

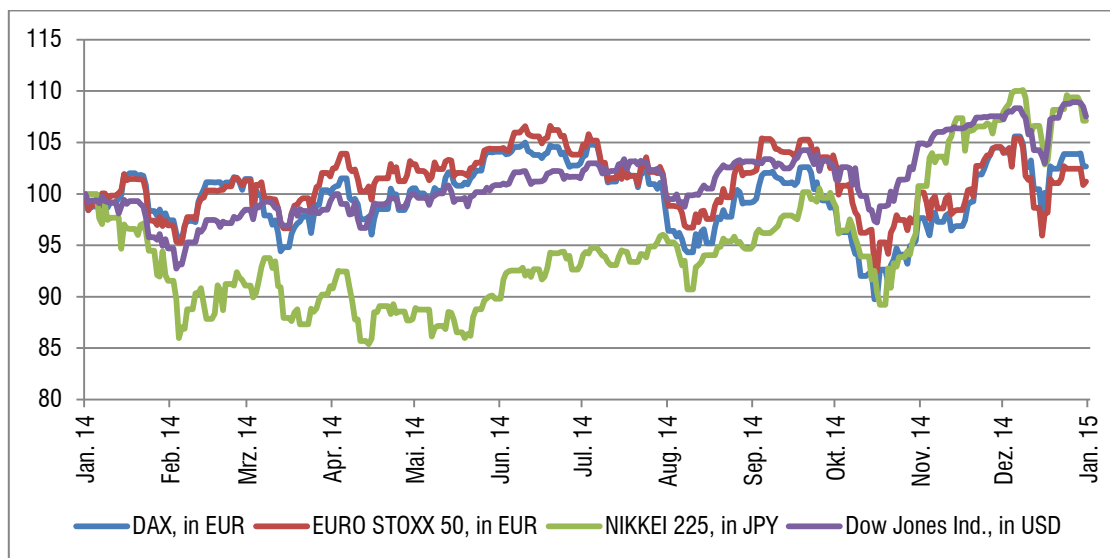
## Jahresbericht 2014

Ein Börsenjahr mit zum Teil extremen Kursbewegungen liegt hinter uns und so lässt sich mit dem Begriff „Licht und Schatten“ die Entwicklung am deutschen Aktienmarkt wohl am treffendsten umschreiben. Mehrmals überschritt der deutsche Leitindex DAX im Verlauf des Jahres die Marke von über 10.000 Punkten gefolgt von anschließenden deutlichen Korrekturen, die diesen Mitte Oktober im Tagesverlauf zeitweise unter die 8.500er Marke fallen ließen - von der Spitze betrachtet ein Kursrückschlag von mehr als 15 Prozent. Zum Jahresende wies der DAX einen Kursanstieg von 2,65 Prozent aus.

Der EURO STOXX 50, der die Kursentwicklung der 50 größten börsennotierten Unternehmen der Eurozone abbildet, stieg im abgelaufenen Börsenjahr um 1,20 Prozent. Deutlich besser entwickelten sich die amerikanischen und einige asiatische Aktienmärkte.

Der die amerikanischen Standardwerte repräsentierende Dow Jones Index stieg in seiner lokalen Währung um 7,52 Prozent und auf Eurobasis gerechnet – vor dem Hintergrund des Wechselkursverlaufs – um 22,53 Prozent.

Der japanische Leitindex NIKKEI 225 schloss für einen europäischen Investor mit einem Kursgewinn einschließlich Währungseffekten von 6,61 Prozent und der Hang Seng Index, das führende Barometer für den chinesischen Aktienmarkt, stieg auf Eurobasis um 15,42 Prozent.



Grafik: Wertentwicklung von DAX, EURO STOXX 50, NIKKEI 225 und Dow Jones Industrial im Jahr 2014, jeweils in Lokalwährung und auf 100 indexiert

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Im Folgenden möchten wir noch einmal auf die wirtschaftliche sowie geopolitische Rahmung des Börsenjahrs 2014 eingehen und deren Wirkung auf die einzelnen Vermögensklassen beschreiben.

## Aktien

Sechs Jahre nach der großen Finanzkrise hat die Weltwirtschaft wieder Tritt gefasst, wenn auch regional mit unterschiedlichen Tempi. In einigen Problemländern der südlichen Eurozone zeigten sich im Verlauf des vergangenen Jahres als Ergebnis der Reformbemühungen erste positive Entwicklungen. So gehörten beispielsweise die Länder Spanien und Portugal gemessen an deren Wirtschaftswachstum zu den Spitzenreitern, wenngleich deren Situation an den Arbeitsmärkten nach wie vor geprägt ist von einer hohen Arbeitslosigkeit insbesondere bei der jungen Bevölkerung. Frankreichs Volkswirtschaft leidet hingegen unter dem mangelnden Reformwillen und einer verfehlten Steuerpolitik. Zudem wurden auch hier keine ernsthaften, strukturellen Schritte für eine Arbeitsmarktreform eingeleitet. Sah es in Deutschland im ersten Quartal 2014 noch nach einem kräftigen Aufschwung mit Zuwachsraten von gut 2 Prozent aus, fand dieser vor dem Hintergrund der veränderten geopolitischen Gemengelage ein abruptes Ende. Auslöser hierfür war Russlands gewaltsamer Griff nach der Krim sowie der Ostukraine-Konflikt und die damit verbundene Unsicherheit über die Auswirkungen der geplanten Sanktionen auf die Konjunkturlage Europas. Vor allem deutsche Unternehmen blickten zunehmend skeptischer in die Zukunft, was im Gefolge zu einer Rückführung der Ausrüstungsinvestitionen und einem Abbau der Lagerbestände führte. Der für die deutsche Wirtschaft als wichtigster Frühindikator geltende IFO-Geschäftsklimaindex zeigte einen entsprechend deutlich negativen Verlauf und konnte diesen erst zum Jahresende wenden.

So blieb das deutsche Wirtschaftswachstum mit 1,2 Prozent weit hinter den ursprünglichen Erwartungen. Gleiches gilt auch für die Konjunkturentwicklung der Eurozone. Die Aktienmärkte quittierten Putins Bedrohung des europäischen Friedens mit der bereits erwähnten hohen Volatilität. Die USA boten hingegen ein sichtbares Kontrastprogramm zu Europa. Litten die Vereinigten Staaten Anfang 2014 noch unter den Folgen eines ungewöhnlich starken Wintereinbruchs, konnte sich die Konjunktur mit einer Wachstumsrate von 2,7 Prozent im Jahresverlauf deutlich erholen. Gleichermaßen mustergültig hierzu entwickelte sich der amerikanische Arbeitsmarkt, der mit einer ausgewiesenen Arbeitslosenquote von 5,8 Prozent im November 2014 auf dem tiefsten Stand seit sechs Jahren notierte. Zudem hatte sich der Fehlbetrag im Staatshaushalt als Ergebnis einer straffen Fiskalpolitik weiter stabilisiert. Wie robust der Aufschwung seitens der amerikanischen Notenbank interpretiert wurde, wurde auch dadurch dokumentiert, dass das Anleihenkaufprogramm innerhalb des Jahres schrittweise zurückgeführt und im November ganz eingestellt wurde.

Die amerikanischen Börsen honorierten die positive makroökonomische Rahmung mit entsprechenden Kursgewinnen, wenn auch hier nicht ohne die nervösen Auf- und Abschwünge. Während die amerikanische Notenbank die Marktakteure behutsam auf das Ende der Niedrigzinsphase vorbereitete, legte der verantwortliche EZB-Notenbankpräsident Mario Draghi über seine geldpolitischen Maßnahmen in 2014 noch "einen Gang zu". Dieser traf Mitte des Jahres eine historische Entscheidung und führte einen Strafzins von ./. 0,15 Prozent ein. Zukünftig müssen die Banken, die bei der EZB Geld parken, eine Guthabengebühr zahlen. Im Laufe des Jahres wurde der Strafzins noch einmal erhöht und durch ein Kaufprogramm für Kreditverbriefungen und Pfandbriefe komplettiert.

Bis zu diesem Zeitpunkt hatte sich noch nie eine große Notenbank an einen negativen Einlagezins herangewagt. Herr Draghi rechtfertigte diesen Schritt vorrangig mit der Sorge um eine drohende Deflation in Verbindung mit enttäuschenden Konjunkturzahlen. Prominente Wirtschaftswissenschaftler wie IFO-Präsident Hans-Werner Sinn kritisierten prompt diese Maßnahmen: Alle bisherigen Schritte seien kein Rezept für ein nachhaltiges Wachstum. Weder wurde die Kreditvergabe durch die Banken gefördert, noch die Ungleichgewichte innerhalb Europas abgebaut. Vielmehr befände sich die Notenbank in einer Liquiditätsfalle und das

Pulver sei nun verschossen. Ein solches Feuerwerk an Maßnahmen bemühen die Notenbanken sonst nur auf dem Höhepunkt einer Krise. Daran an schließt sich die Frage: Wie ernst ist die Lage?

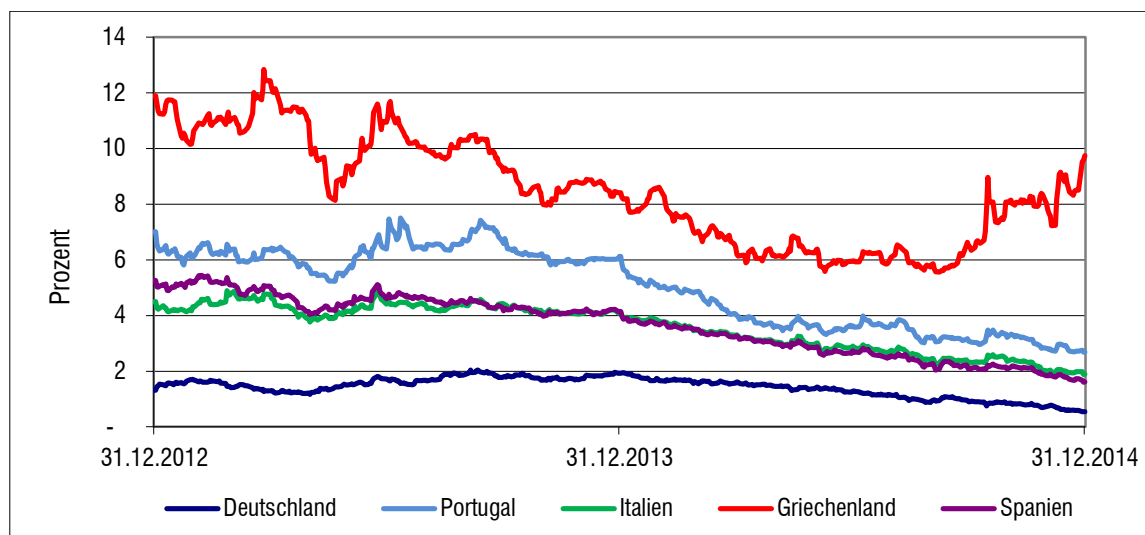
## Anleihen

Einer der größten Profiteure dieser Zinsentwicklung war im Jahr 2014 wieder einmal der Rentenmarkt. Erwartet hatte dies wohl kaum jemand. Wer sich Anfang 2014 von der seinerzeit geführten Diskussion über eine mögliche Zinswende in Erwartung steigender Leitzinssätze in den USA und damit einhergehende Bondrenditen entsprechend positionierte, konnte von der Entwicklung kaum profitieren.

Fast kontinuierlich setzten etwa die Bundesanleihen ihren Renditeabstieg über das gesamte Jahr hinweg fort. Lagen die Renditen der zehnjährigen Bundesanleihen Anfang des Jahres noch bei 1,93 Prozent, so fielen diese zum Jahresende auf 0,54 Prozent. Dies bedeutet eine Zinsentlastung des Bundeshaushalts von mehreren Mrd. Euro. In den kürzeren Laufzeitenbereichen verschwand der Zins vollständig und drehte in den negativen Bereich. Selbst Anleihen aus den schuldenbelasteten Peripherieländern wie beispielsweise Italien, Spanien und Portugal markierten neue Zinstiefs.

Massiv überzeichnete Neuemissionen von Griechenland und Irland waren symptomatisch für den ausgeprägten Renditehunger der Marktteilnehmer, der unterstützt von den niedrigen Inflationszahlen, für eine permanente Nachfrage sorgte. Aber auch die bereits erwähnten geopolitischen Krisen im Ukraine Konflikt und im Nahen Osten förderten den Wunsch nach einem sicheren Hafen für die zu investierenden Kapitalanlagen. Entsprechend stiegen die Kurse der Anleihen bei gleichzeitigem Sinkflug der Renditen.

Wer als Investor bereit war, trotz des bereits vorherrschenden niedrigen Zinsniveaus das Risiko einzugehen, in langlaufende Anleihen zu investieren, konnte gemessen an dem Rentenindex REXP eine Wertentwicklung von 7,1 Prozent verbuchen.



Grafik: Renditen ausgewählter Staatsanleihen im Jahr 2014, in % p.a.

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

## **Devisen**

An den Devisenmärkten stellte eine Währung alle anderen in den Schatten. Der US-Dollar, der während der akuten Finanzkrise in den Jahren 2008/2009 schon fast totgesagt wurde, meldete sich im Jahr 2014 als die Weltleitwährung eindrucksvoll zurück.

Getragen von der positiven Konjunktorentwicklung, dem Auslaufen des notenbankgesteuerten Anleihenkaufprogramms und der Aussicht auf allmählich steigende Zinsen, wertete der US-Dollar gegen nahezu alle bedeutenden Währungen auf. Im Vergleich zum Euro betrug der Kursanstieg im vergangenen Jahr rund 13,6 Prozent. Die größten Substanzverluste gegenüber dem US-Dollar fanden im Bereich der Schwellenländerwährungen statt. Einen besonders dramatischen Wertverlust musste der russische Rubel im Jahresverlauf hinnehmen. Vor dem Hintergrund der politischen Unruhen kam es zu einer panikartigen Kapitalflucht aus dem Land. Der Versuch der russischen Notenbank, durch eine massive Zinserhöhung von 10,5 Prozent auf 17 Prozent, dieser Bewegung entgegenzuwirken, verpuffte regelrecht und konnte den bis dahin aufgelaufenen Wertverlust von über 40 Prozent nicht umkehren.

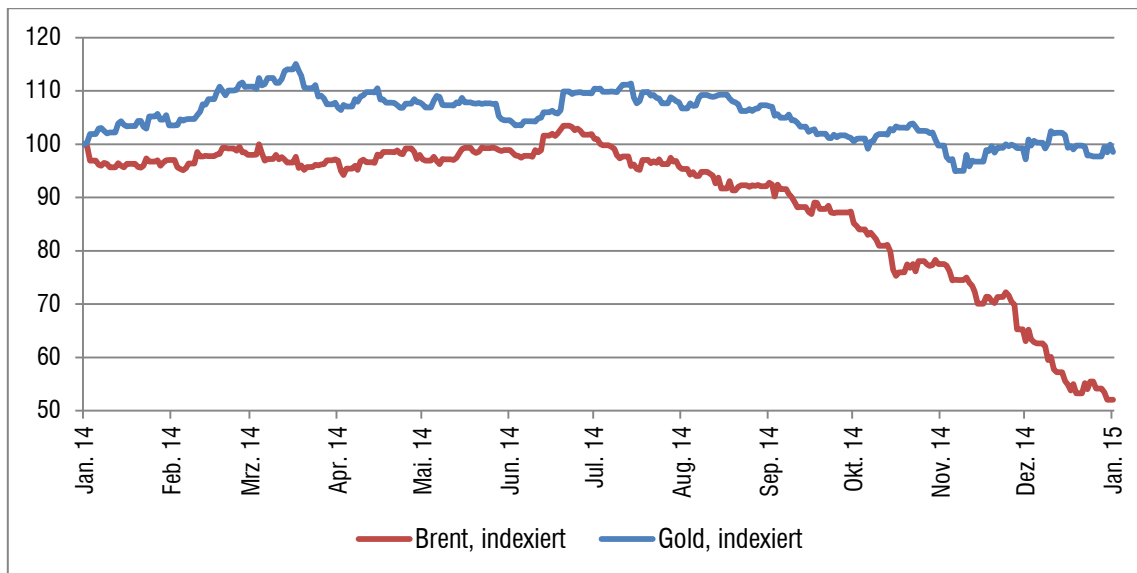
## **Rohstoffe**

Zu den großen Verlierern des Börsenjahres 2014 zählen auch die Rohstoffmärkte. Aus Sicht der Investoren war es, insbesondere die Entwicklung des Ölpreises betreffend, ein regelrechtes Schreckensjahr. Ein Barrel (159 Liter) der Rohölsorte Brent kostete zum 31.12.2014 nur noch 57,33 US Dollar und damit 48,26 Prozent weniger als noch zu Jahresbeginn. Der Ölpreis hatte sich im ersten Halbjahr mehr oder weniger seitwärts bewegt bis er dann ab Juli 2014 stark unter Druck geriet. Ursache hierfür war zum einen das starke Wachstum der US-Schieferölproduktion über das Fracking-Verfahren und zum anderen der vor dem Hintergrund einer nachlassenden Konjunkturdynamik in Europa und Asien zu spürende globale Nachfragerückgang. Darüber hinaus griff im Gegensatz zu früheren Jahren die OPEC zu keinerlei Maßnahmen in Gestalt von Förderungskürzungen. Viele professionelle Marktakteure vermuteten hier einen von Saudi-Arabien bewusst initiierten Preiskrieg, um sich so der lästigen Konkurrenz aus den USA zu entledigen.

Auch das Investment in Gold konnte lediglich über die Wechselkursentwicklung des Euros zum US-Dollar überzeugen. Zum Jahresende notierte die Feinunze mit 1.184,10 US Dollar 1,5 Prozent niedriger als zu Jahresanfang und damit in der Nähe des tiefsten Standes seit mehr als vier Jahren. Somit war das Gold nicht in der Lage, die dramatischen Verluste aus dem Jahr 2013 auch nur ansatzweise auszugleichen.

Einen der Gründe für diese enttäuschende Entwicklung vermuten die Marktteilnehmer in der fehlenden Inflation. Damit wird ein Hauptmotiv der Absicherung von Vermögenswerten vor einer rasanten Geldentwertung zunehmend fragwürdiger.

Wie bereits vorangegangen erwähnt, kämpfen die Notenbanken mit einem ganz anderen Problem. Es ist vielmehr die Sorge um ein mögliches Disinflationss- oder gar Deflationsszenario. Denn trotz der äußerst umfangreichen geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken zur Stimulierung der Volkswirtschaften bewegen sich die Inflationsraten immer noch unterhalb der angestrebten Zielgrößen.



Grafik: Wertentwicklung von Brent Crude Oil und Gold im Jahr 2014, jeweils in USD und auf 100 indexiert

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

## Ausblick 2015

### Das große Bild: Mit Netz und doppeltem Boden?

Wohin wird uns das Jahr 2015 an den Kapitalmärkten führen? Wo lauern Chancen, wo sind die größten Risiken zu erwarten? Auf den nachfolgenden Seiten möchten wir Ihnen keine Punktprognosen zu Indizes, Renditen, Währungen oder zum Wirtschaftswachstum an die Hand geben. Vielmehr möchten wir Sie für unsere Sichtweise auf das aktuelle Kapitalmarktumfeld sensibilisieren und unsere Anlageentscheidungen hierdurch ein Stück transparenter und nachvollziehbarer gestalten. Dabei konzentrieren wir uns auf die unserer Meinung nach wichtigsten und wahrscheinlichsten Einflussfaktoren für das vor uns liegende Jahr. Daneben werden ebenso unvorhergesehene Ereignisse mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auch in 2015 wieder einen gewichtigen Raum einnehmen und die Anleger überraschen. Elroy Dimson, seines Zeichens Professor an der London Business School, beschrieb ‚Risiko‘ einmal damit, „das mehr Dinge geschehen können, als am Schluss passieren werden“. Für das Agieren und Investieren an den Kapitalmärkten bedeutet dies, dass es eine ganze Reihe an denkbaren (im Prinzip sogar undenkbar viele) Szenarien für die Zukunft gibt, und dass jedes Szenario mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit versehen ist. Dabei ist es – ex ante – hilfreich, sich überhaupt mit verschiedenen Annahmen und Denkansätzen auseinanderzusetzen. Dagegen mündet die Frage nach der konkreten Benennung von Wahrscheinlichkeiten – nicht nur in der ex post Betrachtung – in eine eher philosophische Diskussion. Denn es sind ausgerechnet die im Vorfeld unwahrscheinlichsten Szenarien, die auf das Endergebnis die größten Auswirkungen haben. In diesem Kontext nehmen die Notenbanken heute eine besondere, eine dominierende, und auch eine sehr gefährliche Rolle ein. Von der amerikanischen FED über die britische BoE und die japanische BoJ bis hin zur europäischen EZB besitzen diese Institutionen und ihre namhaften Vertreter mittlerweile eine Machtfülle, die sowohl von Investoren als auch von Politikern dankbar angenommen wurde. Letztere Gruppe, die auf Zeit gewählten Volksvertreter, bekommt durch die Notenbankinterventionen vor allem Zeit geschenkt, um teils dringend notwendige Strukturreformen politisch auf den Weg bringen zu können. Da gleichzeitig mit den Interventionen der unmittelbare Leidens- und damit Handelsdruck stets wieder abnimmt, kommen die erforderlichen Anpassungen leider nicht richtig in Gang und werden weiter in die Zukunft verschoben. Neben den Staaten profitierten bis dato aber vor allem Anleger in vielfältiger Weise von der Umtriebigkeit der Notenbanken. Sowohl die Aktienmärkte als auch die Anleihen- und Immobilienmärkte blicken auf eine mehrjährige Hausse zurück, die ohne die Mitwirkung der Notenbanker nicht möglich gewesen wäre. Dabei war vieles richtig und notwendig – niemand möchte sich ausmalen, in welche Turbulenzen die Finanzmärkte in 2009 oder 2012 ohne die beherzten Aktionen der Herren Ben Bernanke (von 2006 bis 2014 Präsident des Federal Reserve Board in den USA) oder Mario Draghi (seit November 2011 Präsident der Europäischen Zentralbank) geraten wären. Über die Jahre hat sich nun jedoch bei vielen Marktteilnehmern eine starke Gewöhnung an die unkonventionellen Maßnahmen der Notenbanken eingeschlichen. Dementsprechend gab es in der Vergangenheit auf übergeordneter Ebene der angesprochenen Anlageklassen Aktien und Anleihen vor allem *eine* simpel anmutende und erfolversprechende Anlagestrategie: Kaufen, sobald sich neue Probleme abzeichnen und die Kurse fallen – die nächsten Aktionen der Notenbanken werden es schon richten! Selbst die ökonomisch waghalsigsten Risiken gingen am Ende meist in satten Kursgewinnen auf und zogen die Gesamtheit der Märkte immer weiter nach oben. Quasi ‚Investieren mit Netz und doppeltem Boden‘.

Doch wird diese Devise auch in 2015 zum Anlageerfolg führen? Vieles deutet darauf hin, dass das Spiel noch nicht ausgereizt ist. Allerdings stellt sich die Situation für das kommende Jahr regional deutlich differenzierter dar und die Ausgangsbasis ist aufgrund der Rahmung im Rentenmarkt eine andere als zum Beispiel im Aktienmarkt. Hierauf werden wir nachfolgend in den Abschnitten zu den einzelnen Anlageklassen detaillierter eingehen. Gemein ist hingegen allen Anlageklassen, dass bis zum heutigen Tag noch keine Anzeichen einer kurz vor dem Platzen stehenden Blase auszumachen sind. In Bezug auf die Popularität der Notenbanken hat der Harvard-Ökonom Kenneth Rogoff jüngst den Begriff einer ‚Vorhersehbarkeitsblase‘ gebraucht. Durch die vergleichsweise vorhersehbaren Auswirkungen der Notenbankpolitik könnte in den kommenden Quartalen die Saat für weitere Auswüchse an den Kapitalmärkten gelegt werden. Denn wenn sich Anleger ihrer Sache relativ sicher sind, sind sie oftmals bereit enorme Summen zu wetten, selbst wenn der Gewinn ohne zusätzliche Hebelung zunächst klein erscheint. Damit erwächst ein ‚Fehlverhalten‘ der Notenbanken für 2015 zu einem der größten Risikofaktoren für Investoren. Gleichzeitig lässt das Bewusstsein aller Verantwortlichen für die potenziellen Folgen eines Kurswechsels einen ebensolchen noch einmal unwahrscheinlicher werden. Fürs Erste sollte daher vorsichtiger Optimismus die Grundstrategie für Investitionen im Kapitalmarktjahr 2015 darstellen.

## **Aktien**

Par excellence gilt diese Aussage für den nach klassischen Risikokennziffern schwankungsstärksten Baustein innerhalb der großen Anlageklassen. Aktien besitzen trotz der langfristigen Aufwärtsbewegung seit den Tiefstkursen im Frühjahr 2009 auch zu Jahresbeginn 2015 noch ausreichend attraktive Merkmale und ein verhältnismäßig konstruktives Umfeld. Die realwirtschaftliche Umgebung zeigt sich in einer als solide zu bezeichnenden Verfassung, das globale Wirtschaftswachstum wird vom Gros der Volkswirte auf dem Niveau des vergangenen Jahres von rund 3,5 Prozent erwartet, und ein Abrutschen in eine Rezession dürfte selbst für die noch immer schwächelnde Eurozone zu verhindern sein. Für europäische Unternehmen sollte der in 2014 gegenüber den wichtigsten Handelswährungen abgewertete Euro einen gewissen Rückenwind bieten. Aus globaler Sicht ist darüber hinaus die gegenüber den Vorjahren erfolgte Halbierung des Ölpreises einem riesigen Konjunkturprogramm gleichzusetzen. Nur selten war der Schmierstoff der Wirtschaft in den letzten zehn Jahren zu solch günstigen Konditionen zu haben. Zugpferde der globalen Wirtschaft werden wohl auch weiterhin China und die USA bleiben. Auch wenn China nicht mehr an die zweistelligen Wachstumsraten der Vergangenheit anknüpfen können wird, stellt es vor allem aufgrund seiner schier Größe einen bedeutenden Wachstumsmotor dar.

Die Vereinigten Staaten von Amerika haben dagegen wieder zu alter Stärke gefunden und die Folgen der Finanzkrise scheinen fast gänzlich überwunden. Darüber hinaus beherbergt Amerika auf Unternehmensebene eine Vielzahl globaler Marktführer, die mit hoher Rentabilität und innovativen Produkten den Ton in der Wirtschaft angeben. Daraus leitet sich auch die derzeit hohe Bewertung des amerikanischen Aktienmarktes ab, die nicht nur in Relation zu anderen Aktienmärkten, sondern auch in Relation zur eigenen Historie durchaus als anspruchsvoll bezeichnet werden darf. Dennoch finden wir im Rahmen globaler Portfolios noch mehr als ausreichend viele interessante Kandidaten, so dass trotz erhöhter Bewertung auch in 2015 der US-amerikanische Aktienmarkt einen wichtigen Bestandteil international diversifizierter Portfolios darstellen sollte.

Sucht man außerhalb der größten Volkswirtschaft der Welt nach börsennotierten Unternehmen vergleichbarer Qualität, so werden dort vergleichbare Preise aufgerufen. Vor diesem Hintergrund relativiert sich dann oftmals auch der angeführte Bewertungsaufschlag. Die bereits im Vorjahr an dieser Stelle angeführte Bewertungsdiskrepanz – qualitativ hochwertige Wachstumstitel waren auch Anfang 2014 schon teuer,

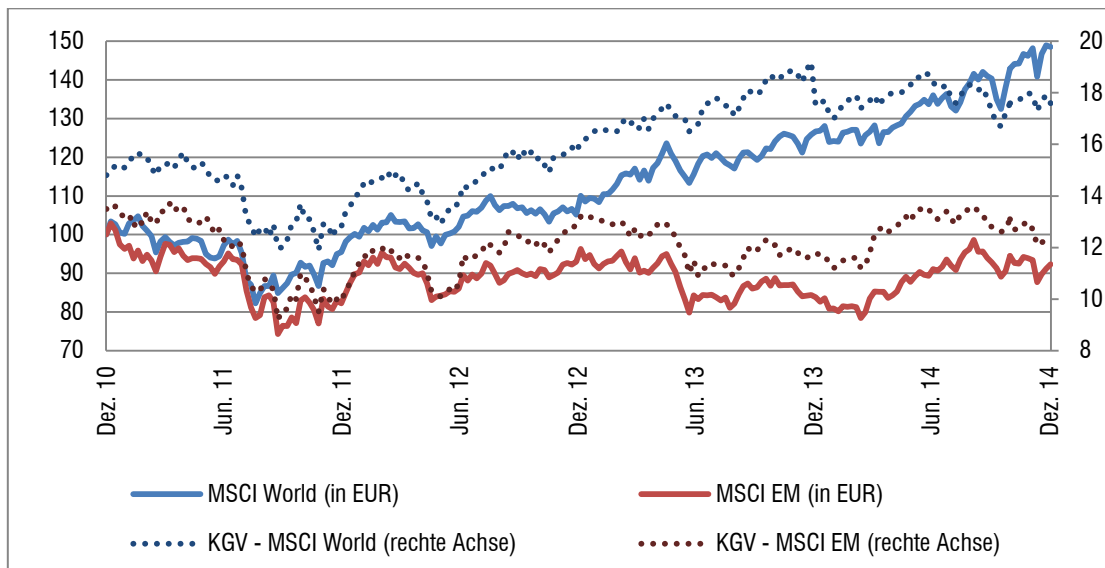


wohingegen andere Aktien mit leichten Bewertungsabschlägen gehandelt wurden – baute sich zuletzt noch weiter aus. Grundsätzlich haben beide Marktsegmente ihren Reiz, doch lassen manche Bewertungen mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen deutlich jenseits von 20 auf Sicht der kommenden Jahre nach unserer Erwartung nur sehr bescheidene Kapitalrenditen erwarten. In der Tendenz sollten im Jahresverlauf Umschichtungen im Aktienportfolio daher aus teuren Qualitätstiteln hin zu günstigeren Alternativen gemacht werden, auch wenn dies psychologisch kein einfaches Unterfangen ist.

Im Hinblick auf Branchen gibt es derzeit kaum klare Favoriten. Für risikofreudigere Investoren und als Portfolioergänzung erscheinen uns jedoch Aktien aus dem Rohstoffbereich für eine positive Überraschung in 2015 bestens positioniert zu sein. Der Sektor scheint aus dem Bewusstsein der Anleger weitestgehend verschwunden zu sein und notiert nach einer länger währenden Schwächephase rund 40 Prozent unter den Höchstständen aus dem Jahr 2011 und fast 60 Prozent unter dem Allzeithoch des Jahres 2008 (gemessen am STOXX Europe 600 Basic Resources). Zwar sind die Rohstoffpreise in der Zwischenzeit auch rückläufig gewesen, doch konnten Überangebote in der Zwischenzeit reduziert werden und Effizienzprogramme zur Kostenreduzierung umgesetzt werden. Dabei darf nicht übersehen werden, dass das Gros der Unternehmen auch trotz widriger Umstände durchweg profitabel gewirtschaftet hat. Die Bewertungen sind hierdurch auf ein attraktives Niveau gefallen, was sich etwa in einem für 2015 erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11,9 und einer Dividendenrendite von 3,9 Prozent widerspiegelt.

Aus Bewertungssicht bleiben ebenfalls die Schwellenländer weiterhin aussichtsreich für Anleger. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht die noch immer bestehende Diskrepanz in der Bewertung der verschiedenen Regionen exemplarisch anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses. Hier hatte sich insbesondere in 2013 eine Schere aufgetan, die sich in der 1. Jahreshälfte 2014 durch eine bessere Entwicklung der Schwellenländer bereits zu schließen begann, sich dann aber in der 2. Jahreshälfte durch die schwache Entwicklung der Rohstoffe wieder öffnete. Offensichtlich liegt in der hohen Rohstoffabhängigkeit einiger Schwellenländer ein wesentlicher Grund für die vergleichsweise niedrige Bewertung, doch auch unter Berücksichtigung dieser Verzerrung bieten sich noch reichlich Investmentchancen in den aufstrebenden Ländern. Bei der Nutzung dieser Chancen sollte jedoch streng auf eine ausgewogene Allokation hinsichtlich Länder- und Branchenrisiken geachtet werden.





Grafik: Vergleich der Wertentwicklung der Industrieländer (MSCI World) gegenüber den Schwellenländern (MSCI Emerging Markets, kurz: MSCI EM) in den vergangenen vier Jahren, indiziert auf 100 per 31.12.2010 (linke Achse), sowie der dazugehörigen Bewertungen anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV, gepunktet, rechte Achse).

Quelle: Bloomberg / eigene Berechnungen

Insgesamt plädieren wir dafür, auch im Jahr 2015 dem Aktienmarkt die Treue zu halten. Zu dominant erscheinen uns die potenziellen Kurstreiber. Insbesondere, wenn man die Alternativen mit in die Entscheidungsfindung einbezieht und die am Aktienmarkt zu erwartende Risikoprämie ins Verhältnis zu Anleihen- oder Immobilienrenditen setzt. Neben dem eingangs erwähnten ‚Fehlverhalten‘ der Notenbanken sind Störfeuer im neuen Jahr hauptsächlich durch eine weitere Eskalation geopolitischer Krisen (z.B. Russland, Bedrohung durch IS) oder durch Fiskalprobleme (Stichwörter: Staatsverschuldung Griechenland, ‚Abenomics‘ in Japan, Schuldenobergrenze in den USA) zu erwarten. Zwischenzeitlichen Kursrückgängen sollte man jedoch zunächst konstruktiv gegenüberstehen und diese für die bereits erwähnten Umschichtungen innerhalb der Anlageklasse nutzen oder einen opportunistisch gehaltenen Kassenbestand für Neukäufe einsetzen.

## Anleihen

Festverzinsliche Papiere stellen die Anlageklasse dar, für die in 2015 eine positive Überraschung in der Kursentwicklung nahezu ausgeschlossen scheint. Ausgehend vom aktuellen Renditeniveau für 10-jährige deutsche Staatsanleihen, das Ende Dezember nur noch bei einem halben Prozent lag, müsste die Rendite zum Jahresende 2015 auf null fallen, um auch nur annähernd mithilfe von Kursgewinnen noch auf eine Wertentwicklung ähnlich der in 2014 zu kommen (+14,3 Prozent). Wohlgedenkt für 10 Jahre Restlaufzeit. Die Notenbankinterventionen der vergangenen Jahre haben am Rentenmarkt drastische und unmittelbar spürbare Folgen hinterlassen. Leitzinssenkungen, Anleihekaufprogramme, negative Einlagenzinsen, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte für Banken und vor allem die magischen Worte von EZB-Präsident Mario Draghi im Sommer 2012, alles Notwendige zur Erhaltung des Euros zu tun („whatever it takes“), haben die Anlagewelt für in Euro denominierte Anleihen nachhaltig verändert.

Die Suche der Investoren nach dem letzten Zusatzertrag hat die Risikoaufschläge für bonitätsschwache Länder und Unternehmen, aber auch für langlaufende und damit erhöhten Zinsänderungsrisiken ausgesetzte Anleihen, kontinuierlich nach unten gedrückt. Die Auswüchse zeigen sich heute in ‚Guthabengebühren‘ für größere Bankeinlagen und einer negativen Verzinsung für Schweizer Staatsanleihen bis Laufzeiten über sechs (!) Jahre.

Das vielleicht schönste und von vielen Anlegern geschätzte Attribut bei Anleihen ist die Kenntnis der finalen Rendite im Falle eines Haltens der Anleihe bis zum Fälligkeitstermin (vorausgesetzt, der Emittent fällt nicht aus). Aus diesem Fakt kann man die Verzweiflung vieler Anleger ablesen, wenn sie sich heute bewusst für eine Kapitalreduktion über die nächsten Jahre entscheiden. Gewissensbisse verursacht die Situation auch bei Portfoliomanagern, die tagtäglich für das ihnen anvertraute Vermögen der Kunden die Abwägung zwischen zusätzlichem Ertrag und zusätzlichem Risiko treffen müssen. Und im Rahmen dieser Abwägung steht für uns auch in 2015 klar die risikoaverse Ausrichtung im Vordergrund. Wenige Basispunkte an potenziellem Mehrertrag rechtfertigen in unseren Augen meist nicht das notwendige Mehr an Risiko – sei es auf der Durations- oder Bonitätsseite. Ein besonderes Augenmerk verdient vor diesem Hintergrund das Segment bonitätsschwacher Ramschanleihen, die im englischen auch gerne als High-Yield-Anleihen bezeichnet werden bzw. in den vergangenen Jahren in Deutschland als Mittelstandsanleihen (werbe)fachmännisch promotet wurden. Auf der Suche nach Ertrag wurden Anleihen dieses Segments von vielen Anlegern ohne die benötigte Risikotragfähigkeit in konservative Portfolios aufgenommen. Früher oder später erwarten wir hier eine Welle erhöhten Verkaufsdrucks. Die Vergangenheit lehrt, dass die Liquidität solcher Papiere dann rasch schwindet und die Kurse übermäßig abstürzen können.

Aufschlussreich wird in 2015 auch die Beobachtung der unterschiedlichen Entwicklung der Zinsen im USD- gegenüber dem EUR-Raum werden. Während die Wirtschaft in den USA mittlerweile wieder rund läuft und der US-amerikanischen Notenbank FED die Argumente für eine Fortsetzung der Niedrigzinspolitik ausgehen, wird die Eurozone wohl noch weit über 2015 hinaus auf Niedrigstzinsen angewiesen sein. Beides wurde auch entsprechend von den Zentralbanken kommuniziert und von den Marktteilnehmern antizipiert. Dennoch wird die tatsächliche Umsetzung in der Praxis anspruchsvoll werden, da die beiden Anleihenmärkte in ihrer Entwicklung historisch stark korreliert waren. Eine vollständige Entkopplung der Zinsentwicklungen wird wohl nicht gelingen. Darüber hinaus wird jedes Auseinanderdriften zusätzlichen Anpassungsdruck auf die Währungen erzeugen, so dass auch an den Devisenmärkten im neuen Jahr wieder mit starken Kursbewegungen zu rechnen sein wird. Doch genau darauf könnte dann die nächste Rechtfertigung der amerikanischen Notenbank aufbauen, die Zinsen entgegen der vorherrschenden Meinung weiter als gedacht auf einem sehr niedrigen Niveau zu halten.

Unterm Strich ist also bis auf weiteres nicht mit stark steigenden Zinsen zu rechnen, so dass man 2015 am Ende des Jahres als eine Art Übergangsjahr bezeichnen können wird. Die Wertentwicklung für das Gesamtjahr würde damit in etwa dem aktuellen Renditeniveau im leicht positiven Bereich nahekommen können.

## **Inflation**

In 2015 und in den kommenden Jahren wird sich zeigen, ob die Europäische Zentralbank ihrem Mandat der Geldwertstabilität auch in einem deflationärer geprägten Umfeld gerecht werden kann. Zurzeit stemmt sie sich mit fast sämtlichen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln gegen eine sinkende Teuerung und wird diese Politik auch in 2015 fortführen. Dabei hat sie auf einen im vergangenen Jahr maßgeblich die Inflation nach unten treibenden Faktor sehr wenig Einfluss: den Ölpreis. Und eben dieser für viele Dinge des täglichen Lebens so wichtige Ölpreis könnte im kommenden Jahr wieder für steigende Teuerungsraten sorgen. Denn

da die Inflationsrate nur die Veränderungsrate der Preise misst, könnte aus dem niedrigen Ölpreisniveau ein positiver Basiseffekt entstehen und zunächst die Inflation wieder nach oben treiben. Gleiches gilt für den schwachen Euro, der Importprodukte verteuert und somit auch inflationsfördernd in der Eurozone wirkt. Alles in allem dürfte somit auf Jahressicht ein Abrutschen in negative Teuerungsraten nur im Falle einer unerwartet starken wirtschaftlichen Abkühlung eine Gefahr darstellen. Da kurzfristig auch weiterhin nicht mit stärkeren inflationären Tendenzen zu rechnen ist, wird sich die EZB wohl bald wieder auf die Schulter klopfen können und Lorbeeren für die Einhaltung ihres Mandats in Empfang nehmen können. Auch dies wird voraussichtlich zur weiteren Stärkung ihrer Machtfülle und ihres Ansehens beitragen.

## **Rohstoffe**

Analog zu den Vorjahren messen wir Rohstoffen in der Direktanlage auch in 2015 keine exponierte Bedeutung in der Kapitalanlage bei. Aus unserer Sicht stellen diese keine vollwertige Anlageklasse dar, da sie sich einer fundamentalen Bewertung entziehen, keine systematische Risikoprämie erwirtschaften und größtenteils nur über Derivate investierbar sind.

Im Ausblick nach vorne können wir uns dennoch gut vorstellen, dass die Rohstoffpreise im Jahresverlauf tendenziell ansteigen werden. Zu harsch erscheint mancher Preisrückgang binnen kürzester Zeit. Daneben erwarten wir von konjunktureller Seite ein die Preise stützendes Umfeld. Letzten Endes bleibt die Prognose von Rohstoffpreisen allerdings ein Stochern im Nebel, und so bleibt dieser Passus im Ausblick auf das vor uns liegende Kapitalmarktjahr gewohnt kurz.

## **Fazit**

John Kenneth Galbraith, einer der einflussreichsten Ökonomen des 20. Jahrhunderts, schrieb einmal: „Es gibt zwei Arten von Prognostikern: Die, die es nicht wissen und die, die nicht wissen, dass sie es nicht wissen.“ Grundsätzlich sind wir Anhänger dieser Aussage und konzentrieren uns daher in der Zusammenstellung von Portfolien stärker auf mikrowirtschaftliche Fundamentaldaten einzelner Unternehmen als auf Prognosen makrowirtschaftlicher Entwicklungen. Dennoch haben wir den Eindruck, dass die Rolle, in die die Zentralbanken der großen Wirtschaftsnationen durch die Begebenheiten der letzten Jahre gerutscht sind, heute zweifelsohne zu Verzerrungen an den Kapitalmärkten führt. Dies haben wir im vorliegenden Marktausblick auf das Börsenjahr 2015 zum Ausdruck bringen wollen. Zu groß erscheint uns der Einfluss auf sämtliche Marktteilnehmer bis weit hinein in die Realwirtschaft, als dass man darüber zu schnell hinwegsehen dürfte.

Gleichzeitig darf die an den Märkten vorgefundene Ausgangssituation nicht als Freifahrtschein für beliebig riskante Investments verstanden werden. *Netz und doppelter Boden* finden sich weiterhin nur im Zirkus. Dennoch bieten die derzeitigen Umstände in erster Linie für Aktieninvestments ein nicht zu unterschätzendes Umfeld. Die Bäume müssen nicht immer gleich in den Himmel wachsen, aber attraktive Renditen sind in 2015 fast nur noch von Dividendenpapieren zu erwarten. Vielleicht das Hauptrisiko im kommenden Jahr hinsichtlich einer aktienfreundlichen Positionierung: Diese Entwicklung wird von vielen Marktteilnehmern erwartet. Und wenn alle Investoren in die gleiche Richtung schauen, lehrt uns die verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie eine gewisse Vorsichtshaltung einzunehmen. Doch die in weiten Teilen noch sehr zögerliche Umsetzung dieser Meinung sollte auch aus dieser Perspektive heraus noch entsprechenden Raum für steigende Kurse lassen. Zumal die Bewertungen in der Breite als fair eingestuft werden können und das Zinsumfeld kurstreibende Aktienrückkäufe und Firmenübernahmen weiter unterstützen sollte.

08.01.2015

### **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 2015, Grossbötzl, Schmitz und Partner*