Stand 31.12.2013
EUR/USD	1,12	1,21	1,38
EUR/JPY	133,81	145,01	145,14
EUR/CHF	1,09	1,20	1,23
EUR/GBP	0,74	0,78	0,83
EUR/NOK	9,54	9,06	8,36
EUR/AUD	1,59	1,48	1,55
EUR/SGD	1,59	1,60	1,74

<b>Rohstoffe</b>	Stand 30.09.2015	Veränderung in 2015	Veränderung in 2014
Gold (USD)	1.114,97	-6,14%	-1,42%
Silber (USD)	14,52	-7,46%	-19,29%
Rohöl Brent (\$/b)	48,37	-15,63%	-48,26%
DJ AIG Comm. (USD)	193,76	-15,74%	-17,92%

Quelle: Bloomberg

## DO-FONDS IM 3. QUARTAL 2015

### **Vermögensverwaltender Fonds ‚Do – Absolute Return‘**

Auf der Renten-Kaufseite erwarben wir Euro-Unternehmensanleihen von ausgewählten Emittenten (BASF, Fiat Chrysler, Linde, SAP und SGL Carbon, Unilever). Im Bereich der Staatsanleihen kauften wir eine polnische Staatsanleihe, eine US-Staatsanleihe sowie eine in EUR-denominierte russische Staatsanleihe. Hinzugenommen wurde auch eine Position in einer in Brasilianischen Real denominierten KfW-Anleihe. Im Gegenzug reduzierten wir unsere im Mai 2015 erworbene zehnjährige Bundesanleihe um die Hälfte.

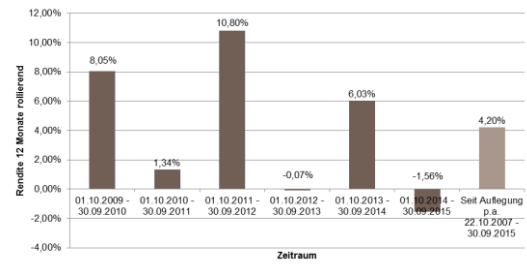
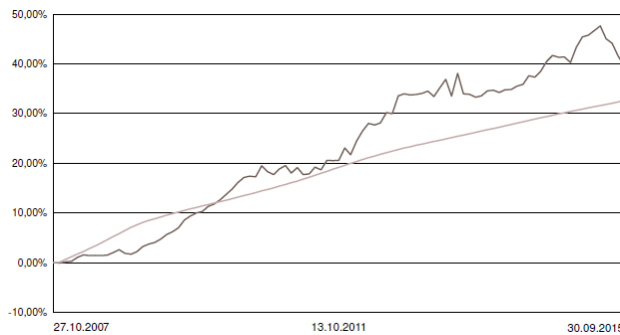
In der Aktienallokation des Do – Absolute Return kauften wir BASF (Chemie), Deutsche Bank (Banken), Johnson & Johnson (Pharma), Münchener Rückversicherung (Versicherungen), Vodafone (Telekom) und Volkswagen (Auto). Verkauft wurden Barclays (Banken), CK Hutchison Holdings (Konglomerat), CK Property Holdings (Immobilien), Deere & Co. (Industrie) und Torchmark (Versicherungen). Im Bereich der Rohstoffe erwarben wir zudem einen ETF auf Gold. Aufgrund der gestiegenen Aktienvolatilität und der damit verbundenen attraktiven Prämien entschieden wir uns auch dazu, zwei Zertifikate in unsere Allokation aufzunehmen. Dazu gehörte neben einem Discountzertifikat auf den EuroStoxx50 auch ein Express-Memory-Zertifikat auf den EuroStoxx50, Nikkei 225 und S&P 500.

Auf der Fondsseite stockten wir den Weltzins-Invest auf. Dies ist ein internationaler Rentenfonds, der in Anleihen investiert, die in lokaler Währung emittiert werden (Lokalwährungsanleihen). Ein besonderer Schwerpunkt liegt dabei auf Staatsanleihen aus den Schwellenländern (Emerging Markets). Als Neukauf im Bereich alternativer Investments ist der Plenum CAT Bond Fund herauszustellen. Dieser Fonds investiert in ein global diversifiziertes Portfolio aus Katastrophenanleihen, sogenannten CAT Bonds. Der Plenum CAT Bond Fund bietet uns Zugang zu einem attraktiven Renditepotential mit geringer Korrelation zu klassischen Anlageklassen wie Aktien und Renten.

Die Aktienquote des Do – Absolute Return liegt per Quartalsende bei 12% (ohne Berücksichtigung von Rohstoffen und Derivaten).

In den vergangenen drei Monaten werteten Fremdwährungen gegenüber dem Euro mehrheitlich ab. Dies belastete unsere Performance im Do-Absolute Return. Im Quartalsverlauf erhöhten wir unsere Fremdwährungspositionen von 8% sukzessive auf 32%. Davon entfallen hauptsächlich 11% auf den US-Dollar und jeweils 5% auf den Singapur-Dollar, die Norwegische Krone sowie die Dänische Krone. Auf der Pressekonferenz der EZB-Sitzung Anfang September deutete EZB-Chef Mario Draghi an, das bereits bestehende Mammut-Anleihekaufprogramm (Quantitative Easing) zur Ankurbelung der Wirtschaft und Inflation angesichts der Konjunktur-abkühlung in Schwellenländern notfalls weiter ausweiten zu wollen. Dieses Damoklesschwert hängt aktuell über dem Euro, weshalb wir wieder eine erhöhte Fremdwährungsquote für opportun erachten.

## Historische Wertentwicklung



■ Do – Absolute Return A ■ Referenzindex: Euribor + 200 BP

Zeitraum	Wertentwicklung	Zeitraum	Wertentwicklung
Monat	-1,42 %	2014	4,56 %
Lfd. Jahr	-0,52 %	2013	-0,10 %
1 Jahr	-1,56 %	2012	8,00 %
3 Jahre p.a.	1,41 %	2011	3,49 %
5 Jahre p.a.	3,21 %	2010	7,08 %
		2009	8,22 %
Seit Auflegung p.a.	4,20 %	2008	2,67 %

Die Grafiken und Tabelle stellen die historische Wertentwicklung zum letzten Monatsultimo seit Auflegung des Fonds dar: Die auf Fondsebene anfallenden Kosten (z.B. Verwaltungsvergütung) wurden berücksichtigt. Die auf Kundenebene anfallenden Kosten (Ausgabeaufschlag und Depotkosten) sind nicht berücksichtigt. Der maximale Ausgabeaufschlag beträgt 5%. Bei einem beispielhaften Anlagebetrag von 1.000.000 EUR muss der Kunde für den Anteilsenerwerb 1.050.000 EUR aufwenden. Zusätzlich können Depotkosten anfallen, die die Wertentwicklung mindern (bitte vergleichen Sie hierzu das Preisverzeichnis Ihrer depotführenden Stelle). Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle der Berechnungen: Do Investment AG, MorningstarDirect.

## **Vermögensverwaltender Aktiendachfonds ‚Do Aktien Global‘**

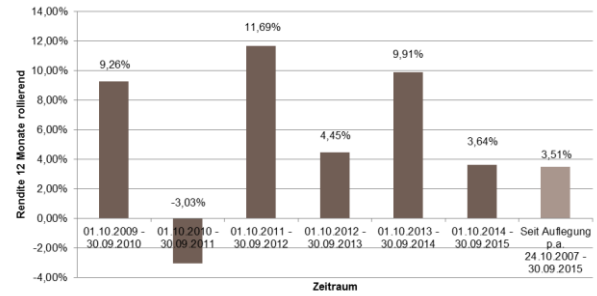
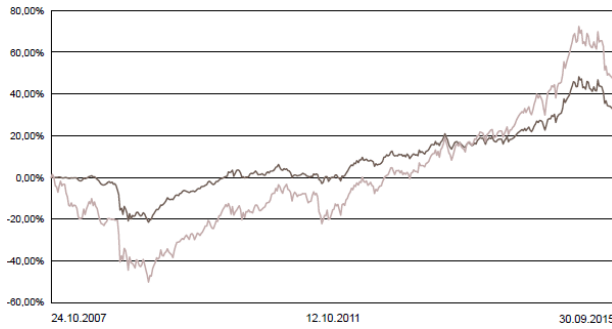
In unserem vermögensverwaltenden Aktiendachfonds Do Aktien Global waren wir im vergangenen Quartal sowohl auf der taktischen als auch der strategischen Ebene aktiv.

Auf der strategischen Ebene nahmen wir zunächst einen Tausch eines US-Aktienfondsmanagers vor. Wir tauschten den US-Aktienfonds Stralem US Equity in den Fonds Dodge & Cox US Stock Fund. Verkaufsgründe für Stralem stellten für uns mangelnde Performanceergebnisse sowie unser Vertrauensverlust in das Markt-/Selektionsmodell der Gesellschaft dar. Bei dem neuen Manager, Dodge & Cox, handelt es sich auch um einen klassischen US-Aktien „long-only“-Fonds mit stringentem „bottom-up“-Prozess (Analyse auf Unternehmensebene) und „value bias“ (Wertorientierung). Neben der langen Historie sowie der Qualität des Managements überzeugte uns bei Dodge & Cox insbesondere die Tiefe der Analyse der Portfoliounternehmen. Neben dem Austausch eines US-Aktienmanagers entschieden wir uns auch für den Zukauf des Pensato Europa Absolute Return. Der von Graham Clapp und Edward Rumble gemanagte europäische Long/Short-Aktienfonds weist in der Regel eine Nettoaktienquote von 15 bis 40% auf. Mit ihrer langen Berufserfahrung haben die beiden Manager bei Pensato eine immense Datenbank aufgebaut. Diese umfasst über 14.000 Meetings mit etwa 2.500 Unternehmen über einen Gesamtzeitraum von 27 Jahren. Wir hatten jüngst den langjährigen Fondsmanager Graham Clapp zu Gast und der Manager hat uns von seinem Investmentansatz her exzellent gefallen.

Im Bereich der taktischen Allokation reduzierten wir Mitte August unsere Aktienquote recht deutlich um etwa 17%. Wir sahen zu diesem Zeitpunkt die plötzliche und unerwartete Abwertung der chinesischen Währung Renminbi durch die chinesische Regierung als potenziellen Trigger für eine weitere Eintrübung der ohnehin schon angeschlagenen Investorenstimmung. Unmittelbar nach dem Verkauf registrierten die Aktienmärkte einen abrupten und aus unserer Sicht überzogenen und schnellen Abverkauf. Der europäische Aktienindex EuroStoxx50 verlor in nur vier Handelstagen (19.-24.08.) 12% seines Wertes. Mitten im Sturm (21.-24.08.) entschlossen wir uns zu einem antizyklischen Investment in einen ETF auf Gold sowie den Aktienindex-ETF iShares Core DAX (beide Positionen zusammen 9% Positionsgröße). Zudem griff in dieser Marktphase unser antizyklisches Overlay-Programm, in dessen Zuge wir über EuroStoxx50 Futures zusätzlich unsere Aktienquote um 6% erhöhten.

Die Aktienquote des Do Aktien Global liegt per Quartalsende bei 70% (ohne Berücksichtigung von Rohstoffen und Derivaten). Die Liquidität innerhalb des Do Aktien Global halten wir weiterhin in einer kurzlaufenden US-Staatsanleihe sowie in Form von Kontoliquidität.

## Historische Wertentwicklung



■ Do Aktien Global ■ Referenzindex: MSCI World Tr Gr EUR

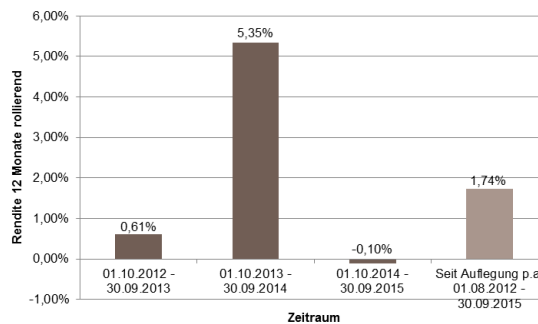
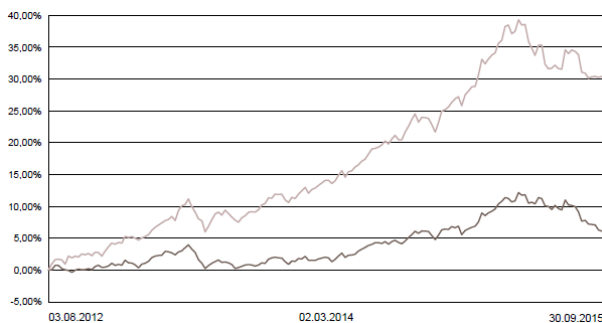
Zeitraum	Wertentwicklung	Zeitraum	Wertentwicklung
Monat	-3,32 %	2014	10,08 %
Lfd. Jahr	1,34 %	2013	7,07 %
1 Jahr	3,64 %	2012	7,62 %
3 Jahre p.a.	5,96 %	2011	-2,87 %
5 Jahre p.a.	5,20 %	2010	8,77 %
		2009	18,21 %
Seit Auflegung p.a.	3,51 %	2008	-18,03 %

Die Grafiken und Tabelle stellen die historische Wertentwicklung zum letzten Monatsultimo seit Auflegung des Fonds dar: Die auf Fondsebene anfallenden Kosten (z.B. Verwaltungsvergütung) wurden berücksichtigt. Die auf Kundenebene anfallenden Kosten (Ausgabeaufschlag und Depotkosten) sind nicht berücksichtigt. Der maximale Ausgabeaufschlag beträgt 5%. Bei einem beispielhaften Anlagebetrag von 1.000.000 EUR muss der Kunde für den Anteilserwerb 1.050.000 EUR aufwenden. Zusätzlich können Depotkosten anfallen, die die Wertentwicklung mindern (bitte vergleichen Sie hierzu das Preisverzeichnis Ihrer depotführenden Stelle). Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle der Berechnungen: Do Investment AG, MorningstarDirect.

**Vermögensverwaltende Dachfonds ‚Do – Stiftungsfonds‘ und ‚Do – Balance‘**

In den Dachfonds Do – Stiftungsfonds und Do – Balance kauften wir auf Fondstransaktionsebene neben einem ETF auf Gold und dem deutschen Aktien-ETF iShares Core DAX auch den US-Aktienfonds Dodge & Cox sowie den Long-Short Fonds Pensato Europa hinzu. Verkauft wurden dagegen der US-Aktienfonds Stralem US Equity, der Candriam Long Short Credit, der LBBW Pro-Credit Fonds sowie der XAIA Credit Basis.

**Historische Wertentwicklung**

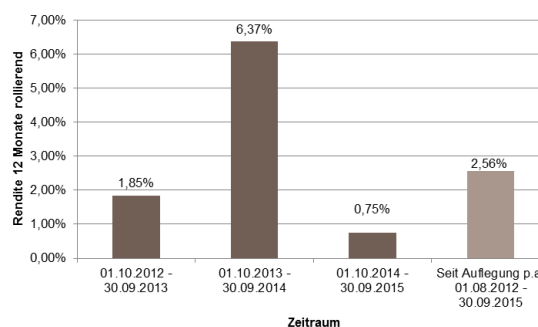
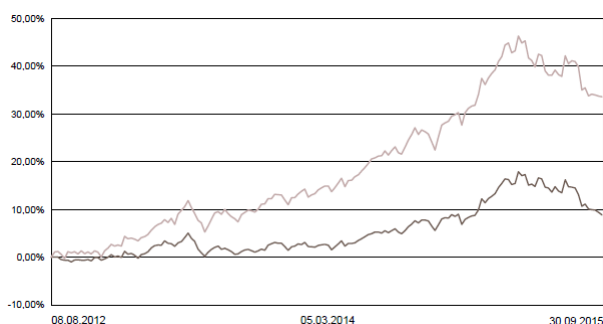


■ Do – Stiftungsfonds ■ Referenzindex: 70% Market Iboxx Euro Sov. Euroz. TR, 30% MSCI World Tr Gr (EUR)

Zeitraum	Wertentwicklung	Zeitraum	Wertentwicklung
Monat	-1,60 %	2014	5,12 %
Lfd. Jahr	-0,54 %	2013	0,68 %
1 Jahr	-0,10 %		
3 Jahre p.a.	1,92 %		
5 Jahre p.a.	-		
Seit Auflegung p.a.	1,74 %		

Die Grafiken und Tabelle stellen die historische Wertentwicklung zum letzten Monatsultimo seit Auflegung des Fonds dar: Die auf Fondsebene anfallenden Kosten (z.B. Verwaltungsvergütung) wurden berücksichtigt. Die auf Kundenebene anfallenden Kosten (Ausgabeaufschlag und Depotkosten) sind nicht berücksichtigt. Der maximale Ausgabeaufschlag beträgt 5%. Bei einem beispielhaften Anlagebetrag von 1.000.000 EUR muss der Kunde für den Anteilserwerb 1.050.000 EUR aufwenden. Zusätzlich können Depotkosten anfallen, die die Wertentwicklung mindern (bitte vergleichen Sie hierzu das Preisverzeichnis Ihrer depotführenden Stelle). Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle der Berechnungen: Do Investment AG, MorningstarDirect.

**Historische Wertentwicklung**



■ Do – Balance ■ 50% Market Iboxx Euro Sov. Euroz. TR, 50% MSCI World Tr Gr (EUR)

Zeitraum	Wertentwicklung	Zeitraum	Wertentwicklung
Monat	-2,25 %	2014	5,96 %
Lfd. Jahr	0,15 %	2013	2,40 %
1 Jahr	0,75 %		
3 Jahre p.a.	2,96 %		
5 Jahre p.a.	-		
Seit Auflegung p.a.	2,56 %		

Die Grafiken und Tabelle stellen die historische Wertentwicklung zum letzten Monatsultimo seit Auflegung des Fonds dar: Die auf Fondsebene anfallenden Kosten (z.B. Verwaltungsvergütung) wurden berücksichtigt. Die auf Kundenebene anfallenden Kosten (Ausgabeaufschlag und Depotkosten) sind nicht berücksichtigt. Der maximale Ausgabeaufschlag beträgt 5%. Bei einem beispielhaften Anlagebetrag von 1.000.000 EUR muss der Kunde für den Anteilserwerb 1.050.000 EUR aufwenden. Zusätzlich können Depotkosten anfallen, die die Wertentwicklung mindern (bitte vergleichen Sie hierzu das Preisverzeichnis Ihrer depotführenden Stelle). Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle der Berechnungen: Do Investment AG, MorningstarDirect.



## AUSBLICK

Nach diesem Quartal liegen die Nerven von Investoren blank und einige wollen sicher auch ihren Kopf in den Sand stecken oder die Reißleine ziehen. Eine hohe Anzahl von Kröten mussten in nur drei Monaten geschluckt werden. Erst gelang das Griechenland-Thema auf den Tisch (Ausfall-Sorgen/Grexit), dann folgte der China-Schreck gekoppelt mit weiter rückläufigen Rohstoffpreisen, fallenden Vermögenspreisen in den Schwellenländern und aufkommenden globalen Konjunktursorgen. Am Ende gab es für VW-Aktionäre zudem noch die Quittung für den Abgasskandal in Form der Kurshalbierung der VW-Aktie im letzten Quartal.

Wer sich an dieser Stelle menschlich und damit emotional verhält, ist jetzt gewillt, prozyklisch die Risiken im Portfolio abzubauen. In einem solchen Umfeld gilt es jedoch einen kühlen Kopf und starke Nerven zu bewahren. Lassen Sie uns die verschiedenen Mosaiksteinchen sammeln und am Ende ein Gesamtbild ableiten. Im Rahmen unseres Investmentprozesses finden neben der Fundamentalanalyse (Konjunkturzyklus, Gewinnzyklus der Unternehmen, Geldpolitik) und Technischen Analyse (Preisanalyse von Wertpapierpreisen) auch die Behavioral Finance (verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie) Anwendung. Eine Reihe aus der Behavioral Finance abgeleitete marktpsychologischen Indikatoren deuten derzeit auf eine extreme Risikoaversion bei den Investoren hin. Quasi über Nacht ist das Markt sentiment scheinbar ins Bodenlose gefallen. Der zwischenzeitliche Absicherungswunsch der Investoren, ablesbar an den Optionspreisen auf Aktienindizes, fiel im August phasenweise extrem aus. Es gibt sogar eine Reihe von Indikatoren, die zuletzt mehr Panik anzeigten als mitten in der Globalen Finanzkrise 2008/2009. Anzuführen sind hier neben den unzähligen Flash Crashes (abrupte Kurseinbrüche binnen weniger Minuten) bei US-Einzelaktien (z.B. verloren General Electric und JPMorgan am 24.08. zwischenzeitlich mehr als 20% ihres Wertes) und US-ETFs (z.B. implodierte der Vanguard Consumer Staples ETF zwischenzeitlich um 32%) auch die Schwankungsbreite (Volatilität) des US-Volatilitätsindex VIX. Derartige überschießende marktpsychologische Phänomene deuten darauf hin, dass der Markt überverkauft ist.

Einige der jüngsten Marktverwerfungen stehen für uns in keinem adäquaten Verhältnis zu den fundamentalen Rahmendaten (z.B. Abverkauf bei ausgewählten Aktien), andere läuten aber ggf. auch einen Trendwechsel ein (wieder höhere und damit „normalere“ Kursschwankungen über alle Anlageklassen).

Wir bestreiten weder die nachlassende Wachstumsdynamik in China noch den Umbau des bisher investitionsgetriebenen chinesischen Wachstumsmodells hin zum Binnenkonsum. Uns überrascht jedoch, wie einseitig und negativ die China-Berichterstattung stets ausfällt. In China dürfte das Wirtschaftswachstum in 2015 unter dem offiziellen 7%-Ziel der Regierung liegen und es dürfte sich weiter abschwächen. China bewegt sich von einer starken, exportorientierten und investitionsgetriebenen hin zu einer ruhigeren Konsum- und servicefokussierten Wirtschaft. Dieser Wandel ist nicht einfach. Die Investitionsexzesse der letzten Jahrzehnte statteten China mit einer heute zum Teil ungenutzten Infrastruktur aus. Das Land hat nun den Vorteil, dass es diese Infrastrukturkapazitäten nutzen kann. Das ist vermutlich einfacher, als diese der Nachfrage folgend zu erstellen, wie es die anderen Schwellenländer tun. Wie wichtig ist China für die westliche Welt? Aus Sicht der USA sowie aus Sicht der meisten Länder der Eurozone gehen weniger als 1% der Wirtschaftsleistung in Form von Exporten nach China. Selbst in Deutschland beträgt die chinesische Exportquote nur knapp 3%. Die Deutsche Bundesbank berechnete jüngst, welche Auswirkungen eine um 4% reduzierte chinesische Wirtschaftsleistung im Zeitraum von zwei Jahren auf die Eurozone hat. Das Ergebnis hat auch uns überrascht: Die ermittelte Wachstumseinbuße für die Eurozone beträgt lediglich geschätzte 0,2%. Ein Einbruch im China-Wachstum und der rückläufige Rohstoffhunger des Landes weist aber einen großen Einfluss auf die Rohstoffpreise und Unternehmen auf, die Richtung China ihre Waren verkaufen (z.B. deutsche Automobilindustrie und US-Landmaschinenhersteller). Für uns wird zu wenig darauf verwiesen, dass rückläufige Rohstoffpreise vor allem den westlichen Konsumenten stützen und die meisten Unternehmen von der Inputkostenseite entlasten.

Zur Einordnung der Situation in der aktuellen Nebellage benötigen wir unser Konjunkturbild. Was wissen wir? Die USA und die 19 EU-Länder der Euro-zone sind aus volkswirtschaftlicher Sicht die wichtigsten Regionen. Etwa 40% der globalen Wertschöpfung gehen auf diese beiden Regionen zurück.

In den USA belief sich das Wirtschaftswachstum für das zweite Quartal auf respektable 3,9%. BIP-Zahlen sind jedoch stets nur Vergangenheitswerte und weisen keinen zukunftsweisenden Charakter auf. Schauen wir also genauer hin: Der US-Dienstleistungssektor befindet sich in gesunder Verfassung (ISM-Einkaufsmanagerindex Non-Manufacturing mit 56,9 im September zwar etwas schwächer als im Vormonat aber im August noch auf 10-Jahreshoch), während die US-Industrie schwächelt (ISM-Einkaufsmanagerindex Manufacturing mit 50,2 im September nur knapp im expansiven Bereich). Die USA verzeichnet – ablesbar an diesen beiden Einkaufsmanagerindizes – derzeit zwei klare Trends. Zum einen eine sehr schwache, fast rezessive Industrie, zum anderen einen exzellenten Konsum und gesunden Dienstleistungssektor. Die US-Industrie leidet nicht nur unter dem starken Rückgang der Investitionen im Energiesektor als Folge des drastischen Ölpreistrübkangs, sondern auch unter einer schwächeren Exportindustrie aufgrund eines starken US-Dollar. Andererseits profitiert der US-Konsument sowohl von der verbesserten Arbeitsmarktlage (es herrscht mit einer Arbeitslosenquote von 5,1% nahezu „Vollbeschäftigung“) als auch den deutlich gesunkenen Energiepreisen sowie den steigenden Immobilienpreisen. Das aktuelle Konsumentenvertrauen (Conference Board Consumer Confidence) befindet sich mit einem September-Wert von 103,0 auf dem höchsten Stand seit Sommer 2007. Der annualisierte US-Fahrzeugabsatz in Höhe von 18,1 Millionen im September belief sich sogar auf dem höchsten Stand seit 2000 (15-Jahreshoch). Fazit: Wer nur auf die US-Industrie und den US-Export schaut, wird der USA aktuell rezessive Tendenzen bescheinigen. Wer jedoch seine Analyse auf den Binnenkonsum und den Dienstleistungsbereich abstellt, kommt zu einer diametralen Einschätzung: Den USA geht es richtig gut! Um die beiden konträren Signale einzuordnen ist es wichtig, die Wertigkeiten von Industrie und Dienstleistungen zu kennen. Der Industriebereich weist inzwischen nur noch einen 12%-igen BIP-Anteil auf. Auf Dienstleistungen entfallen dagegen etwa 80% des volkswirtschaftlichen Gesamtbeitrags. Die Investmentwelt ist darauf trainiert, auf Wirtschaftsindikatoren zu blicken, die den Zustand der verarbeitenden Industrie widerspiegeln. Viele übersehen dadurch den Wandel der größten Volkswirtschaft der Welt und fokussieren sich zu sehr auf die „alte USA“. Insgesamt betrachtet ist die US-Volkswirtschaft heute viel stärker von der Technologie und dem Dienstleistungssektor abhängig. Nicht umsonst sind die drei nach Börsenkapitalisierung wichtigsten Unternehmen der Welt heute Apple (630 Mrd. USD), Google (jetzt in Alphabet umbenannt; 439 Mrd. USD) und Microsoft (364 Mrd. USD). Für uns stehen die Ampeln der weltgrößten Volkswirtschaft – trotz einer aktuell schwachen Industrie – per saldo weiter auf grün.

Auch in der Eurozone zeichnet sich ein positives Gesamtbild ab. Nach dem Ende der Rezession in 2013 gerät das Wachstum langsam in die Gänge. Die Wachstumsrate von aktuell 1,4% ist zwar nur moderat, aber für europäische Verhältnisse in Ordnung (strukturell schwächeres Wachstum als in den USA). Die Eurozone profitiert nicht nur von niedrigen Energiepreisen, Strukturreformen (z.B. endlich flexibler Arbeitsmarkt in Italien) und der lockeren EZB-Geldpolitik, sondern auch von dem Ende der Haushaltskürzungen und Sparprogramme. Das alles kurbelt besonders die Binnenkonjunktur an. Nicht umsonst wächst der Einzelhandel in der Eurozone derzeit mit etwa 3% jährlich so schnell wie zuletzt vor acht Jahren. Auch das Kreditwachstum und das Geldmengenwachstum in der Eurozone (z.B. M3-Geldmenge mit etwa 5% Jahreswachstum zuletzt auf 6-Jahreshoch) sehen vielversprechend aus. Erfreulich fiel in Deutschland zuletzt auch der Ifo-Geschäftsklimaindex aus, der im September trotz der Chinaschwäche weiter zulegen konnte (Erhebung allerdings vor dem VW-Abgasskandal).

Die Lage in den Schwellenländern, darunter China, sieht dagegen deutlich eingetrübter aus. Noch im letzten Jahrzehnt profitierten die Schwellenländer von steigenden Rohstoffpreisen, einem schwachen US-Dollar sowie einem zügig wachsenden Welthandel. Diese drei Trends haben gedreht und jetzt schlägt den Schwellenländern eine mächtige Brise Gegenwind ins Gesicht. Der ohnehin seit 2011 bestehende fallende Rohstoffpreistrend beschleunigte sich zuletzt (CRB-Rohstoffindex nach bereits

-18% in 2014 im bisherigen Jahresverlauf nochmals -16%). Die Schwellenländerwährungen zeigten sich im bisherigen Jahresverlauf mit häufig zweistelligen Verlusten extrem schwach gegenüber dem US-Dollar (einige Währungen wie der Brasilianische Real notiert auf einem Allzeittief). Eine US-Dollar Stärke belastet die Schwellenländer massiv. Nach Berechnungen des Internationalen Währungsfonds ist in den letzten zehn Jahren (2004-2014) die US-Dollar-Verschuldung von Nichtfinanzunternehmen aus den Schwellenländern um mehr als das Vierfache von 4 Billionen US-Dollar auf 18 Billionen US-Dollar angestiegen. Eine Stärke des US-Dollar belastet damit die Schuldendienstfähigkeit von vielen Unternehmen aus den Schwellenländern. Der Welthandel dürfte zudem im Jahr 2015 nach Schätzungen der Welthandelsorganisation mit nur 2,8% bereits das vierte Jahr in Folge geringer wachsen als die globale Ökonomie. Der Globalisierungstrend durchschreitet wohl vor einiger Zeit seinen Zenit. Unternehmen aus der westlichen Welt verlagern aufgrund der steigenden Lohnkosten in Ländern wie China weniger ihre Produktion in die Schwellenländer und holen diese teilweise sogar zurück ins Inland. Aktuell sind einige Schwellenländer in der Rezession gefangen und kämpfen wie beschrieben mit massiven widrigen Entwicklungen. Beispielhaft sei hier Brasilien angeführt: Nachdem das BIP bereits im ersten Quartal um 0,7% rückläufig war, fiel dieses im zweiten Quartal weiter um 1,9%. Im Falle Brasilien belasten zudem die „Petrobras-Affäre“ und die unglückliche Regierungsführung. Brasilien verlor in der Konsequenz Anfang September seinen Status als Investment Grade und wurde von Standard & Poor's auf „Junk“ herabgestuft. Die Schwellenländer insgesamt befinden sich wie oben beschrieben aktuell in einer Konstellation, die sich als „perfekter Sturm“ beschreiben lässt, in etwa vergleichbar wie die asiatischen Staaten damals in der Asienkrise 1998. Wir warnen vor übertriebener Skepsis gegenüber den Schwellenländern. Natürlich ist die Lage derzeit unübersichtlich und schwierig. Die aktuellen Konsensusprognosen für das diesjährige BIP-Wachstum von z.B. -2,5% für Brasilien und -3,8% für Russland spiegeln die desolante Lage in diesen Ländern wider.

Für die Zukunft besteht das Risikoszenario in einer Übertragung der akuten Wirtschaftsschwäche der Schwellenländer auf die Industrieländer. Falls dies der Fall sein sollte, droht eine globale Rezession in 2016 verbunden mit weiter fallenden Aktiennotierungen. Wir sind allerdings der Überzeugung, dass sich die aktuelle dramatische Schwächephase in den Schwellenländern nicht in dem Umfang fortsetzen wird wie es derzeit einige Analysten prognostizieren. Weniger schlechte Nachrichten dürften sich ab einem bestimmten Punkt aus Marktsicht – bei dem es immer darum geht, wie die Daten im Verhältnis zu den Schätzungen ausfallen – als gute Nachrichten erweisen. Kurz bevor die Sonne aufgeht, ist die Nacht am dunkelsten.

Ein technischer Risikofaktor für die Märkte stellt wie im Jahr 2008 eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale dar. Gerade technisch orientierte Anleger könnten gezwungen werden, aufgrund von fallenden Wertpapierkursen ihre Aktienbestände weiter zu reduzieren, was dann weiter sinkende Kurse zur Folge hätte (Teufelskreis). Aufgrund der hohen Technisierung (zunehmender Hochfrequenzhandel) und Passivierung (massives Wachstum bei passiven Finanzprodukten wie ETFs) der Finanzwelt nehmen die Risiken für einen „Unfall“ aus unserer Sicht ständig zu. Sofern immer mehr Investitionsentscheidungen außerhalb eines geordneten Referenzrahmens getätigt werden (ohne Berücksichtigung von Bewertung, Konjunktur, Unternehmen, Geldpolitik), lassen sich in einem Krisenfall keine vernünftigen Preisniveaus für Vermögensgegenstände mehr ermitteln.

Die obigen Ausführungen sollten nicht zur Annahme verleiten, alles sei bestens. Ja, die Situation in den Schwellenländern inklusive in China ist angespannt. Ja, die US-Industrie weist rezessive Tendenzen auf. Dennoch: Per saldo ergibt sich für uns aufbauend auf den tragenden Säulen der USA und der Eurozone ein konstruktives globales Konjunkturbild. Die jüngsten Kursverluste auf der Aktienseite überzeichnen aus unserer Sicht die globalen Konjunkturrisiken induziert durch die China-Schwäche. Auf Unternehmensseite sehen wir keine Gewinnerosion in Europa und Deutschland. Im Gegenteil: Das aktuelle positive Gewinn-Momentum sollte sich auch in 2016 fortsetzen. In den USA erwarten wir für 2016 dagegen kaum noch Gewinnsteigerungen. Dies liegt zum einen an den bereits rekordhohen Gewinnen, zum anderen aber auch an der Rekord-Unternehmensrentabilität. Für das laufende, dritte Quartal wird für den S&P 500 inzwischen ein Rückgang der Gewinne von etwa 5%

erwartet. Fallen die Gewinne in der kommenden Quartalsberichtssaison wirklich negativ gegenüber dem Vorjahr aus, wäre dies das erste Mal seit 2009 mit zwei aufeinanderfolgenden Quartalen mit negativen Gewinnwachstum. Aus unserer Sicht sind die Bewertungen im Aktienbereich nach den Kursverlusten im dritten Quartal wieder günstig. Europäische Aktien handeln aktuell mit dem etwa 12-fachen der erwarteten Gewinne für das Jahr 2016, was in unseren Augen eher preiswert ist. Mit einem positiven Konjunkturbild für die USA und die Eurozone sehen wir die aktuellen Marktverwerfungen eher als normale Korrektur an, als dass dies bereits das Ende des Aktien-Bullenmarktes seit 2009 darstellt. Die aktuelle Schwellenländerkrise ist vergleichbar mit der Asienkrise 1998. Damals korrigierte der US-amerikanische Aktienmarkt binnen nur drei Monate um 19% (in 2015: -12%). Im Anschluss radierte der US-Aktienmarkt in nur zwei Monaten alle Verluste aus, um danach nochmals um etwa ein Viertel bis März 2000 anzusteigen. Gerade vor dem Hintergrund der weiterhin niedrigen Zinsen an den Rentenmärkten stellen für uns auf Sicht von mehreren Jahren solide Aktien von Unternehmen mit attraktiver Dividendenrendite und hoher Cash-flow-Fähigkeit weiterhin eine sinnvolle Anlage dar. Kursrisiken und eine eindeutige Blase sehen wir weiterhin bei einigen Rentenanlagen, u.a. deutschen Staatsanleihen. Hier sitzen die Investoren weiter auf einer Bombe, deren Lunte irgendwann gezündet wird.

## RECHTLICHE HINWEISE

### Allgemeines

Die in diesem Bericht der Do Investment AG (im Folgenden Do Invest genannt) zur Verfügung gestellten Informationen sind mit größtmöglicher Sorgfalt zusammengestellt worden. Trotzdem übernimmt Do Invest keine Gewähr für die Aktualität, Korrektheit und Vollständigkeit der hier enthaltenen Informationen und Inhalte. Alle Informationen dieses Berichts sind als freibleibend und unverbindlich anzusehen. Do Invest behält sich das Recht vor, Teilinhalte oder Gesamtinhalte dieses Berichts ohne gesonderte Ankündigung zu verändern, zu ergänzen oder zu löschen.

### Empfängerkreis der Informationen

Die in diesem Bericht zur Verfügung gestellten Informationen und Inhalte sind ausschließlich an den individuellen Leser gerichtet. Deren Weitergabe an andere natürliche oder juristische Personen ist ausdrücklich nicht gestattet. Sämtliche Informationen und Inhalte dürfen nicht zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen verwendet werden, da sie hierfür möglicherweise nicht geeignet sind.

### Informationsangaben | Werbemittelungen

Die dargestellten Börsen- und Wirtschaftsinformationen, Kurse, Indizes, 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. Teilinhalte dieses Berichts dienen der Produktwerbung und stellen Werbemittelungen dar. Alleinige Grundlage für den Erwerb von Anteilen an Investmentfonds ist der jeweils gültige Verkaufsprospekt mit den Vertragsbedingungen in Verbindung mit dem jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und dem Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngeren Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt. Diese Unterlagen erhalten Sie bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft oder Depotbank sowie den Zahlstellen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesen Unterlagen genannten Informationen übernimmt Do Invest keine Gewähr.

### Anlagestrategien | Anlageziele | Wertentwicklungen

Bitte beachten Sie, dass Kurswerte von Wertpapieren sowie der Nettoinventarwert eines Fonds sowohl steigen als auch fallen können. Bei Anlagen in Wertpapiere und Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals hinnehmen zu können. Anlageergebnisse aus der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Investitionen in Fremdwährungen können zu zusätzlichen Währungsverlusten führen. Zusätzliche Kosten und Gebühren (z.B. Ausgabeaufschläge) können die Wertentwicklung von Investmentfonds reduzieren. Aussagen der Do Invest über Anlagestrategien, Anlageziele, Analysemethoden, Ergebnisse von Analysen und ähnliches sind stets die Beschreibung von Anlagekonzepten, die Do Invest als Finanzportfolioverwalter einsetzt. Es handelt sich dabei nicht um Aussagen der Do Invest zu den jeweiligen Investmentfonds selbst. Es kann nicht zugesichert werden, dass die hier beschriebenen Anlagekonzepte der Do Invest zukünftig in der Verwaltung bestimmter Vermögensverwaltungsmandate oder Investmentfonds zur Anwendung kommen, künftig nicht geändert werden oder dass bestimmte Anlageziele erreicht werden.

### Verkaufsbeschränkungen

Die Verbreitung der hier enthaltenen Informationen und der Erwerb von hier genannten Anlagelösungen ist in vielen Ländern unzulässig, sofern nicht von der Verwaltungsgesellschaft eine Anzeige bei den örtlichen Aufsichtsbehörden eingereicht bzw. eine Erlaubnis von den örtlichen Aufsichtsbehörden erlangt wurde.

### Meinungen und Inhalte Dritter

Meinungen und Inhalte Dritter sind keine Aussagen der Do Invest, sondern geben die Meinung und Inhalt Dritter wieder. Do Invest macht diese Meinungen und Inhalte Dritter damit nicht zu ihren eigenen Meinungen und Inhalten. Vielmehr wird hiermit darauf hingewiesen, dass diese Meinungen und Inhalte Dritter Sachverhalte nicht vollständig, gekürzt, missverständlich oder auch fehlerhaft darstellen können.

### Urheber- und Kennzeichenrecht

Die Do Invest ist bestrebt, in allen Publikationen die Urheberrechte der verwendeten Bilder, Grafiken und Texte zu beachten, von ihr selbst erstellte Bilder, Grafiken und Texte zu nutzen oder auf lizenzfreie Grafiken und Texte zurückzugreifen. Alle innerhalb dieses Berichts genannten und gegebenenfalls durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind. Das Copyright für veröffentlichte, der Do Invest selbst erstellte Objekte bleibt allein bei der Do Invest. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Grafiken und Texte in anderen elektronischen oder gedruckten Publikationen ist ohne ausdrückliche Zustimmung der Do Invest nicht gestattet.

Do Investment AG · Montgelasstraße 14 · D-81679 München

T +49 (89) 95 411 93 30 · F +49 (89) 95 411 93 48

[www.do-investment.de](http://www.do-investment.de)