

INVESTMENTBERICHT 2014 | 2015



Managementkommentar der Do Investment AG

Rechtliche Hinweise:

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 Performedaten und Grafiken sind, soweit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.

INHALT

INVESTMENTBERICHT 2014.....	3
Globale Wachstumsdivergenzen	3
Notenbankpolitik	4
Anleihenmärkte.....	5
Währungen	6
Aktienmärkte.....	8
Rohstoffe	9
Übersicht über die weltweit wichtigsten Indizes.....	12
DO-FONDS IM 4. QUARTAL 2014.....	13
Vermögensverwaltender Fonds ‚Do – Absolute Return‘	13
Vermögensverwaltender Aktienfonds ‚Do Aktien Global‘	13
Vermögensverwaltende Dachfonds ‚Do – Stiftungsfonds‘ und ‚Do – Balance‘	14
AUSBLICK 2015.....	16
Anleihenmärkte.....	17
Währungen	18
Aktienmärkte.....	18
Rohstoffe	19
Handlungsoptionen	20
Anlagegrundsätze	20

INVESTMENTBERICHT 2014

Die mit Abstand größte Überraschung des vergangenen Jahres stellte der Renditeverfall von Staatsanleihen auf tiefere Niveaus als zu Zeiten der Großen Depression in den 1930er Jahren dar. Die zehnjährige Rendite von Bundesanleihen erreichte zum Jahresende ein Rekordtief von 0,54% (Vorjahresstand: 1,93%). Damit schafften es die Deutschen auf japanisches und Schweizer Niveau (Japan: 0,33%; Schweiz: 0,32%). Willkommen im exklusiven Club „Niedrigste Zinsen der Welt“! Als Katalysatoren hinter den fallenden Renditen standen neben dem globalen Trend zu immer niedrigeren Preissteigerungsraten (Disinflation) auch die enttäuschende Wachstumsdynamik in Europa und den Schwellenländern.

Jüngst wurde in der Eurozone erstmals seit Mitte 2009 wieder eine negative Inflationsrate veröffentlicht und inzwischen verzeichnen global betrachtet bereits 16 Länder fallende Konsumentenpreise. Die von der Deflation betroffenen Länder liegen dabei mehrheitlich in der Eurozone (Griechenland: -1,2%, Spanien: -1,1%, Estland: -0,6%, Belgien: -0,4%; Deutschland: -0,2%) bzw. in Europa (Ungarn: -0,7%, Polen: -0,6%, Schweden: -0,2%). Im Augenblick nistet sich das Deflationsgespenst in Europa ein. In den USA betrug die Inflationsrate zuletzt immerhin noch +1,3%. Laut einer Umfrage von Merrill Lynch/Bank of America halten 69% der globalen Fondsmanager eine Deflation für das größte Risiko für 2015.

Zahlreiche Krisenherde beschäftigte die Welt in 2014. Im Konflikt in der Ostukraine kämpften von Russland unterstützte Milizen gegen ukrainische Truppen. Im Zuge der Ukraine-Krise verhängten sowohl die USA als auch die Europäische Union Sanktionen gegenüber Russland. Westafrika musste den bisher größten Ebolafieber-Ausbruch verkraften. Nach Angaben der Weltgesundheitsorganisation starben in 2014 über 7.500 Menschen. Das Erscheinen der radikalfundamentalistischen Kampf- bzw. Terrororganisation „Islamischer Staat“ (IS) überraschte. Nachdem Teile des Iraks und Syriens militärisch erobert waren, rief IS im Juni einen als Kalifat bezeichneten Staat aus. In diesem Zusammenhang ernannte sich der IS-Anführer als Kalif, also „Stellvertreter Gottes auf Erden“.

Globale Wachstumsdivergenzen

Während das Wachstum in den USA aufgrund eines ungewöhnlich kalten Winters im ersten Quartal noch schwach ausfiel, beschleunigte sich dieses im weiteren Jahresverlauf. Im dritten Quartal wuchs die US-amerikanische Volkswirtschaft mit einer geschätzten Jahresrate von 5,0% damit so stark wie zuletzt vor elf Jahren. Für das Gesamtjahr 2014 dürfte das US-Wachstum bei etwa 2,3% liegen (2013: +2,2%).

Während sich die USA als Wachstumslokomotive entpuppt, nimmt die Eurozone die Position des lahmen Gauls ein. In den letzten beiden Jahren kam das Wachstum einfach nicht in die Gänge. Immerhin sollte das Wachstum in 2014 bei etwa 0,8% liegen. Noch im Vorjahr schrumpfte die Wirtschaftsleistung der Eurozone um 0,4%.

In Japan enttäuschte die Wirtschaftsentwicklung mit einer unerwarteten rezessiven Phase im zweiten und dritten Quartal 2014. Dahinter stand vor allem die vollzogene Mehrwertsteuererhöhung auf 8%. Aufgrund der deutlich sichtbaren konjunkturellen Bremsspuren sahen sich die Japaner gezwungen, die eigentlich geplante weitere

Mehrwertsteuererhöhung vom Oktober 2015 auf April 2017 zu verschieben. Im Gesamtjahr dürfte Japan in 2014 nur moderat um 0,3% wachsen (2013: +1,6%).

Auch wenig Freude bereiten die Schwellenländer. Unter den BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China) rutschte Brasilien im zweiten Quartal in die Rezession und für das Gesamtjahr 2014 erwarten Volkswirte ein marginales Wachstum von 0,2% (2013: +2,5%). Nachdem die russische Wirtschaft bereits in 2013 nur um 1,3% expandierte, leidet das Land nun aufgrund der verschärften Ölpreissituation und den Sanktionen. Eine Rezession im vierten Quartal 2014 ist wahrscheinlich. In China kühlt sich das Wachstum nun im vierten Jahr in Folge ab - auf geschätzte 7,4% in 2014 (2013: +7,7%). Zweistellige chinesische Wachstumsraten wie zuletzt in 2010 (+10,4%) und 2007 (+14,2%) gehören wohl der Vergangenheit an. Unter den BRIC-Staaten meistert es nur Indien, sein Wachstum zu steigern - von 4,7% in 2013 auf 5,5% in 2014. Seit 2014 werden die 1,2 Milliarden Inder von Narendra Modi regiert. Dieser steht für einen wachstumsfreundlichen Modernisierungskurs.

Im globalen Kontext zeigen sich die Ökonomien derzeit in einer jeweils unterschiedlichen Position im Wirtschaftszyklus. Die USA laufen vorweg und sind bereits in einem fortgeschrittenen Stadium. Die Eurozone und Japan sind dagegen in einer wirtschaftlichen Stagnation gefangen und schaffen es nicht über die Startlinie hinweg. Und auch in den vor einigen Jahren noch vom Wachstum verwöhnten Schwellenländern sieht die Situation seit dem Wirtschaftszenit im Jahr 2010 weiterhin alles andere als erfreulich aus.

Notenbankpolitik

Als zentraler Impulsgeber für die Kapitalmärkte erwies sich erneut die Aktivität der Zentralbanken. Nachdem die britische Notenbank (Bank of England) bereits im Jahr 2013 ihr Anleihekaufprogramm beendete, folgte dieses Jahr die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed). Im Januar begann die Fed mit der schrittweisen Reduzierung ihres Anleihekaufprogrammes um dieses dann schließlich im Oktober 2014 vollständig einzustellen. Trotz der Beendigung des dritten amerikanischen Quantitative Easing (QE)-Programms sind die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen im Jahresverlauf von 3,0% auf 2,2% gefallen, was die meisten Marktteilnehmer - wir schließen uns hier nicht aus - überraschte. Die solide und sich beschleunigende Konjunkturentwicklung im Jahresverlauf hätte eigentlich für höhere und nicht tiefere Renditen am langen Ende gesprochen. Wir erinnern uns an 2013: Damals herrschte seitens der Kapitalmärkte zunächst pure Angst vor einem Fed-Richtungswechsel. Im Mai 2013 verbalisierte Ben Bernanke seinen „Tapering“-Kurs. Der damalige Notenbankchef wies das erste Mal auf ein mögliches Ende der ultratiefen Zinspolitik hin. In Folge stieg damals in 2013 die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen binnen nur vier Monaten von 1,6% auf 3,0% - ohne dass die Fed effektiv einen Kurswechsel vornahm. Dies verdeutlicht wieder einmal, dass es im Wesentlichen die Anpassungen in den Erwartungshaltungen der Marktteilnehmer sind, die kursbestimmend wirken. Der QE-Ausstieg seitens der Fed war gut vorbereitet und kommuniziert und daher in der Erwartungshaltung des Marktes bereits berücksichtigt.

Ende Oktober 2014 überraschte dagegen die japanische Notenbank mit der Ankündigung, ihr QE-Programm um 30 Billionen Yen auszuweiten. Sie möchte nun für 80 Billionen Yen (entspricht momentan etwa 550 Mrd. Euro) jährlich Staatsanleihen, aber auch Aktien- und Immobilienfonds kaufen. Der staatliche Pensionsfonds wird seine Aktienquote erhöhen, wobei sowohl japanische als auch ausländische Aktien auf der politisch beschlossenen

Kaufliste stehen. Derzeit fährt die japanische Zentralbank im globalen Kontext die expansivste Geldpolitik. Die Bilanzsumme der japanischen Notenbank ist mit 50% des Bruttoinlandsproduktes (BIP) bereits extrem hoch und die nun geplanten jährlichen Käufe entsprechen 14% des BIP. Das japanische Ankaufprogramm zeigt sich ambitioniert. Die Wertpapierkäufe übersteigen sogar das Neuemissionsvolumen. In der Konsequenz wird die Zentralbank sämtliche neu emittierten japanischen Staatsanleihen aufkaufen. Seit etwa zwei Jahren schwächt diese Politik den japanischen Yen.

Die im Jahresverlauf fallende Inflationsrate sowie die offensichtliche wirtschaftliche Stagnation in der Eurozone ließen die europäischen Währungshüter ein dickes Maßnahmenbündel verabschieden. Die Europäische Zentralbank (EZB) senkte den Leitzins in zwei Schritten von 0,25% auf 0,05%, offerierte neue Langfrstkredite an Banken, beschloss den Kauf von forderungsbesicherten Wertpapieren (ABS) und führte Negativzinsen für Bankeinlagen ein (im Juni zunächst von 0% auf -0,1% und schließlich im September auf -0,2%).

Überraschungspotenzial bot auch die chinesische Zentralbank: Die niedrige Inflation und sinkende Immobilienpreise veranlassten die Währungshüter im November zur Leitzinssatzsenkung um 0,4% auf 5,6% - die erste Senkung seit 2012.

Anleihemärkte

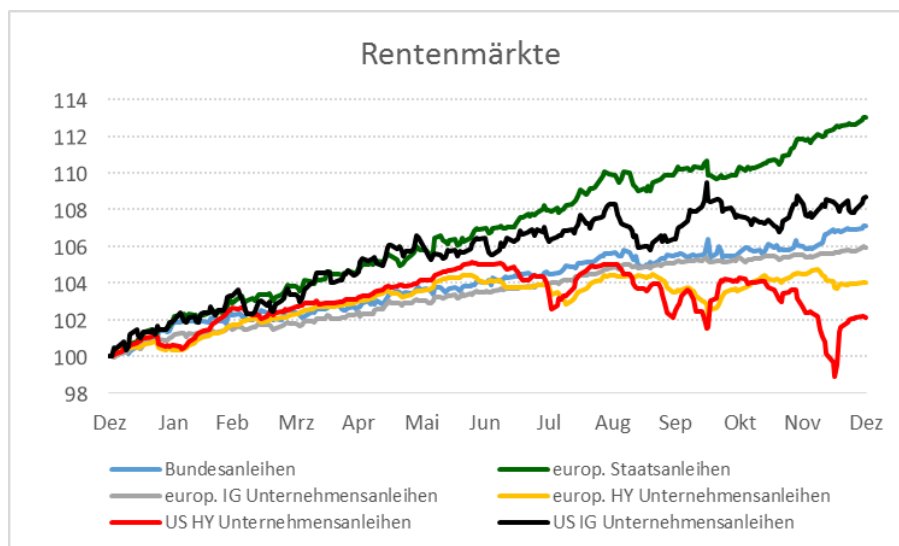
In deutlichem Kontrast zu den Erwartungen am Jahresbeginn zeigte sich der Staatsanleihemarkt weiterhin von der Sonnenseite. Wie beschrieben zeichnete sich in den vergangenen zwölf Monaten eine deflationäre Entwicklung ab, die sich insbesondere im zweiten Halbjahr durch den deutlichen Ölpreisrückgang beschleunigte. Der Verfall der zehnjährigen Rendite von etwa 1,9% zu Jahresbeginn auf nur noch 0,5% Ende 2014 bescherte den Bundesanleihen Rückenwind. Der REXP wies in diesem Umfeld eine erfreuliche Wertentwicklung von 7% auf. Bei den kurzen Laufzeiten spitzte sich die Situation weiter zu. Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis zu vier Jahren notieren inzwischen mit einer negativen Verzinsung. Wer heute der Bundesrepublik für vier Jahre Geld leiht, muss sogar noch etwas „draufpacken“, damit das Geld beim Staat sicher geparkt wird. Besonders drastisch reduzierten sich die Renditen von Euro-Peripherieanleihen. Die zehnjährigen Renditen von Italien und Spanien purzelten von 4,1% auf 1,9% respektive von 4,1% auf 1,6%. Entsprechend überdurchschnittlich entwickelte sich der Gesamtindex von Euro-Staatsanleihen (iBoxx Euro Sovereigns Index) der im Jahresverlauf um stattliche 13% zulegte - und damit noch 5% mehr lieferte als der REXP.

Mit europäischen Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Bereich erzielten Anleger gemessen am iBoxx EUR Liquid Corporate 100 Index eine ordentliche Gesamrendite von 6%. Dies ist etwas besser als die Performance von 4% von europäischen Hochzinsanleihen (gemessen am iBoxx EUR Liquid High Yield Index). Unter dem Strich gehörte 2014 damit besonders den Investmentgrade-Unternehmensanleihen, da bessere Bonitäten sich einer erhöhten Nachfrage erfreuten. Bei Unternehmensanleihen zahlte sich damit ein defensives Vorgehen aus.

Auffällig in 2014 war die hohe Emissionstätigkeit im Bereich der US-Hochzinsanleihen. Etwa ein Viertel aller Neuemissionen gehörten der Kategorie Hochzinsanleihen an. Dieser hohe Anteil beunruhigt etwas. In Krisenzeiten wie den Jahren 2008 und 2002 machten Hochzinsanleihen weniger als 10% aus. Der hohe Neuemissionsanteil ist das Ergebnis einer erhöhten Nachfrage seitens der Investoren aufgrund des Renditehungers in Zeiten des

Anlagenotstandes. In den letzten fünf Jahren fielen die Ausfallquoten stets gering aus und das Segment der US-Hochzinsanleihen lief exzellent (iBoxx \$ Liquid High Yield Index in den letzten fünf Jahren: 2013: +6%, 2012: +14%, 2011: +6%, 2010: +13%, 2009: +45%). Folglich stieg das Risikobewusstsein der Investoren sukzessive und zunehmend nutzten Unternehmen mit niedriger Bonität die Gunst der Stunde. 14% der US-Hochzinsanleihen stammt jedoch aus dem Energiebereich. Im vierten Quartal 2014 setzte schließlich ein vom Ölpreisrutsch ausgehender Kursverfall die High Yield-Anleihen von Emittenten aus dem Energiebereich deutlich unter Druck. Der US-Hochzinsanleihemarkt verlor daraufhin auf Indexebene zwischenzeitlich 6% seines Wertes. Im Gesamtjahr verbuchten US-Hochzinsanleihen nur einen mageren Gewinn von +2% und schnitten damit deutlich schlechter ab als US-Unternehmensanleihen aus dem Investmentgrade-Bereich (iBoxx \$ Liquid Investment Grade), die formidabile 9% ablieferten.

Grafik 1: Anleihemärkte



Quelle: Bloomberg

Währungen

Aufgrund deutlicher Wachstumsdivergenzen sowie unterschiedlichen Zentralbankentscheidungen wiesen Währungen signifikante Bewegungen im Jahresverlauf auf. Es ist nicht in jedem Jahr so, aber in 2014 waren Währungsverschiebungen so bedeutend, dass sie die Entwicklung verschiedener Portfolioinvestitionen maßgeblich beeinflussten. Zunächst ein Rückblick: Noch im Sommer 2012 herrschte Panik vor einem möglichen Zerfall der europäischen Währungsunion. Ein Euro entsprach zu diesem Zeitpunkt 1,20 US-Dollar. Viele Investoren flüchteten reflexartig in Fremdwährungen, u.a. in den US-Dollar, den Singapur-Dollar oder die Norwegische Krone. Um der Panik Einhalt zu gewähren, sagte Mario Draghi vor zweieinhalb Jahren, die EZB werde „alles Notwendige tun“ („whatever it takes“), um den Euro zu erhalten. Nach diesem klaren Bekenntnis für den Euro kehrte Vertrauen in die Währung der Eurozone zurück. Bis Mai 2014 wertete der Euro Richtung 1,40 gegen den US-Dollar auf. Zu diesem Zeitpunkt beklagten immer mehr den zu starken Euro. Für viele Euro-Staaten bedeutet eine zu starke Währung eine verminderte Wettbewerbsfähigkeit.

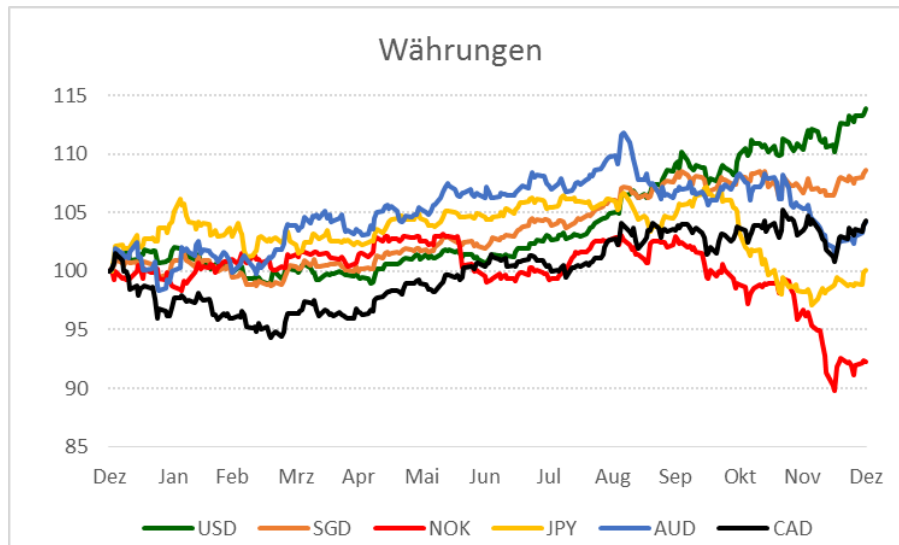
Im zweiten Quartal adressierte Mario Draghi schließlich den zu hohen Wechselkurs des Euro und leitete damit einen Trendwechsel ein. Nun drehte sich das Blatt und der Euro ging auf Tauchstation. Es setzte eine abrupte Euro-Schwächephase ein, die sich bis Jahresende fortsetzte. Zum Jahresende entsprach ein Euro wieder 1,21 US-Dollar, mithin in etwa das gleiche Niveau wie mitten in der Eurokrise vor zweieinhalb Jahren. Im Gesamtjahr wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro um 14% auf.

Auch gegenüber anderen Währungen schaffte es der Euro im Jahresverlauf nicht, seinen Wert zu erhalten. Im Jahr 2014 werteten sämtliche Dollar-Währungen auf, angeführt - wie oben bereits geschrieben - vom US-Dollar (+14%), gefolgt von Singapur-Dollar (+9%), Neuseeland-Dollar (+8%), Kanadischer-Dollar (+4%) sowie Australischer-Dollar (+4%). Auch das Britische Pfund (+7%) sowie der Schweizer Franken (+2%) verteuerten sich gegenüber dem Euro. Weiterhin werteten Schwellenländerwährungen mehrheitlich auf (Indonesische Rupie +12%, Indische Rupie und Chinesischer Renminbi je +11%, Südkoreanischer Won +10%, Türkische Lira +5%, Brasilianischer Real +2%).

Ausschließlich in Sondersituationen verlor eine Fremdwährung gegenüber dem Euro an Wert. Aufgrund der Zuspitzung der politisch-ökonomischen Situation in Russland fiel der Russische Rubel im Jahresverlauf gegenüber dem Euro um 36%. Auch der Argentinische Peso reiht sich mit -12% in die Verliererliste ein. Das Land unterließ im Juli 2014 eine Zins-Zahlungsverpflichtung bei Anleihen, woraufhin die Ratingagenturen Standard & Poor's und Fitch Ratings dem Land einen Zahlungsausfall attestierten. Argentinien befindet sich derzeit in einer desolaten Lage. Die reale Wirtschaftsleistung des Landes dürfte in 2014 um 1,5% geschrumpft sein und die Inflation liegt bei geschätzten 25-30% (eine derart hohe Preissteigerung wird nur von wenigen Ländern wie Iran und Venezuela überschritten). Obwohl sowohl die norwegische als auch die schwedische Wirtschaft in 2014 um voraussichtlich 2,5% respektive 1,9% wachsen dürften, verloren auch die Norwegische Krone (-8%) sowie die Schwedische Krone (-6%). Da Norwegen wenig bedeutende Industrieunternehmen abseits von Öl und Gas aufweist, stellt der schwache Ölpreis einen wesentlichen Belastungsfaktor dar. Am Ende bleibt nur der Japanische Yen, der gegenüber dem Euro (trotz seiner Schwächeattacke im letzten Quartal) auf Jahressicht mit 145 Yen zu einem Euro unverändert blieb.

In 2014 wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro mit +14% auf - so stark wie zuletzt vor neun Jahren. In der Historie des Euro, den es erst seit 1999 gibt, schaffte es der US-Dollar nur in den Jahren 2005 (+15%) und 1999 (+16%) auf Jahresbasis noch stärker aufzuwerten. Und welche Wettentwicklung lieferte der US-Dollar jeweils im Folgejahr? In 2006 büßte der US-Dollar wieder 10% seines Wertes ein, in 2000 dagegen avancierte der US-Dollar nochmals um 7%. Zum Jahresende 2014 steht der Euro bei 1,21. Das erste offizielle Fixing des Euro am 4. Januar 1999, also heute vor 15 Jahren, belief sich übrigens auf exakt 1,1789 US-Dollar für einen Euro. Davon ist der US-Dollar derzeit nicht weit entfernt.

Grafik 2: Währungen



Quelle: Bloomberg

Aktienmärkte

Die oben beschriebenen globalen Wachstumsdivergenzen spiegelten sich auch an den Aktienmärkten wider: In 2014 öffnete sich eine Schere von 8% Unterschied zwischen der Aktienentwicklung der Schwellenländer (MSCI Emerging Markets -5%) und der Industrieländer (MSCI World +3%). Warum entwickelten sich Aktien der Schwellenländer schwächer als die der Industrieländer? Die Ökonomien der aufstrebenden Länder hängen in hohem Maße von der Entwicklung der Rohstoffpreise und dem US-Dollar ab. Ein starker US-Dollar (+14% gegenüber Euro), schwache Rohstoffpreise (CRB -18%) sowie ein weiter abschwächendes chinesisches Wachstum (von über 10% in 2010 auf inzwischen nur noch geschätzten 7,4% in 2014) stellten in Kombination einen deutlichen Gegenwind für die Schwellenländer dar.

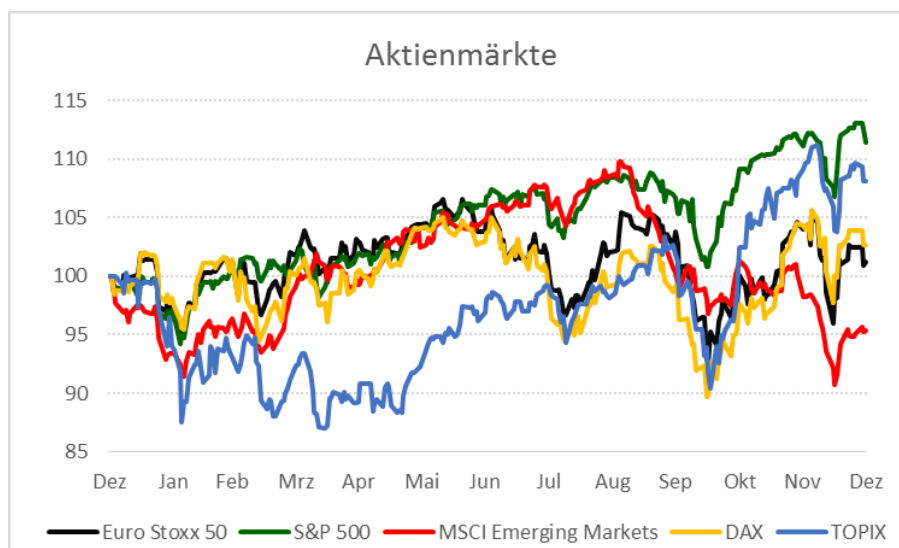
Auf Länderebene präsentierte sich das Aktienbild durchmischte. Deutsche Aktien legten gemessen am DAX lediglich 3% zu. An die sensationelle Wertentwicklung der beiden Vorjahre 2012 (+29%) und 2013 (+26%) konnte der DAX damit nicht anknüpfen. Auch Aktien mittelgroßer deutscher Unternehmen gemessen am MDAX liefen in 2014 mit +2% bescheiden (2013 +39%, 2012 +34%). Noch einen Prozentpunkt weniger erzielten europäische Aktien (Euro Stoxx 50 +1%). Anleger, die nur in deutsche und europäische Aktien investierten, dürften bei dieser mageren Bilanz wohl nicht die Champagnerkorken knallen lassen. 2014 war aus diesem Blickwinkel kein Aktienjahr! Besser schnitten japanische Aktien ab (TOPIX +8%). Eine wirklich überzeugende Performance lieferten US-amerikanische Aktien (S&P 500 +11%).

Die saftige US-Dollarstärke lieferte zusätzlich massiven Rückenwind: In Euro gerechnet beläuft sich das Ergebnis von US-Aktien auf beachtliche +27%. Für die USA bedeutet dies inzwischen das dritte Jahr in Folge einen zweistelligen Aktiengewinn und manche US-Anleger fühlen sich vielleicht zurückversetzt in die 1990er Jahre. Damals, in den Jahren von 1995 bis 1999, stieg der S&P500 fünf Jahre in Folge zweistellig in Summe um 26% pro Jahr.

Unterschiedliche europäische Branchen verzeichneten eine erhebliche Streuung in ihrem Ergebnis. Der Performanceunterschied der besten und schlechtesten Branche beläuft sich auf beachtliche 35%. Von ihrer besten Seite zeigten sich Aktien der Branchen Immobilien (+20%), Reisen & Freizeit und Pharma (je +18%) sowie Versorger (+13%). Auf der Verliererseite finden sich neben Öl & Gas (-15%) und Rohstoffen (-6%) auch Einzelhandel (-4%) sowie Banken (-3%) wieder. Immobilien- und Versorgeraktien profitierten nicht unwesentlich von den fallenden Zinsen, während Reisen- und Freizeitaktien (darunter fallen u.a. Fluggesellschaften und Hotels) vom fallenden Ölpreis in der zweiten Jahreshälfte profitierten. Dass es Pharma- und Versorgeraktien auf die Siegertreppe schafften, spiegelt den defensiven Charakter des Aktienmarktes wider und untermauert die wenig überzeugende Aktienentwicklung der vergangenen zwölf Monate.

Der Weltaktienindex MSCI World wird standardmäßig in US-Dollar gemessen und legte um 3% zu. Wenn allerdings der satte Währungsgewinn mit Berücksichtigung findet, schafft es der in Euro gerechnete MSCI World auf sportliche +17% Performance. Anders ausgedrückt: Etwa 80% der Kursentwicklung eines weltweiten Aktienportfolios ohne Währungssicherung erklären sich rein aus der USD-Stärke!

Grafik 3: Aktienmärkte weltweit



Quelle: Bloomberg

Rohstoffe

Während der Gedanke eines Rohstoff-Superzyklus vielleicht bei einigen noch im Kopf verankert ist, sieht die Realität anders aus. Seit Jahren manifestiert sich der sinkende Rohstoffhunger Chinas in rückläufigen Rohstoffpreisen. Bereits im April 2011 und damit ein Jahr zeitverzögert nach der Wachstumsspitze der Schwellenländer erreichte der CRB-Rohstoffindex seinen Hochpunkt. Seitdem ist dieser Index um 38% gesunken. Nach den drei Rohstoff-Schwächejahren 2011 bis 2013 beschleunigte sich der Preisverfall in 2014. Der CRB-Rohstoffindex büßte 18% seines Wertes ein, was das schlechteste Jahr seit 2008 (-36%) darstellt. Belastungsfaktoren stellten neben einer generell eher schwächeren globalen konjunkturellen Entwicklung auch die ausgeprägte US-Dollarstärke dar. Da Rohstoffe fast

ausschließlich in US-Dollar fakturiert werden, führt eine US-Dollar-Stärke häufig zu einer Schwäche bei den Rohstoffpreisen.

Rohöl erwischte es mit Abstand am härtesten. Trotz zahlreicher geopolitischer Krisen und einer im Jahresverlauf robusten US-Konjunktur (beide Faktoren wirken eigentlich preisstützend), verlor die Rohölsorte West Texas Intermediate (WTI) von seinem Jahreshoch im Juni 2014 die Hälfte ihres Wertes (von 107 USD auf 53 USD). Dies ist der größte Rohölpreisverfall seit der Großen Finanzkrise 2008/2009. Im Jahr 2008 fiel WTI zwischenzeitlich um 77% (vom 7.3.2008-19.12.2008); das Jahr 2008 schloss WTI dann mit -54% ab. Im Gegensatz zu damals basiert die Preisreaktion heute weniger auf einem konjunkturell bedingten Nachfrageschock (die US-Konjunktur ist verhältnismäßig robust), sondern im Wesentlichen auf einem Angebotsschock. Die in den letzten Jahren deutlich erhöhte US-Schiefergas-Produktion in Kombination mit einer ohnehin erhöhten globalen Produktion (Russland produziert in 2014 so viel Rohöl wie seit Ende der Sowjetunion nicht mehr und der Irak so viel wie zuletzt in den 1980er Jahren) führen derzeit zu einem aktuellen Überangebot an Öl von ca. einer Mio. Barrel pro Tag.

Im November trafen sich die zwölf Länder der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC), die immerhin für etwa 40% der weltweiten Erdölproduktion stehen. Auf diesem Treffen beschloss das Kartell, seine offizielle Fördermenge von 30 Mio. Barrel pro Tag nicht zu kürzen. Insbesondere Saudi-Arabien sprach sich gegen eine Erhöhung der Produktion aus. Das Land verfolgt das Ziel, ineffiziente Ölproduzenten mit höheren Förderkosten (Schieferöl, Ölsande) aus dem Markt zu drängen, um damit seinen eigenen Marktanteil zu verteidigen. Saudi-Arabien weist mit 4 bis 5 US-Dollar die niedrigsten Produktionskosten für ein Barrel Rohöl auf (ein Barrel entspricht ca. 159 Liter). Der Rohölpreisverfall setzte sich nach dem OPEC-Treffen und mehrerer ungewöhnlich offener Aussagen des saudischen Ölminister Ali al-Naimi fort (der z.B. am 22. Dezember 2014 sagte: „...it is not in the interest of OPEC producers to cut their production, whatever the price is.“).

Nachdem Russland bereits durch die Auswirkungen der Sanktionen seitens der Europäischen Union und der USA belastet war, stürzte der Ölpreisverfall Russland in eine Krise. Die Hälfte der russischen Steuereinnahmen basiert auf dem Verkauf von Öl und Gas. Die einsetzende Kapitalflucht aus Russland führte zu einer massiven Abwertung des Rubels, dem auch die russische Zentralbank mittels Stützungskäufen und höherer Leitzinsen wenig entgegensetzen hatte. Der Rubel büßte dabei zeitweise knapp 50% seines Außenwertes gegenüber dem US-Dollar ein und stand zum Jahresende 44% tiefer als zum Jahresanfang. Der Einbruch des Rubelkurses erschwert den russischen Unternehmen die Rückzahlung von USD-Fremdwährungskrediten. Dies könnte bei andauernder Rubel-Schwäche zu einer Pleitewelle führen. Glücklicherweise weist der russische Staat nur eine geringe Staatsverschuldung von 16 % des Bruttoinlandsproduktes auf. Sollten sich die Krise in Russland und der damit verbundenen Vertrauensverlust fortsetzen, muss mit der baldigen Einführung von „weichen“ Kapitalverkehrskontrollen gerechnet werden, um die weitere Kapitalflucht zu unterbinden. Im Zeitablauf könnte Russland im Jahr 2015 durchaus in eine ähnliche Krisensituation geraten wie zuletzt im Jahr 1998.

Auf der Edelmetallseite musste Silber mit 19% einen deutlichen Wertverlust hinnehmen, wohingegen der Goldpreis das Jahr 2014 mit einem minimalen Verlust von 2% beendete. Im Bereich der Industriemetalle fiel der Kupferpreis aufgrund verminderter industrieller Nachfrage um 17%. Der für die Textilindustrie wichtige Baumwollpreis reduzierte sich um deutliche 29%.

Obwohl sich das gesamte Rohstoffspektrum mehrheitlich schwach zeigte, bot dieser aber aufgrund seiner Heterogenität auch Gewinner. Aufgrund schlechter Ernten in Brasilien stieg der Kaffeepreis um 50% und auch Lebendrinder verteuerten sich um 23%.

Übersicht über die weltweit wichtigsten Indizes

Aktienmärkte	Stand 31.12.2014	Veränderung in 2014	Veränderung in 2013
DAX (X)	9.805,55	2,65%	25,48%
MDAX (X)	16.934,85	2,17%	39,11%
SDAX (X)	7.186,21	5,85%	29,33%
EuroStoxx 50 P	3.146,43	4,92%	22,73%
DJ Industrial Av. (USD)	17.823,07	10,04%	29,65%
S&P500 (USD)	2.058,90	13,68%	32,38%
Nasdaq Composite (USD)	4.736,05	14,83%	40,17%
Nikkei225 (JPY)	17.450,77	8,91%	59,28%
Hang Seng (HKD)	23.605,04	5,31%	6,56%
MSCI AC World (EUR)	417,12	19,43%	18,22%

Währungen	Stand 31.12.2014	Stand 31.12.2013	Stand 31.12.2012
EUR/USD	1,21	1,38	1,32
EUR/JPY	145,01	145,14	114,45
EUR/CHF	1,20	1,23	1,21
EUR/GBP	0,78	0,83	0,81
EUR/NOK	9,06	8,36	7,34
EUR/AUD	1,21	1,38	1,32
EUR/SGD	1,60	1,74	1,61

Rentemärkte	Stand 31.12.2014	Veränderung in 2014	Veränderung in 2013
REXP	471,82	7,10%	-0,49%
IBOXX Liquid Corp. 100	147,23	5,95%	0,56%
JP Morgan EMBI (USD)	662,57	5,53%	-6,58%

Zinsen (in Prozent)	Stand 31.12.2014	Stand 31.12.2013	Stand 31.12.2012
Euribor (3 Monate)	0,08	0,29	0,19
EUR Umlaufrendite	0,48	1,61	1,01
10J. Staatsanleihen BRD	0,54	1,93	1,32
10J. Pfandbriefe	0,20	1,87	1,57

Rohstoffe	Stand 31.12.2014	Veränderung in 2014	Veränderung in 2013
Gold (USD)	1.184,86	-1,72%	-28,04%
Silber (USD)	15,70	-19,34%	-35,84%
Rohöl Brent (\$/b)	55,76	-49,69%	-1,00%
DJ AIG Comm. (USD)	210,12	-17,01%	-9,52%

Quelle: Bloomberg

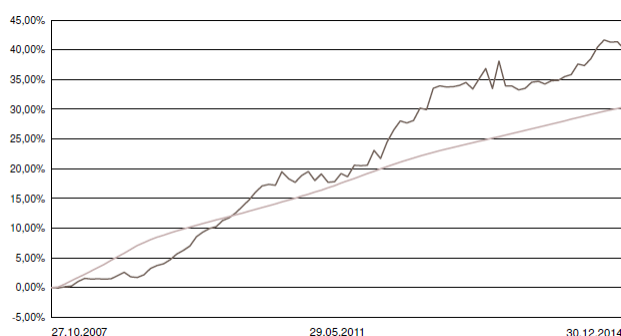
DO-FONDS IM 4. QUARTAL 2014

Vermögensverwaltender Fonds ‚Do – Absolute Return‘

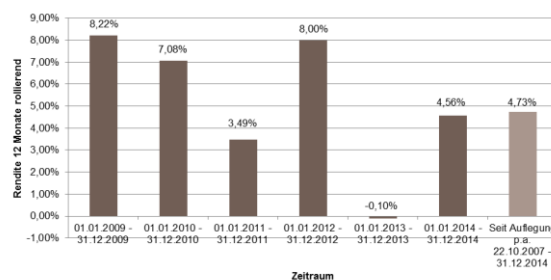
Durch den Verkauf einer Anleihe von Petrobras reduzierten wir im Do – Absolute Return im letzten Quartal weiter unsere High Yield-Allokation.

In der Aktienallokation des Do – Absolute Return waren wir sehr aktiv: Wir erwarben breitgestreut antizyklisch Schlumberger und Statoil (Energie), BASF (Chemie), Freeport-McMoRan und Rio Tinto (Rohstoffe) sowie eher defensiv ausgerichtete Titel wie Pfizer und Sanofi (Gesundheit), Johnson & Johnson, Adidas, Henkel (Konsum) oder Spezialthemen wie Japan Airlines (Luftfahrt) oder Torchmark (Finanzen). Die Aktienquote erhöhte sich durch diese Transaktionen im letzten Quartal des Jahres sukzessive von rund 9 % auf etwa 13 %.

Nach deutlichen Kurssteigerungen Ende des Jahres veräußerten wir teilweise die Positionen im US-Dollar und schlossen unsere Short-Position im Japanischen Yen. Unsere Fremdwährungsquote betrug zum Ende des Jahres rund 41 %.

Do – Absolute Return: Historische Wertentwicklung

■ Do – Absolute Return A ■ Euribor + 200 BP



Zeitraum	Wertentwicklung	Zeitraum	Wertentwicklung
Monat	-0,90 %	2013	-0,10 %
Lfd. Jahr	4,56 %	2012	8,00 %
1 Jahr	4,56 %	2011	3,49 %
3 Jahre p.a.	4,10 %	2010	7,08 %
5 Jahre p.a.	4,56 %	2009	8,22 %
Seit Auflegung p.a.	4,73 %	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 Anteilsanwerb 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 Aktienfonds ‚Do Aktien Global‘

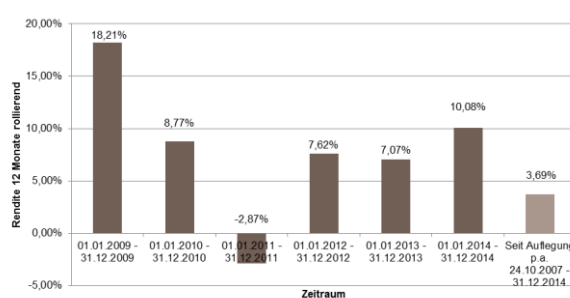
In unserem vermögensverwaltenden Aktienfonds Do Aktien Global reduzierten wir Anfang Oktober die Aktienquote durch den vollständigen Verkauf des FT Emerging Consumer Demand und des Starcapital Priamos. Durch diese aktive Entscheidung reduzierten wir die Aktienquote kurzzeitig auf rund 55 %.

Ende Oktober erwarben wir drei vollständig neue Positionen und erhöhten hierrüber unser Aktienengagement auf rund 69 %. Wir erwarben mit dem Allianz Best Styles und dem

Dimensional Global Core Equity zwei global investierende Aktienfonds, die das sogenannte „Factor Investing“ als Teil ihres Investmentprozesses integrieren. Diese Strategie beinhaltet die Ausnutzung einer langfristigen Risikoprämie und soll langfristig zur Generierung von Alpha gegenüber traditionellen, marktgewichteten Benchmarks beitragen.

Des Weiteren investierten wir mit dem Pictet Global Megatrend ein weiteres globales Produkt. Die Liquidität halten wir weiterhin insbesondere in kurzlaufenden US-Treasuries und deutschen Staatsanleihen.

Do Aktien Global: Historische Wertentwicklung



■ Do Aktien Global ■ MSCI World Tr Gr EUR

Zeitraum	Wertentwicklung	Zeitraum	Wertentwicklung
Monat	0,65 %	2013	7,07 %
Lfd. Jahr	10,08 %	2012	7,62 %
1 Jahr	10,08 %	2011	-2,87 %
3 Jahre p.a.	8,25 %	2010	8,77 %
5 Jahre p.a.	6,03 %	2009	18,21 %
Seit Auflegung p.a.	3,69 %	2008	-18,03 %

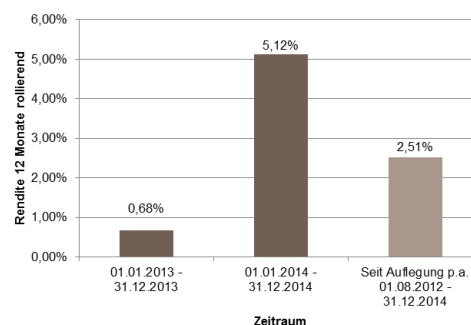
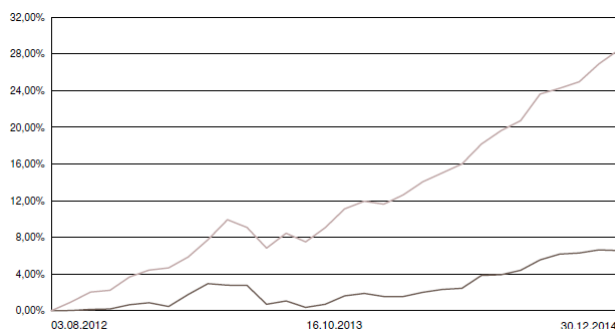
Die Grafiken und Tabelle stellen die historische Wertentwicklung zum letzten Monatsultimo seit Auflegung des Fonds dar: Die auf Fondsebene anfallenden Kosten (z.B. Verwaltungsvergütung) wurden berücksichtigt. Die auf Kundenebene anfallenden Kosten (Ausgabeaufschlag und Depotkosten) sind nicht berücksichtigt. Der maximale Ausgabeaufschlag beträgt 5%. Bei einem beispielhaften Anlagebetrag von 1.000.000 EUR muss der Kunde für den Anteilswerb 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 Fonds-Vermögensverwaltungsdepots verkauften wir am Anfang des 4. Quartals unsere Restposition im AXA US Short Duration High Yield sowie den Tiberius Eurobond. Ursächlich hierfür waren im ersten Fall unsere weiter wachsende Besorgnis über die Bewertungen und Liquiditätsbedingungen im High-Yield-Markt und im zweiten Fall die historisch niedrigen Renditen im europäischen Staatsanleihe-Bereich. Da wir von relativ stabilen niedrigen Zinsen in der Eurozone in den nächsten Monaten ausgehen, sehen wir hier keinen potentiellen Mehrwert in dieser Anlage.

In unseren Misch-Dachfonds, Do - Stiftungsfonds und Do - Balance, setzten wir alle genannten Fondstransaktionen - sowohl auf der Aktien- wie auf der Rentenseite - analog um.

Do – Stiftungsfonds: Historische Wertentwicklung

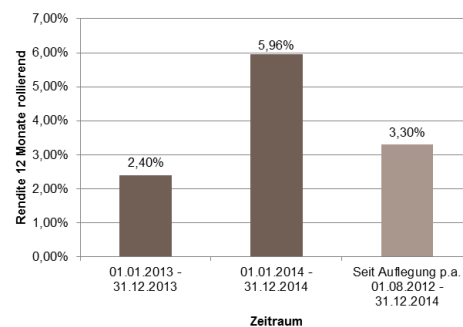
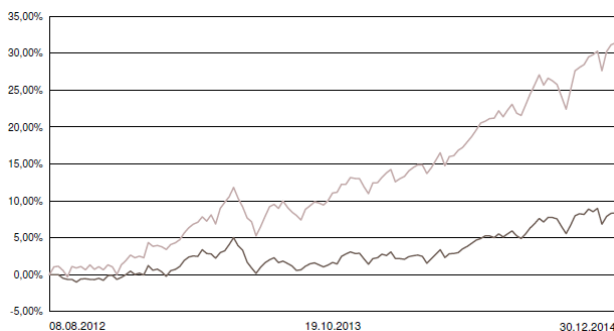


■ Do – Stiftungsfonds ■ 70% Market Iboxx Euro Sov. Euroz. TR, 30% MSCI World Tr Gr (EUR)

Zeitraum	Wertentwicklung	Zeitraum	Wertentwicklung
Monat	-0,04 %	2013	0,68 %
Lfd. Jahr	5,12 %		
1 Jahr	5,12 %		
3 Jahre p.a.	-		
5 Jahre p.a.	-		
Seit Auflegung p.a.	2,51 %		

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 Anteilswerb 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.

Do – Balance: Historische Wertentwicklung



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

Zeitraum	Wertentwicklung	Zeitraum	Wertentwicklung
Monat	-0,13 %	2013	2,40 %
Lfd. Jahr	5,96 %		
1 Jahr	5,96 %		
3 Jahre p.a.	-		
5 Jahre p.a.	-		
Seit Auflegung p.a.	3,30 %		

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 Anteilswerb 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 2015

Wir leben in einer Welt der finanziellen Repression mit verzerrten Marktpreisen. Wie lässt sich eine japanische Staatsanleihe bewerten, wenn sämtliche neu emittierten Staatsanleihen von der eigenen Zentralbank aufgekauft werden? Wie werden sich Euro-Staatsanleihen verhalten wenn die Europäische Zentralbank in den nächsten beiden Jahren Ernst macht und im Umfang von vielleicht bis zu einer Billion Euro Anleihekäufe durchführt, aber das umlaufende Marktvolumen der Euro-Staatsanleihen nur etwa sieben Billionen Euro beträgt? Wie verhalten sich die Deutschen, die mehr als zwei Billionen Euro auf Giro-, Spar- und Festgeldkonten horten, wenn auch im Privatkundenbereich Negativzinsen eingeführt werden, so wie heute bereits bei einigen Geschäftskunden üblich?

Von der Theorie her stellt der Preis des Geldes die gezahlten Zinsen dar. Diese werden aber schon lange nicht mehr an einem freien Markt aus Angebot und Nachfrage ermittelt, es sind vielmehr Zentralbanken, die hier den Ausschlag geben. Und welchen Einfluss nehmen professionelle Geldverwalter wie beispielsweise Versicherungen und Pensionsfonds? Auch hier ist nicht immer nur ökonomischer Sachverstand maßgebend. Investoren die als ökonomische Agenten fremdes und nicht ihr eigenes Geld anlegen (im Englischen heißt es treffend: „no personal skin in the game“) neigen dazu, Preismomentum-Effekten und Benchmark-Restriktionen zu unterliegen. Ersteres besagt, sie kaufen einfach das, was steigt. Im zweiten Fall erwirbt der Verwalter schlichtweg jene Wertpapiere, die Bestandteil einer Benchmark sind. Staatsanleihen mit nicht adäquater Risikoverzinsung oder gar negativer Rendite fallen in diese Kategorie. Sicher kennen Sie den Begriff Potemkinsches Dorf. Diese Bezeichnung trifft auf etwas zu, das fein herausgeputzt wird, um den tatsächlichen, verheerenden Zustand zu verbergen. Oberflächlich wirkt es ausgearbeitet und beeindruckend, es fehlt ihm aber an Substanz. Sind die Staatsanleihemärkte vielleicht Potemkinische Dörfer?

Um einen etwas konkreteren Blick auf das Jahr 2015 zu werfen: Seit der Großen Finanzkrise 2008/2009 mutieren geldpolitische Entscheidungen zum wesentlichen Treiber der Börse. Daher muss stets die Situation auf der geldpolitischen Seite gewissenhaft und mit Argusaugen betrachtet werden. Auf der einen Seite steht hier die Federal Reserve, die aller Wahrscheinlichkeit nach im nächsten Jahr erstmalig seit längerer Zeit ihre Leitzinsen anheben wird. Auf der anderen Seite wird die Europäische Zentralbank (EZB) voraussichtlich bereits im ersten Quartal 2015 weitere Lockerungsschritte einleiten. Die EZB möchte in jedem Fall die Zementierung der aktuell niedrigen Inflationsraten verhindern.

Das duale Mandat - eine niedrige Inflationsrate und eine möglichst hohe Beschäftigungsrate - verschafft der US-Notenbank Spielraum, den Start des Zinserhöhungszyklus hinauszuzögern. Historisch starteten Zinserhöhungszyklen spätestens beim Erreichen einer Arbeitslosenquote von 5,8% - dieses Niveau bestand bereits im November 2014. Nachdem die Entwicklung der Arbeitslosenquote zufriedenstellend verläuft, rückt das Thema Inflation in den Fokus. Ihr Zielbereich ist ein Niveau von 2-2,5%. Sowohl die gefallen Rohstoffpreise als auch die US-Dollar-Stärke sprechen dagegen, dass das Inflationsziel demnächst erreicht wird. Auf ihrem Dezember-Treffen betonte die US-Notenbank, dass sie „geduldig“ bei der Straffung der Leitzinsen sein wird. Da die US-Notenbank unter Janet Yellen ihren Tapering-Kurs in kleinen Schritten mit einer Reduzierung von 10 Mrd. US-Dollar bei jedem Treffen bis zum finalen Schritt im Oktober 2014 vollzogen hat, ist mit einer Fortsetzung der Politik der

kleinen Schritte zu rechnen. Die US-Notenbank dürfte ab dem Startpunkt des Zinserhöhungszyklus die Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte anheben. Frühestens Mitte 2015 ist mit einer ersten Zinsanhebung zu rechnen. Im Hinblick auf die sehr niedrige Inflation dürfte die US-Notenbank jedoch zum späteren Termin neigen. Wir möchten nicht ausschließen, dass es sogar erst in 2016 zur ersten Zinsanhebung kommt.

Seitens der EZB könnte es zum großen Paukenschlag in Form eines Kaufprogramms für Staatsanleihen bereits im ersten Quartal 2015 kommen. Die EZB dürfte auf einer ihrer beiden folgenden Sitzungen am 22. Januar oder am 5. März einen solchen Beschluss umsetzen. Ziel ist eine EZB-Bilanzausweitung um 1 Billion Euro in den Jahren 2015 und 2016. Ein monatliches Ankaufsvolumen für Staatsanleihen der Euro-Zone im Umfang von 40 bis 50 Mrd. Euro wird von vielen als wahrscheinliches Szenario betrachtet. Die Anleiheaufteilung könnte sich beispielsweise an die Länderanteile am EZB-Kapital ausrichten (25,7% Deutschland, 20,3% Frankreich, 17,6% Italien, 12,6% Spanien, etc.).

Die in 2015 vorliegende divergente Zentralbankpolitik dürfte relative Bewertungen wie Zinsunterschiede (Spreads) und Währungskurse beeinflussen und zu erheblichen Spannungen und vielleicht neuen Rekordmarken führen. In der Summe bleibt die globale Geldpolitik unterstützend für Vermögenspreise sowohl im Renten- als auch Aktienbereich.

Anleihemärkte

Mit ordentlichem Zins-Rückenwind schaffte der REXP in 2014 +7%. Wenn man das Mini-Negativjahr von -0,5% in 2013 außen vor lässt, liefert dieser Index nun bereits das 14. Jahr in Folge ein positives Ergebnis. Der Rentenindex REXP begann am 30.12.1987 mit 100 und steht heute bei 471. Dies ergibt eine durchschnittliche jährliche Rendite von 6,1%. Seit 1988 schaffte es dieser Index, 23 Jahre positiv abzuschneiden und in nur drei Jahren endete er im Minus (1994 -3% und 1999 -2% und 2013 -0,5%). Ein außerordentlicher Renten-Bullenmarkt liegt hinter uns und die Luft wurde von Jahr zu Jahr dünner. Inzwischen ist die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen bei 0,5% Rendite angekommen.

Im ersten Halbjahr 2015 dürfte sich der starke Ölpreistrückgang der zweiten Jahreshälfte in der Inflation widerspiegeln. Die Verbraucherpreis-inflation ist in der Eurozone bereits unter die Nullmarke gefallen und temporär dürfte es zur Deflation kommen - einem für die EZB zu niedrigem Niveau. Aufgrund der Basiseffekte sollte in der zweiten Jahreshälfte die Inflation wieder sukzessive ansteigen.

Der sich in der ersten Jahreshälfte entfaltende deflationäre Druck in Europa in Kombination mit dem erwarteten Start des europäischen QE-Programms im ersten Quartal 2015 dürften in den ersten Monaten des Jahres einen Renditeanstieg verhindern, gegebenenfalls kommt es gerade auch bei den Peripherie-Anleihen nochmals zu einem weiteren Renditerückgang. Wir erwarten allerdings spätestens im zweiten Halbjahr sukzessiv steigende Renditen von den aktuell rekordtiefen Niveaus. Aus diesem Grund bevorzugen wir weiterhin eine kurze Duration. Das Kreditmarktumfeld dürfte weiter günstig bleiben und wir erwarten keine deutlichen Ausweitungen von Zinsaufschlägen (Spreads). Im Bereich der europäischen Unternehmensanleihen bleiben wir vorerst noch überwiegend im Investmentgrade-Bereich investiert.

Währungen

An den Finanzmärkten prognostizieren viele Marktbeobachter eine weitere Stärke des US-Dollar gegenüber dem Euro, nachdem dieser binnen der letzten zwölf Monate bereits um 14% zulegte. Dafür sprechen neben der soliden Konjunktorentwicklung in den USA (das Wachstum dürfte sich von 2,3% in 2014 Richtung 3% in 2015 beschleunigen) auch das höhere Zinsniveau in den USA (im zehnjährigen Bereich beträgt der Zinsvorteil etwa 1,5%) sowie die Aussicht auf erste Zinserhöhungen seitens der US-amerikanischen Zentralbank im Jahresverlauf 2015.

Andererseits rechnet derzeit kaum jemand mit verbesserten Wirtschaftsdaten aus der Eurozone und die Euroskepsis ist weit verbreitet. Wir halten sowohl den aktuellen US-Optimismus als auch den Euro-Pessimismus für überzogen. Die Euroschwäche gepaart mit einem deutlich tieferen Rohölpreis sowie die Auflegung eines QE-Programms seitens der EZB dürfte der europäischen Konjunktur einen Wachstumsschub versetzen. Nach den erheblichen Kursverlusten der vergangenen Monate ist eine technische Korrektur des Euro wahrscheinlich.

Kurzfristig könnte der Euro von der griechischen Parlamentswahl am 25. Januar 2015 beeinflusst werden. Falls die linksradikale Syriza-Partei die Wahl gewinnt, wie einige Umfragen vorhersagen, dürfte ihr Parteichef Alex Tsipras seine Wahlversprechen wahr machen und den Sparkurs beenden und einen Schuldenschnitt vorantreiben. Ein „Grexit“, das heißt der Austritt des Landes aus der Eurozone, könnte in diesem Szenario eine politische Realität werden. Die Aussicht auf einen Staatsbankrott oder langwierige Verhandlungen mit der Troika mit dem Ziel von Erleichterungen für die Griechen führten in den letzten Wochen zur Rückkehr der Unsicherheit an den Märkten. Griechische Staatsanleihen notieren wieder mit hohen Risikoaufschlägen auf den Zins. Inzwischen ist die Zinsstrukturkurve sogar invers, was das Spiegelbild von einer erhöhten Risikoaversion ist: Die zehnjährigen Papiere werfen zum Jahresende eine Rendite von rund 9% ab und die (kürzeren) dreijährigen sogar von 14%.

Aktienmärkte

Aktien dürften aufgrund des deutlich gestiegenen Anlagenotstandes für Investoren alternativlos bleiben. Im internationalen Kontext hinken bisher die europäischen Aktien den US-Aktien hinterher. Wir gehen davon aus, dass sich die Schere im Jahresverlauf wieder schließen könnte, d.h. europäische Aktien könnten besser als US-Aktien abschließen. Dies ergibt sich zum einen aus der günstigeren Bewertung, aber auch aufgrund der möglichen Konjunkturverläufe.

Der Konsens der Bankanalysten sieht für die Eurozone eine Verbesserung des BIP-Wachstums von 0,8% in 2014 auf 1,1% in 2015. Wir sehen hier eher positives Überraschungspotenzial. Der niedrige Außenwert des Euro gegenüber dem US-Dollar verbessert die Gewinnaussichten der europäischen Unternehmen. Ein weiterer Aspekt ist der deutlich tiefere Rohölpreis. Als signifikanter Importeur von Erdöl wirkt ein sinkender Ölpreis für die Eurozone wie eine Steuersenkung für den Verbraucher, was die Konsumbereitschaft erhöht. Die Kombination aus fallenden Energiepreisen und stabilem Arbeitsmarkt wirkt wie ein Vitaminstoß für die Konsumenten. So stieg bereits der deutsche GFK-Konsumklima-

Index im Dezember auf ein Achtjahreshoch. Mit 9,0 lag das Konsumentenklima damit nur marginal unter dem Rekordwert von 9,1, der Ende 2006 verzeichnet wurde.

In 2014 wurde das Wachstum in der Eurozone noch durch eine rückläufige Kreditvergabe des europäischen Bankensystems gebremst. Dafür gibt es Gründe: Europäische Finanzinstitute wurden im Vorfeld von sogenannten Bankenstresstests seitens der EZB dazu angehalten, ihre Bankbilanzen zu schrumpfen. Dies wirkte wie eine Kreditklemme. Der Prozess der Bankbilanzschrumpfung sollte nun abgeschlossen sein und eine Normalisierung der Kreditpolitik dürfte die logische Folge sein. Noch ist die Kreditnachfrage in der Eurozone sehr schwach, aber sobald diese anzieht, stehen die Banken Gewähr bei Fuß, um die Wirtschaft mit Kredit zu versorgen.

Eine Analyse der US-amerikanischen Volkswirtschaft im Verhältnis zur Historie offenbart, dass weitere deutliche Verbesserungsmöglichkeiten begrenzt erscheinen. Der Philadelphia Fed-Index basiert auf einer monatlichen Umfrage im Fed-Distrikt Philadelphia. Im November 2014 belief sich dieser Index auf 40,8 Punkten und damit so hoch wie zuletzt im Dezember 1993 mit 41,2. Im November 2014 lag zudem der US-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe (ISM-Index) bei 58,7. Werte um 60 repräsentieren seit Anfang der 1980er Jahre die Obergrenze. Auch hier erscheint vor dem Hintergrund des bereits historisch sehr hohen Standes eine nennenswerte Steigerungsmöglichkeit kaum möglich. Immer wenn die Stimmung bereits sehr gut ist, besteht negatives Überraschungspotenzial. Uns würde nicht überraschen, wenn sich die US-Konjunktur im Jahresverlauf nach einem sehr guten Jahresstart wieder abkühlt. Dies steht im Gegensatz zum Konsens der Bankanalysten, die eine Verbesserung des US-amerikanischen BIP-Wachstums von 2,3% in 2014 auf 3,0% für 2015 prognostizieren.

Rohstoffe

Wir erwarten beim Rohölpreis eine längere Phase der Bodenbildung, in der vor allem US-Rohölförderer ihre Investitionen zurückfahren müssen und somit das dortige Förderwachstum eingedämmt wird. Der Rohölpreis dürfte in der ersten Jahreshälfte einen Boden ausbilden und dann längere Zeit auf diesem neuen Gleichgewichtsniveau einpendeln.

Nach der mehrjährigen Aufwärtsbewegung von Gold (2001-2012: +515%) und Silber (2001-2010: +512%) schwächeln die beiden Edelmetalle nun seit mehr als drei Jahren. Vom jeweils absoluten Hochpunkt, der in beiden Fällen im Jahr 2011 verzeichnet wurde, beläuft sich der Wertverlust bei Gold inzwischen auf mehr als ein Drittel (-38%) und bei Silber sogar auf zwei Drittel (-68%). Wir sehen bei beiden Edelmetallen gute Chancen, dass sie zu ihrer alten Stärke zurückfinden.

Handlungsoptionen

Was sind die Wahlmöglichkeiten im Beinahe-Nullzinsumfeld?

- (1) Kauf von komplexeren, höher verzinslichen und schwierig zu bewertenden Finanzprodukten.
- (2) Erhöhung der Duration: Renditesteigerung durch ein erhöhtes Zinsänderungsrisiko.
- (3) Verringerung der Kreditqualität: Berücksichtigung von mehr Hochzinsanleihen zu Lasten von Investment Grade-Anleihen.
- (4) Erhöhung der Aktienquote.
- (5) Suche nach alternativen Ertragsquellen.
- (6) Warten auf Opportunitäten, die sich im Zeitablauf ergeben.

Die Wahlmöglichkeiten 1 bis 3 stellen für uns keine brauchbaren Handlungsoptionen dar. Komplexe Finanzprodukte, die zudem häufig schwer zu bewerten sind, lehnen wir ab. Aber auch die zwei Stellschrauben im Rentenbereich (Option 2 und 3) erscheinen uns aktuell nicht brauchbar. In einem Umfeld absurd niedriger Zinsen resultiert selbst ein kleinster Zinsanstieg sofort in Kursverlusten.

Die Optionen 4 bis 6 sind dagegen für uns denkbare Handlungsmöglichkeiten. Eine Erhöhung der Aktienquote wirkt zwar kurzfristig risikoe erhöhend, aber langfristig präferieren wir ausgewählte Aktien gegenüber grundsätzlich überbewerteten Renten. Auf der Aktienseite setzen wir auf solide Unternehmen mit möglichst attraktiver Bewertung auf Basis ihres Free Cash Flow. Idealerweise bieten diese Titel auch noch eine Grundverzinsung in Form einer anschaulichen Dividendenrendite.

Die Grundproblematik besteht darin, dass derzeit alle Vermögenspreise hoch bewertet sind. Im Rentenbereich erscheint uns die Überbewertung jedoch zu stark ausgeprägt. Selbst falls Renditen und Kreditrisikoprämien noch einige Zeit weiter fallen sollten, wird es irgendwann einen Zinsanstieg geben. Angesichts des aktuellen Zinsniveaus von häufig weniger als einem Prozent bietet der Kupon keinen ausreichenden Schutz mehr, wenn Kursverluste aufgrund eines Renditeanstiegs auftreten. Unserem Erachten nach liegt im Rentenbereich ein Chance-Risikoverhältnis vor, das es gezielt zu vermeiden gilt - auch wenn es sich im Jahr 2014 (noch) ausgezahlt hat. In der logischen Konsequenz werden wir unsere Rentenquote sukzessive zu Gunsten der Liquiditätsquote oder der Aktienquote reduzieren.

Anlagegrundsätze

Dem Prinzip des Kapitalerhalts muss noch vor dem Kapitalwachstum eine vorrangige Bedeutung beigemessen werden. Für die folgenden Monate sind wir noch optimistisch gestimmt, aber im Verlauf der nächsten ein bis zwei Jahre wird der Zeitpunkt kommen, an dem es um den „the return of capital“ (Bekomme ich mein eingesetztes Kapital zurück?) und nicht um den „return on capital“ (Welche Rendite erziele ich mit meinem eingesetzten Kapital?) geht. Wir werden weiterhin auf Anlageformen setzen, die einen stetigen Ertrag liefern und/oder ein Portfolio diversifizieren und absichern. Wir streben eine ausgewogene Mischung aus qualitativ hochwertigen und günstig bewerteten Aktien, Unternehmensanleihen mit noch einigermaßen risikoadäquater Rendite, Staatsanleihen erster Bonität mit kurzen und mittleren Laufzeiten, nicht direktionalen und damit aktien- und rentenunabhängigen Absolute

Return-Ansätzen und Liquidität (als trockenes Pulver für die Wahrnehmung von zukünftigen Chancen) an. Derart konstruierte Portfolien sollten zukünftige Unwägbarkeiten am Kapitalmarkt abfedern und gleichzeitig einen ausreichenden Ertrag sicherstellen.

Wir wollen uns zukünftig ein Beispiel an Schildkröten nehmen: Diese Reptilien faszinieren mit ihrer unendlichen Ruhe und bevölkerten bereits vor den Dinosauriern die Erde. Schildkröten sind wechselwarm, das heißt sie passen sich der Außentemperatur an. Die Tiere fahren den Stoffwechsel bei Bedarf herunter und leben dank dieser Sparsamkeit deutlich länger. Als Rekordhalterin gilt eine Galapagos-Riesenschildkröte aus dem Zoo von Kalkutta in Indien: Adwaita wurde geschätzte 256 Jahre alt. Bei Gefahr müssen Schildkröten nicht wegrennen, sie ziehen sich in ihren Panzer zurück und warten ab, bis es dem Angreifer langweilig wird. In ihrer Fortbewegungsart kommen sie zwar nur sehr langsam, dafür aber stetig voran. Wir wollen uns wie die Schildkröten verhalten: Wir wollen langsam laufen (stetige Performance), wechselwarm sein (sich den Marktumfeld anpassen, dabei aber unserer Anlagestrategie treu bleiben) und ein hohes Alter erzielen (noch lange für unsere Kunden tätig sein). Wir werden auch versuchen, nicht zu sehr nach links und rechts auszuscheren. Die psychischen Fallen durch die mediengetriebene Umwelt (prozyklische Börsenkommentierung) können uns und damit Ihnen schaden. Auch wollen wir weniger Prognosen in den Mittelpunkt unserer Anlageentscheidungen setzen, sondern wir setzen auf die Prinzipien Risikodiversifikation (Streuung über verschiedene Anlageklassen) und Demut (auch wir können nicht die Zukunft prognostizieren). Wir hoffen, mit diesen Leitgrundsätzen auch in 2015 für unsere Kunden attraktive Ergebnisse zu erzielen.

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 | Werbemitteilungen

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 Werbemitteilungen 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