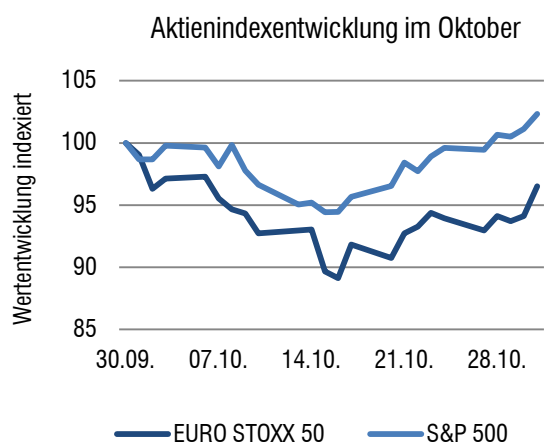


Aktien	Stark gestiegene Volatilität	Seite 1
Renten	Renditen am Boden	Seite 2
Inflation	Unverändert niedrige Teuerung	Seite 3
Rohstoffe	Ölpreis im Sturzflug	Seite 3
Ausblick	Es bleibt anspruchsvoll	Seite 4
Im Blickfeld	Der Umgang mit Währungsrisiken am Aktienmarkt	Seite 4

Aktien

Die Entwicklung der Aktienmärkte glich im Oktober einer V-Formation. Konkret festgemacht am heimischen Leitindex DAX bedeutet dies einen Start Ende September bei 9.474 Punkten, einen Tiefpunkt Mitte des Monats fast 12% tiefer bei rund 8.350 Punkten und einen Schlusskurs von 9.327 Punkten per 31.10.2014. Unterm Strich fasst ein überschaubares Monatsminus von 1,6% im DAX diese jüngste Achterbahnfahrt der Aktienmärkte zusammen. Ausgelöst wurden die starken Kursrückgänge zu Monatsbeginn durch eine Reihe schwacher Konjunkturdaten. Vor allem aus Deutschland – nach wie vor von vielen als die stabilisierende Säule Europas wahrgenommen – häuften sich die negativen Nachrichten. Ein Einbruch der Industrieproduktion um 4% gegenüber dem Vormonat markierte den stärksten Rückgang seit der Finanzkrise 2008/09. Zudem fiel der vielbeachtete ifo-Index im Oktober bereits zum sechsten Mal in Folge niedriger aus. Auch für das globale Wachstum gingen zuletzt die Erwartungen zurück. So reduzierte der Internationale Währungsfonds IWF seine Wachstumsprognose von zuvor 3,7% auf nun 3,3% für das laufende Jahr.



Quelle: Bloomberg

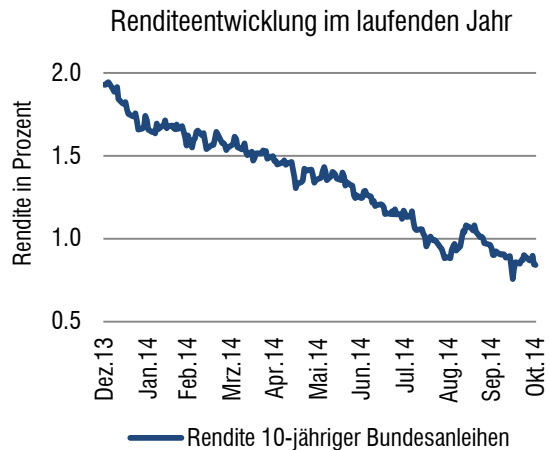
Der Wendepunkt für die Aktienkurse kam dann von Unternehmensseite: Zur Monatsmitte hin nahm die Berichterstattung für das dritte Quartal an Fahrt auf und viele Unternehmen konnten hierbei die Erwartungen der Analysten übertreffen – vor allem in den USA. Dort half zudem ein Statement der US-Notenbank FED, die Leitzinsen trotz der weiter rückläufigen Arbeitslosenquote noch für eine beträchtliche Zeit auf dem derzeitigen Niveau zu belassen. So verwundert es auch nicht, dass die zwischenzeitlichen Rücksetzer am amerikanischen Aktienmarkt – gemessen am S&P 500 – mit rund acht Prozent deutlich geringer als in Deutschland ausfielen. Am Ende konnte der S&P 500 den Oktober sogar

mit einem leichten Zugewinn von 2,4% beenden. Für den Schwenk ins positive Terrain reichte es dagegen für die europäischen Aktienmärkte nur in wenigen Ausnahmen wie etwa in Schweden (0,7%) oder Österreich (0,6%). In der Breite notierten die Kurse deutlich unter den Niveaus des Vormonats, der Euro Stoxx 50 schloss den Oktober beispielsweise mit einem Minus von 3,4% ab.

Branchenseitig kamen zuletzt vor allem Aktien aus dem Öl- und Gassegment (-8,6%) sowie Rohstoffunternehmen (-4,3%) unter Druck, wie ein Blick auf die sogenannten Supersektoren des marktbreiten STOXX Europe 600 zeigt. Positiv herausstechen konnten dagegen Immobilienaktien (3,3%), die auch auf Jahressicht bislang zu den gefragtesten Papieren gehörten.

Renten

An den Rentenmärkten gab es weitestgehend sinkende Renditen zu verzeichnen. Die ohnehin rekordniedrige Verzinsung für 10-jährige Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland reduzierte sich auf Monatsicht von 0,95% um weitere 11 Basispunkte auf 0,84%. Zur Monatsmitte, in der Phase der hohen Unsicherheit an den Aktienmärkten, war gar ein Überschießen der Anleihepreise zu beobachten und die genannte Rendite sackte zeitweise bis auf 0,72% ab. Im Bereich kürzerer Laufzeiten waren die Bewegungen deutlich geringer, so dass es dort kaum zu Kursbewegungen kam. Der REXP konnte dagegen einen leichten Zugewinn von 0,15% auf Monatsicht verbuchen.



Quelle: Bloomberg

In Griechenland zeichnete sich im Oktober ab, dass sich das Land auch künftig nicht ohne europäische Unterstützung an den Finanzmärkten finanzieren können wird. Regierungschef Antonis Samaras hatte Mitte Oktober im griechischen Fernsehen gesagt, seine Regierung verhandle um „eine vorsorgliche Kreditlinie des Euro-Rettungsschirms ESM“. In der Folge brachen die Anleihekurse ein und die Rendite 10-jähriger griechischer Staatsanleihen kletterte um 1,42% auf nunmehr 8,05% - rund das zehn(!)fache dessen, was Deutschland für vergleichbare Schulden aufwenden müsste.

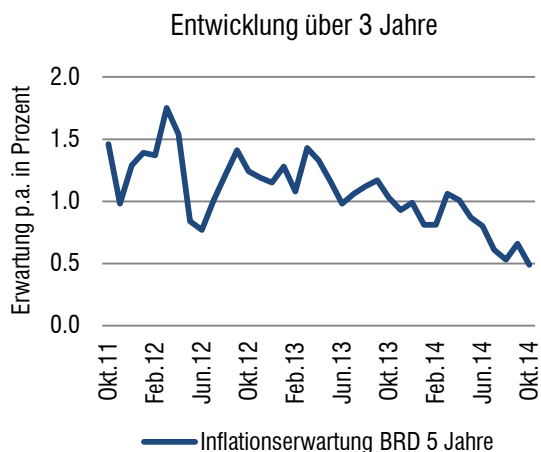
Während die US-Notenbank FED im Oktober ihr Wertpapierankaufprogramm für beendet erklärte, gab die Europäische Zentralbank EZB bekannt, dass sie kurzfristig mit dem Ankauf von besicherten Anleihen starten wird und noch vor Jahresende mit dem Erwerb von verbrieften Kreditpaketen (engl. Asset Backed Securities, kurz ABS) beginnen möchte.

Darüber hinaus publizierte die EZB am 26. Oktober die lange erwarteten Ergebnisse des groß angelegten Bankenstresstests. Die Resultate fielen dabei insgesamt sehr erfreulich aus. Nach einer Reihe

zwischenzeitlich erfolgter Kapitalerhöhungen hatten zum Berichtstermin nur noch rund ein Dutzend von 130 untersuchten Banken eine Kapitallücke von in Summe etwa 10 Milliarden Euro, wobei ein Großteil hiervon aus Italien stammte. Vom Markt wurde das Ergebnis sehr positiv interpretiert und für die ab November neu geschaffene europäische Bankenaufsicht unter EZB-Ägide stellte der Test eine gute Situationsbewertung dar.

Inflation

Die Angst vor einer potenziellen Deflationsspirale in der Eurozone beschäftigt weiterhin die Kapitalmärkte. Die zuletzt ausgewiesenen Inflationsraten stabilisierten sich zwar auf niedrigem Niveau, doch die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftig erwarteten Inflationsraten waren weiter rückläufig, wie sich beispielhaft anhand der für Deutschland jeweils auf 5-Jahressicht erwarteten Raten an folgender Grafik erkennen lässt:



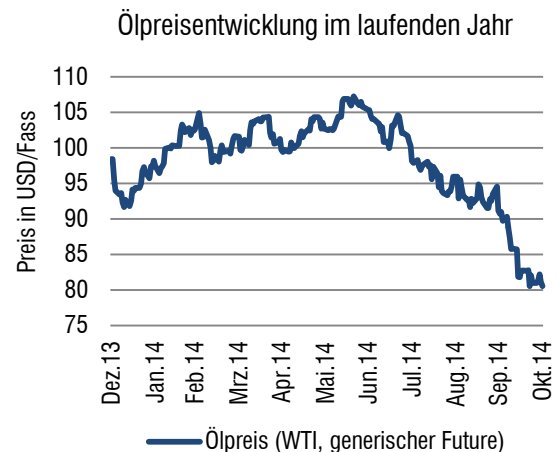
Quelle: Bloomberg

Für die kommenden 5 Jahre erwarten die Marktteilnehmer aktuell für Deutschland mit 0,49% p.a. nur noch eine sehr zurückhaltende Preisentwicklung, was sich aus dem

Vergleich von inflationsgelinkten zu herkömmlichen Staatsanleihen ableiten lässt. Bevor diese Erwartungshaltung nicht einen deutlichen Richtungsschwenk nach oben signalisiert, ist unserem Erachten nach seitens der EZB kaum mit einer Rückkehr zu einer gemäßigeren Geldpolitik zu rechnen.

Rohstoffe

Einhergehend mit den rückläufigen Inflationserwartungen sind auch im Oktober die Rohstoffpreise erneut gefallen. Der marktweite CRB-Rohstoffindex reduzierte sich auf Monatssicht um 2,4% (in USD; in EUR -1,6%).



Quelle: Bloomberg

Insbesondere der Ölpreis kam mit einem Minus von 11,7% auf USD 80,50 pro Fass der Sorte WTI deutlich unter Druck. Das Zusammenspiel von abflauenden Konjunkturerwartungen, zusätzlichen Energiegewinnungsmöglichkeiten wie Fracking in den USA und Uneinigkeiten bei der Organisation erdölexportierender Länder OPEC über evtl. notwendige Kürzungen der Fördermengen sind hier als Gründe für die starke Marktbewegung anzuführen.

Auch der Gold- und der Silberpreis notierten gegenüber dem Vormonat um 2,9% bzw. 4,8% (jeweils in USD) niedriger.

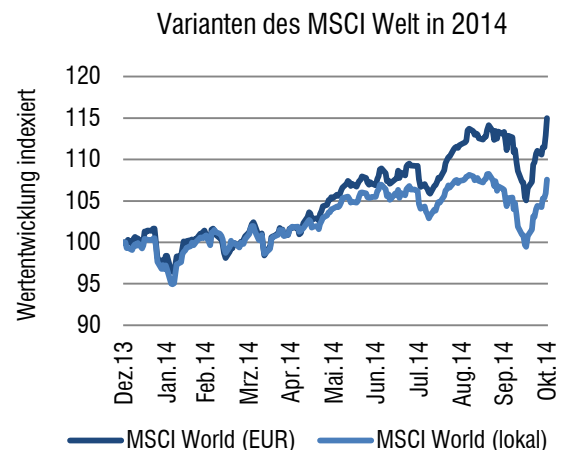
Ausblick

Die hohe Volatilität der Aktienmärkte im zurückliegenden Monat verdeutlichte einmal mehr, dass die aktuelle Konstellation an den Kapitalmärkten zusehends herausfordernder wird. Binnen Monatsfrist schwankten die Einschätzungen der Investoren über die künftige Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds deutlich. Dass die Notierungen vieler Aktienmärkte nach der Erholungsrallye die Anleger zum Monatsultimo dennoch halbwegs versöhnlich stimmten, zeugt von einer gewissen Stärke dieser Anlageklasse. Jedoch wird uns die Nervosität wohl noch bis auf weiteres begleiten, und gerade bei einzelnen Wertpapieren rechnen wir auch für die kommenden Monate mit rigorosen Reaktionen auf vom Marktkonsens abweichende Neuigkeiten. Gegenüber den ausgereizt erscheinenden Bewertungen an den Rentenmärkten – deutsche Bundesanleihen rentieren im Laufzeitbereich bis etwa vier Jahre im negativen Bereich – bieten Aktien jedoch weiterhin merkliche (Bewertungs-)Vorteile.

Im Blickfeld: Währungsrisiken am Aktienmarkt

Der Weg zu einem breit aufgestellten und gut diversifiziertem Aktienportfolio führt geografisch unweigerlich über die europäische Währungsunion hinaus. Damit verbunden sind auch Aktieninvestments in Fremdwährungen. Bereits unmittelbar vor der Haustür finden sich mit der Schweiz und Großbritannien wichtige Aktienmärkte, deren

Unternehmen nicht in unserer heimischen Währung Euro (EUR) notieren, sondern in Schweizer Franken (CHF) bzw. Pfund Sterling (GBP) fixiert werden. Für Aktieninvestments an Börsen außerhalb Europas führt dann gar kein Weg mehr an Fremdwährungen vorbei. Analysiert man den MSCI Welt Index als global anerkannten Referenzindex für die weltweiten Industrieländer, so spielt der prozentuale Anteil der in EUR notierenden Aktien eine untergeordnete Rolle. Anders ausgedrückt: Die Entwicklung zahlreicher Währungen, allen voran die des US-Dollars (USD), spielt im Kontext globaler Aktienportfolios eine gewichtige Rolle.



Quelle: Bloomberg

Obige Grafik zeigt den Einfluss anhand des genannten MSCI Welt Index im laufenden Jahr. Aufgrund der jüngsten Abwertung des EUR gegenüber vielen anderen Währungen kann ein final in Euro rechnender Investor entsprechende Fremdwährungsgewinne verbuchen. So hat der MSCI Welt in EUR seit Jahresbeginn um imposante 15,0% zulegen können. Allerdings geht nur die Hälfte (7,6%) dieses Anstiegs auf Kursgewinne (5,8%) und Dividendenerträge (1,8%) zurück. 7,4% der ausgewiesenen 15,0% resultieren aus

Währungseffekten. In diesem Kontext ist das *Währungsrisiko* in 2014 bislang vor allem eines gewesen: Eine große *Chance*. Jedoch gibt es auch Jahre, in denen der Saldo deutlich anders ausfällt. Zum Beispiel betrug die Differenz der beiden abgebildeten Indizes im zurückliegenden Jahr 2013 -7,7% – einem festen Euro geschuldet. In 2009 betrug der Unterschied dagegen gerade einmal 0,2%.

Generell stellt sich im Rahmen des Portfoliomanagements die Frage, wie man dem Thema begegnen sollte und welche Werkzeuge zum Risikomanagement es in diesem Kontext gibt.

Beginnen wir mit dem zweiten Aspekt, der Frage der technischen Möglichkeiten. Hier muss an vorderster Stelle mit einem Trugschluss aufgeräumt werden, dem insbesondere viele Privatanleger unterliegen. Zahlreiche großkapitalisierte Standardaktien aus Währungsräumen außerhalb der Eurozone werden auch an deutschen Börsen notiert und – interessanterweise – dort auch in EUR gehandelt. Dabei entfällt aber keineswegs das Währungsrisiko, es wird nur nicht mehr offen ausgewiesen. Der etwa an der Frankfurter Börse ausgewiesene Euro-Kurs eines US-Unternehmens ergibt sich als Zusammenspiel der Währungs- und Kursbewegung. Kurzes Beispiel: Bleibt der Kurs des Papiers an der US-Börse unverändert, aber der EUR-USD-Kurs verändert sich, spiegelt die EUR-Notierung der Aktie einfach diese Währungsveränderung wider. D.h. auch wenn auf dem Depotauszug kein Fremdwährungsrisiko mehr explizit dargestellt wird, ist dieses unverändert vorhanden. Wirklich eliminieren kann man

das Fremdwährungsrisiko nur durch den zusätzlichen Kauf/Verkauf von Derivaten wie Futures oder Devisentermingeschäfte oder durch den Kauf fertiger Finanzprodukte, die eine kontinuierliche Währungssicherung (engl. Hedging) beinhalten. Die Kosten eines solchen Hedgings orientieren sich in erster Linie an der Zinsdifferenz der beiden involvierten Währungen und folgen dem Gebot der Arbitragefreiheit an den Kapitalmärkten. Dabei müssen die Kosten nicht zwingend negativer Natur sein – es können durchaus auch Einnahmen (eine Art Ausgleichszahlung für entgangene Zinseinkünfte) durch eine Währungssicherung entstehen.

Die wichtigere Frage ist jedoch: Macht eine solche Währungssicherung für Aktien aus Fremdwährungsräumen Sinn und lässt sich hierdurch tatsächlich das Risiko für diese Aktien *reduzieren*?

Eine pauschale Antwort ist schwierig und gerade für die Absicherung einzelner konkreter Aktienpositionen nur individuell zu geben. Allerdings hilft ein grobes Verständnis der Einflussgrößen schnell bei der Entscheidung und für gut diversifizierte Portfolios gelangt man oft zu der Erkenntnis, dass eine Absicherung gegen Währungsschwankungen keinen Zusatznutzen stiftet. Warum? Weil hinter jeder Aktie ein wirtschaftlich agierendes Unternehmen steht, welches in den meisten Fällen durch seine Geschäftstätigkeit ebenfalls einem gewissen Wechselkursrisiko unterliegt. Hier spricht man vom sogenannten *ökonomischen Währungsrisiko* – im Gegensatz zum bisher erörterten *Translationsrisiko*. Das ökonomische Risiko

fasst dabei die bestehenden Risiken durch vorhandene Forderungen oder Verbindlichkeiten in Fremdwährungen zusammen, sowie die (weitaus schwieriger zu quantifizierenden) Risiken künftiger Zahlungsströme im Rahmen der operativen Unternehmenstätigkeiten. Verständlich wird dies am besten anhand eines aktuellen Beispiels:

Die japanische Währung Yen (JPY) hat 2013 sowohl gegenüber dem Euro (-20,9%) als auch gegenüber dem US-Dollar (-17,6%) kräftig an Wert verloren. Dies hat ökonomisch einen massiven Einfluss auf die exportlastige japanische Wirtschaft. Der weltgrößte Automobilhersteller Toyota z.B. kann dadurch seine Autos in der Eurozone und den USA deutlich günstiger anbieten und in der Folge den Absatz steigern. Oder aber er lässt die Preise unverändert und erhöht demzufolge die Marge. Unterm Strich sollte Toyota auf jeden Fall profitieren, der Aktienkurs hat dies entsprechend eskomptiert (+60,3% in 2013). Für den in EUR denkenden Anleger reduziert sich der Aktiengewinn freilich um die Währungsverluste, dennoch bleibt ein stattlicher Gewinn stehen (zur Erinnerung: Hauptauslöser für den *Gesamtgewinn* war letztlich der *Währungsverlust*). Die Sicherung der Aktie gegen EUR-JPY-Wechselkursrisiken hätte in diesem Fall zwar zu einer deutlichen Erhöhung des Gewinns geführt, allerdings hätte sie bei einer gegenläufigen Währungsbewegung auch zu einer Ausweitung der Verluste geführt (Szenario: JPY verteuert sich → Toyotas internationale Wettbewerbsfähigkeit leidet → Aktienkurs fällt → gestiegener Yen kann Verluste jedoch nicht abfedern, da das Portfolio durch die

Sicherung nicht an positiven translatorischen Währungseffekten partizipiert).

Fazit: Das Gesamtrisiko aus Translationsrisiken plus ökonomischen Risiken ist für die Wertentwicklung des Portfolios relevant. Da in der globalisierten Welt jedoch viele Unternehmen vor allem durch den Export ihrer Waren Geld verdienen, sind die relevanten Wechselkursrisiken oft mit gegenseitigen Vorzeichen versehen und eliminieren sich ein Stück weit gegenseitig. Durch blindes und oberflächliches Währungshedging auf Portfolioebene kann sich das Risiko am Ende des Tages gar vergrößern. Ein empirisches Indiz hierfür liefert der marktweite europäische Aktienindex STOXX Europe 600, der in einer rückwärtig bis Juni 2011 existierenden Version mit entsprechender Währungsabsicherung nicht etwa ein reduziertes Risiko in Form der Volatilität ausweist, sondern ein leicht höheres Risiko als der Originalindex offenbart. Aus diesem Grund werden Fremdwährungsengagements in Aktien bei GS&P in der Regel nicht zusätzlich gegen Wechselkursrisiken abgesichert.

04. November 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