

1. Quartal 2014

# KAPITALMARKTENTWICKLUNG



ABBILDUNG: ZANE TUČA »CATCHER IN THE RYE« 2010, ACRYL, 119 X 140, AUSSCHNITT

MIT AUSBLICK



[www.ww-asset.com](http://www.ww-asset.com)



**WALLRICH**  
ASSET MANAGEMENT AG

## KAPITALMARKTENTWICKLUNG

Index /Rohstoff / Devisen	Zusammensetzung / Erläuterung	Stand 31.12.2013	Stand 31.03.2014	Veränderung (Index-Währung)	Veränderung (in Euro)
DAX	30 deutsche Standardwerte	9.552	9.556	0,04%	0,04%
EuroStoxx 50	50 Standardwerte Euro-Zone	3.109	3.162	1,69%	1,69%
MSCI Europa	europäische Werte inkl. CH, UK	1.759	1.786	1,53%	1,53%
Dow Jones	30 US-Standardwerte	16.577	16.458	-0,72%	-0,91%
Nasdaq 100	100 US-Technologiewerte	3.592	3.596	0,10%	-0,09%
Nikkei	225 japanische Werte	16.291	14.828	-8,98%	-7,33%
MSCI World	weltweite Aktienwerte	1.661	1.674	0,77%	0,58%
MSCI EM	weltweite Schwellenländer	1.003	995	-0,83%	-1,02%
REXP	Öffentl. Anl. (5,5 Jahren RLZ)	440,54	451,07	2,39%	2,39%
Öl	Sorte Brent, in USD	110,90	107,71	-2,88%	-3,06%
Gold	Feinunze, in USD	1.197,91	1.283,01	7,10%	6,90%
RICI	Rohstoffindex, in USD	3.534,02	3.707,99	4,92%	4,72%
CRB Index	Rohstoffindex, in USD	280,17	304,67	8,74%	8,54%
US-Dollar Schweizer Franken	1 Euro = USD	1,3743	1,3769		-0,19%
Britisches Pfund	1 Euro = CHF	1,2272	1,2180		0,75%
Japanischer Yen	1 Euro = GBP	0,8306	0,8264		0,51%
	1 Euro = JPY	144,7100	142,1300		1,78%

# BÖRSENUMFELD

## I. Im Angesicht des russischen Bären bekommt der Börsenbulle wackelige Beine

Anfang Januar waren noch viele Voraussetzungen für eine Fortsetzung der Hausse aus dem Jahr 2013 vorhanden: Die Weltbank erhöhte deutlich die Prognose für das globale Wirtschaftswachstum für die Jahre 2014 bis 2016, die Kapitalmärkte schienen sich an die Fortsetzung des Taperings der US-Notenbank FED zu gewöhnen, während die EZB laut über den umgekehrten Weg nachdachte und eine weitere Lockerung der Geldpolitik in den Raum stellte. Einem weiter laufenden Bullenmarkt, der durch die Planwirtschaft der Notenbanken befeuert wurde, stand somit nichts im Wege. Die historische Marke von 10.000 Punkten im DAX schien nur noch eine Frage der Zeit.

Doch dann kam alles anders. Ende Januar rückten die Währungsturbulenzen in den Emerging Markets, insbesondere der Türkei, Südafrika, Russland und Brasilien in den Fokus der Anleger und beeinflussten die stark von den Exporten in die Schwellenländer abhängigen westlichen Unternehmen, was sich wiederum auf die europäischen und US-amerikanischen Börsen niederschlug. Die Unsicherheit hinsichtlich der Wachstumsaussichten in den Emerging Markets nutzten dann auch einige Unternehmen, um nach zufriedenstellenden Ergebnissen für das Jahr 2013 einen eher vorsichtigen Ausblick für das laufende Jahr zu geben und somit die zu hohen Gewinnerwartungen zu dämpfen.

Das alles überschattende Thema des ersten Quartals 2014 war jedoch die Krise in der Ukraine, die sich zunehmend mehr zu einem Konflikt zwischen Ost und West entwickelt hat und zu weiteren Turbulenzen an den Börsen führte. Mit anderen Worten: Angesichts des russischen Bären bekommt der Börsenbulle wackelige Beine.

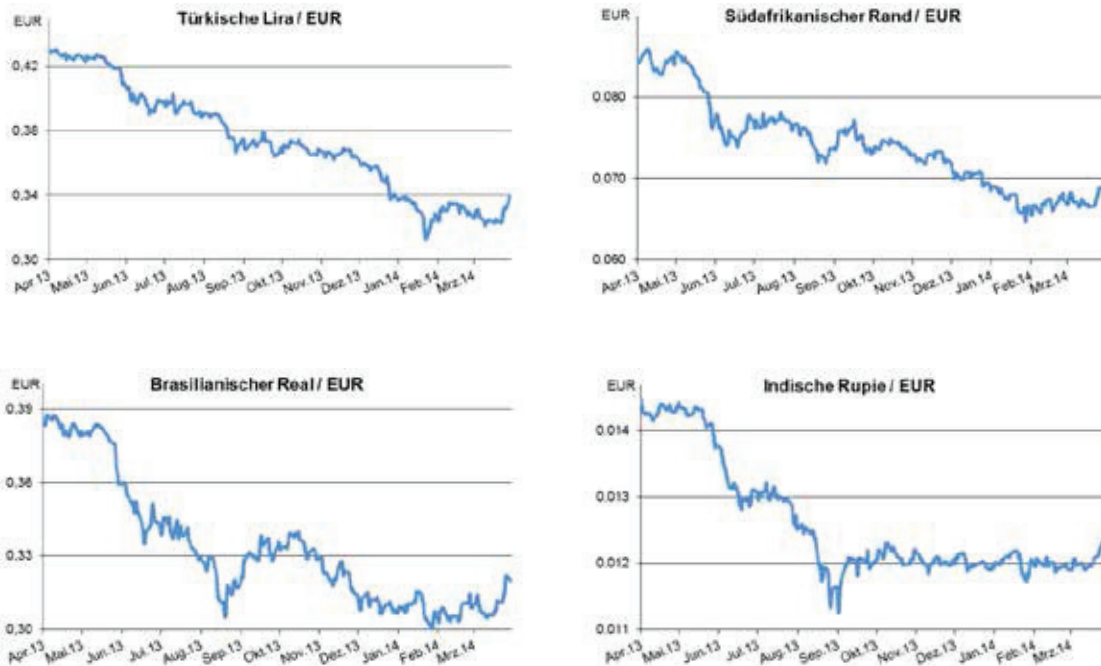
Dabei ist die historische Parallele frappierend. Einer der zahlreichen Erklärungsansätze über die Herkunft von Bulle und Bär als Symbol für das Auf und Ab an der Börse stammt aus dem Krimkrieg (!) im 19. Jahrhundert, bei dem britische Truppen unter der Führung eines gewissen Sir John Bull (!) russischen Truppen gegenüber standen, die den Bären (!) als Symbol in ihrem Wappen trugen. Damit endet allerdings auch schon die historische Parallele, denn damals gewannen die Briten.

Doch der Reihe nach. Wie konnte es im ersten Quartal zu einem derartigen Stimmungsumschwung kommen ?

Wir hatten bereits in unseren vorhergehenden drei Quartalsberichten auf die von den Problemen in den Emerging Markets (Schwellenländer) ausgehenden Risiken hingewiesen. Emerging Markets sind kein Qualitätsmerkmal per se, sondern beinhalten neben den Chancen auch erhöhte Risiken, u.a. politische Risiken und Währungsrisiken. Als problematisch sahen wir insbesondere Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten an, die stark von ausländischem Kapital abhängig sind. Ab Mitte Januar kam es zu einem Domino-Effekt in eben diesen Ländern.

Den Anfang machte Argentinien mit einem 20% Absturz des Peso innerhalb eines Tages. Die argentinische Zentralbank konnte die Abwertung nicht mehr stoppen, nachdem ihre

Devisenreserven auf den niedrigsten Stand seit 10 Jahren fielen. Danach setzten die Währungen der Türkei, Südafrika, Brasilien, Indien und Indonesien zum Formationsflug nach unten an. Die Zentralbanken dieser Länder erhöhten zwar zum Teil deutlich die Leitzinsen, um den Kapitalabfluss zu stoppen (z.B. Türkei und Südafrika). Gleichzeitig wurde deutlich, dass höhere Zinsen die inländische Konjunktur negativ beeinflussen und insbesondere negative Rückkopplungseffekte auf den Konsum der ohnehin hoch verschuldeten Konsumenten wie z.B. in der Türkei hat.



Quelle: Bloomberg / eigene Darstellung

Schaut man sich an, welche Länder in den Daten des IWF als diejenigen mit den höchsten Leistungsbilanzdefiziten (gemessen in Prozent des BIP), überrascht der Stimmungswandel unter den Investoren nicht.

#### Leistungsbilanzdefizit in % des BIP

2013		2014	
Südafrika	-6.3%	Türkei	-7.4%
Türkei	-6.1%	Südafrika	-6.1%
Indien	-4.8%	Chile	-4.6%
UK	-3.8%	Indien	-4.4%
Australien	-3.7%	Indonesien	-3.5%
Polen	-3.5%	Brasilien	-3.5%
Chile	-3.5%	Australien	-3.4%

Quelle: IWF

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen stand somit auch bei den Wachstumsaussichten vieler europäischer und US-amerikanischer Unternehmen ein Fragezeichen, sind doch die Exporte in die Emerging Markets ein wesentlicher Einflussfaktor auf die Bewertung dieser Unternehmen.

Nachdem noch vor wenigen Jahren der Begriff der "BRIC-Länder" (Brasilien, Russland, Indien und China) der Inbegriff von starkem Wachstum war, gehören diese Länder nun teilweise den sog. "Fragile Five" (Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und Türkei) an. Wie wir bereits in früheren Quartalsberichten ausgeführt haben, glauben wir, dass "Emerging Markets" als Sammelbegriff ausgedient hat. Stattdessen muss man sich die einzelnen Länder und deren Perspektiven einzeln anschauen und einerseits zwischen hausgemachten und externen Problemen differenzieren und sich andererseits die Lösungsmöglichkeiten dieser Probleme vor Augen halten. Daher schauen wir uns das Thema „Emerging Markets-Anleihen“ zur Zeit sehr genau an, um ggf. im Jahresverlauf hier auf der Käuferseite zu sein.

Überschattet wurde das erste Börsenquartal jedoch eindeutig von der Krise in der Ukraine, die sich zunehmend mehr zu einer Krise zwischen Ost und West zu entwickeln scheint. Auch wenn politische Börsen bekanntlich kurze Beine haben, glauben wir, dass in diesem Fall das Thema Ukraine die Börse angesichts der Vielzahl von möglichen Szenarien noch über einen längeren Zeitraum beherrschen wird.



Quelle: Bloomberg / eigene Darstellung



Quelle: Bloomberg / eigene Darstellung

Unmittelbar nach dem Referendum auf der Krim am 16.03.2014, welches sich für einen Anschluss der Krim an Russland aussprach, beschlossen die USA und die EU Sanktionen gegen Russland. Diese waren jedoch eher Maßnahmen mit Samthandschuhen. Ein kurzfristiges Kursfeuerwerk war das Ergebnis, da diese Sanktionen zunächst keinen Einfluss auf die westliche Wirtschaft haben und die gefürchtete Sanktionsspirale somit gestoppt schien. Die Reisebeschränkungen für russische Funktionäre und Oligarchen und das Einfrieren ihrer Auslandskonten wirken sich somit eher politisch als wirtschaftlich aus. Europäische und insbesondere deutsche Unternehmen sind bislang nicht betroffen. Solange sich der Westen mit schmerzhaften Sanktionen zurückhält und Russland keine militärischen

Aktivitäten im Osten der Ukraine anstrebt, haben die Aktienmärkte Erholungspotential. Aus unserer Sicht ist dieses Szenario am wahrscheinlichsten.

Nicht auszuschließen sind jedoch härtere Sanktionen des Westens, die jedoch auch Gegensanktionen von Seiten Russlands erwarten lassen in Form von Lieferbeschränkungen für russisches Öl und Gas. Immerhin stammen ca. ein Drittel des in Deutschlands und im restlichen Europa verbrauchten Öl und Gases sowie ca. ein Viertel der Steinkohle aus Russland.

Interessant ist hierbei ein Blick auf das Volumen der Außenhandelsbeziehungen des Westens mit Russland.

Exporteur		Importeur	Mrd. \$
Russland	→	Deutschland	50,7
Deutschland	→	Russland	38,3
<b>Σ</b>			<b>89,0</b>
Russland	→	EU	257
EU	→	Russland	132,7
<b>Σ</b>			<b>389,7</b>
Russland	→	USA	30,1
USA	→	Russland	15,5
<b>Σ</b>			<b>45,6</b>

Quelle: Bloomberg / eigene Darstellung

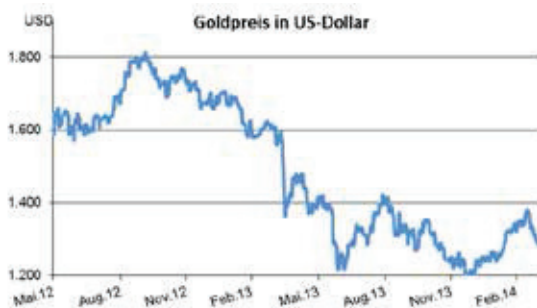
Zum einen wird die Abhängigkeit Deutschlands und Europas von russischen Exporten (hauptsächlich Öl und Gas) deutlich. Von einem Handelsembargo mit Europa wäre die russische Wirtschaft jedoch ebenfalls stark betroffen, denn das Land ist auf die Einnahmen durch den Verkauf von Rohstoffen angewiesen. Knapp 60% der russischen Gasexporte gehen nach Westeuropa, insbesondere nach Deutschland, Italien und Frankreich. Man kann sich leicht ausmalen, was dieses Szenario für die Aktienkurse von Gazprom, Rosneft und Co. bedeuten würde. Aber auch die Exporte Deutschlands und Europas nach Russland sind nicht zu vernachlässigen. Hier wären vor allem deutsche Maschinen- und Anlagenbauer, die Chemieindustrie sowie die Automobil-Firmen stark betroffen. Volkswirte erwarten in diesem Fall eine Verlangsamung des deutschen Wirtschaftswachstums um einen Prozentpunkt.

Zum anderen sieht man die relativ geringe Bedeutung Russlands für die US-amerikanische Wirtschaft. Dies erklärt auch die stärkere Bereitschaft der USA zu schmerzhaften Sanktionen gegenüber Russland. Sollte Russland dies mit Gegensanktionen beantworten, würde dies die US-amerikanische Wirtschaft weit weniger betreffen als die europäischen Volkswirtschaften.

Das Worst Case Szenario wäre ein militärischer Konflikt zwischen Russland und der Ukraine, etwa weil Russland in den Osten der Ukraine einmarschiert. Zwar dürfte diese Auseinandersetzung militärisch relativ schnell zugunsten Russlands entschieden sein, allerdings wäre dann eine harte wirtschaftliche Sanktionsspirale wohl unausweichlich.

In diesem Fall wären weltweite Schockwellen an den Börsen wahrscheinlich, da die Kapitalströme in vermeintlich sichere Häfen flüchten dürften. Dies würde zu erheblichen Währungsturbulenzen in den Emerging Markets führen. Gleichzeitig dürfte der Goldpreis ein deutliches Aufwärtspotential haben. Nicht zuletzt würden auch die Notierungen anderer Rohstoffe, die von Russland und der Ukraine exportiert werden, wie Öl, Gas, Weizen und Mais, stark steigen und die weltweite Konjunkturerholung stark abbremsen.

Ingesamt haben die oben beschriebenen Entwicklungen wieder einmal die Rolle des Goldes als sicherer Hafen gezeigt. Der Goldpreis stieg im ersten Quartal auf ein 6-Monatshoch. Hierbei war Gold jedoch der einzige Rohstoff, der von den Turbulenzen profitieren konnte. Andere, hauptsächlich industriell nachgefragte Rohstoffe, wie z.B. Kupfer, gaben aufgrund der Konjunktürange in den Schwellenländern, insbesondere einer möglichen Konjunkturabschwächung in China, deutlich nach. So steht China für 40% der Weltkupferimporte.

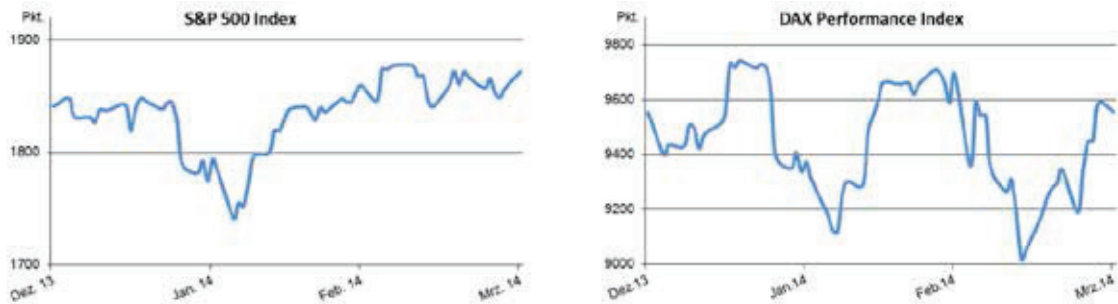


Quelle: Bloomberg / eigene Darstellung

## II. Der Aktienmarkt schwächelt und wird gleichzeitig volatil

Anfang des ersten Quartals kam es zu neuen Höchstständen an den Weltbörsen. Der DAX kam bis auf wenige Punkte an die Marke von 10.000 Punkten heran. Doch ab Mitte Januar kam es durch die dargestellten Entwicklungen zu erheblichen Turbulenzen.

Führende Aktienindizes im Vergleich



Quelle: Bloomberg / eigene Darstellung

Hierbei trat sowohl die „Gewöhnung“ der Marktteilnehmer an eine Fortsetzung des Taperings der US-Notenbank FED, als auch die Berichterstattungsaison der Unternehmen hinsichtlich der 2013er Geschäftszahlen in den Hintergrund. Die Quartalszahlen sowohl der europäischen und US-amerikanischen Unternehmen waren nämlich durchwachsen. Darüber hinaus nutzten viele Unternehmen die durch die Währungsturbulenzen in den Schwellenländern gestiegenen makroökonomischen Unsicherheiten – insbesondere aufgrund der gesunkenen Wechselkurse in wichtigen Schwellenländern - dazu, beim Ausblick für das Jahr 2014 sehr vorsichtig sein. Die unserer Meinung nach zu hohen Markterwartungen hinsichtlich des Gewinnwachstums vieler Unternehmen für 2014 wurden somit zumindest ansatzweise zurechtgestutzt. Dennoch wurde dies – wenn überhaupt – nur mit kurzfristigen Kursabschlägen quittiert. Angesichts der gestiegenen Unternehmensbewertungen hätte man mit heftigeren Kursreaktionen rechnen können. Doch all dies ging in den Turbulenzen der Emerging Markets und der Ukraine Krise ein wenig unter.

Letztendlich lässt sich festhalten, dass der Aufwärtstrend der Börsen zwar unterbrochen ist und die Volatilität gestiegen ist, es jedoch noch keine große Korrektur gab: Die US-amerikanischen Indizes notieren immer noch nahe ihren All-Time-Highs, während der DAX und der EuroStoxx 50 auf dem Niveau vom Herbst 2013 angekommen sind und somit die aus unserer Sicht übertriebene Rallye zum Jahresende 2013 korrigiert haben.

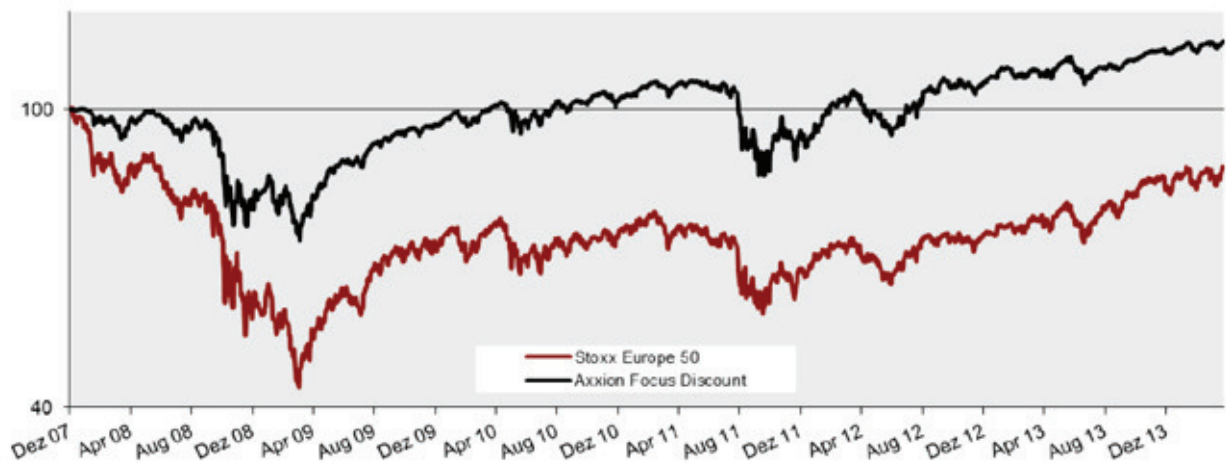


### III. Wie profitiert der Anleger von steigender Unsicherheit bzw. steigender Volatilität ?

Das erste Quartal hat einen Vorgeschmack darauf geliefert, wie der Rest des Jahres wahrscheinlich verlaufen wird: die Börsen werden politisch geprägt sein und die zu hohen Gewinnerwartungen an die Unternehmen werden sich der Realität anpassen. All das wird zu einer steigenden Volatilität führen. Zwar gibt es die alte Börsenweisheit, dass politische Börsen kurze Beine haben. Doch angesichts der Fülle von politischen Einflussfaktoren und der daraus möglichen Szenarien glauben wir, dass diesmal die politisch geprägte Börse sehr ausdauernd sein kann. In diese Phase wird es keinen eindeutigen Aufwärts- oder Abwärtstrend geben, so dass die einzige Renditequelle im Aktienmarkt die Volatilität sein wird, von der wir glauben, dass sie weiter ansteigen wird.

Ein vor diesem Hintergrund intelligenter Ansatz in Bezug auf den Aktienmarkt ist die sogenannte Stillhalter- oder Discountstrategie. Hierbei werden Aktien oder Aktienindizes mit einem Rabatt (oder Verlustpuffer bzw. Discount) erworben – im Gegenzug ist das Gewinnpotenzial begrenzt. Diese risikoreduzierte Strategie, die den meisten Privatanlegern von der Mentalität her entgegenkommt, decken wir z.B. mit unserem hauseigenen Fonds Axxion Focus Discount ab. Das Portfolio des Fonds besteht aus Discount-Strukturen auf Einzelaktien und Aktienindizes, die in der Regel über die Terminbörse Eurex nachgebildet werden. Die Schwankungsbreite liegt deutlich unter der des Aktienmarktes. Dabei wird ein Ertrag angestrebt, der über dem eines Investments in Anleihen liegt. Der Vorteil gegenüber reinen Aktienfonds liegt in einer Erzielung einer positiven Rendite auch in Märkten, die seitwärts tendieren.

#### Axxion Focus Discount: Performance



#### Wertentwicklung

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jahr
2014	-0,53	2,42	0,36										<b>2,24</b>
2013	1,94	-1,25	0,07	2,31	2,13	-4,50	2,55	0,05	2,59	2,49	0,75	0,35	<b>9,55</b>
2012	6,98	4,52	0,14	-3,45	-5,52	2,34	6,54	2,36	2,49	0,04	0,22	2,02	<b>18,68</b>
2011	2,74	0,49	0,00	1,47	-0,95	-1,04	-1,27	-13,42	-3,78	10,77	-8,27	3,09	<b>-10,92</b>
2010	-0,74	-0,17	4,82	-0,87	-3,62	-0,27	5,07	-1,03	2,08	2,82	-3,26	2,64	<b>7,27</b>
2009	-2,37	-7,38	1,35	11,61	5,15	1,35	4,74	2,25	1,85	0,28	0,92	2,75	<b>23,64</b>
2008	-3,08	0,12	-2,72	4,00	0,18	-4,81	0,47	0,89	-6,94	-14,76	0,13	4,08	<b>-21,55</b>
seit Auflegung (06.12.2007)													23,4%
seit Auflegung p.a.													3,2%

## AUSBLICK

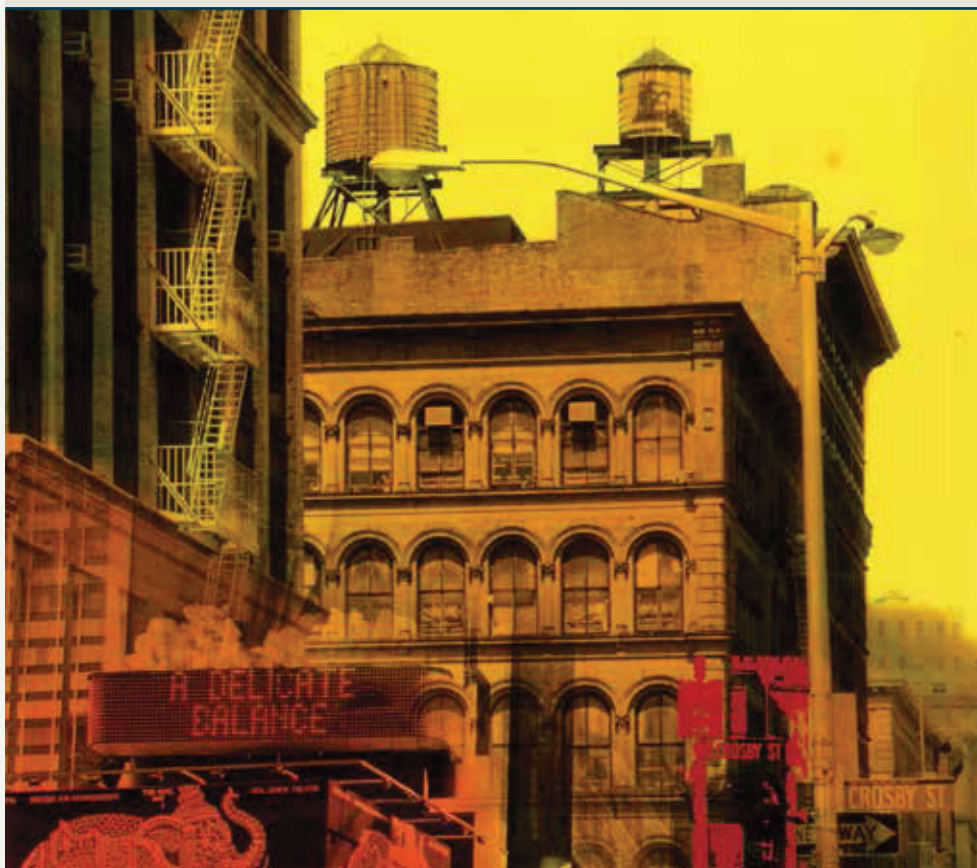
### IV. Quo vadis Börse ?

Nach der fast fünf Jahre andauernden Hausse an den weltweiten Aktienmärkten und nachdem der DAX Anfang des Jahres fast die Marke von 10.000 Punkten erreicht hatte, wurden die Anleger durch die Turbulenzen in den Emerging Markets und die Krise in der Ukraine wieder auf den Boden der Realität zurückgeholt. Für eine Erholung der Märkte, aber auch für einen weiteren Rückgang gibt es hinreichend Argumente.

Am wahrscheinlichsten ist für uns mittelfristig die Fortsetzung der politisch geprägten Börse aus dem ersten Quartal. Längerfristig bleibt unser Basisszenario bestehen: Durch die niedrigen Zinsen und eine voraussichtlich steigende Inflation gibt es keine Alternative zu Sachwerten. Voraussetzung für weiter steigende Märkte ist, dass die Weltkonjunktur sich weiter erholt und dass die chinesische Wirtschaft nicht einbricht. Auch wenn die Bewertungen sowohl von Aktien, als auch Anleihen alles andere als günstig sind, spricht der Mangel an alternativen Anlageformen für eine Fortsetzung der Bewertungsexpansion. Dabei gilt es genau zu beobachten, ob und wann sich eine Asset Bubble in einzelnen Anlageklassen bildet.

Vor dem Hintergrund der politischen Unwägbarkeiten halten wir eine ausreichende Diversifikation weiter für unerlässlich. Neben Aktienfonds sind Unternehmensanleihen und Immobilienfonds Hauptbestandteile unserer Portfolios.

**GESICHERTE PARTNERSCHAFTEN FÜR SICHERE INVESTMENTS**



Mitglied im Verband  
unabhängiger Vermögensverwalter  
Deutschland e. V.



Mitglied im  
Bundesverband  
Deutscher Stiftungen



Partner der  
Schirn Kunsthalle  
Frankfurt



Mitglied des  
Städtischen  
Museums-Vereins



**WALLRICH**  
ASSET MANAGEMENT AG

WALLRICH  
ASSET MANAGEMENT AG  
Bockenheimer Landstr. 64  
60323 Frankfurt am Main

T: 069 713 799 72  
F: 069 713 799 74  
info@ww-asset.com  
www.ww-asset.com