

Frankfurt am Main, den 4. Dezember 2015

## Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

### Jüngste Entwicklungen

- Im Verlauf des Kalenderjahres kann der November als ein Monat beschrieben werden, in dem sich nach den Verwerfungen des Sommers die robuste Entwicklung des Vormonats fortsetzte. Dies zeigte sich in der eher risikobereiten Verfassung sowohl der Renten- als auch der Aktienmärkte. Wie auch in den vorangegangenen Monaten verzeichneten die einzelnen Vermögensklassen einen hohen Grad an Gleichläufigkeit.
- Dementsprechend waren die Euro-Rentenmärkte geprägt von sinkenden Risikoaufschlägen, sowohl bei den Staats- als auch bei den Unternehmensanleihen. Die Renditen der 10jährigen Bundesanleihen reduzierten sich (um 0,09%) ebenso wie die Risikoaufschläge von Staatsanleihen der europäischen Peripherie, wie zum Beispiel der zehnjährigen spanischen Titel (um 0,19%). Bei den europäischen Hochzinsanleihen sanken die Risikoaufschläge von 4,90% auf 4,66%.
- An den Aktienmärkten verzeichneten die europäischen Märkte im internationalen Vergleich die höchsten Zuwächse mit 4,9% für den DAX und 2,6% für den Euro Stoxx 50. Sowohl der US-amerikanische Markt als auch der japanische Markt wiesen eine zwar freundliche, doch sehr moderate Entwicklung aus (mit 0,1% für den S&P 500 bzw. 0,6% für den japanischen Index Topix 100). Dies unterstreicht, wie bedeutend sich die Währungseffekte für Euro-Investoren in diesem Jahr ausgewirkt haben: Während der Weltaktienmarkt MSCI World für Euro-Investoren seit Beginn des Jahres einen Zuwachs von 15,6% verzeichnet, resultieren hiervon 11,3% aus den Aufwertungen anderer Währungen. Dementsprechend verzeichnet der US-amerikanische Aktienindex S&P 500 aus Sicht von US-Investoren seit Beginn des Jahres eine Entwicklung von lediglich 1,0%. Enttäuschend verlief die Entwicklung der Schwellenländer in diesem Kalenderjahr: In lokaler Währung weisen sie zum 30. November einen Verlust aus in Höhe von 4,8%.
- Im Laufe des Novembers gewann die Aufwertung des US-Dollars gegenüber anderen Währungen deutlich an Dynamik und betrug allein in diesem Monat 4,0% gegenüber dem Euro und 4,2% gegenüber dem Schweizer Franken. Diese Entwicklung entspricht dem Muster, das die Finanzmärkte angesichts der insgesamt robusten Entwicklung der US-Wirtschaft und den nach wie vor erwarteten Zinserhöhungen der US-amerikanischen Notenbank seit Beginn des Jahres zeigen. Besonders stark fiel in diesem Zusammenhang der weitere Rückgang des Goldpreises um 7% im Laufe des Novembers aus.
- Diese Entwicklung darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Fragen zur konjunkturellen Verfassung der Weltwirtschaft nach wie vor die Märkte belasten. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang der deutliche weitere Rückgang des Ölpreises um 7,6% allein im November. Neben den uneinheitlichen Informationen zur Entwicklung der chinesischen Volkswirtschaft bestätigte die Berichterstattung von Unternehmen für das 3. Quartal die gedämpfte Erwartung: Insgesamt entsprachen die Ergebnisse den im Jahresverlauf nach unten revidierten Erwartungen; positive Überraschungen blieben die Ausnahme.
- Die hohe Bedeutung der geldpolitischen Vorgaben für die Finanzmärkte unterstrich die Reaktion der Marktteilnehmer auf die gestern verkündete Entscheidung der Europäischen Zentralbank (EZB). Obwohl eine Verlängerung der unterstützenden Schritte beschlossen

wurde, blieben die angekündigten Maßnahmen hinter den Erwartungen zurück. Während die Aktienmärkte mit einem deutlichen Verlust reagierten (Dax: 3,71%; Euro Stoxx 50: 3,75%), zogen die Anleihenrenditen deutlich an (die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe von 0,47% auf 0,68%). Der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar um 2,9% auf und notierte bei einem Wert von 1,093.

- Neben den jüngsten Entwicklungen der Finanzmärkte muss auf die wirtschaftlichen, strukturellen und politischen Herausforderungen hingewiesen werden, die für die europäischen Staaten im Laufe des Novembers deutlich wurden. Sowohl die Bedrohung durch terroristische Aktivitäten als auch die Fragen im Zuge der jüngsten Flüchtlingsbewegungen erfordern koordinierte Antworten und fiskalische Engagements, die das ohnehin anfällige Staatenbündnis weiter belasten werden.

### **Unsere Einschätzung**

- Die jüngsten Entwicklungen betrachten wir grundsätzlich als Ausdruck einer Normalisierung nach den markanten Verwerfungen der Sommermonate. Sie zeigen allerdings auch, dass in allen Anlageklassen günstige Bewertungen nur noch sehr vereinzelt zu finden sind.
- Gefahren für unsere Gesamteinschätzung drohen möglicherweise durch ein Zusammentreffen von stärker als erwartet revidierten Gewinnprognosen für das kommende Jahr, geringerem Wirtschaftswachstums und einer unerwartet starken Zinsanhebung in den USA. Die Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario sehen wir allerdings als gering an. Historisch lässt sich zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienmarkterträgen kein kausaler Zusammenhang feststellen, wenngleich dieser Wirkungsmechanismus in vielen Marktkommentaren häufig implizit angenommen wird.
- Vor diesem Hintergrund halten wir es für unerlässlich, bezüglich einzelner Engagements selektiv vorzugehen sowie das Risiko im Portfoliokontext eng zu steuern. Erwähnung verdienen in diesem Zusammenhang einzelne Segmente, in denen sich dieser Ansatz im Verlauf dieses Jahres bislang bewährt hat. Im Aktienbereich gilt dies für die Wertentwicklung von Nebenwerten im Vergleich zu den jeweiligen Leitindizes, im Rentenbereich für die Prämien, die sowohl für selektive Kreditrisiken als auch für Fremdwährungsrisiken zu finden waren. Sowohl in den Aktien- als auch an den Rentenmärkten erwarten wir in den kommenden Monaten eine stärkere Differenzierung zwischen tendenziell überbewerteten und vergleichsweise günstig bewerteten Vermögenswerten. In diesem Umfeld sollten aktive Investitionsansätze einen deutlichen Mehrwert zur Marktentwicklung erzielen können.
- Die jüngsten Marktreaktionen auf die Entscheidungen der EZB veranlassen uns bislang nicht, unsere Einschätzung zu ändern. Nicht übersehen werden darf in diesem Zusammenhang, dass die EZB im Rahmen der gestrigen Entscheidungen ihre Wachstumsprognose für das Jahr 2017 moderat erhöht hat.

### **Positionierung**

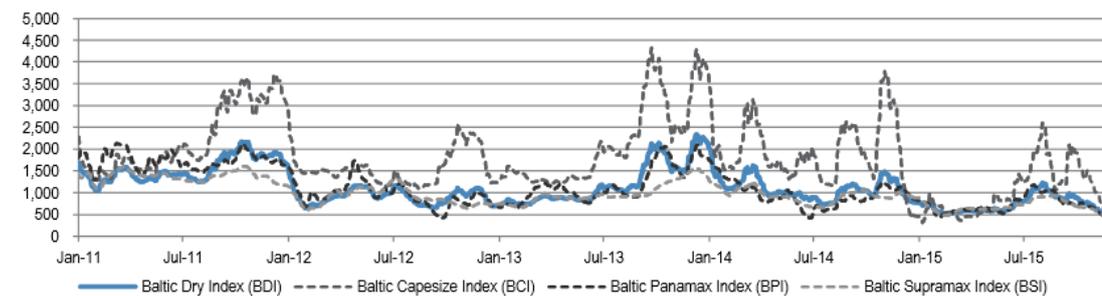
- Entsprechend unserer Einschätzung zur konjunkturellen Perspektive der Weltwirtschaft halten wir eine moderate Übergewichtung von Aktien für nach wie vor vertretbar. Im Rahmen unserer globalen Allokation sind für uns von besonderem Interesse jene Segmente, die anderen Einflussfaktoren unterliegen als der Weltaktienmarkt bzw. die führenden Indizes der maßgeblichen Länder. Zu diesen Segmenten zählen neben Japan und regionalen Nebenwerten auch einzelne Schwellenländer.

- Bezüglich Fremdwährungen halten wir Engagements in anderen Währungen als dem Euro, insbesondere dem US-Dollar, für erforderlich – nicht zuletzt, um die Anfälligkeit unserer Kunden gegenüber einem Kaufkraftverlust im Zuge einer weiteren Abwertung des Euro zu begrenzen.
- Erhöht haben wir in den vergangenen Wochen unsere Engagements in Hochzinsanleihen, sowohl in den USA als auch in Europa. Diese Entscheidung reflektiert unsere Meinung, dass die eingepreisten Ausfallquoten höher sind als es das konjunkturelle Umfeld rechtfertigt – auch unter Berücksichtigung der hohen Bedeutung von Emittenten aus dem Energiesektor im US-amerikanischen Anleihenmarkt.
- Im Interesse eines möglichst robusten Rendite-Risiko-Profiles der von uns betreuten Portfolios prüfen wir derzeit, welche Ansätze sich eignen, um die Anfälligkeit ihrer Wertentwicklung gegenüber anhaltenden Marktschwankungen zu begrenzen. Hier begutachten wir derzeit diverse sogenannte „Total Return“- oder „Absolute Return“-Konzepte. Jüngste regulatorische Änderungen haben das Angebot, den Wettbewerb und die Transparenz derartiger Konzepte deutlich erweitert.

## Graphik des Monats

### Dry Bulk Overview

Figure 10: Baltic dry bulk indices



Source: Baltic Exchange.

Der „Baltic Dry Index“ wird an der Baltic Exchange in London ermittelt und ist ein Preisindex für weltweite Frachtraten (der Chart zeigt neben dem Hauptindex auch die Einzelrouten), hauptsächlich für Kohle, Eisenerz und Getreide. Er gilt als Frühindikator für die Weltwirtschaft. Auch aufgrund der verringerten Nachfrage Chinas nach Rohstoffen ist er zuletzt rückläufig gewesen.

#### Wichtige Hinweise:

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktbericht zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.