



# Halbjahresbericht Fondsvermögensverwaltung 2013

„Klassische Variante“



The End A", Helle Jetzig,

## KAPITALMARKTENTWICKLUNG 1. Halbjahr 2013

Index / Rohstoff / Devisen	Zusammensetzung / Erläuterung	Stand 31.12.2012	Stand 28.06.2013	Veränderung (Index-Währung)	Veränderung (in Euro)
DAX	30 deutsche Standardwerte	7.612	7.959	4,56%	4,56%
EuroStoxx 50	50 Standardwerte Euro-Zone	2.636	2.603	-1,26%	-1,26%
MSCI Europa	europäische Werte inkl. CH, UK	1.446	1.446	0,01%	1,35%
Dow Jones	30 US-Standardwerte	13.104	14.910	13,78%	15,31%
Nasdaq 100	100 US-Technologiewerte	2.661	2.910	9,35%	10,81%
Nikkei	225 japanische Werte	10.395	13.677	31,57%	16,68%
MSCI World	weltweite Aktienwerte	1.339	1.436	7,29%	8,73%
MSCI EM	weltweite Schwellenländer	1.055	919	-12,86%	-11,69%
REXP	Öffentl. Anl. (5,5 Jahren RLZ)	442,69	439,78	-0,66%	-0,66%
Dow Jones CS HF	Hedge Fund Index in USD	477,70	501,99	5,08%	6,50%
Öl	Sorte Brent, in USD	111,30	96,52	-13,28%	-12,11%
Gold	Feinunze, in USD	1.672,60	1.233,20	-26,27%	-25,28%
RICI	Rohstoffindex, in USD	3.692,28	3.454,66	-6,44%	-5,18%
CRB Index	Rohstoffindex, in USD	295,01	275,62	-6,57%	-5,32%
US-Dollar	1 Euro = USD	1,3195	1,3020		1,33%
Schweizer Franken	1 Euro = CHF	1,2078	1,2297		-1,81%
Britisches Pfund	1 Euro = GBP	0,8130	0,8553		-5,20%
Japanischer Yen	1 Euro = JPY	114,4900	129,1000		-12,76%

### Portfoliorenditen in 2013

Klassische Variante	5,91%
Substanzorientierte Variante	3,50%

# BÖRSENUMFELD

*„Die Notenbanken sind an einem kritischen Wendepunkt angelangt, an dem die Nachteile ihrer aggressiven Maßnahmen möglicherweise die Vorteile überwiegen und zudem eine hemmende Wirkung auf das Wachstum ausüben“*

Bill Gross, Chefstrategie des weltgrößten Anleiheinvestors Pimco

*„Die Zentralbanken sind zunehmend überlastet, nachdem jahrelang fest darauf vertraut wurde, dass sie die Wirtschaft durch eine sehr akkommodierende Geldpolitik ankurbeln“*

Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die als Bank der Zentralbanken gilt

## **I. Steht tatsächlich die geldpolitische Wende bevor ?**

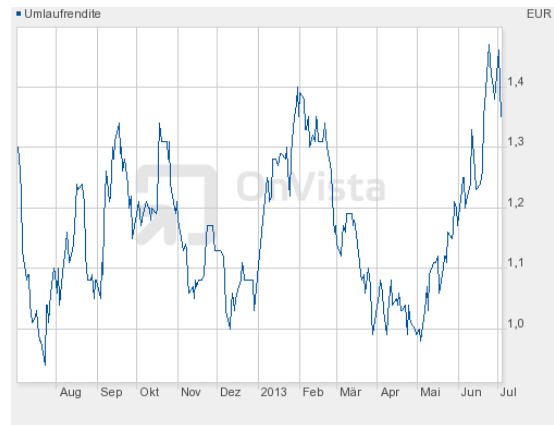
Billiges Geld ist der Nährboden für die mittlerweile seit vier Jahren andauernde Rallye der Aktien- und Anleihenmärkte. Mit diesem Mittel versuchten die Notenbanken die Probleme in den letzten Jahren zu lösen: angefangen bei der Immobilienkrise in den USA in 2007 über die globale Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 bis zur andauernden Staatsschuldenkrise in Südeuropa.

Welche Wirkung alleine die Ankündigung solcher Massnahmen auf die Märkte hat, zeigt das von uns in unserem Jahresbericht 2012 auf Seite 3 angeführte Zitat von EZB-Chef Draghi vom Juli vergangenen Jahres: „Die EZB wird im Rahmen ihres Mandats alles Notwendige tun, um den Euro zu erhalten.“ Im späteren Jahresverlauf kündigte Mario Draghi sogar ein Aufkaufprogramm für Anleihen notleidender Staaten Südeuropas an. Auch die Bank of Japan (BoJ) schwenkte Anfang 2013 auf einen expansiven geldpolitischen Kurs ein - in der Summe ein wesentlicher Grund für die Hausse der Aktien- und Anleihenmärkte, die sich bis in den Mai 2013 erstreckte. So hat zum Beispiel der deutsche Leitindex DAX Ende Mai ein neues Alltime High bei 8544 Punkten markiert.

Die Macht der Geldpolitiker kann die Märkte allerdings auch beunruhigen, wie sich in den vergangenen Wochen gezeigt hat. Die Ankündigungen von US-Notenbankchef Ben Bernanke führten dazu, dass sämtliche Asset Klassen, sei es Aktien, Anleihen oder Rohstoffe, auf Tal-fahrt geschickt wurden.<sup>1</sup> Insbesondere flossen Gelder aus den Schwellenländern ab.

---

<sup>1</sup> Pressekonferenz der FED am 19.06.2013



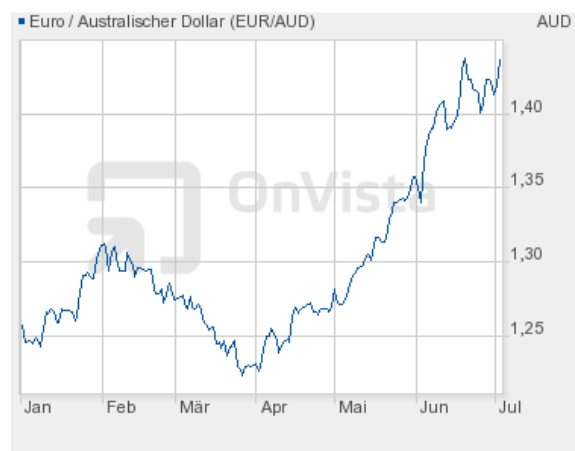
### Aktienmärkte der Schwellenländer auf Talfahrt, Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen steigt

Quelle: Onvista

Was war passiert? Der amerikanische Notenbankchef hatte angekündigt, dass die FED die monatlichen Anleihekäufe von derzeit 85 Milliarden US-Dollar reduzieren wird (sog. Tapering)<sup>2</sup>, sofern sich die amerikanische Wirtschaft weiter erholt. Ab Mitte 2014 könnten die Anleihenkäufe sogar möglicherweise ganz eingestellt werden. Von höheren Leitzinsen war nicht die Rede.

Die Marktteilnehmer interpretierten allerdings in diese Aussagen hinein, dass es 2015 die erste Zinserhöhung seit dem Ausbruch der Finanzkrise in 2007 geben könnte, ergo die Zeit des billigen Geldes zu Ende gehen könnte. Von diesen Äusserungen waren in den letzten Juni-Wochen alle Asset Klassen betroffen: Aktien, Anleihen, Rohstoffe, sogar "Fluchtwährungen" wie die norwegische Krone. Gewinner waren die Leitwährungen US-Dollar und Euro, die gegenüber allen anderen Währungen zulegen konnten.

Genau genommen begann die Schwäche in einigen Asset Klassen jedoch bereits einige Wochen vor Bernankes Äusserungen. Angefangen hatte alles mit dem überraschend scharfen Einbruch der Goldnotierungen Mitte April. Es folgten die Kapriolen japanischer Staatsanleihen, deren Futures-Handel wegen Überschreiten des maximalen Tagesverlusts mehrfach ausgesetzt werden musste. Hinzu kam die Schwäche rohstoffabhängiger Währungen wie z.B. dem australischen Dollar.



### Goldpreis unter Druck, Euro wertet gegenüber Rohstoffwährungen auf

Quelle: Onvista

<sup>2</sup> to taper = allmählich aufhören

Wir sehen diese Ankündigungen relativ gelassen und tendenziell positiv. Und zwar aus dreierlei Gründen.

Erstens ist es zwar historisch evident, dass das Ende expansiver Geldpolitik die Aktienmärkte temporär belastet. In jedem Börsenzyklus löste die Aussicht auf die ersten geldpolitischen Bremsmanöver an den Finanzmärkten temporäre Kursrückgänge aus, so z.B. 1994 und 2004. Doch während damals die monetäre Schraube konventionell durch Zinserhöhungen angezogen wurde, wirkt heute bereits das langsame Zudrehen des Geldhahns psychologisch wie eine erste Zinserhöhung. Historisch haben sich jedoch in diesen Phasen immer wieder gute Einstiegsgemeinschaften geboten, d.h. Volatilität begreifen wir als Chance.

Zweitens hat eine aus dem Ende der expansiven Zinspolitik resultierende steilere Zinsstrukturkurve den Effekt, dass sich das Kreditvergabegeschäft der Banken wieder lohnt. Die erhöhte Kreditvergabe der Banken dürfte den zuletzt gestörten Transmissionsmechanismus wieder in Gang setzen und damit die Investitionstätigkeit der Unternehmen ankurbeln. Höhere Unternehmensinvestitionen münden früher oder später in steigenden Gewinnen bzw. – zeitlich früher – in der Erwartung steigender Unternehmensgewinne. Letztere werden sich in höheren Aktienkursen widerspiegeln.

Und drittens sollte sich der mündige Investor fragen, was hinter den Aussagen von FED-Chef Bernanke steht. Aktuell kauft die FED monatlich (!) Staatsanleihen im Volumen von 85 Milliarden US-Dollar auf. Monat für Monat werden somit zusätzliche 85 Milliarden US-Dollar in das System gepumpt. Wenn Herr Bernanke ankündigt, dass er dieses Volumen langsam zurückfahren will, wird die FED in den nächsten Monaten immer noch monatlich Staatsanleihen im Volumen von ca. 60 Milliarden US-Dollar aufkaufen. Monat für Monat. Wir haben es also keinesfalls mit dem Ende der expansiven Geldpolitik in den USA zu tun, sondern lediglich mit einer Verlangsamung der expansiven Geldpolitik, die selbst auf dem niedrigeren Niveau im historischen Massstab noch immer als extrem expansiv bezeichnet werden kann. Ob die US-Wirtschaft bereits in einem Jahr tatsächlich ohne FED-Käufe auskommt, muss sich erst noch zeigen. Für den Fall, dass die US-amerikanischen Konjunkturdaten eher durchwachsen ausfallen, wird das Zurückfahren der Anleihenkäufe deutlich langsamer ausfallen. In jedem Fall hat Bernanke mit seiner Ankündigung klargemacht, dass es nicht die Aufgabe der FED ist, den Markt für alle Zeit mit Geld zu fluten.

Unser Fazit aus den Diskussionen um das "Tapering": Der Effekt auf die Kapitalmärkte ist eher psychologischer Natur. Fundamental bleibt es dabei: Ein leichtes globales Wirtschaftswachstum bei weiter relativ expansiver Politik der Notenbanken ist grundsätzlich ein günstiges Umfeld für globale Aktien. Die sich aus der Diskussion um das Tapering ergebende Volatilität verstehen wir als Chance.

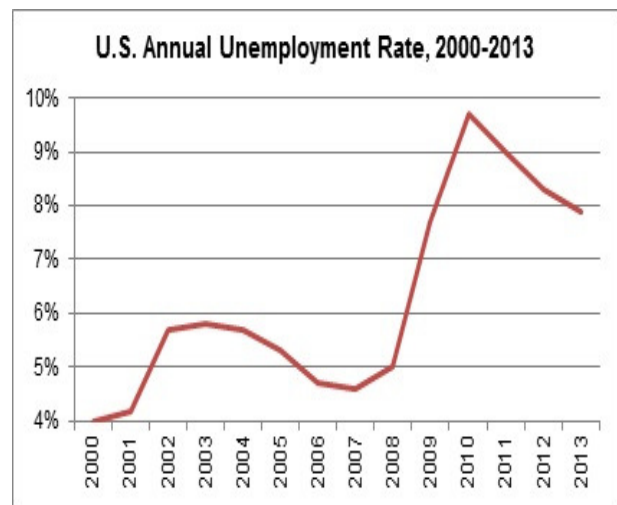
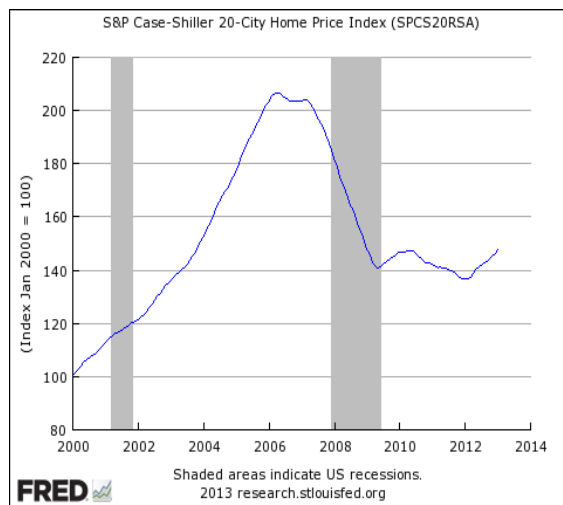
Dies sehen im Übrigen offenbar die Notenbanken selbst so: Von der Öffentlichkeit und den Medien weitgehend unbemerkt kaufen mittlerweile 14 Notenbanken mittlerweile neben risikobehafteten Anleihen auch Aktien, weil sie diese offenbar attraktiver finden als Staatsanleihen.<sup>3</sup> Ein weiterer, nicht zu unterschätzender Faktor auf der Nachfrageseite, der klar für risikobehaftete Anlagen spricht.

---

<sup>3</sup> Quelle: Umfrage der Beratungsgesellschaft Central Banking Publications im April 2013 unter 60 führenden Zentralbanken

## II. Rezession in Europa, Aufschwung in den USA, quo vadis China ?

Eine mögliche geldpolitische Wende in den USA – wann immer sie tatsächlich kommen mag – wird nur teilweise durch die konjunkturellen Daten in den USA untermauert. Zuletzt stieg etwa der weithin beachtete Index der Philadelphia FED, ein Frühindikator, auf den höchsten Stand seit zwei Jahren. Die Konsumenten kaufen wieder und auch auf dem Immobilienmarkt zeigen viele Indikatoren deutlich nach oben (z.B. legen die Bauausgaben für Wohnimmobilien derzeit um 20% pro Jahr zu). Wenngleich somit der aktuelle Trend bei vielen Konjunkturdaten nach oben zeigt, so liegt das Niveau dieser Daten weit unter ihrem historischen Durchschnitt. Auch die Arbeitsmarktdaten sind nicht so positiv, wie es der isolierte Blick auf die Arbeitslosenrate suggeriert. Ob die US-Wirtschaft tatsächlich ohne die geldpolitische Hilfe der FED auskommt, muss sich erst noch zeigen.



### US Immobilienmarkt und Arbeitsmarkt erholen sich auf niedrigem Niveau

Quelle: St. Louis FED, US Department of Labour

Unser Fazit aus den Entwicklungen in den USA: Bei all der Ungewissheit sollten Investoren bedenken, dass der Auslöser der jüngsten Kursschwankungen positiv zu bewerten ist. Denn die FED hält die US-Konjunktur offenbar für so stabil, dass sie in Zukunft auch ohne das sog. Quantitative Easing<sup>4</sup> auskommt. Dies wäre für die Kapitalmärkte ein positives Szenario, zumal ein Ende der geldpolitischen Expansion noch lange nicht das Ende niedriger Zinsen bedeutet, die uns aus heutiger Sicht noch lange erhalten bleiben werden.

Sorgen bereitet uns indes weiter die Entwicklung in Südeuropa. Aus unserer Sicht besteht die Hauptgefahr für den Aktienmarkt weiterhin in der Solvenz- und Strukturkrise in Südeuropa. Neben der bekannten Problematik in Ländern wie Griechenland, Portugal und Spanien steht für uns hinter Frankreich ein grosses Fragezeichen. Dass die Grande Nation bei vielen wirtschaftlichen Kennzahlen schlecht abschneidet und es seitens der Politik keine Bestrebungen zu Strukturreformen gibt, ist ein Aspekt. Der wichtigere Punkt ist jedoch das mögliche „Übergreifen“ dieser wirtschaftlichen Schwäche auf andere Länder, die derzeit noch relativ gesund dastehen, wie Deutschland und die nordeuropäischen Länder. Sollte sich Frankreich als der nächste europäische Patient entpuppen, glauben wir, dass hier gemäss dem Motto „Too big to fail“, wiederum die europäische Schuldenvergemeinschaftung greifen wird. D.h. die

<sup>4</sup> Unter dem Begriff „Quantitative Easing“ versteht man die geldpolitische Lockerung durch die Zentralbanken, die seit ca. vier Jahren verstärkt Staatsanleihen und andere festverzinsliche Wertpapiere ankaufen und dadurch zusätzliches Geld neu erschaffen, in der Hoffnung die Konjunktur zu stimulieren.

EZB und letztendlich der (deutsche) Steuerzahler werden haften. Doch soweit ist es noch nicht und bis dahin denkt Herr Draghi – im Gegensatz zu Herrn Bernanke - über die Möglichkeit weiter Zinssenkungen nach. In Europa sind jedenfalls somit die Weichen für eine Fortsetzung der expansiven Geldpolitik gestellt.

Ein Extremszenario, welches den Fortbestand des Euros gefährden könnte, wären politische Unruhen in einigen südeuropäischen Ländern. Je dramatischer die wirtschaftliche Situation von Ländern wie z.B. Spanien oder Portugal wird, umso mehr steigt die Wahrscheinlichkeit von politischen Unruhen. Eine Bevölkerung, deren Mehrheit nichts mehr zu verlieren hat, neigt zu extremen Maßnahmen.

Unser Fazit zur südeuropäischen Schuldenkrise: Die weiteren Konsolidierungsversuche – oder sollte man besser sagen Konsolidierungsbeteuerungen - der öffentlichen Haushalte in Südeuropa und die mangelnde Umsetzung sinnvoller Strukturreformen werden dafür sorgen, dass die europäischen Aktienmärkten weiter schwankungsanfällig bleiben. Aber auch hier gilt wiederum: Etwaige deutliche Kursrückgänge stellen Einstiegsgelegenheiten dar, eine entsprechende Nervenstärke und Risikobereitschaft sowie einen ausreichenden Anlagehorizont vorausgesetzt.

Innerhalb der asiatischen Märkte geht unser Blick nach China, dem Land, welches für die exportgetriebenen westlichen Volkswirtschaften und Kapitalmärkte seit vielen Jahren ein dominierender Einflussfaktor ist. Hier kamen in ersten Halbjahr Meldungen auf, dass Chinas Banken sich in einer Kreditkrise befinden. Der Zinssatz, zu dem sich chinesische Banken untereinander Geld leihen (Shibor) schoss Ende Juni auf 11 Prozent und lag damit über dem Wert vom Herbst 2008. Die chinesische Notenbank schritt zwar mit Liquiditätsspritzen für Grossbanken ein und senkte den Zins wieder auf unter 5%. Insgesamt beabsichtigt China, gerade auch im Vergleich zur EZB, FED oder BoJ allerdings eine deutlich restriktivere Geldpolitik und möchte kleinere Banken für eine übermässige Kreditvergabe massregeln.

Hintergrund sind die Ziele der chinesischen Regierung, das Wachstum weg von Investitionen und hin zum Konsum zu lenken – mit Konsequenzen auch für die asiatischen, afrikanischen und südamerikanischen Schwellenländer. Denn diese sind stärker abhängig von der chinesischen Wirtschaft als die europäischen Volkswirtschaften und die USA, da der staatlich angeheizte Bau- und Infrastrukturboom in China schliesslich durch Exporte von Rohstoffen wie Eisenerz oder Kupfer aus Südamerika und Afrika ermöglicht wurde.

Unser Fazit zu den asiatischen Märkten: Wir sehen die beabsichtigten chinesischen Bremsmanöver als gesund an. Im Zuge gigantischer staatlicher Investitionsprogramme ist das Kreditwachstum zu stark gestiegen, inklusive des Schattenbankensystems auf ca. 200% des BIP. Wenn die chinesische Notenbank und die Regierung nun eingreift, ist dies vielleicht gerade noch rechtzeitig. Mittelfristig wird somit die Fehlallokation von Kapital verringert und Investitionen werden wieder verstärkt in die richtige Richtung gelenkt.

### III. Fundamentaldaten werden mittelfristig wichtiger werden

Eines haben die Diskussionen und Turbulenzen um ein Ob und Wann des Endes der Phase des billigen Geldes gezeigt: Der Investor sollte sich nicht darauf verlassen, dass die Notenbanken bis in alle Ewigkeit die Märkte mit Geld fluten.

Somit werden sich die Kapitalmärkte mittelfristig den Fundamentaldaten zuwenden. Im Grunde wird es dann darum gehen, Vermögensklassen, regionale Märkte und letztlich Unternehmen zu finden, die sich besser als der breite Gesamtmarkt entwickeln und sich auch in turbulenten Phasen als widerstandsfähig erweisen, um Kapitalwachstum oder mindestens inflationsbereinigten Kapitalerhalt zu gewährleisten.

## VERMÖGENSKLASSEN

*„Wenn jemand gute Aktien hat, wäre er verrückt, wenn er nur wegen eines Kursrückgangs verkaufen würde. Ich suche Unternehmen, die ich verstehe und von deren Zukunftsaussichten ich überzeugt bin.“*

Warren Buffett

### IV. Aktienmarkt: Aufwärtstrend intakt dank des relativ billigen Geldes und gesunder Fundamentaldaten der Unternehmen

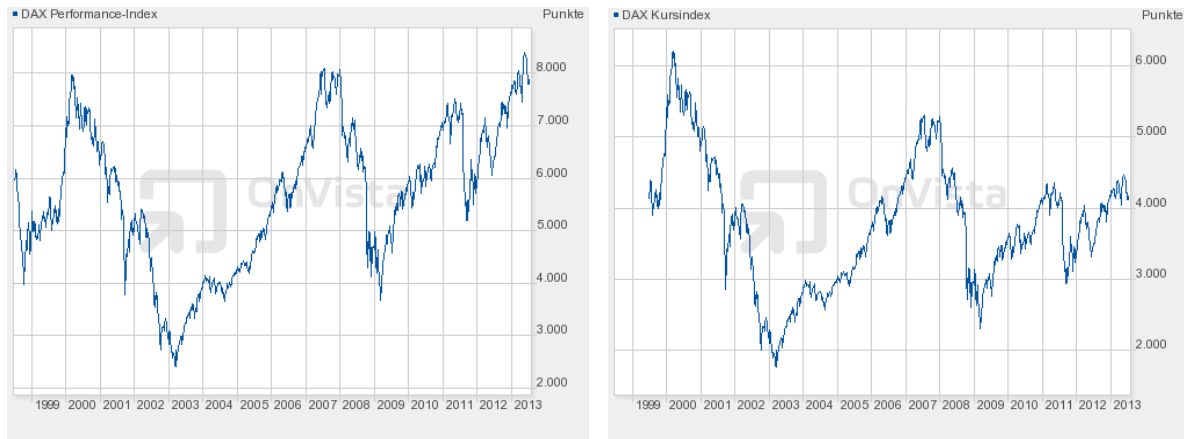
Nachdem im ersten Quartal sowohl die europäischen als auch amerikanischen Aktienmärkte ihren Aufwärtstrend fortsetzten, markierte der deutsche Leitindex DAX Ende Mai - wenige Wochen vor seinem 25. Geburtstag - sogar ein neues Allzeithoch bei 8544 Punkten.

Das Alltime High des DAX Performance Index ist jedoch im Wesentlichen der Einbeziehung der Dividenden der DAX-Unternehmen in den letzten 25 Jahren geschuldet. Die in diesem Zeitraum akkumulierten Dividenden machen knapp ca. 1/3 der Performance des DAX Performance Index aus<sup>5</sup>. Zieht man dagegen den reinen Kurschart – der die historischen Dividenden nicht berücksichtigt - heran, wird deutlich, dass das Kursniveau ca. 35% unter den Höchstwerten des Jahres 2000 liegt. Vor dem Hintergrund der soliden Gewinnentwicklung einerseits und des moderaten Kursniveaus andererseits sind Deutsche Aktien somit sowohl anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) als auch anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses (KBV) im historischen Vergleich weiter günstig bewertet.

---

<sup>5</sup> Quelle: FAZ vom 28.02.2013

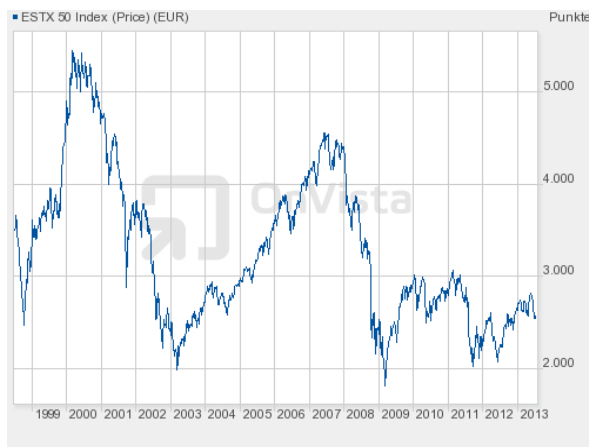




**DAX Kursindex Index noch ca. 35% von seinen historischen Höchstständen entfernt**

Quelle: Onvista

Während der DAX als Performance Index als nahezu einziger Index weltweit so konstruiert ist, dass er die historischen Dividenden seiner Indexmitglieder miteinbezieht, sind die anderen führenden Leitindizes reine Kurscharts. Auch im europäischen Kontext zeigt sich, dass Aktien nach wie vor moderat bewertet sind. Der EuroStoxx50 Index, der die 50 grössten europäischen Unternehmen beinhaltet, ist weit von seinem historischen Höchststand entfernt.



**EuroStoxx50 Index noch weit von seinen historischen Höchstständen entfernt**

Quelle: Onvista

Nach den Turbulenzen ausgelöst um die Diskussionen um das mögliche Ende der expansiven Geldpolitik, die wir bereits oben beschrieben haben, glauben wir, wie bereits ausgeführt, dass die Fundamentaldaten mittelfristig in den Vordergrund rücken werden. D.h. es wird zukünftig wichtiger werden sowohl bei der Aktienauswahl als auch der Anleiheauswahl unternehmensspezifische Daten zu berücksichtigen.

Das bringt uns zum Thema Aktien- und Anleihen-Selektion, die wir vorzugsweise durch unsere Auswahl von Fonds darstellen, was wir als wichtiger denn je sehen. Generell sehen wir Aktien als überwiegend moderat bewertet an mit weiterhin attraktiven Dividendenrenditen. Aktien sind liquide Sachwerte, die zudem einen gewissen Inflationsschutz bieten. Ein Aspekt, der vor dem Hintergrund, dass die Zentralbanken weltweit versuchen Staatsschulden wegzuinflationieren niemals ausser Acht gelassen werden sollte. Wenn sich jedoch die von den Zentralbanken generierte Liquidität eines Tages als Markttreiber verabschieden sollte,

werden die fundamentalen Daten der Unternehmen klar in den Vordergrund rücken. Bei der Auswahl

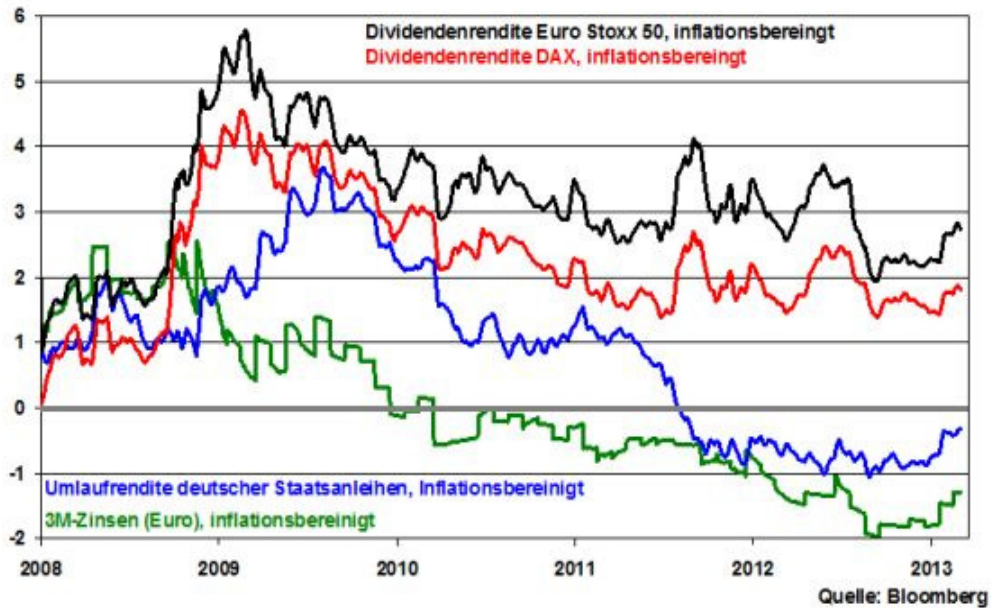
unserer Fonds bleiben wir unserer Anlagestrategie treu. Wir favorisieren Fonds, die sich auf gut geführte Unternehmen mit Alleinstellungsmerkmalen und strukturellen Wettbewerbsvorteile fokussieren. Die Bilanz der Unternehmen sollte solide, die Bewertung sollte attraktiv sein, d.h. es sollte eine ausreichende Sicherheitsmarge zwischen dem aktuellen Preis und dem tatsächlichen Wert des Unternehmens bestehen. Wenn diese Kriterien erfüllt sind, idealerweise kombiniert mit einer attraktiven Dividendenrendite, ist die Aktie nach wie vor unser Freund.

Bezüglich der regionalen Aktienselektion sind wir grundsätzlich global ausgerichtet. Dennoch glauben wir, dass die in der Portfolio-Theorie als Home Bias bezeichnete und dort eher negativ bewertete Übergewichtung heimischer Titel im aktuellen Kapitalmarktumfeld grundsätzlich positiv ist.

Erstens weil wir überzeugt sind, dass es im deutschsprachigen Raum viele gut geführte Unternehmen gibt, die Alleinstellungsmerkmale und strukturelle Wettbewerbsvorteile aufweisen, die zudem noch attraktiv bewertet sind und / oder eine attraktive Dividendenrendite aufweisen.

Zweitens partizipieren viele deutschsprachige Unternehmen durch ihre hohe Exportlastigkeit von dem Wachstum der Emerging Markets, insbesondere China und anderen asiatischen Ländern. Wie sich in den letzten Jahren gezeigt hat, war es renditeträchtiger auch deutsche Unternehmen mit einem hohen Exportumsatzanteil zu setzen als auf lokale asiatische Unternehmen.

Drittens glauben wir aufgrund unserer Erfahrung, der räumlichen Nähe, der gemeinsamen Sprache und nicht zuletzt aufgrund unseres Netzwerks Chancen und Risiken von Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum besser beurteilen zu können als die asiatischer Unternehmen. Somit sind wir überzeugt, mit Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum von der Stabilität der deutschen Wirtschaft als Krisenprofiteur einerseits und dem Wachstum der asiatischen Märkte andererseits am meisten profitieren zu können. Wir sind überzeugt, dass die Value- bzw. Quality Growth Aktien in unseren Fonds auch mittelfristig auch davon profitieren werden, dass zahlreiche Unternehmensanleihen (Corporate Bonds), die in der Finanzkrise mit sehr attraktiven Coupons begeben wurden und in den nächsten ein bis zwei Jahren auslaufen und die Investoren dann nach entsprechenden Anlagealternativen suchen werden. Vor dem Hintergrund der niedrigen Coupons von jüngst emittierten Firmenanleihen halten wir es für durchaus möglich, dass wir vor einer massiven Umschichtung von Anleihen zu Aktien in den nächsten Jahren stehen.



**Inflationsbereinigte Renditen im Vergleich: Aktien rentieren am höchsten**  
 Quellen: Morgan Stanley Capital International, Bloomberg

## V. Rentenmarkt: Hochverzinsliche Unternehmensanleihen attraktiv

Staatsanleihen sind aus unserer Sicht weiterhin unattraktiv. Aus dem einstmaligen risikolosen Zins der Staatsanleihe wurde bekanntlich ein zinsloses Risiko. Wie die Historie gezeigt hat, können Staaten Pleite gehen. Dagegen haben solide und gut geführte Unternehmen, die Produkte oder Dienstleistungen anbieten, die langfristig nachgefragt werden oder sich immer wieder neu erfinden, ihre Kupons teilweise schon seit über 100 Jahren regelmässig gezahlt.

Inzwischen sind die Renditen jedoch auch bei Unternehmensanleihen gesunken, insbesondere die Anleihen der grossen soliden Konzerne (Blue Chips) werfen kaum noch einträgliche Renditen ab. Dass Unternehmen wie z.B. Fresenius, Siemens etc. sich im ersten Halbjahr mit der Emission von neuen Anleihen für einen Zins von lediglich 1-3% für Laufzeiten von ca. 10 Jahren neu verschulden können ist ein historisches Novum. Nachdenklich stimmt uns auch, dass einige Blue Chip Unternehmen, wie z.B. Siemens oder Apple, im ersten Halbjahr 2013 Corporate Bonds emittierten, um mit den Erlös eigene Aktien zurückzukaufen. Dies ist für uns ein Indiz, dass die Unternehmen als Insider die Bewertung ihrer eigenen Aktien gegenüber Anleihen relativ als attraktiver einstufen. Kurz: Eigenkapital ist derzeit deutlich billiger (= höher rentierlich) als Fremdkapital.

Dennoch sind wir überzeugt, dass gerade unter Risikogesichtspunkten das Segment der hochverzinslichen Firmenanleihen (High Yield Bonds) immer noch attraktive Renditen bei mittleren Laufzeiten aufweist. Für den Investor besteht die Aufgabenstellung heute darin, den Rentenanteil seines Portfolios mit höherverzinslichen, d.h. etwas risikoreicheren Unternehmensanleihen, und mit einem gewissen Fremdwährungsanteil zu strukturieren.

Als spekulative Beimischung weisen Verbriefungen von Firmenkrediten (sog. Collateralized Loan Obligations = CLOs ), weiterhin ein sehr interessantes Chance-Risiko-Profil auf, hier sind teilweise noch zweistellige Renditen zu erzielen.

Die aggressive Nullzins-Politik der EZB führt also dazu, dass die Investoren sich auf etwas speziellere Segmente im Rentenmarkt fokussieren müssen, um eine angemessene Verzinsung zu erzielen.

## **VI. Rohstoffe: Krisenwährung Gold in der Krise**

Außer einem niedrigen Preis spricht derzeit wenig für Gold. Die Inflationsraten sind weltweit niedrig und der Zusammenbruch der Weltwirtschaft ist nicht in Sicht. Dennoch glauben wir, dass Gold auf dem aktuellen Niveau als eine Art "Versicherung" interessant ist, da es unwahrscheinlich ist, dass der Goldpreis signifikant unter die in den letzten Jahren aufgrund der schwierigeren Exploration gestiegenen Produktionskosten fällt. Diese liegen, je nach Art der Berechnung und in Abhängigkeit von den lokalen Gegebenheiten der Minen bei ca. 900 US-Dollar je Feinunze. Vor diesem Hintergrund kann das Gold eine sinnvolle Depotabsicherung sein.

## PORTFOLIOVERÄNDERUNGEN

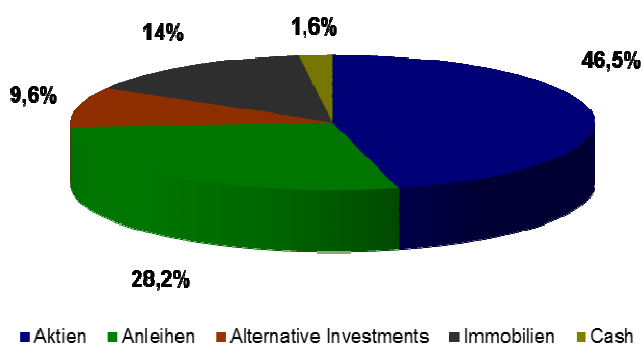
In unserem klassischen Fondsportfolio gab es im ersten Halbjahr 2013 sowohl bei den Rentenfonds als auch den Immobilienfonds Veränderungen. Zum einen haben wir im Februar beim Zantke High Yield Fonds aufgrund der guten Performance Gewinne mitgenommen und die Position verkauft. Im April haben wir unseren Special Bond Opportunities Fonds mit dem Fokus auf Sondersituationen bei Hochzinsanleihen aufgenommen. Zum anderen haben wir im März auf der Immobilienseite den SEB Immoinvest gekauft. Die aus unserer Sicht attraktive Sondersituation bei diesem sich in Abwicklung befindlichen offenen Immobilienfonds haben wir somit genutzt und die Portfoliogewichtung in diesem Segment auf deutlich über 10% erhöht.

### Fondsportfolio "Klassisch" // Aktienanteil 70% max.

	<u>Region / Strategie</u>	<u>Investmentstil</u>	<u>Gewicht</u>
<b><u>Aktienfonds</u></b>			
First State Asia Pacific Leaders	Asien Pacific ex Japan	Aktiv / Blend	10,7%
JPM Europe Strategic Dividend	europ. Dividententitel	Aktiv / Value	9,5%
Alger American Asset Growth	Aktien Nordamerika	Aktiv / Growth	9,7%
Loys Global	weltweite Spezialwerte	Aktiv / Blend	8,0%
DAX ETF	dt. Standardwerte	Passiv	8,0%
			<b>46,0%</b>
<b><u>Rentenfonds</u></b>			
Templeton Gl. Total Return	weltweit; inkl. Währungen	Aktiv / alle Segmente	9,4%
Main First CLO Note	europ. verbriefte Kredite	Aktiv / Credit	10,6%
Special Bond Opportunities	Hochzinsanleihen	Aktiv / Credit	8,0%
			<b>28,0%</b>
<b><u>Alternative Investments</u></b>			
Axxion Focus Discount	Discountstrukturen	Aktiv / hoher Risikoabschlag	<b>9,6%</b>
<b><u>Immobilien</u></b>			
Hausinvest	Gewerbeimmobilien Europa	Aktiv	9,4%
SEB Immoinvest	Gewerbeimmobilien Europa	Aktiv	5,1%
			<b>14,5%</b>
<b><u>Cash</u></b>			<b>2,1%</b>

### Performance in Prozent

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jahr
2013	1,8	1,3	0,9	1,1	2,3	-1,6							5,9
2012	4,6	3,4	0,3	-0,9	-2,9	1,5	3,7	0,9	1,6	0,4	1,4	0,6	15,6
2011	0,5	0,4	-1,3	1,7	-0,4	-1,5	-0,6	-7,2	-3,3	6,0	-2,8	1,4	-7,2
2010	-0,7	0,6	3,5	-0,1	-1,6	-1,5	1,2	0,4	0,9	-0,1	-0,5	2,4	4,4
2009	1,1	-2,5	0,6	7,7	2,6	0,3	3,1	2,6	2,8	-1,9	1,3	2,8	21,9
2008	-4,8	-0,3	-4,0	3,3	0,9	-3,6	-0,4	1,1	-6,5	-10,7	-0,8	-0,2	-23,7
2007	1,9	-0,8	0,7	1,8	1,6	-0,5	-4,2	-3,8	-0,5	1,8	-2,9	0,0	-4,8
2006	4,4	1,3	0,5	0,2	-5,3	-1,4	1,2	1,8	0,6	1,0	0,2	2,6	6,6
2005	1,4	2,0	-0,2	-2,3	5,2	2,0	2,5	0,4	4,8	-1,1	3,3	2,9	22,5
2004	3,2	0,3	1,6	-0,3	-2,3	1,1	-2,7	1,1	0,5	0,3	2,5	0,7	6,2



#### Impressum:



**WALLRICH**  
ASSET MANAGEMENT AG

Bockenheimer Landstraße 64  
60323 Frankfurt  
Tel: 069 713 79 970  
info@ww-asset.com