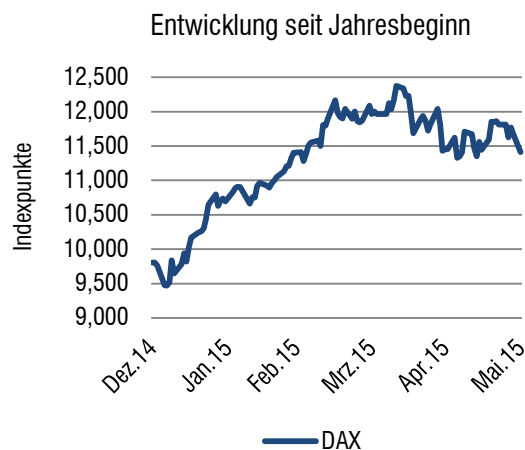


Aktien	Konsolidierung auf breiter Front	Seite 1
Renten	Rentencrash !? – War er das, oder beginnt er nun?	Seite 2
Inflation	Wieder im positivem Terrain	Seite 3
Rohstoffe	Von Volatilitäten und fehlenden Bewertungsmaßstäben	Seite 4
Ausblick	Die Lehren der Asymmetrie	Seite 4
Im Blickfeld	Nachhaltigkeit bei der Geldanlage	Seite 5

Aktien

Im Mai suchten viele Anleger nach Orientierung – und schienen keine zu finden. Anders lassen sich die starken Schwankungen kaum interpretieren. Der deutsche Leitindex DAX vollzog an 15 der 19 Handelstage im Mai Bewegungen von mehr als 100 Punkten. Für Verunsicherung auf Investorensseite sorgte zunächst der bereits im April begonnene und Anfang Mai fortgesetzte Renditeanstieg am Anleihemarkt. Weiteres Dauerthema blieb auch die Schuldenkrise in Griechenland, wo zumindest für Außenstehende in den vergangenen Wochen keinerlei Fortschritte mehr wahrnehmbar waren. Flankiert wurde die Lage durch einen zunächst steigenden, im Monatsverlauf jedoch wieder deutlich nachgebenden Wert des Euro. Unterm Strich beendete der DAX den Mai mit einem Schlussstand von 11.414 Punkten. Anders ausgedrückt: Gegenüber dem Vormonat schloss der DAX 0,4% niedriger und damit fast unverändert, gegenüber dem am 10. April erreichten Allzeithoch hat der Index nun 7,9% korrigiert, und gegenüber dem Referenzwert zum Jahreswechsel liegt das deutsche Börsenbarometer respektable 16,4% im Plus.

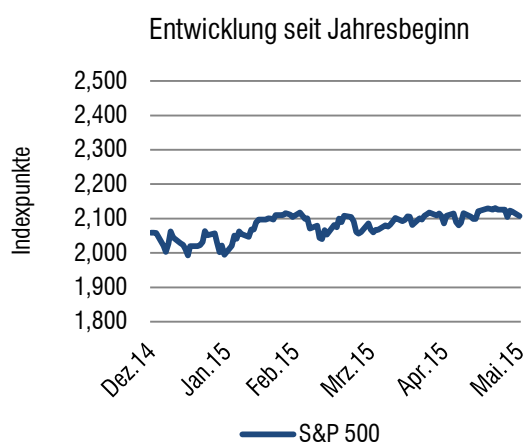
Optisch sieht die Entwicklung im aktuellen Jahr damit wie folgt aus.



Quelle: Bloomberg

Ein Blick über die nationalen Grenzen hinaus offenbart für den Monat Mai weitestgehend vergleichbare Resultate. Der die 50 größten Aktien der Eurozone abbildende EURO STOXX 50 gab auf Monatssicht leicht um 0,1% nach. Sobald Fremdwährungen mit ins Spiel kommen, drehen die Ergebnisse ins Positive. So konnte der STOXX Europe 50, der zusätzlich Aktien aus Großbritannien und der Schweiz abdeckt, um 0,9% zulegen. Ausschlagend sind hier vor allem die im Index enthaltenen Währungsgewinne, die auf das Britische Pfund (1,8%) und den Schweizer Franken (1,3%) zurückgehen.

Der weltweit bedeutendste Aktienmarkt – der amerikanische S&P 500 Index – konnte im Mai um 1,2% (in USD) zulegen und schloss damit nur ein knappes Prozent unter dem im Mai erreichten Allzeithoch. Doch obwohl der Index dieses Jahr bereits mehrfach neue Höchststände markieren konnte, liegt er seit Jahresbeginn nur 3,0% im Plus und durchläuft somit eine Konsolidierungsphase auf höchstem Niveau.



Quelle: Bloomberg

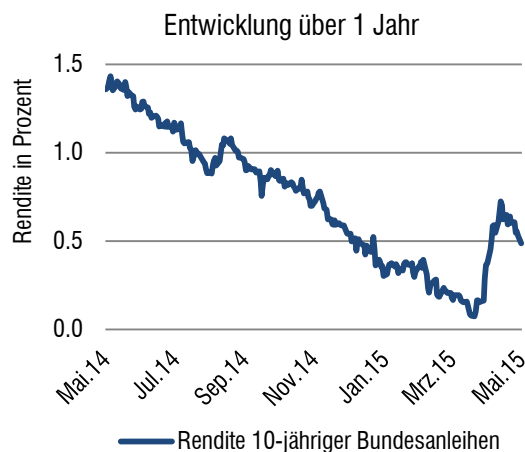
In der obigen Grafik mit der Entwicklung des S&P 500 seit Jahresbeginn haben wir die Achsenskalierung bewusst an der auf der ersten Seite dargestellten DAX-Entwicklung ausgerichtet. So wird auch die extrem geringe Schwankungsbreite des breiten amerikanischen Aktienmarktes unmittelbar ersichtlich.

Deutlich mehr Volatilität weisen erwartungsgemäß die Börsen der Schwellenländer auf. Im Mai zeigten sich dort die Aktienkurse insgesamt rückläufig, vor allem Brasilien (-9,2%) und Südafrika (-6,3%, jeweils in EUR) hatten mit rückläufigen Rohstoffpreisen zu kämpfen und bereiteten Investoren keine Freude.

So gehörten auch auf Branchenebene (repräsentiert von den Supersektoren des STOXX Europe 600) Rohstoff- (-1,2%) sowie Erdöl- und Erdgasaktien (-2,4%) zu den schwächsten Werten. Der Technologiesektor belegte mit einem Plus von 5,3% dagegen unangefochten den Spitzenrang im Mai.

Renten

Ein starkes öffentliches Interesse zogen die jüngst stark gestiegenen Anleiherenditen auf sich. Im Rampenlicht stand vor allem die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen, die am 17. April im Tagesverlauf ihren absoluten Tiefstand von 0,05% markierte und von dort bis zum 7. Mai auf bis zu 0,78% kletterte. Daraus wurde in den Medien dann schnell eine marktschreierische *Verfünffachung* der Rendite gemacht.



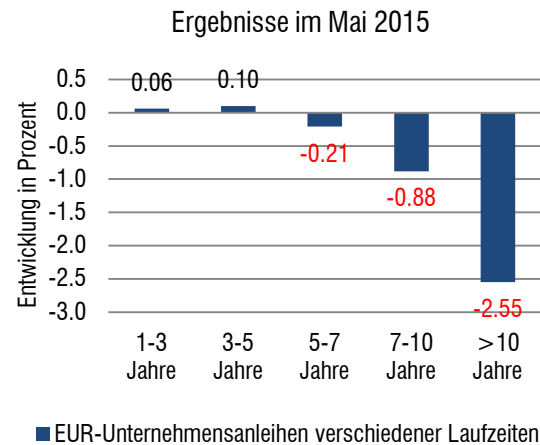
Quelle: Bloomberg

Bei nüchterner Betrachtung unter Auslassung der Tagesspitzen würde eine Schilderung der Entwicklung wie folgt klingen: ‚Während die Rendite Ende März noch bei 0,18% lag, stieg sie im April unter Schwankungen um 19 Basispunkte auf 0,37% und bis Ende Mai um weitere 12 Basispunkte auf 0,49%‘.

Die inhaltlich korrekte Interpretation der Ereignisse an den Anleihemärkten liegt unseres Erachtens irgendwo dazwischen. Ordnet man die Entwicklung der Renditen der letzten zwölf Monate (also der obigen Grafik) in einen längerfristigen Kontext ein, so stellt nicht der Renditeanstieg in den letzten beiden Monaten die anormale Bewegung dar, sondern vielmehr der Renditeverfall gen Null in den zehn Monaten zuvor! Mit einem Zinssatz von 0,05% für eine zehnjährige Anleihe der Bundesrepublik Deutschland wurde für die Finanzmarktgeschichte definitiv Neuland betreten. Zudem haben sich – alleine in den letzten Monaten – die Marktgegebenheiten an den Rentenmärkten gravierend verändert. Mit der Europäischen Zentralbank EZB kam ein sehr dominanter Teilnehmer an die Märkte. Gleichzeitig fließt immer mehr Investorengeld in passive Indexprodukte (ETFs), wobei ETFs in der Vorstellung vieler Investoren vermeintlich liquider sind als die zugrundeliegenden Anleihemärkte. Dies ist natürlich ein Trugschluss, der in den vor uns liegenden Monaten oder gar Jahren noch zu einiger Volatilität an den Anleihemärkten führen dürfte.

Da Anleihekurse und Renditen invers zusammenhängen, d.h. fallende Kurse führen zu steigenden Renditen und vice versa, sind in der aktuellen Situation im Mai die Anleihekurse entsprechend unter Druck gekommen. Der iBoxx Euro Sovereigns Eurozone – Indikator für die Wertentwicklung der Staatsanleihen in der europäischen Währungsunion – verlor im Mai weitere 1,5% an Wert (nach -1,4% im April). Insgesamt erhöhten sich die Verluste mit steigender Laufzeit der Anleihen (Durationrisiko).

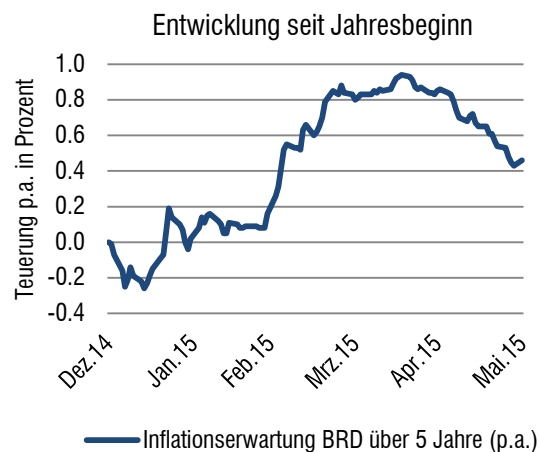
Nachfolgend sind die Entwicklungen im Mai für in Euro notierende Unternehmensanleihen verschiedener Laufzeiten abgetragen.



Quelle: Bloomberg

Im Vergleich zu Staatsanleihen fielen die Kursverluste bei Unternehmensanleihen dabei etwas moderater aus.

Inflation



Quelle: Bloomberg

So gar nicht ins Bild passte zuletzt die Entwicklung der Inflationserwartungen. Diese sind in der obigen Grafik abgetragen und lassen sich aus dem Vergleich von inflationsgeschützten und herkömmlichen Anleihen berechnen. Steigende Renditen sind

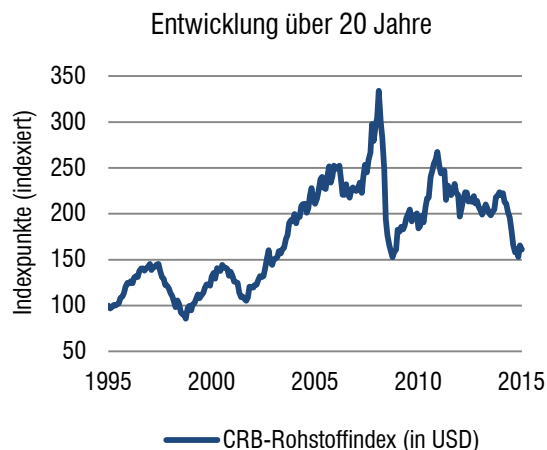
dabei oft ein Resultat steigender Inflationserwartungen. Diesmal sind jedoch die Erwartungen an die künftige Inflation deutlich zurückgegangen, während die Renditen, wie bereits beschrieben, stark angestiegen sind. Hier ist ein Annäherungsprozess zu erwarten, der in der Folge zu fallenden Renditen oder steigenden Inflationserwartungen führen könnte.

Bei den jüngsten Zahlen zur Entwicklung der Teuerung auf Jahressicht hat sich auch im Mai der Aufwärtstrend der Vormonate fortgesetzt, so dass in Deutschland die Teuerungsrate von zuvor 0,5% auf nunmehr 0,7% gestiegen ist. In der Eurozone waren die Inflationszahlen von Dezember 2014 bis März 2015 sogar negativ. Nachdem für April ein Wert von 0,0% ausgewiesen wurde, zeigt der Mai-Wert nun erstmals seit November 2014 wieder eine leichte Teuerung (0,3%) auf Jahressicht an. Angesichts der Stabilisierung des Ölpreises und zarter konjunktureller Hoffnungsschimmer in der Eurozone deutet sich eine Fortsetzung dieses Aufwärtstrends auch für die kommenden Monate an.

Rohstoffe

An den Rohstoffmärkten zeigte sich im Mai weiterhin eine hohe Volatilität. Mehrheitlich tendierten die Notierungen dabei nach unten, vor allem Industriemetalle wie Aluminium (-10,8%), Kupfer (-5,4%), Nickel (-9,6%) und Zink (-7,3%, alle in USD) gaben deutlich nach. Der Ölpreis konsolidierte im Mai nach den starken Bewegungen der Vormonate und stabilisierte sich um USD 65,56 (Brent) bzw. USD 60,30 (WTI) je Fass (159 Liter).

In der Summe zeigte der marktweite CRB-Rohstoffindex einen Rückgang von 2,8% (in USD, -0,6% in EUR) auf Monatsicht.



Quelle: Bloomberg

Wie erratisch die Entwicklung von Rohstoffpreisen generell verläuft, daran soll obige Darstellung noch einmal erinnern. Da Rohstoffe keine systematische Risikoprämie erwirtschaften und sich mangels Bilanz oder messbarer Geldströme einer Bewertung entziehen, finden Rohstoffe auch keinen festen Platz in der strategischen Portfolio-Allokation bei GS&P.

Ausblick

Oft haben wir schon, vor allem in unseren Jahresberichten, von der *Asymmetrie* der Anlageklassen und deren Auswirkung auf unsere Allokationsentscheidungen berichtet. Insbesondere Anleihen unterliegen einer starken Asymmetrie in der Wertentwicklung: Zum Kaufzeitpunkt kennt man den auf Endfälligkeit maximal zu erzielenden Gewinn (die Rendite), dem ein potenzieller Totalverlust beim Zahlungsausfall des Emittenten entgegen steht. Bei Aktien droht ebenfalls im schlimmsten Fall der Totalverlust, jedoch steht diesem auch ein

nahezu grenzenloser etwaiger Gewinn gegenüber. In der Praxis gilt es dann für die Allokation der Anlageklassen Chancen gegen Risiken abzuwägen, wobei die absolute und die relative Bewertung in unserer Analyse eine entscheidende Rolle einnehmen.

Selten war die Attraktivität von Anleihen dabei in jeglicher Hinsicht so mäßig wie derzeit, bzw. auf die Spitze getrieben am 17. April bei der geschichtsträchtigen 0,05%-Verzinsung 10-jähriger Bundesanleihen. Auch die zwischenzeitlich gestiegenen Renditen ändern das bescheidene Bild nur marginal, so dass der Ausblick für Anleihen vom heutigen Niveau aus weiterhin stark eingetrübt bleibt. Renten und Cash leisten im Nullzinsumfeld vor allem einen Beitrag zur Risikodiversifikation, während Renditegedanken für den Moment hinten angestellt werden müssen.

Aktien glänzen dagegen weiterhin mit ihrer starken relativen Bewertung, die für sich genommen noch viel Raum für Bewertungsausdehnungen lassen würde. Doch auch in der isolierten Betrachtung liegt die breite Bewertung des Aktienmarktes in einem fairen Band. Und mit jedem Monat einer weiteren Konsolidierung bringt das gegenwärtig zu beobachtende Gewinnwachstum der Unternehmen die Bewertung der Aktien wieder in eine aussichtsreichere Ausgangssituation.

Im Blickfeld: Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

Immer häufiger werden Investoren aufgefordert, sich über die Nachhaltigkeit ihrer Investments Gedanken zu machen. Doch was bedeutet Nachhaltigkeit überhaupt?

Ist sie lediglich auf den ökologischen Fußabdruck eines Unternehmens beschränkt? Geht es um soziale Verantwortung gegenüber Mitarbeitern? Oder ist vielleicht der rechtliche und organisatorische Ordnungsrahmen mit 'Nachhaltigkeit' gemeint.

Wir haben uns aufgrund verstärkter Nachfrage in den letzten Wochen und Monaten intensiv mit dem Thema der Nachhaltigkeit von Investments beschäftigt. Dabei mussten wir eine Sache bereits zu Beginn sehr schnell feststellen: Jeder Mensch definiert Nachhaltigkeit anders. Der eine legt sie sehr extrem aus, der andere wiederum ist großzügiger dabei. Nur ein Beispiel: Der Chiphersteller Intel stellt vorrangig Prozessoren und Speicher für Computer und Mobilgeräte her. Jedoch finden sich eben diese Prozessoren auch in den meisten modernen Waffensystemen wieder. Auch wenn dies nur einen geringen Anteil am weltweiten Umsatz von Intel ausmacht, stellt sich die Frage, wo der Anleger die Grenze für sich persönlich zieht. Ein anderes Beispiel: das Nahrungsmittelunternehmen Nestlé ist in den vergangenen Jahren stark in Kritik geraten, da es Pläne zur Privatisierung der Ressource Wasser verfolgte. Von diesen Plänen war in jüngster Vergangenheit nichts mehr zu hören. Und Nestlé ist dadurch bereits seit geraumer Zeit in einem weltweiten Nachhaltigkeits-Aktienindex geführt.

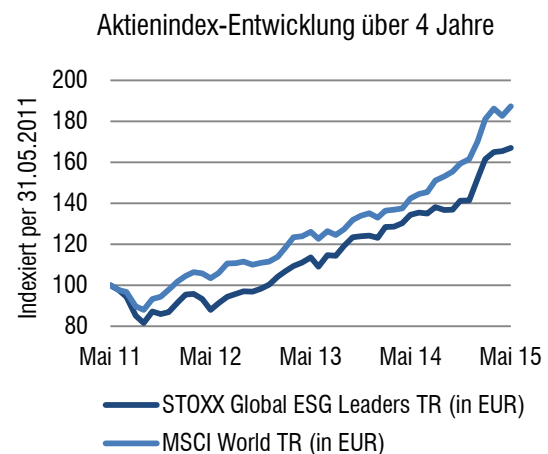
Doch selbst wenn der Anleger für sich entschieden hat, was Nachhaltigkeit bei der Geldanlage für ihn bedeutet, kann es immer noch sein, dass dies mit dem Ziel der Erreichung einer adäquaten Wertentwicklung nicht übereinstimmt. Teilweise müssten kaufmännische Grundprinzipien über Bord

geworfen werden um dem Wunsch nach Nachhaltigkeit mehr Gewicht zu verleihen. Daher muss an dieser Stelle jeder Investor für sich entscheiden, ob er aus Sicht eines Kaufmanns die besten Aktien und Anleihen im Portfolio haben will oder aber die nachhaltigsten, die unter Umständen nicht zu den lukrativsten gehören. Diese Entscheidung ist jedem Anleger selbst überlassen und gerne diskutieren wir mit unseren Mandanten mögliche Ansätze einer individuellen Lösung.

Ökologisches Handeln mit sozialer Verantwortung ist längst nicht mehr nur der alternativen Szene zuzurechnen. Dadurch, dass Unternehmen durch ihre Wertschöpfungskette mit der Gesellschaft eng verknüpft sind und sich nicht in einem luftleeren Raum bewegen, stehen Sie in der Verantwortung für Mitarbeiter, Geschäftspartner, Zulieferer, Anwohner, Aktionären usw. Dieser Umstand und die damit verbundene Verpflichtung sind es, die dafür sorgen, dass Unternehmen nicht mehr umhin kommen, nachhaltige Entscheidungen im Sinne der Gesellschaft zu treffen. Die Unternehmen wandeln sich stetig und initiativ durch den Druck der Gesellschaft und der Politik zu nachhaltigen Firmen. Dies kommt auf lange Sicht auch den Investoren zu Gute.

Die Konzeption von nachhaltigen Aktienindizes ist demzufolge nur die logische Konsequenz des gesellschaftlichen Wandels und eines sich zunehmend etablierenden Anspruchs nachhaltigem unternehmerischen Handelns. So hat zum Beispiel das Analysehaus Sustainalytics Anfang 2011 in Zusammenarbeit mit dem Indexanbieter STOXX einen globalen Nachhaltigkeitsaktienindex aufgelegt, den

STOXX Global ESG Leaders Index. Hierbei geht es darum, diejenigen Unternehmen in den Index aufzunehmen, die in den Bereichen Umweltschutz (E für Environmental), sozialem Engagement (S für Social) und Rechts- und Organisationstreue (G für Governance) eine Vorreiterrolle in ihrer Branche einnehmen. Das bedeutet freilich nicht, dass die im Index befindlichen Unternehmen in allen drei Bereichen zu 100% frei von Verfehlungen sind, jedoch sind es immer noch diejenigen, die dem Idealbild am nächsten kommen.



Quelle: Bloomberg

Noch ist die Nachhaltigkeit eines Investments der übergeordnete Gedanke, der bewusst nicht die Performance in den Vordergrund stellt. Dies zeigen auch die Zahlen: Seit Auflage im April 2011 weist der STOXX Global ESG Leaders (Total Return in Euro) gegenüber dem Weltaktienindex MSCI World (Total Return in Euro) eine Unterperformance von rund 20% auf. Dies muss aber nicht unbedingt ein richtungsweisender Trend für die vor uns liegende Zeit sein. Vorstellbar ist eben auch, dass nachhaltig agierende Unternehmen zukünftig zunehmend Marktanteile erobern können mit

entsprechender positiver Wechselwirkung auf deren Kursentwicklung. Nachhaltigkeit ist nun mal ein langfristiges Thema.

04. Juni 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