

## Märkte bekommen Angst vor der Courage

Der Monat April hatte es in sich. Nach rekordverdächtigen +22% des DAX im ersten Quartal und immer weiteren Zinstiefs schien die Rallye in allen Anlageklassen zunächst weiterzulaufen. Vor allem das Fluten der Kapitalmärkte mit Notenbankgeld drückte die Zinsen und somit den Wert des Euros weiter. Die dadurch erwartete verbesserte Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen befeuerte die Aktienkurse.

Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen markierte am 20. April ihr historisches Tief bei 0,07% pro Jahr – das entspricht einem Gesamtertrag für 10 Jahre Laufzeit von unvorstellbar niedrigen 0,7%. Zwar sind die Inflationserwartungen auch in Folge der Deflationsdebatte gesunken, mit etwa 1,5% aber stabil. Allein diese Erwartung setzt einen Gesamtertrag für eine zehnjährige Laufzeit von 15% voraus (statt 0,7%), um das Vermögen real zu erhalten. Zahlreiche Experten verweisen seit längerem auf eine Blasenbildung bei europäischen Staatsanleihen – ausgelöst durch Marktmanipulation der Notenbanken in Kombination mit unverändertem Streben nach ‚risikolosen‘ Anlagen in unsicheren Zeiten. Zwar scheint ein Zahlungsausfall Deutschlands oder der USA unmöglich, der Vergleich der 10-jährigen Zinsen in Höhe von 0,07% in Deutschland und 2,18% in den USA verdeutlicht aber das entstandene Ungleichgewicht zwischen den Ländern. Insofern bedurfte es nur eines Auslösers, um eine Korrektur einzuleiten.

In der letzten Aprilwoche lieferten die US-Unternehmen vergleichsweise enttäuschende Quartalsergebnisse, die auf Belastungen durch den extrem stark gestiegenen US-Dollar zurückgeführt wurden. Eine spürbare, nicht erwartete Abschwächung des Wirtschaftswachstums sorgte dafür, dass sich die Erwartungen bezüglich einer Zinswende in den USA auf der Zeitschiene ruckartig nach hinten verschoben. Gleichzeitig warnten der Internationale Währungsfonds und die US-Notenbank vor der hohen Bewertung an den Aktienmärkten. Die globalen Wachstumshoffnungen, die auch durch den stark gesunkenen Ölpreis Unterstützung fanden, wurden durch die Saudis enttäuscht, die sich für eine Abkehr der Niedrigpreispolitik entschieden hatten und somit für einen heftigen Ölpreisanstieg sorgten. Die Kombination dieser Nachrichten führte faktisch binnen 3 Tagen zu heftigen Aktienverlusten in der Größenordnung von bis zu 10%. Das Zinsniveau 10-jähriger deutscher Bundesanleihen verzehnfachte sich von 0,07% auf fast 0,8% und bescherte den Rentenanlegern aktienähnliche Verluste. Hier scheint sich zu rächen, dass regulatorisch erzwungene Maßnahmen nach der Finanzkrise die Anzahl der Handelstische bei den Banken exorbitant reduziert und somit die Handelsliquidität spürbar eingeschränkt haben.

Nach dem Wahlausgang in Großbritannien hat sich die Lage an den Kapitalmärkten zunächst wieder stabilisiert, die Zinsen sinken erneut, die Aktien steigen. Dennoch haben die 72 Stunden gezeigt, wie anfällig die Kapitalmärkte bei Zins- und Währungsveränderungen sind. Wir dürfen uns daher auch in naher Zukunft auf wieder stärkere Wertschwankungen in allen Anlageklassen einstellen.

## Kurzausblick Globale Wirtschaft

Im Jahr 7 nach der globalen Finanzkrise scheinen wir uns noch nicht am Ende des konjunkturellen Zyklus zu befinden. Es besteht vielmehr die Chance, dass wir noch einige Jahre Wachstum – aber auf sehr moderatem Niveau sehen werden.

Trotz der Liquiditätsflutung durch die internationalen Notenbanken scheint das Weltwirtschaftswachstum dabei kein Selbstläufer – der Internationale Währungsfonds hat daher die eher optimistischen Prognosen zu Jahresbeginn wieder weitgehend kassiert.

Die regionalen Entwicklungen sind sehr unterschiedlich und schwanken zwischen Reformverweigerung in Japan und Europa und unveränderter Aufbruchstimmung in einzelnen Schwellenländern. Global bleiben die USA und China angesichts ihrer Größe die Wachstumslokomotiven.

Die USA haben die negativen Auswirkungen der Finanzkrise überstanden und zu selbsttragendem Wachstum zurückgefunden. Die größte Bedrohung sind hier ein zu starker US-Dollar und eine zu schnelle Zinswende der Notenbank. Beides behindert den so dringend nötigen Ausbau der Investitionen. Unternehmen scheinen daher lieber an ihren historisch hohen Barbeständen festzuhalten oder für Aktienrückkäufe zu verwenden.

China wächst offiziell mit knapp unter 7% deutlich schwächer als in den letzten Jahren. Das wirkliche Wachstum dürfte dabei sogar bei eher 4% liegen. Die Regierung scheint entschlossen, zahlreiche strukturelle Veränderungen in die Wege zu leiten und blickt bereits auf entsprechende Erfolge. Dennoch wächst im Markt die Erwartung, dass auch China eher kurzfristig auf die globale Geldpolitik einschwenkt und ebenfalls mit dem Gelddrucken beginnt, um den erforderlichen Anpassungsprozess zu beschleunigen. Diese Erwartungshaltung lässt sich in der Euphorie am chinesischen Aktienmarkt ablesen.

Das größte Sorgenkind bleibt Europa – vor allem die Eurozone. Dabei entwickeln sich die Unternehmen dank eines schwachen Euros und sinkender Ölpreise sehr gut. Auch die Kreditvergabe der Banken scheint sich zu normalisieren, was als Erfolg der bisherigen EZB-Politik gewertet werden darf. Aber die Investitionen kommen nicht wirklich vom Fleck – offensichtlich fehlt es den Unternehmen an Zuversicht. Und auch der Konsum ist angesichts Rekordarbeitslosigkeit in der Peripherie und der demografischen Überalterung keine Unterstützung. Dabei verweisen gerade die reformorientierten Länder wie Spanien oder Portugal auf Erfolge. Es sind die großen Euro-Länder, denen es an Visionen und Reformbereitschaft fehlt. Die Äußerungen des Kommissionspräsidenten Juncker, den Stabilitätspakt weiter aufweichen zu wollen, sind dabei wenig hilfreich. Es wird spannend werden, ob sich die durch die Wahl gestärkten konservativen Briten mit ihrer Pro-Wirtschaftsorientierung in der EU wieder mehr Gehör verschaffen können.

## Anlageklasse Aktien

TINA (There Is No Alternative) ist unverändert der Lieblingsvorname der Aktienanleger. Zwar sind angesichts der moderaten Wachstumsperspektiven die Bewertungen den langjährigen Durchschnittsenteilt - pauschal von einer Überbewertung zu sprechen scheint jedoch übertrieben. Rein absolute Vergleiche zur Historie zeigen je nach Berechnungsmethode und Region stark differenzierende Ergebnisse. Unterm Strich deutet sich eine faire Bewertung in Europa und eine leichte Überbewertung in den USA an, einige chinesische Marktsegmente sehen spekulativ überhitzt aus, während Japan vergleichsweise günstig und Russland ein Schnäppchen scheint. All diese

historischen Vergleiche ignorieren die Währungseffekte und vor allem die relativen Bewertungen zueinander. So blicken wir aus Euro-Sicht zwar auf 2 sehr starke Aktienjahre in Europa, aus US-Dollar-Sicht ist vergleichsweise wenig passiert. Ein Großteil der Aktiengewinne wurde durch die Euro-Schwäche zunichte gemacht.

Relativ bedeutender sind die Zinsniveaus vergleichsweise sicherer Anlagen. Ein Großteil der 30 DAX Unternehmen ist älter als 100 Jahre und hat zahllose Krisen überstanden. Die beste risikolose Vergleichsanlage scheint daher eine Bundesanleihe sehr langer Laufzeit – typischerweise 30 Jahre. Hier liegt das Renditeniveau bei gut 1%. Überträgt man eine KGV-Berechnung (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von Aktien auf Anleihen, so liegt dieses Renten-KGV bei etwa 100. Zwar erscheint ein Aktien-KGV von 25 gegenüber einem historischen Durchschnittswert von 15 absolut hoch, relativ zu Zinsanlagen aber immer noch attraktiv.

Die Attraktivität der Anlageklasse Aktie steht und fällt daher mit der Veränderung des Zinsniveaus. Selbst wenn wir in den USA eine Zinswende erleben, dürfte sich diese in erster Linie im kurzfristigen Laufzeitbereich auswirken. Allerdings ist das Zinsniveau in den USA bereits heute schon deutlich höher als in Europa und zunehmend wieder Konkurrent zu den hoch bewerteten US-Aktienmärkten.

In Europa ist auf absehbare Zeit eine Zinswende keine Gefahr – die Aktien bleiben im Falle eines Ausbleibens einer erneuten Rezession alternativlos. Die Notwendigkeit und die Suche höher rentierlicher Anlagen werden vielmehr den Zwang zu Aktieninvestments weiter erhöhen.

Damit einher geht eine notwendige Veränderung der Risikobereitschaft der Anleger. Nach 6 Jahren Rallye sind Kursrückschläge vollkommen normal und müssen auch als solche akzeptiert werden.

Interessant bleiben auch auf erhöhten Kursniveaus global erfolgreiche Unternehmen mit entsprechender Markt- und Preismacht. Die durchschnittlichen Dividendenzahlungen liegen um ein Mehrfaches über der Anleiheverzinsung und stellen für einkommensorientierte Anleger eine Alternative dar. Bei der Titelauswahl ist darauf zu achten, dass die Unternehmen in Regionen und Branchen tätig sind, die die Chance bieten, in die höheren Bewertungen hineinzuwachsen. Mehr denn je ist die Selektion wichtig.

#### Anlageklasse Anleihen und Zinsen

Auch der dramatische Zinsanstieg in den letzten Tagen lässt Geldanlagen in sicheren festverzinslichen Wertpapieren – wie Bundesanleihen - unattraktiv erscheinen. Einzig die Erwägung als „sicherer Hafen“ rechtfertigt einen Portfolioanteil, um sich gegen Extremereignisse zu schützen – wohlwissend um die Rückschlaggefahren bei einer weiteren Normalisierung in der Eurozone.

Die Notenbank EZB unternimmt alles, damit aus Inflationserwartungen keine Deflationsängste werden - tut alles, damit die Regierungen mehr Zeit gewinnen, um wachstumsfördernde Reformen umzusetzen. Die Tatsache, dass die Zinsniveaus sanken und sanken, deutet zu einem gewissen Grad darauf, dass die Marktteilnehmer bislang an den Erfolg der Maßnahmen nicht glaubten sondern nur auf die kurssteigernde Wirkung der Geldpolitik setzten. Insofern bedeuten die Kurseinbrüche der letzten Tage die Einleitung eines Normalisierungsprozesses. Im Falle des Erfolges oder im Falle

steigender Inflationsraten als Folge z.B. wieder steigender Ölpreise muss eine Notenbank handeln – eine Zinswende ist daher nicht ausgeschlossen. Zwar wird diese in Europa noch viele Jahre entfernt sein, aber die Übertreibungen der letzten Monate sollten der Vergangenheit angehören.

Bonitätsstarke kurzlaufende Euro-Staatsanleihen bleiben geeignet zur Portfoliosicherung. Wer den Vermögenserhalt durch Zinsprodukte sichern will, muss sich automatisch dem Hochzins- und Nachrangsegment zuwenden oder sich Wechselkursrisiken aussetzen. In jedem Segment gilt, dass Wertschwankungen durchaus ein aktienähnliches Niveau erreichen können.

### Die Mischung macht's

Die bis auf weiteres liquiditätsunterstützende Geldpolitik internationaler Notenbanken verursacht ein globales Phänomen, das man als „Vermögenspreisinflation“ beschreiben kann. Die Suche nach ausreichenden Renditen zwingt zu risikoreicheren Anlageformen. Dabei sind unter „Risiko“ nicht nur die potentielle Wertschwankung wie bei Aktien zu verstehen, sondern insbesondere Preisübertreibungen, wie wir sie z.B. bei Immobilien beobachten können. Bei einer Deckelung der Mietsteigerungen scheinen die erzielbaren Mietrenditen die Preise nicht zu rechtfertigen.

Die Kapitalmärkte bieten auch bei risikoadjustierter Betrachtung noch zahlreiche Chancen in den kommenden Jahren. Dabei gilt es, die Anlagesegmente zu finden, die auch im aktuellen Marktumfeld Werte schöpfen. Neben Aktien sind dies Hochzinssegmente und alternative Investmentansätze. Die Risikosteuerung bestimmt dabei die Auswahl der Anlagesegmente, Anlagestile und deren Gewichtung in einem Portfolio.

### Unsere Fonds

Per Monatsultimo April sind wir mit der Performance unserer 4 Fonds sehr zufrieden. So legte der risikoarme ‚Defensive Concepts‘ seit Jahresbeginn 4,4% zu, der ausgewogene ‚Balanced Portfolio‘ +7,8%, der aktienorientierte ‚Substantial Markets‘ +11,6% und unser globales Aktienprodukt ‚World Profile‘ +18,4%.

Die Marktverwerfungen zu Monatsbeginn im Mai haben uns in allen Produkten getroffen, bewegten sich aber im Rahmen der Risikovorgaben. Da der Rückenwind aus Geldpolitik und moderatem Wachstum stabil bleibt, haben wir an den Portfolios keine Veränderungen vorgenommen. Allerdings werden wir den Bestand in ‚sicheren Häfen‘ (Euro-Staatsanleihen) und deren Qualität als Stabilitätsanker überprüfen und gegebenenfalls durch alternative Investmentansätze ersetzen.

### Factsheets

Unsere Fonds haben das Geschäftsjahr 01.04.-31.03. eines Jahres. Wir haben dies zum Anlass genommen, beginnend mit dem neuen Geschäftsjahr ab April 2015 die Fondsinformationen zu überarbeiten und an die Markterfordernisse und allgemeinen Praktiken anzupassen.

Im Mittelpunkt stehen dabei verbesserter Informationsgehalt und Übersichtlichkeit mit täglicher Anpassung und Verfügbarkeit. Wir bitten um Ihr Verständnis, dass daher diesem Monatsbericht die sonst üblichen Factsheets nicht beigelegt sind. Beginnend mit Juni werden wir den Versand derart umstellen, dass Sie die neuen Factsheets zusammen mit einem umfangreicheren Marktbericht (wie oben) umgehend im neuen Monat erhalten.

Dazu planen wir in Kürze auf monatlicher Basis ein Webinar oder die Erstellung einer Audio-Datei. Hier freuen wir uns auch über Ihre Anregungen, an welchen Zeitabständen und Inhalten Sie interessiert sind.

Darüber hinaus werden in unregelmäßigen Abständen „Specials“ veröffentlicht, in denen wir zu Investmentthemen Stellung beziehen. Aktuell arbeiten wir an den Themen „Absolute Return“ und „Smart Beta“.

## Rechtliche Hinweise

Bitte beachten Sie: Die Vermögensmanagement EuroSwitch GmbH bietet keine Anlageberatung. Die Inhalte dieser Mitteilung dienen ausschließlich fachlichen Informationszwecken und sind nicht als Empfehlung zu verstehen, bestimmte Transaktionen einzugehen oder zu unterlassen. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Die in der Vergangenheit erzielten Erfolge sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Die Berechnungen der Wertentwicklung erfolgen nach der BVI-Methode, ohne Berücksichtigung eines Ausgabeaufschlags und unter der Annahme der Reinvestition aller Ausschüttungen. Dies ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes und ersetzt nicht die individuelle Beratung. Der Verkauf von Anteilen des Fonds erfolgt ausschließlich auf Grundlage des Verkaufsprospektes. Der Verkaufsprospekt ist kostenlos erhältlich bei Oppenheim Fonds Trust GmbH, Unter Sachsenhausen 4, 50667 Köln. Investmentfonds unterliegen dem Risiko sinkender Anteilspreise, da sich Kursrückgänge bei den in Fonds enthaltenen Wertpapieren bzw. der zugrunde liegenden Währungen im Anteilspreis widerspiegeln.

## Kontaktdaten

Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH  
Schwindstraße 10  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon: 069 33 99 78 - 26  
Frankfurt@euroswitch.de  
www.euroswitch.de