

Aktien	Solide Entwicklung auf den meisten Märkten	Seite 1
Renten	Weitere Renditerückgänge	Seite 2
Inflation	In Europa niedrig, USA und Japan höher als erwartet	Seite 3
Rohstoffe	Gold wieder im Aufschwung	Seite 3
Ausblick	Grundtendenz positiv	Seite 4
Im Blickfeld	Steht Europa vor der 'Japanisierung' ?	Seite 4

Aktien

Im ersten Halbjahr 2014 konnten fast alle großen Aktienindizes, mit Ausnahme des japanischen Aktienmarktes, per Saldo steigen. Dieses Zwischenergebnis ist allerdings den letzten beiden Monaten zu verdanken; zu dominant waren vorher geopolitische Sorgen ausgehend von der Ukraine, zu negativ die Erwartungen bezüglich der Emerging Markets und insbesondere Chinas, das für exportorientierte Länder und Branchen weiterhin eine hohe Bedeutung hat.

Am oberen Ende der Skala bewegen sich die europäischen Peripherieländer Italien (+14,1% seit Jahresanfang) Spanien (+12,1%) und Portugal (+9%), was sicherlich der Überzeugung geschuldet ist, dass der Euro dauerhaft fortbestehen dürfte. Aber auch geographische Peripherieländer wie Norwegen (+12,6% in Lokalwährung) und Finnland (+8%) stechen hervor, was im Falle Norwegens wohl an den steigenden Rohstoffpreisen und insbesondere des Rohöls (+7,1% in USD) liegt. Ein Blick auf unseren Heimatmarkt offenbart einen recht bescheidenen Anstieg von 2,9% für den DAX.

Die breit diversifizierten Indizes der Welt wie S&P500 (+6,8% in USD), Stoxx Europe 600

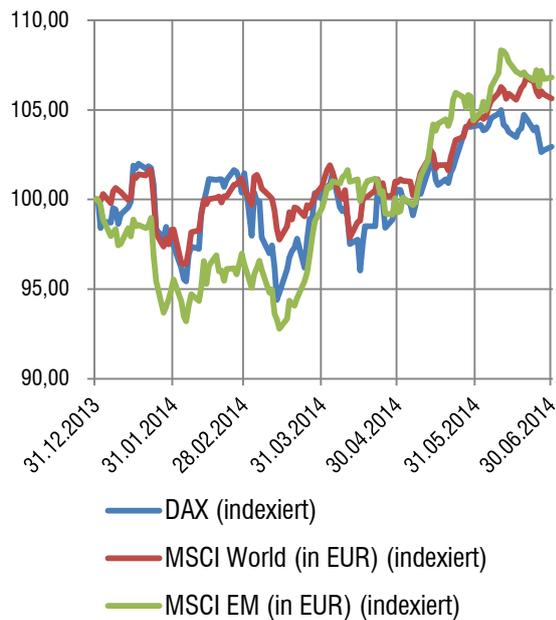
(+6,2%), MSCI World (6,9% in EUR) und MSCI Emerging Markets (+6,8% in Lokalwährungen) haben sich per Saldo erstaunlich homogen entwickelt, auch wenn es zwischenzeitlich zu den oben erwähnten Volatilitäten gekommen ist.

Die diesjährige Stärke vieler Schwellenländer geht eng einher mit der Hausse von Rohstoffaktien, die ein bedeutendes Gewicht in den wirtschaftlich aufstrebenden Ländern einnehmen. Branchenseitig rangiert der Sektor Erdöl und Erdgas innerhalb der europäischen Subindizes des marktbreiten STOXX 600 Index mit einem Ergebnis von 13,3% seit Jahresbeginn ganz vorne, nur übertroffen von den Energieversorgern mit 18,4%. Schlusslichter sind überraschenderweise zyklische Branchen wie Technologie (-2%) und Einzelhandel (-1,3%).

Nur der japanische Aktienmarkt, dessen Exportwirtschaft in 2013 aufgrund der starken Währungsabwertung des Yen an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen konnte, hat sich mit -6,3% deutlich schwächer entwickelt, was der Yen-Entwicklung im laufenden Jahr geschuldet sein dürfte; der Yen ist per Saldo 4,1% gegen den Euro und 3,8% gegen den US-Dollar gestiegen.

Offenbar sind viele Teilnehmer davon ausgegangen, dass sich Japan auch weiterhin durch die Verbilligung der eigenen Währung auf Kosten der anderen Währungsblöcke Vorteile verschaffen kann.

Grafik 1: Übersicht Indizes



Allgemein zeigt die bisherige Entwicklung der Aktienmärkte in 2014 bei aktuell gutem Sentiment und der auf Tiefststände gesunkenen impliziten Volatilität (VDAX bei rund 13) eine gewisse Sorglosigkeit, die uns etwas vorsichtiger macht, so wie wir es in unserer Jahresschau im Januar bereits geäußert haben.

Renten

Die Ausgangssituation für festverzinsliche Papiere war zu Jahresbeginn schwierig. Sowohl das absolute Zinsniveau als auch die Renditeaufschläge für Bonitätsrisiken bewegten sich nach wie vor nahe den historischen Tiefstständen. Anleiheinvestoren fanden sich damit in der undankbaren

Position wieder, dass stärkere Zinsanstiege sowie Ausweitungen der Renditeaufschläge schnell zu Kursverlusten in Anleihenportfolios führen können. Umgekehrt waren stärkere Kursgewinne, bedingt durch sinkende Zinsen oder sich einengende Risikoprämien, zunächst schwer vorstellbar.

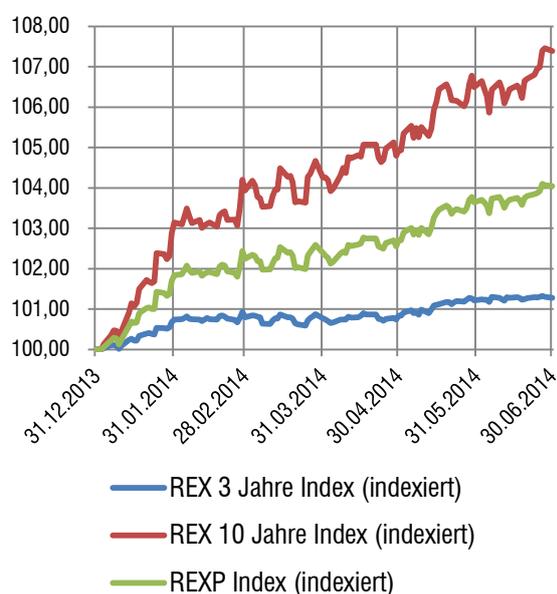
Ausgehend von dieser Asymmetrie der potenziellen Ergebnisentwicklungen zu Beginn des Jahres lassen sich die bisher in 2014 zu beobachtenden Resultate am Rentenmarkt als sehr ansehnlich beschreiben. Auslöser für diese Entwicklungen waren die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB), die Deflationstendenzen im Euroraum zu bekämpfen, welche in der Einführung eines Strafzinses für geparkte Überschussliquidität der Finanzinstitute bei der EZB gipfelte.

Die langfristigen Zinsen verzeichneten einen deutlichen Renditerückgang, verbunden mit einer starken Verflachung der Zinsstrukturkurve. So ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von 1,93% auf 1,25% gesunken, in den USA von 3,03% auf 2,53% und in Japan von 0,74% auf 0,56%.

Anhand der nachfolgenden Grafik 2 wird deutlich, wie sich die Renditeveränderungen auf deutsche Staatsanleihen in den ersten sechs Monaten des Jahres 2014 ausgewirkt haben.

Klar zu erkennen ist, dass sich der lange Laufzeitenbereich (10-Jahre, rote Linie) am besten entwickelt hat:

Grafik 2: Wertentwicklung Bundesanleihen



Ebenfalls erfreulich zeigte sich das Bild im Bereich der Bonitätsrisiken, dort gab es im Gefolge des EZB Maßnahmenpakets weitere positive Entwicklungen. Die Risikoprämien der südeuropäischen Staaten konnten sich weiter einengen. Portugiesische 10-jährige Anleihen verbesserten sich um 2,48%, italienische 10-jährige Anleihen um 1,28% und sogar die Risikoprämie für Griechenland sank im 10-Jahresbereich um 2,46%.

Der führende Anleihen-Index im Bereich Schwellenländer-Staatsanleihen konnte im ersten Halbjahr 2014 ebenfalls eine sehr erfreuliche Entwicklung aufzeigen. Der breite Marktindex legte um 8,67% (gemessen in USD) zu und der Teilindex Investmentgrade Anleihen gewann 8,06% (gemessen in USD).

Inflation

Gemessen an den vordefinierten Inflationszielen müsste man den Notenbanken eigentlich ein positives Zeugnis ausstellen, weil sich in fast allen wichtigen Industrie-

nationen die Inflation schon seit geraumer Zeit unter der als anstrebenswert erachteten Zweiprozentmarke bewegt, wo sie nach Meinung vieler Ökonomen zur Unterstützung eines dauerhaften Wachstums gut aufgehoben ist. Allerdings liegt die Inflation seit Monaten soweit unter der 2%-Marke, dass die Eurozone und weite Teile der Südländer weiter von Deflation bedroht sind. So betragen in der Eurozone die Preissteigerungen im Juni nur noch 0,5% im Jahresvergleich, wobei ein Teil der Entwicklung der Subkomponente Energie geschuldet ist.

Nur in Japan gelang es, durch die massive quantitative Lockerung und die Erhöhung der Mehrwertsteuer die Inflationsrate wieder auf 3,7% anzuheben. Ob das nachhaltig und ohne unerwünschte Nebenwirkungen geschehen ist, wird die nahe Zukunft zeigen.

Optimistischer ist man derzeit in den USA, dass die angestrebte Inflationsrate von 2% bald erreicht werden dürfte. Derzeit beträgt die Inflationsrate für die Konsumenten gemäß dem Amt für Arbeitsstatistiken 2,1% und die errechnete Inflationsrate des Amtes für Wirtschafts-analyse liegt bei 1,5%.

Rohstoffe

Rohstoffe waren im ersten Halbjahr 2014 ein Gewinnbringer. Der marktweite CRB-Rohstoffindex weist gegenüber Jahresbeginn ein Plus von 10,8% in EUR aus. Ausnahmen bilden die beiden Agrarrohstoffe Weizen und Baumwolle sowie Kupfer mit leichten Abschlägen. Der allseits beachtete Rohölpreis lag mit einem Plus von 7,8% (in Euro) ebenfalls auf Kurs.

Auch die klassischen Edelmetalle Gold und Silber standen nach einer 2,5 jährigen schmerzhaften Korrekturphase in den letzten 6 Monaten wieder auf der Gewinnerseite. Der Goldpreis legte von USD 1.206 auf 1.327 je Feinunze zu, der Silberpreis von USD 19,47 auf 21,- je Feinunze. In Euro gerechnet ergeben sich damit für diesen Zeitraum Gewinne von 10,9% (Gold) bzw. 8,8% (Silber).

Über mögliche Gründe zu philosophieren, warum die Preise jüngst trotz des steigenden Vertrauens in den Euro so stark gestiegen sind, erscheint in unseren Augen müßig. Unbestritten ist die an dieser Stelle mehrfach erläuterte Sonderstellung der Anlageklasse Rohstoffe, die weder einen laufenden Ertrag abwirft noch eine fundamentale Bewertung ermöglicht. Tragendes Thema für den Höhenflug des Goldpreises war und bleibt die historische Geldfunktion als Alternative zum vertrauensbasierten Papiergeldsystem.

Ausblick

Zusammengefasst stellt sich das Marktumfeld zur Jahresmitte 2014 recht positiv dar: sowohl das makroökonomische Umfeld als auch das Sentiment sind optimistisch gestimmt und die monetäre (Über-?)-Versorgung ist nach deutlichen Aussagen der Notenbanken diesseits und jenseits des Atlantiks auf absehbare Zeit sichergestellt.

Immer noch identifizieren wir Aktien als interessanteste Anlageklasse mit all ihren Chancen und Risiken, wobei die Risiken aufgrund der gestiegenen Kurse deshalb zugenommen haben, weil das Gewinnwachstum in der Breite nicht mithalten konnte. Außerdem könnten wegen der

gesunkenen Volatilität wieder etwas unruhigere Tage am Aktienmarkt auf uns zukommen, z.B. durch erneute Zweifel am eingeschlagenen Weg der Euro-Rettung und der politischen Vereinheitlichung Europas oder durch politische Verwerfungen im nahen oder fernen Osten.

Dennoch sollten angesichts der überschaubaren Anzahl an Alternativen substanz- und dividendenstarke Aktien mit gutem Geschäftsmodell und einträglichen Margen im Zentrum der von uns allokierten Portfolios bleiben.

Am Anleihenmarkt bevorzugen wir Titel mit kürzerer Restlaufzeit, da es durch das nach wie vor asymmetrische Ertragsprofil von Rentenpapieren auf dem aktuellen Zinsniveau nicht viel zu gewinnen, dafür bei Zinsanstiegen aber umso mehr zu verlieren gibt. Dabei liegt der Fokus weiterhin auf Unternehmensanleihen.

Im Blickfeld: Steht Europa vor der 'Japanisierung'?

Shinzo Abe, der japanische Ministerpräsident, hat jüngst weitere Maßnahmen avisiert, die das in seinem Land schleppend verlaufende Wachstum abermals stimulieren sollen. In diesem Kontext kommen mittlerweile in Europa Diskussionen auf, ob Europa nicht das nächste Japan werden könnte und ebenfalls in ein Jahrzehnt der wirtschaftlichen Lähmung wie in den 90er Jahren verfällt.

Gerade vor dem Hintergrund, dass Europas Wachstum zuletzt nur in sehr kleinen Schritten voran schreitet und zu nicht unbedeutenden Anteilen von Investitionen des außereuropäischen Auslands abhängig ist,

sorgt bei einigen Volkswirten für skeptischere Ausblicke auf das globale Wachstum (Europas BIP machte per Ende 2013 knapp über 12% der weltweit generierten Wirtschaftsleistung aus | Quelle: Statista.de).

Wir wollen uns diesen Diskussionen nicht ungeprüft hingeben und hinterfragen die Thesen im Folgenden etwas detaillierter. Wie ähnlich sind sich das heutige Europa und das Japan der 1990er Jahre und sind Abes Maßnahmen im Zweifel auch auf Europa anwendbar?

Bekanntermaßen herrscht in Japan seit Anfang der Neunziger eine im Wirtschaftsgeschehen tief verankerte Deflation. Die sorgt, ganz nach makroökonomischer Theorie, dafür, dass Unternehmen aber auch Verbraucher in der Annahme fallender Preise ihren Konsum und ihre Investitionen auf einen späteren Zeitpunkt in die Zukunft verschieben. Das Wachstum bleibt dadurch schwach und zwar so lange, wie Verbraucher fallende Preise erwarten. An diesem Punkt erkennt man bereits, dass es vor allem die Erwartungen zur Inflationsrate sind, die ausschlaggebend dafür sind, wie sich der Konsum und die Investitionen entwickeln. Da bringt selbst eine Milliarden-Flut an Liquidität relativ wenig, wenn sich in den Köpfen der Bevölkerung kein Wandel zu den Inflationserwartungen vollzieht.

Europa läuft unseres Erachtens nicht Gefahr in einen solchen Teufelskreis hereingezogen zu werden, da sowohl die Inflationserwartungen als auch die Lohnkosten wesentlich stabiler als in Japan in den 90ern sind. Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch freilich nicht, dass es in Europa um die

Inflation gut bestellt ist. Die letzten, auf Jahressicht veröffentlichten Daten vom Juni weisen eine Preissteigerung von bescheidenen 0,5% aus. Zur Erinnerung: Das von der EZB angepeilte Inflationsziel liegt bei knapp unter 2%. Das eigentliche daraus entstehende Problem liegt jedoch nicht in Deutschland. Vielmehr sind es die durch die Finanzkrise immer noch strukturell gebeutelten Länder wie Griechenland, Spanien, Italien und Co., die sich bei diesen niedrigen Inflationsraten schwer tun, sich sowohl auf privater als auch auf öffentlicher Ebene zu entschulden. Die so genannte 'kalte Progression' funktioniert eben nur, wenn die Zinsen niedriger sind als die Inflation. Und da es durch ein gemeinsames Europa keine Differenzierung mehr in der Geldpolitik gibt, haben es diese Länder mit einer niedrigen Inflation schwerer als beispielsweise Deutschland oder die Niederlande.

Volkswirte der ING Bank haben die zwei verloren Dekaden Japans und die Situation Europas nach der Finanzkrise vor kurzem verglichen und sind dabei zu dem Schluss gekommen, dass der alte Kontinent weitaus düsterer aussieht. Die Arbeitslosigkeit in Europa ist um einiges höher als in den 90ern in Japan und die Wirtschaftsleistung ist stärker zurückgegangen. Allerdings ist eine beschränkte Sicht auf diese beiden Komponenten nicht zu Ende gedacht. Im Vergleich zwischen Europa und Japan müssen wir uns auch den demographischen Gegebenheiten widmen und diese analysieren. Zwar war die Arbeitslosigkeit in Japan auf einem deutlich niedrigeren Niveau als im Nachkriseneuropa, jedoch wich die dortige Alterspyramide deutlich stärker vom Optimalzustand ab (Der umgedrehte

Tannenbaum´). Durch diese Altersstruktur, die durch Überalterung geprägt ist, werden die Rentenkassen wesentlich stärker belastet als in Europa. Auch gibt es negative Einflüsse auf Konsumnachfrage und Investitionen sowie die öffentliche Verschuldung. Nicht ohne Grund hat Japan den weltweit höchsten Verschuldungsgrad aller Industrieländer (per Ende 2013 ca. 243% des dortigen BIPs | Quelle: IWF). Der Schwund an Arbeitsplätzen in Europa findet um einiges langsamer statt als im Japan der 1990er Jahre. Daher waren die demografischen Probleme dort viel drastischer in Bezug auf die Wirtschaftsentwicklung und Inflation.

Ein weiterer Grund, warum Europa nicht das nächste wirtschaftliche Japan wird, ist politisch gelagert. Nahezu 20 Jahre lang gab es in Japan kaum politischen Willen, nachhaltige Veränderungen zu forcieren, ganz im Gegensatz zu Europa. Die Probleme des japanischen Bankensektors blieben unbehandelt und sich selbst überlassen. Die Deflation konnte sich langsam im Wirtschaftssystem festsetzen. Hinzu kam, dass die Politik vor Abe auch nie nachhaltig versucht hat, die Erwartungshaltung der Bevölkerung bezüglich der Inflation zu verändern.

Bleibt die Frage zu klären, ob es möglich ist, die japanischen Maßnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft und zur Bekämpfung der allgemeinen negativen Inflationserwartung auch auf Europa anzuwenden. Seine ´Drei Pfeile´ aggressive Geldpolitik, massive öffentliche Investitionen und Produktivitätssteigerung durch Beseitigung von Bürokratie auf Arbeits- und Gütermarkt werden zum Teil auch in Europa umgesetzt. Wenn auch nicht

in einer solch konsolidierten Form wie in Japan. Strukturierte Vorstöße mit allen drei Pfeilen wären sicherlich positiv für Europa. Jedoch führten diese Maßnahmen zu weitaus höherer Staatsverschuldung und darauf folgenden Problemen wie zum Beispiel nachlassenden Reformbemühungen in Südeuropa und damit zu weniger notwendigen Strukturreformen.

Schlussendlich bleibt abzuwarten, ob Abes drei Pfeile ihr Ziel tatsächlich nachhaltig erreichen. Ist dies der Fall, können sie als Muster zur Bekämpfung von Deflation und wirtschaftlicher Lähmung dienen. Zum aktuellen Zeitpunkt sollte Europa jedoch an seinen aktuellen Reformbemühungen festhalten und mit der EZB die richtigen geldpolitischen Wege gehen um eine Deflation, und damit japanische Verhältnisse, zu verhindern.

04. Juli 2014

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtungen zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Die GS&P Gruppe garantiert jedoch nicht für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit. Alle hier dargestellten Meinungsäußerungen geben lediglich eine Einschätzung des Verfassers/ der Verfasser wieder, die nicht notwendiger Weise der Meinung der GS&P-Gruppe entsprechen muss. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich in Abhängigkeit von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor / die Autoren behält / behalten sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen und Aussagen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot, noch eine explizite Aufforderung zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z.B. Prospekte) erfolgen und auf keinen Fall auf Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die GS&P-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die der in dieser Darstellung vorgestellten Information widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung und Zustimmung der GS&P-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

Copyright 2014, Grossbötzl, Schmitz und Partner