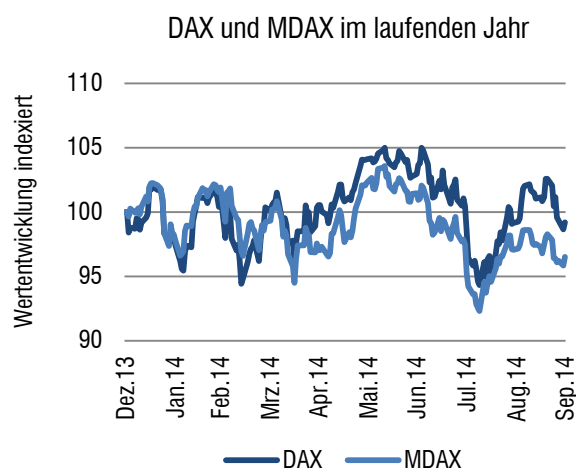


Aktien	Unterm Strich: Seitwärts	Seite 1
Renten	10-jährige Bundesanleihen deutlich unter 1% p.a.	Seite 3
Inflation	Nur zurückhaltende Preisentwicklung wird erwartet	Seite 4
Rohstoffe	Kein Nahost-Krisenaufschlag für Öl	Seite 4
Ausblick	Überhitzungserscheinungen in bestimmten Branchen	Seite 4
Im Blickfeld	Das große Experiment der EZB	Seite 5

Aktien

Der September zeigte sich an den Aktienmärkten zunächst von seiner positiven Seite und glänzte bis in die zweite Monathälfte hinein weitestgehend mit steigenden Notierungen. Getragen wurde die gute Stimmung an der Börse zum einen politisch von der in der Ostukraine vereinbarten Waffenruhe sowie dem gescheiterten Referendum über die Unabhängigkeit Schottlands. Daneben sorgten allerdings vor allem die Notenbanken erneut für Gesprächsstoff. In Europa überraschte die Europäische Zentralbank EZB die Märkte nach ihrer Sitzung am 4. September mit einer weiteren Herabsetzung des Leitzinses von 0,15% auf 0,05%. Während sich der Referenzzinssatz der Europäischen Währungsunion damit noch als schwarze Null bezeichnen lässt, rutschte der für Bankeinlagen bei der EZB fällige Strafzins auf -0,2% ab. Damit soll das bei den Banken in rauen Mengen vorhandene Geld endlich dort ankommen, wo es gebraucht wird: in der Realwirtschaft. Um darüber hinaus größere Spielräume in der Kreditvergabe der Banken zu ermöglichen, wird die EZB zudem Kreditverbriefungen (Asset Backed Securities, kurz: ABS) und besicherte Anleihen (Covered

Bonds) aufkaufen. Notenbankchef Mario Draghi ließ damit abermals keine Zweifel aufkommen, dass er alle in seiner Macht liegenden Mittel einsetzen wird, um die europäische Konjunktur weiter zu stimulieren und Deflationsgefahren entschlossen zu bekämpfen. Die Aktienmärkte nahmen diese Rückendeckung seitens der EZB gerne an und der DAX setzte die im August begonnene Aufwärtsbewegung in Richtung der 10.000-Punkte-Marke weiter fort.



Quelle: Bloomberg

Im weiteren Monatsverlauf veröffentlichte schwache Konjunkturdaten ließen die Stimmung der Anleger jedoch wieder ins Negative drehen. Ein Stimmungsindikator der Unternehmen der Eurozone erreichte im

September den tiefsten Stand seit Jahresbeginn und auch der Ifo-Geschäftsklimaindex signalisierte mit dem fünften Rückgang in Folge eine Eintrübung der deutschen Wirtschaft. Der DAX beendete unter dem Eindruck dieser Nachrichtenlage den September nach zwischenzeitlichen Kursgewinnen von rund 4% wieder auf seinem Ausgangsniveau von Ende August.

Ein Trend, der bereits im Sommer an den Aktienmärkten zu beobachten war, setzte sich dabei auch im zurückliegenden Monat fort: die schwächere Entwicklung von niedriger kapitalisierten Aktien. Für den deutschen Aktienmarkt wird dies bei der Betrachtung der Nebenwerte-Indizes MDAX und SDAX ersichtlich. Die im MDAX versammelten Aktien mit mittlerer Marktkapitalisierung mussten einen Kursrückgang von 0,6% hinnehmen, und die nochmals kleineren Werte des SDAX fielen in Summe um 2,3% auf Monatssicht. Das gleiche Bild zeigte sich dabei sowohl für den europäischen, wie auch für den US-amerikanischen Markt.

Insgesamt fiel die globale Streuung der Investmentergebnisse für Aktien in den Industrieländern im September relativ gering aus. Tendenziell sahen die Ergebnisse für Europa etwas besser aus (EURO STOXX 50: +1,8%), wohingegen in den USA negative Vorzeichen überwogen (S&P 500: -1,5%). Hauptgrund hierfür ist der starke Verfall des EUR respektive die damit einhergehende Aufwertung des USD. Allein auf Monatssicht verteuerte sich der USD gegenüber unserer europäischen Heimatwährung um beeindruckende 4,0% – seit Jahresbeginn liegt die Aufwertung damit bereits bei 8,8%. Auf den Weltmärkten werden damit europäische

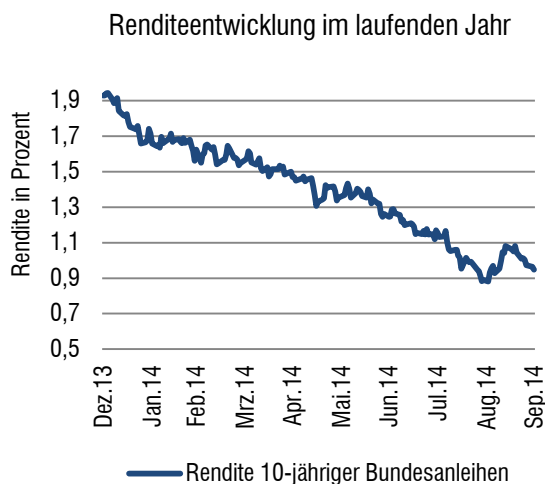
Produkte günstiger bzw. US-amerikanische Erzeugnisse teurer, was von den Börsen in der skizzierten regional-differenzierten Wertentwicklung umgehend eskomptiert wurde. Für in EUR rechnende Investoren, die ihre Aktienanlagen in Fremdwährungen nicht zusätzlich gegen Währungsunsicherheiten absichern, resultiert aus der USD-Aufwertung hingegen eine zusätzliche Renditequelle. Von diesem Effekt wird auch das Monatsergebnis des MSCI World getragen, das in EUR bei 1,4% liegt und in USD bei -2,7%. Der Anteil der US-Aktien lag bei diesem Index per Ende September bei rund 55%, was die dominante Stellung der US-Aktien für die Weltbörsen widerspiegelt.

Deutlich schlechter fiel zuletzt das Ergebnis für Aktien der Schwellenländer aus. Der für diesen Marktbereich repräsentative Index MSCI Emerging Markets gab im September in EUR gerechnet 3,5% an Wert ab. Die Beweggründe hierfür sind recht vielfältig und reichen von den Belastungen durch Sanktionen für Russland über Gewinnmitnahmen in Brasilien bis hin zu demokratischen Protestbewegungen in Hongkong.

In der isolierten Betrachtung der Branchenergebnisse für den zurückliegenden Monat zeigt sich anhand der Supersektoren des STOXX Europe 600 die Skepsis der Marktteilnehmer hinsichtlich der weiteren konjunkturellen Entwicklung. Mit jeweils einem Minus von 4,5% führen die Aktien aus dem Automobil- sowie dem Rohstoffbereich die Liste der schwächsten Branchen an. Deutlichster positiver Ausreißer nach oben ist mit einem Plus von 5,1% der als defensiv und jüngst vermehrt wieder als innovativ wahrgenommene Gesundheitssektor.

Renten

Auch an den Rentenmärkten wird in diesen Tagen peinlichst genau darauf geachtet, welche Informationen die wichtigsten Notenbanken dieser Welt preisgeben. Aufgrund der höheren wirtschaftlichen Dynamik auf der anderen Seite des Atlantiks im Vergleich zur eher lahmenden Konjunktur auf dem europäischen Kontinent divergieren die Maßnahmen und Erwartungshaltungen entsprechend. Während die europäische EZB gerade erst die Ausweitung ihrer Anleihekäufe bekanntgab, ist die amerikanische Notenbank FED bereits seit Monaten mit der sukzessiven Eindämmung dieser als ‚Quantitative Easing‘ bekanntgewordenen Maßnahmen beschäftigt.



Quelle: Bloomberg

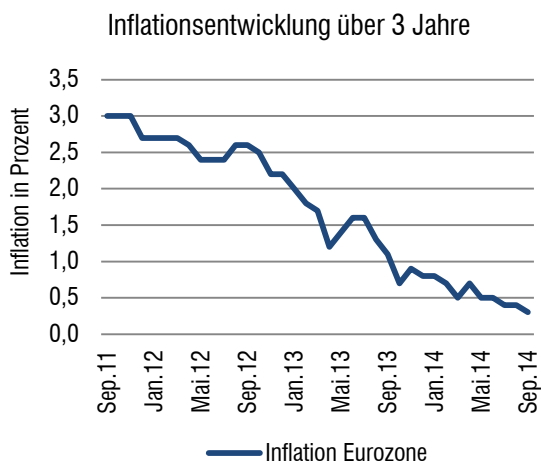
Daneben wandert die Erwartungshaltung für den Zeitpunkt der nächsten Zinserhöhung nach dem nunmehr seit 2008 andauernden Zinssenkungszyklus in Europa kontinuierlich nach hinten, wohingegen FED-Chefin Janet Yellen mittlerweile Mühe hat, die Investoren von einem weiterhin auf „geraume Zeit“ niedrigen Zinsniveau in den USA zu überzeugen.

Nach den bisherigen deutlichen Renditerückgängen im Jahresverlauf und den daraus resultierenden Kurssteigerungen für bereits am Markt befindliche Anleihen kam es in den letzten Wochen zu einem Stopp dieses Prozesses. Mit einem knappen Verlust von 0,06% stellte der September für den REXP Index den ersten negativen Monat für 2014 dar! Zwar stellte die diesjährige Renditeentwicklung lang laufender Bundesanleihen in Deutschland (siehe Grafik) in diesem Ausmaß im globalen Kontext eine Ausnahme dar. Doch auch außerhalb Deutschlands war die bisherige Kursentwicklung der Anleihenmärkte für viele Marktteilnehmer eine deutliche Überraschung.

Auf der teils verzweifelten Suche nach Rendite zieht es viele Anleger im Anleihensegment derzeit nach Amerika. Wie attraktiv die dortige Rendite von 2,49% per Ende September für 10-jährige US-Staatsanleihen anmutet, ergibt sich aus einem Vergleich mit Renditen anderer Länder. So rentieren Staatsanleihen gleicher Laufzeit in Japan bei 0,52%, in Deutschland bei 0,95% und in Spanien bei 2,14%. Nicht zuletzt der starke Anstieg des USD lässt vermuten, dass viel Kapital aus diesem Grund derzeit den Weg nach Amerika sucht. Hierfür notwendige Mittelabflüsse sind im Bereich bonitätschwacher Emittenten zu befürchten. Dieses Marktsegment – früher einmal als ‚Ramschanleihen‘ betitelt und heute als ‚High Yield‘ vermarktet – reüssierte in den vergangenen Jahren. Zuletzt schienen die stetig gefallenen Risikoprämien jedoch ausgereizt, und ein Monatsminus von 0,9% im iBoxx EUR Liquid High Yield Index könnte auf einen entsprechenden Wandel hindeuten.

Inflation

Keine neuen Erkenntnisse brachte der zurückliegende Monat hinsichtlich der Inflation (serwartungen). Vor allem in Europa verharren die Inflationsraten weiterhin auf den niedrigen Niveaus der vergangenen Monate. Auf Jahressicht wird per September von einer Steigerungsrate von 0,4% für die Eurozone bzw. 0,8% für die Bundesrepublik Deutschland ausgegangen.



Quelle: Bloomberg

Für die kommenden 5 Jahre erwarten die Marktteilnehmer aktuell für Deutschland mit 0,66% p.a. nur noch eine sehr zurückhaltende Preisentwicklung, was sich aus dem Vergleich von inflationsgelinkten zu herkömmlichen Staatsanleihen ableiten lässt. Vor einem halben Jahr lag der Erwartungswert noch über einem Prozent. Implizit geht die Masse der Anleger also nicht von einem durchschlagenden Erfolg der EZB bei der angestrebten Erhöhung der Inflationsraten aus.

Rohstoffe

Die Rohstoffmärkte waren im September von fallenden Notierungen geprägt. Selbst der

marktweite CRB-Index gab auf Monatssicht 4,9% (in USD) an Wert ab und erzielte damit das schlechteste Monatsergebnis seit Mai 2012. Ein guter Teil dieser Entwicklung kann sicherlich der starken USD-Aufwertung zugeordnet werden. In der Regel sind Rohstoffe und der Wert des USD negativ korreliert, d.h. sie bewegen sich in unterschiedliche Richtungen. Da sich die Preise nahezu aller Rohstoffe unisono reduzierten, fällt die weitere Korrektur des Goldpreises um 6,2% auf nun 1.208 USD/Feinunze – und damit ziemlich genau auf das Preisniveau zu Jahresbeginn – zumindest nicht aus dem Rahmen. Auffälliger war im September die Bewegung des Silberpreises. Der Kurs durchbrach hier im Monatsverlauf eine wichtige Kursmarke und verlor gegenüber dem Vormonat 12,8%. Auch der Ölpreis sackte nochmals deutlich ab. Mit einem Minus von 5,0% für WTI bzw. 8,3% für Brent kann von einem Krisenaufschlag derzeit keine Rede sein.

Ausblick

Fünfstufige Anleihen der Bundesrepublik rentieren derzeit bei 0,15%, wohingegen der DAX allein eine Dividendenrendite von rund drei Prozent ausweist. Dies ist eines der augenscheinlichsten Indizien für die nach wie vor gegebene relative Attraktivität von Aktienanlagen gegenüber festverzinslichen Papieren. Dennoch ergibt sich vor allem aus der absoluten Bewertung des Aktienmarktes kein Freifahrtschein für eine ungehemmte Fortsetzung der Aktienhausse. In der Breite ist der Markt fair bewertet, einzelne Bereiche offenbaren jedoch bereits Überhitzungserscheinungen. So nahm zuletzt sowohl die Übernahmeaktivität als auch die Zahl neuer

Börsengänge zu. Prominentestes Beispiel war im September der Börsengang des chinesischen Onlineshops Alibaba, der bei seiner Erstnotiz rund 25 Mrd. USD einsammelte und damit in den Geschichtsbüchern als größter Börsengang aller Zeiten geführt werden wird. Trotz der Größe legte der Kurs am ersten Handelstag um 38% zu – nicht wenige fühlten sich hierdurch an die Zeiten des neuen Marktes um die Jahrtausendwende erinnert. Für den Gesamtmarkt ist eine solche Euphorie nicht auszumachen.

Im Blickfeld: Das große Experiment der EZB

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008, also seit ziemlich genau sechs Jahren, wird von Zentralbanken auf der ganzen Welt ein in der Geschichte einmaliges Experiment durchgeführt. Aus den vielen Wirtschaftskrisen im letzten Jahrhundert (Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre, Deflationsdekade in Japan, Russlandkrise Ende der 1990er, etc...) hat man geschlussfolgert, das ebensolche nur mit aggressiver, extrem expansiver Geldpolitik bekämpft werden können.

Nach diesem Motto haben nahezu alle wichtigen Zentralbanken begonnen die Welt mit Liquidität zu fluten. Sie haben Geld gedruckt. Begriffe von `Helikopter Ben´ (als Anspielung auf Ben Bernankes Aussage, falls notwendig würde er sogar Geld aus einem Helikopter in die Menge werfen) haben dieses Vorgehen geprägt. In diesen sechs Jahren der expansiven Geldpolitik haben die Federal Reserve, die Europäische Zentralbank, die Bank of England und die Bank of Japan ihre Bilanzen um circa sieben Billionen Dollar

ausgeweitet, womit sich das Wachstum der Geldbasis vollends vom Wachstum des realen BIP abgekoppelt hat.

Wie wenig hilfreich diese extremen Maßnahmen dem jetzigen EZB Rat um den Präsidenten, Mario Draghi, erscheinen, zeigen die in der letzten EZB Ratssitzung beschlossenen berühmten `letzten Schüsse´, die die EZB noch in petto hat. Ab dem vierten Quartal werden den europäischen Banken so genannte ABS Strukturen von der EZB abgekauft. Dies sind genau diejenigen Wertpapiere, die uns damals in 2008 in die Subprimekrise gestürzt haben. Ab sofort können Banken nun final ihre Bilanzen um diese strukturierten Wertpapiere (meist gebündelte und verbrieftete Kredite) bereinigen, in der Hoffnung, dass sie (die Banken) die dann gewonnene Liquidität nutzen um die Kreditvergabe auszuweiten und somit Erweiterungsinvestitionen und/oder Konsum zu stimulieren, was letztlich zu einem höheren Wirtschaftswachstum führen soll.

Dies wird freilich von der EZB in dieser Form nicht kommuniziert, ist ihr alleiniges Mandat doch lediglich die Geldwertstabilität zu kontrollieren. Daher verwundert es auch nicht, dass Draghi die jüngst beschlossenen Maßnahmen damit begründet, die Deflationstendenzen in Europa bekämpfen zu wollen und das selbstgesteckte Inflationsziel von 2% wieder zu erreichen.

Bereits über das langfristige Refinanzierungsprogramm TLTRO (Targeted longer-term refinancing operations) versuchte die EZB ihre Bilanzsumme auszuweiten, um die monetären Konditionen gemäß der Taylor Rule zu lockern. Über die anvisierten Trans-

missionsmechanismen wie Außenwert des Euro, Asset Preise, Inflationserwartungen, Lockerung der Kreditkonditionen sollten ihre Ziele - bisher nicht zur Genüge - erreicht werden.

Was bedeutet das alles nun für den Anleger?

Die heute eingeleiteten Maßnahmen dürften nicht den gewünschten Erfolg zeigen. Deswegen behält sich die EZB offensichtlich den Ankauf von Staatsanleihen und weitere Lockerungen der Ankaufsbedingungen für ABS (mit noch schlechteren Bonitäten oder komplexeren Strukturen) und Pfandbriefe als letzten Notnagel in der Hinterhand. Spätestens im Frühjahr 2015 wird es dann soweit sein. Das bedeutet jedoch auch, dass eine Zinsanhebung vor 2018 in Europa nicht zu erwarten ist und die Zinsen somit noch viel länger als noch Anfang des Jahres gedacht, niedrig bleiben werden. Eine Schwächung des Außenwertes des Euro wird in diesem Kontext noch für einige Zeit billigend in Kauf genommen. Vieles erinnert hier an die Anfang 2013 in Japan in Kraft getretenen 'Abenomics' (vgl. GS&P Monatsbericht Januar 2013). Die Währung wertet ab, die Exportwirtschaft profitiert. Gleichzeitig verteuern sich Importe in die Eurozone. Oder anders gesagt: Der Investor, der seine Anlagen - auch außerhalb des Eurowährungsraums - wohlüberlegt diversifiziert, bekommt die Chance auf Wechselkursgewinne und kann gleichzeitig von einer erstarkenden Exportwirtschaft des Euroraums profitieren.

06. Oktober 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