

Finanzmarkt IM FOKUS

AKTUELLE INFORMATIONEN ZUM KAPITALMARKT

JULI 2015

■ ■ ■ Der Höhenflug der US-Währung – Fluch oder Segen?

Wirtschaftsfaktor Währung: der Einfluss der Notenbanken auf die Konjunktur
Strategie: Bonitätsmanagement für Aktien und Renten
Rentenmärkte: Maßnahmen der Notenbanken erhöhen die Volatilität an den Rentenmärkten



Editorial

Verehrte Leserin, verehrter Leser,

wenn uns die letzten Monate eines wieder einmal gezeigt haben, dann ist es, dass die Finanzmärkte mit äußerster Nervosität auf Unsicherheit reagieren.

Nach einem guten Start ins neue Jahr bei Renten und einem sehr guten Start bei Aktien folgte ab Mai – im Sog der Griechenlandkrise – eine Phase großer Volatilität mit anschließenden Kursverlusten. Wir selbst sind mit unseren Anlageergebnissen der letzten Wochen nicht ganz zufrieden, was jedoch auch an unseren eigenen hohen Ansprüchen liegt. Es hat sich nämlich wieder einmal gezeigt, dass im Vergleich zu vielen Konkurrenten unser Bonitätsmanagement auch in schwachen Börsenzeiten vor allzu großen Kursverlusten schützt und Kapitalerhalt als oberste Prämisse der richtige Ansatz ist. In schwächeren Perioden weniger zu verlieren als andere mag nicht als eine besondere Leistung erscheinen. Es kommt aber darauf an, sich in schwachen Marktphasen die richtigen Werte ins Portfolio zu legen, die in steigenden Märkten die besten Kursgewinne versprechen. Hier bedarf es der richtigen Taktik, Kenntnis und Geduld.

Wir bleiben auf Jahressicht sowohl für die Renten- als auch für die Aktienmärkte positiv und sind mit der richtigen Mischung aus Qualität, Liquidität und Diversifizierung in den Portfolios gut positioniert. Was die Börse braucht ist Klarheit, keine Unsicherheit – auch in der Griechenlandfrage. Für den dann hoffentlich einsetzenden freundlichen Markt sind wir aus unserer Sicht bestens gerüstet.

Wir wünschen Ihnen viel Freude bei der aktuellen Ausgabe.

Ihr
Robert Depner
Vorstand



Ihr
Allan Valentiner
Vorstand



Impressum

Verantwortlich für den Inhalt im Sinne des Presserechts (V.i.S.d.P.):
Oliver Heidecker

Herausgeber
AMF Capital AG
Eschersheimer Landstrasse 55
60322 Frankfurt am Main
T. +49 (0) 69 509 512 512
info@amf-capital.de

Aufsichtsbehörde
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
50117 Bonn

Disclaimer

Den Artikeln und Tabellen dieser Publikation liegen Informationen zugrunde, die der Herausgeber für verlässlich hält, ohne für deren Richtigkeit und Vollständigkeit eine Garantie zu übernehmen. Diese Broschüre dient der Information und ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen und oder eines Investment oder Fondsanteils. Historische Wertentwicklungen sind keine Garantie für Entwicklungen in der Zukunft. Wir weisen darauf hin, dass Wertpapiere, die in dieser Ausgabe erwähnt werden, auch in den von uns beratenen Sondervermögen enthalten sein können und Aktionen Dritter hier Kursveränderungen bewirken können. Die Fonds AMF Family & Brands Aktien, AMF Family & Brands Renten und der AMF Renten Welt sind in Luxemburg zugelassen. Die Vertriebszulassung für Deutschland und Österreich ist beantragt und folgt in Kürze. Weitere rechtliche Hinweise finden Sie unter www.amf-capital.de

Datum der ersten Veröffentlichung:
03.07.2015

Bildnachweis
istockphoto.com
shutterstock.com
fotolia.com

Druck und Verarbeitung
Braun & Sohn, Maintal

Inhaltsverzeichnis

■■■	Leitartikel	6
	Wirtschaftsfaktor Währung: der Einfluss der Notenbanken auf die Konjunktur	
■■■	Strategie	8
	Bonitätsmanagement für Aktien und Renten	
■■■	Rentenmärkte	12
	Maßnahmen der Notenbanken erhöhen die Volatilität an den Rentenmärkten	
■■■	Wussten Sie eigentlich ...	16
	Villeroy und Boch	

Wirtschaftsfaktor Währung: Der Einfluss der Noten- banken auf die Konjunktur



Schon in der Vergangenheit versuchten viele Industrienationen häufig, bei schwachem Wirtschaftswachstum und geringer Inlandsnachfrage eine Abwertung der eigenen Währung zu verursachen. Zinssenkungen und/oder Liquiditätsschwemmen sollten zu mehr Exportwachstum und somit zu einer Verbesserung des heimischen Arbeitsmarktes führen.

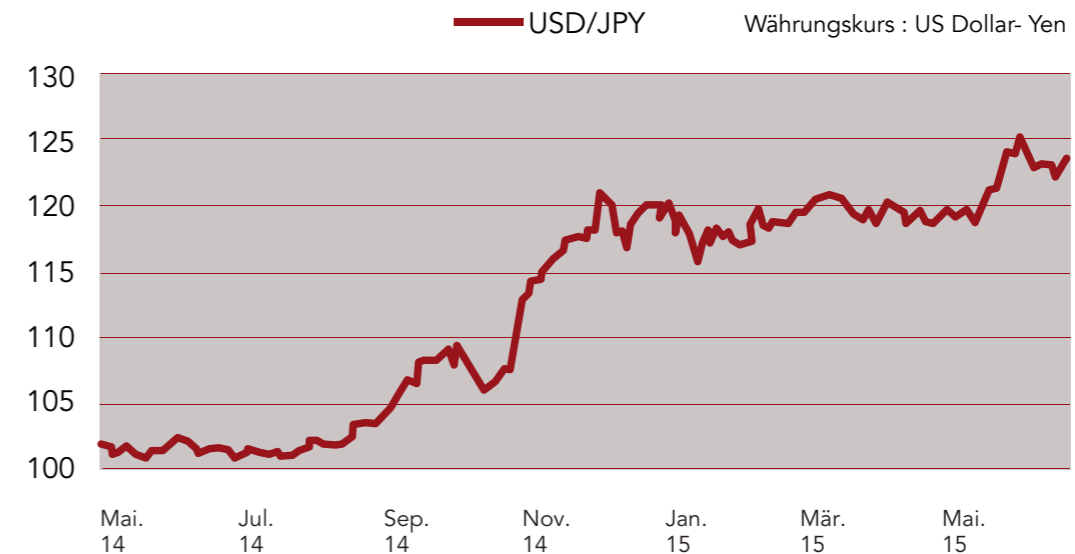
Besonders ausgeprägt ist das Phänomen zurzeit in Japan zu beobachten. Dort hat es die japanische Notenbank unter der Führung von Hauhika Kuroda tatsächlich geschafft, dem eigenen Land durch eine schwache Währung

einen zusätzlichen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Nachdem die Bank of Japan nicht nur die Finanzierung des gesamten Staatshaushaltes übernommen hat, ist es ihr jetzt auch gelungen, kontinuierlich den Außenwert des Yens zu drücken. Seit Sommer letzten Jahres hat der Yen in der Folge bereits über 20 Prozent seines Werts gegenüber dem US-Dollar verloren. Der japanischen Exportwirtschaft konnte so ein deutlicher Wettbewerbsvorteil gegenüber seinen Konkurrenten aus China, Korea oder Vietnam verschafft werden und die heimische Wirtschaft – zumindest in Ansätzen – ein Wachstum präsentieren. Die Währungspolitik Japans hat aber globale Auswirkungen. Denn viele glauben,

dass Japans Export vor allem zu Lasten der Nachbarländer wächst. Gerade in Süd-Ost-Asien werden immer noch viele Geschäfte mit US-Dollar-Krediten finanziert, während die Einnahmen in lokalen Währungen erfolgen. Von daher trifft jede Kursveränderung Yen/US-Dollar unmittelbar auch die Tigerstaaten in Asien. Das wiegt natürlich umso schwerer, wenn das Wirtschaftswachstum in diesen Regionen abflacht.

Generell gilt diese Gesetzmäßigkeit dort, wo im großen Stile in US-Dollar finanziert und in heimischer Währung abgerechnet wird, wie zum Beispiel auch in Südamerika. Hier gilt: Steigt der US-Dol-

lar, steigen auch die Höhe der Schulden. Wenn man bedenkt, dass immer noch weltweit über 60 Prozent der ausländischen Schulden in US-Dollar (Quelle: BIZ) gehalten werden, versteht man die Bedeutung der Währungsverschiebungen. Steigt der Dollar, so steigt vielerorts auch die Verschuldung. Und dies übt weiteren Druck auf die jeweiligen Währungen aus. Schon seit Monaten kommt es daher zu teils heftigen Währungsabwertungen in einigen Emerging Markets. Die derzeitige US-Dollarstärke hat eine Art Eigendynamik entwickelt, welche sowohl den Schwellenländern als auch den USA Sorgen bereitet.



Denn in den USA hat man seit geraumer Zeit verstanden, dass ein schwacher Yen, ein ebenfalls schwacher Euro (seit August 2014: -15%) und die wirtschaftlich angeschlagenen Schwellenländer auch in den USA zu Spannungen und Verwerfungen in der Wirtschaft führen können. Der erhoffte Konsumboom durch günstige Importe blieb bisher jedenfalls aus. Stattdessen wird weniger exportiert und Produkte „Made in USA“ verlieren gegen günstigere Importe an Marktanteilen. Es besteht die akute Gefahr, dass der stärkere US-Dollar das Wirtschaftswachstum im Inland der USA abbremst und deutliche Folgen für die Inflationserwartungen hat. Noch hilft der gesunkene Ölpreis der US-Konjunktur mit günstigen Energiepreisen. Doch wie lange noch?

Die USA haben in der Regel zwei Möglichkeiten auf diesen Währungskrieg zu reagieren: Einführung von Strafzöllen auf importierte Güter, d. h. protektionistische Maßnahmen gegen die billige (Import-) Ware, oder aktive Beteiligung am Währungskrieg. Da Strafzölle wohl in den aktuellen TTIP*-Verhandlungen (mit Europa) und den TPP**-Verhandlungen (mit Asien) keine große Rolle spielen werden, muss man davon ausgehen, dass die USA sich verstärkt in der Währungspolitik engagieren werden. Von daher ist es nicht auszuschließen, dass die USA demnächst gegensteuert und versucht wird, den US-Dollar, zumindest gegen den Euro und den Yen, wieder abzuwerten. Ist das der Plan, wird sich eine

Zinserhöhung in Amerika möglicherweise doch noch weiter hinauszögern, als bisher allgemein angenommen wird.

Noch scheint der Weg, den Staatshaushalt durch die Notenpresse zu finanzieren und zu Lasten der anderen die eigene Währung abzuwerten, in der Politik ein beliebter Weg zu sein, der eigenen Wirtschaft einen Vorteil zu verschaffen. Das Modell, das in der Vergangenheit auch gerne von den USA eingesetzt wurde, wird zurzeit jedenfalls erfolgreich durch Japan und Europa kopiert. Doch eine Reaktion aus den USA auf den Währungskrieg scheint nur eine Frage der Zeit. Die Zukunft wird zeigen, wer diese Rechnung letztendlich bezahlt.

Bonitätsmanagement für Aktien und Renten



Warum die richtige Analyse der Bonität entscheidend für den Erfolg am Aktien- und Rentenmarkt ist.

Eines der Alleinstellungsmerkmale der AMF Capital AG – im Vergleich zu anderen Asset Managern – ist nicht nur der Investmentansatz nach unseren Q-L-D-Anlageprinzipien, bei denen die drei entscheidenden Grundsätze auf der Beachtung der Veränderung der Qualität, auf Liquidität und eine breite Diversifizierung des Portfolios liegen.

Die Qualität eines Unternehmens, eines Investments, einer Aktie oder Anleihe kann auf viele verschiedene Weise interpretiert und dargestellt werden. Qualitativ hochwertiges Management, hohe Produktionsstandards, die Produkte selbst oder auch umwelttechnische, ethische und soziale Aspekte eines Unternehmens können bei der Interpretation der Qualität eine Rolle spielen. All diese Dinge sind wichtig in einem Investmentprozess. Entscheidend aber ist nicht die Feststellung des heutigen Status Quo, sondern es kommt ganz alleine darauf an, die vergangene und zukünftige Veränderung richtig einzuschätzen. Denn generell gilt, ganz vereinfacht ausgedrückt: Was sich verschlechtert, verliert im Kurs, und was sich verbessert, gewinnt im Kurs. Wir verdienen nur dann Geld, wenn wir heute das kaufen, was sich morgen verbessert, bzw. die Mehrheit der Investoren davon überzeugt ist, dass dies der Fall sein wird. Und umgekehrt.

Die Beschäftigung damit nennen wir Bonitätsmanagement.

Bonitätsmanagement nach der Definition unseres Hauses bedeutet, die heutige finanzielle Situation eines Unternehmens oder eines Staates dahingehend zu analysieren, ob und wie sie sich in der Zukunft verändern wird. Denn es sind die Veränderungen in der Bonität, die Chancen und Risiken für den Anleger mit sich bringen. Alle Analysen der Finanzexperten der Welt, ökonomische Prognosen, Umsatz- oder Ergebnisprognosen kreisen im Prinzip um die Kernfrage: Wohin entwickelt sich die finanzielle Situation einer Firma oder eines Staates? Hieraus abgeleitet sollen Veränderungen erkannt und vorausgesagt werden – früher als durch andere Marktteilnehmer. Lange wurde der Begriff Bonitätsmanagement nur in Verbindung mit Staats- und Unternehmensanleihen verwendet, doch auch im Aktienmarkt ist das Bonitätsmanagement ein entscheidender Faktor für eine erfolgreiche Anlage. Denn sowohl am Anleihen- als auch am Aktienmarkt gilt nach wie vor ein ganz einfacher Grundsatz:

Wenn sich die finanzielle Situation eines Unternehmens oder eines Staates verbessert, steigt dessen Kurs, wenn sie sich verschlechtert, sinkt er.

Die Kunst des erfolgreichen Bonitätsmanagement am Kapitalmarkt liegt dabei in der Fähigkeit, sowohl Risiken als auch Chancen zu erkennen. Nur so können jene Aktien bzw. Anleihen gefunden werden, deren finanzielle Situation sich verändert und so Kursänderungen auslösen.

Es handelt sich dabei um die stabilen, sich stetig verbessernden Unternehmen.

Die „Turnaround“-Kandidaten, die es schaffen, ihren negativen Trend umzukehren. Um die „Highflyer“, deren beste Zeiten bereits hinter ihnen liegen – und um die „Absturzkandidaten“, bei denen sich eine deutliche Verschlechterung der Geschäftsentwicklung abzeichnet.

Es sind teils Entwicklungen, die sowohl im positiven wie im negativen Sinne selbstverschuldet sind, Entwicklungen durch ökonomische oder technologische Entwicklungen, die Globalisierung, durch die Politik oder auch durch Katastrophen ausgelöst werden. Häufig ist die Interpretation der Analysen nicht „schwarz oder weiß“. Doch die Erfahrung lehrt uns: Bei dem Grundsatz unserer Investmentphilosophie – dem Erhalt des Kapitals in Verbindung mit einer attraktiven Rendite – beginnt alles mit Bonitätsmanagement.

Bonitätsmanagement am Aktienmarkt

Bonität (auch: Kreditwürdigkeit) ist ein Begriff aus der Kreditwirtschaft; vielleicht wird der Begriff deshalb für Aktien nur selten genutzt. Kreditwürdigkeit (im engeren Sinne) wird auf die Schulden der Unternehmen bezogen, wobei sich diese Bonität aus der Zahlungsfähigkeit und der Zahlungswilligkeit der Schuldner zusammensetzt.

Und doch: Der lateinische Begriff „bonitas“ – Vortrefflichkeit – ist etwas, das auch Aktiengesellschaften auszeichnet. Nur ist es meist nicht quantitativ, aber dennoch bewertbar – in Form von Qualität. Und es gibt einige Indikatoren, die eine hohe Bonität (im Sinne von: Verläss-

lichkeit, Solidität, Zuverlässigkeit, langfristige Ausrichtung, usw.) vermuten lassen.

Die Firmenhistorie (z. B. größere Umbrüche, Geschäftsgegenstandswechsel) oder das Geschäftsgebaren (aggressive oder erfolglose Beteiligungen; zweckfremde Investitionen; Sitzverlegungen u. ä. zur Steueroptimierung; „Financial Engineering“) sind im Prinzip einfache Ja-Nein-Abfragen. Liegen diese „Verstöße“ vor, ist eine detailliertere Betrachtung notwendig. Sie sind zwar nicht ausreichend für eine negative Einstellung hinsichtlich der so definierten Aktien-Bonität, aber sie können einen entscheidenden Schritt hin zur kritischen Überprüfung des Geschäftsverhaltens sein.

Im Kern der Bonitätsanalyse bei Aktien geht es aber ähnlich wie im Rentenmarkt um die finanziellen Aussichten der Gesellschaft. Wie steht es wirklich um die Finanzen eines Unternehmens?

Eine stabile Cash-Flow-Komponente ist meist aussagekräftiger als ein hoher Gewinnausweis – zu oft beeinflusst eine steuerliche „Optimierung“ das schlussendliche Ergebnis. Cash-Flow bzw. Umsatzzahlen sind meist eindeutiger – jedenfalls schwieriger zu beeinflussen als Gewinngrößen. Der Cash-Flow bildet daher die Basis des „IST“-Zustands des Unternehmens.

Für eine Bonitätsanalyse – der Prognose, in welche Richtung sich die finanzielle Situation des Unternehmens entwickelt – spielen je nach Branche und Größe des Unternehmens verschiedene Faktoren eine Rolle.



Dazu gehört die Frage nach dem Potenzial der Produkte, in welche Regionen der Welt verkauft wird oder ob es sich um einen Wachstumsmarkt handelt. Gibt es Konkurrenzprodukte oder aggressive Wettbewerber? Welche Verhandlungsmacht haben Lieferanten, welcher Preisdruck kommt von den Kunden und natürlich die Frage nach der Strategie des Managements, um den Geschäftserfolg in diesem Umfeld zu entwickeln. Wackelige Geschäftsmodelle, unseriöse Geschäftspraktiken oder der Fokus ausschließlich auf den kurzfristigen Erfolg können schnell erkannt und diese Unternehmen aussortiert werden.

Nach der Pflicht kommt die Kür: Durch intensive Managementkontakte überprüfen wir unsere Erkenntnisse gerne in persönlichen Gesprächen mit den entscheidenden Personen einer Gesellschaft.

Am Ende einer langen Analyse filtern wir jene Unternehmen heraus, bei denen wir von einer Veränderung der Bonität ausgehen können. Unsere Ergebnisse geben uns Hinweise, welche Aktien in Zukunft im Preis steigen oder ob Kursverluste zu erwarten sind.

Es mag nicht überraschen, dass wir aufgrund der jahrelangen Erfahrung im Bonitätsmanagement besondere Qualität im Segment von familiengeführten Unternehmen und großen Marken-Anbietern gefunden haben. Beide Segmente sind fokussiert auf eine stetige und langfristige Verbesserung ihrer finanziellen Entwicklung. Als Folge entstand die Familie der AMF Family & Brands Fonds. Dort investieren wir gezielt in qualitativ hochwertige Aktien bzw. Unternehmensanleihen. Und durch unsere Bonitätsanalysen trennen wir zusätzlich die Spreu vom Weizen.

Bonitätsmanagement am Rentenmarkt

Angesichts einer immer noch nicht ausgestandenen Staatsschuldenkrise sehen sich Fondsmanager auch weiterhin großen Herausforderungen gegenüber. Das Zinsumfeld innerhalb Europas und in den USA hat historische Tiefstände erreicht, die Volatilität in diesen Märkten ist stark angestiegen. Selbst bei Staatsanleihen traten die Bonitäten in den Vordergrund. Es ist daher wichtiger denn je, Risiken frühzeitig zu erkennen, abzubauen – und gleichzeitig vorhandene Chancen zu nutzen.

Durch das Durationsmanagement (d. h.: die Steuerung der durchschnittlichen Restlaufzeit im Portfolio) konnte in den letzten Jahren nur eine geringe Performance erzielt werden. Das Bonitätsmanagement generierte hingegen einen zunehmend wichtiger werdenden Ertragsanteil und wurde zu einem zentralen Baustein.

Das Prinzip ist einfach: Bei einem Rückgang des Umsatzes bzw. des Cashflows bei Unternehmen (oder bei Staaten: einem Rückgang der Steuereinnahmen) sowie einem Anstieg des Verschuldungsgrads kommt es zu einer Verschlechterung der Bonität des Schuldners. Hierdurch ändern sich automatisch die Ausfallrisiken der Anleihen, was wiederum mit einer möglichen Abstufung des Ratings verbunden ist, da alle großen Ratingagenturen (Standard & Poor's, Moody's und Fitch) in Ausfallwahrscheinlichkeiten denken. Allerdings spiegelt ein Rating lediglich die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Anleihe wider, nicht jedoch den Rückzahlungswillen und die Rückzahlungsfähigkeit des Schuldners, wie es beim Bonitätsmanagement der Fall ist.

Kommt es zu einer Herabstufung des Schuldners durch eine Ratingagentur, fällt der Kurs der Anleihe meist sofort stark. In der Regel ist der

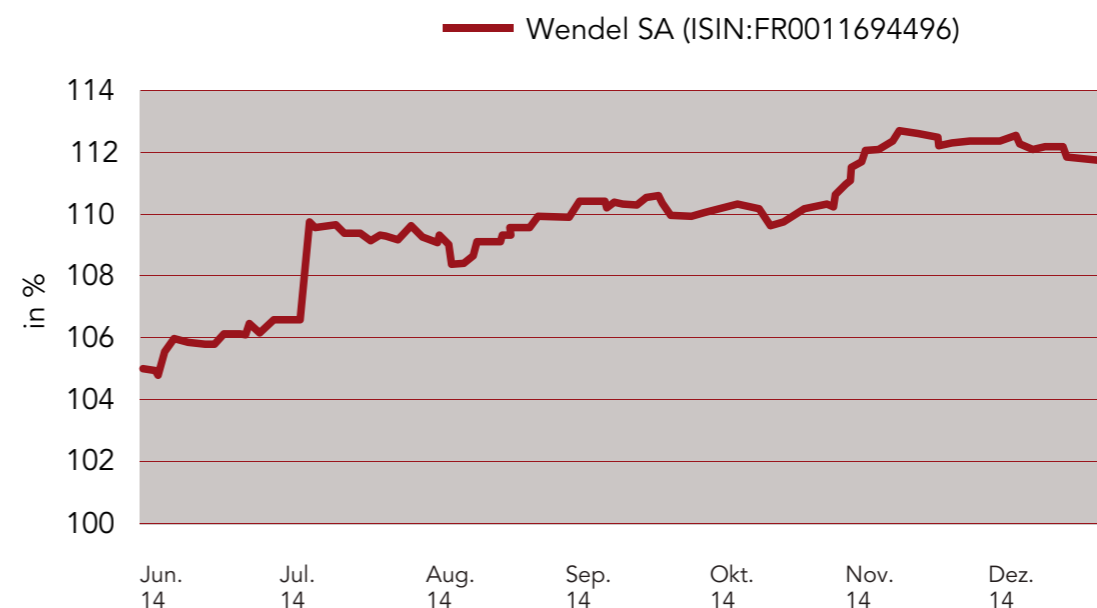
Kursverlust am höchsten, wenn die Herabstufung vom Rating „Investment Grade“ (bis einschließlich BBB minus) in den Bereich „Non-Investment Grade“ (ab BB plus und tiefer) erfolgt. Dies liegt daran, dass einzelne Investoren dazu gezwungen sind, auf Grund ihrer Anlagerichtlinien Anleihen unterhalb eines bestimmten Ratings zu verkaufen. Dabei können die entstehenden Kursverluste erfahrungsgemäß doppelt so stark ausfallen - im Vergleich zu einer Zinsänderung am Rentenmarkt. Zudem ist die Kursänderung der Anleihe umso stärker, desto länger es bis zur Endfälligkeit der Anleihe ist. Anschaulich wird dies, wenn man die Auswirkung einer Zinsänderung von 100 Basispunkten beim Kurs einer 10-jährigen Anleihe vergleicht mit der einer Bonitätsveränderung der gleichen Anleihe: Die Zinsveränderung bewirkt in der Regel einen Kursänderung von circa sechs Prozent. Ein Wechsel vom Bereich „Non-Investment Grade“ in „Investment Grade“ bei der gleichen Anleihe kann einen Kursanstieg von bis zu 15 Prozent verursachen – umgekehrt aber kann eine Rating-Herabstufung auch zu einem 15 Prozent Kurssturz führen.

Es ist daher wichtig, die Bonität eines Emittenten genau zu analysieren. Und dies nicht nur auf Basis der Rückzahlungswahrscheinlichkeit, sondern auch, um Bonitätsveränderungen frühzeitig zu antizipieren, bevor es zu einer tatsächlichen Ratingveränderung kommt. Um

dies zu ermöglichen, ist es erforderlich, einen Bonitätstrend des Schuldners herzuleiten. Für die Analyse des Bonitätstrends werden neben den Finanz-, Geschäfts- und Strategierisiken ebenfalls die Krediteinstufungen der Ratingagenturen von Moody's, Standard & Poor's und Fitch herangezogen und fließen in die Bonitätseinstufungen mit ein. Diese Daten müssen über mehrere Perioden ermittelt und gesammelt werden. Bei der Auswertung zeichnet sich dann ein transparentes Bild über den Bonitätstrend des Schuldners ab, aus dem frühzeitig zu erkennen ist, ob es zu einer Verschlechterung oder einer Verbesserung der Bonität kommt.

Sollte die Änderung der Bonität mit einer Verschlechterung des Ratings verbunden sein, kann das Portfoliomanagement vor der wirklichen Herabstufung reagieren und den entsprechenden Titel veräußern. Demgegenüber erkennt das Portfoliomanagement ebenso Emittenten frühzeitig, bei denen mit einer Verbesserung der Bonitätsnote zu rechnen ist bzw. ob sich ein positiver Bonitätstrend abzeichnet.

Die bestehenden Portfolios werden bei der AMF Capital mit Hilfe eines hauseigenen Systems dauerhaft überwacht, um für den Kunden das Risiko zu minimieren und es zu ermöglichen, daraus einen sicheren Ertrag zu erwirtschaften. Damit Rendite und Risiko in Einklang stehen.



Die französische Gesellschaft Wendel wurde im Juli 2014 von der Rating Agent S&P auf BBB- hochgestuft. Der Kurs der Anleihe sprang in wenigen Monaten über 7 Prozentpunkte nach oben.



Maßnahmen der Notenbanken erhöhen die Volatilität an den Rentenmärkten



Es war wohl zu erwarten.

In der Vergangenheit – vor dem Beginn der Finanzmarktkrise im Jahre 2008 und dem damals begonnenen Null-Zins-Zyklus der Europäischen Zentralbank (EZB) – lag der Renditeunterschied zwischen dem 3-Monats-Geldmarktsatz und der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe in der Regel zwischen 100 und 250 Basispunkten. Doch die Euro-Staatschuldenkrise hat in den letzten Jahren dazu geführt, dass die EZB zu ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen gezwungen wurde. So wurden die Auswirkungen der Krise auf die Kapitalmärkte verringert. Dazu gehörte zum einen die Senkung des Leitzins auf nahezu Null Prozent und die Beibehaltung dieses Niveaus für mehrere Jahre. Auch die Vergabe von mehreren 3-jährigen Zinstendern (LTRO) gehörte zu diesen ungewöhnlichen Maßnahmen: Banken erhielten langfristige Kredite, mit denen sie Staatsanleihen kaufen konnten. Hinzu kam die Versicherung aus dem Jahre 2012, dass die EZB „alles notwendige tun würde“, um den Euro zu erhalten – also notfalls auch Staatsanleihen zu kaufen. Dies stabilisierte damals den Finanzmarkt dann auch erfolgreich („Draghi-Effekt“).

All diese Maßnahmen führten zu einer Liquiditätsschwemme an den Kapitalmärkten und somit zu fallenden Renditen. Als letztes brachte EZB-Präsident Mario Draghi im Sommer 2014 die Möglichkeit in Spiel, dass die EZB ein Kaufprogramm für Staatsanleihen – nach japanischem und US-Vorbild (Quantitative Lockerung/Easing) – auflegen könnte.

Die Erwartung dieses Kaufprogramms führte zu weiteren Käufen an den Rentenmärkten, die sich aber nicht nur auf Staatsanleihen

beschränkten. So wichen Anleger auf der Jagd nach Rendite weiterhin auf Finanz- und Unternehmensanleihen aus. So fiel die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe von 1,94 Prozent im Januar 2014 auf 0,05 Prozent Mitte April 2015. Das bedeutet einen Kursgewinn von nahezu 17 Prozent. Noch stärker war der Anstieg bei Anleihen aus den Peripheriestaaten. So fiel die Rendite der 10-jährigen spanischen Staatsanleihe im gleichen Zeitraum von 3,78 auf 1,05 Prozent – ein Kursgewinn von nahezu 23 Prozent. Gestört wurde der Trend nur durch immer wiederkehrende Sorgen über den Erfolg der von den Peripheriestaaten eingeleiteten Sanierungsmaßnahmen – besonders denen von Griechenland.

Doch mit derartigen Wetten kommen auch vermehrte Risiken. Das bekamen Anleger Mitte April dieses Jahres erneut zu spüren: Nachdem im Januar 2015 die EZB mitteilte, dass sie ihr Staatsanleihen-Kaufprogramm ab März starten und bis September 2016 für monatlich rund 60 Milliarden Euro Wertpapiere erwerben würde, sanken die Renditen bis zu dem Punkt, an dem schon spekuliert wurde, ob die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe auf unter Null Prozent fallen könnte. So bedarf es nur noch der Aussage des bekannten ehemaligen Pimco-Managers Bill Gross, dass der „Short“-Verkauf von Bundesanleihen eine sichere Wette sei, um Anleger dazu zu bringen, Gewinne auf ihre Wertpapierbestände zu realisieren. Dass Bill Gross zwar zugefügt hatte, dass der Zeitpunkt für diese Wette erst nach Beendigung des Kaufprogramms Sinn machen

würde, wurde von diesen Anlegern sicherlich überlesen. Als Ergebnis schnellten die Renditen der Staatsanleihen kräftig in die Höhe, diejenige der 10-jährigen Bundesanleihe erreichte innerhalb von eineinhalb Monaten sogar den (bisherigen) Jahreshöchststand von 1,05 Prozent. Verstärkt wurde die Volatilität dann auch durch die Sorge vor einem möglichen Austritt Griechenlands aus der Euro-Zone – dem GRexit – und dem Effekt, den solch ein Austritt auf die Finanzmärkte hätte. Viele Marktteilnehmer empfanden dabei die Verhandlungen zwischen der griechischen Regierung und der Troika aus IWF, EZB und Europäischer Kommission als nervenaufreibendes „Pokerspiel“. Gerade die als erratisch erscheinende Verhandlungsstrategie seitens der griechischen Regierung verstärkte die Kursausschläge an den Finanzmärkten kräftig und beunruhigte somit die Anleger noch weiter. Trotz der Versicherungen durch die Finanzminister der Eurozone und die EZB, dass ein Grexit „nicht ansteckend sei“ und keine wesentlichen Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben würde, stiegen die Renditeaufschläge der Staatsanleihen der Peripheriestaaten erneut an. Denn einerseits hatte es bisher keine Pleite eines EURO-Mitgliedstaates gegeben, andererseits

konnten die Organisationen der Eurozone auch nicht konkret mitteilen, was sie zu tun gedenken, solange das Schicksal Griechenlands noch offen ist.

Während diesseits des Atlantiks die EZB jedoch den Finanzmärkten mitteilte, dass sie auch weiterhin ihre expansive Geldpolitik für geraume Zeit fortführen würde und sich die Märkte in Zeiten einer Niedrigzinspolitik an eine höhere Volatilität gewöhnen müssten, wird in den USA noch immer gerätselt, wann die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) zum ersten Mal seit Dezember 2008 ihren Leitzins anheben wird. Auch wenn ein Anheben dieses Leitzinses nicht ein Ende des Null-Zins-Zyklus der USA bedeuten würde, belastet auch diese Diskussion die Finanzmärkte. Während einige Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed (FOMC) eher einen Zinsschritt im nächsten Jahr anstreben (was auch vom IWF gewünscht wird), scheint Fed-Präsidentin Janet Yellen im Augenblick einen Schritt noch in diesem Jahr zu bevorzugen. Jedoch – wie sie sagt – nur, um einer Überreaktion der Finanzmärkte zu einem späteren Zeitpunkt vorzubeugen.



Angesichts der enormen Liquiditätsschwemme und der historisch niedrigen Renditen bei Anleihen mit bester Bonität waren bis Mitte April viele Anleger sowohl auf Emittenten aus den Peripheriestaaten als auch auf Emittenten mit schlechterer Bonität ausgewichen, was zu einer weiteren Einengung der Renditeaufschläge geführt hat. Die Anleihen dieser Schuldner haben bei der Markt-Korrektur auch weniger gelitten und sind daher auch wenig kräftiger im Kurs gefallen als die Staatsanleihen; dies wiederum hat zu einer weiteren Einengung der Creditspreads geführt.

Das Niedrigzinsumfeld der Eurozone hat aber auch dazu geführt, dass vermehrt große, internationale Schuldner den Euro-Rentenmarkt zum ersten Mal aufgesucht haben, um sich Kapital zu besorgen. Zu diesen gehörten z. B. neben staatlichen chinesischen Eisenbahnunternehmen und Versorgern auch US-amerikanische Gesellschaften, wie Ely Lilly, Apple, usw.. Für den Investor bedeutete das eine hervorragende Möglichkeit, das Anleiheportfolio noch weiter zu diversifizieren. Gleichzeitig waren Emissionen dieser „Neulinge“ häufig sehr generös gepreist, um eine gute Platzierung zu gewährleisten. Das führte dann häufig zu erfreulichen Kursgewinnen bei deren Neuemissionen. Doch auch bei diesen Neuemittenten ist ein Bonitätsmanagement sehr wichtig, wenn man einerseits böse Überraschungen zu einem späteren Zeitpunkt verhindern und mögliche Chancen, die sich bei Bonitätsverbesserungen bieten, nutzen möchte.

Gerade die volatilen Bewegungen der letzten sechs Monate haben erneut bewiesen, dass Bonitätsmanagement wesentlich wichtiger geworden ist als z. B. Laufzeitenmanagement bei der Anlage in Renten. Je länger die Laufzeit, umso höher die Kursschwankungen. Je besser der Bonitätstrend, umso stabiler verhält sich die Anlage und umso höher sind die Gewinnchancen.

Chancen und Risiken

Auch wenn wir uns immer wieder wiederholen sollten: Wir gehen davon aus, dass der Leitzins in der Eurozone weiterhin auf dem niedrigen Niveau verharren wird und die Maßnahmen der Euro-Notenbank wieder zu fallenden Renditen am langen Ende der Zinsstrukturkurve führen werden.

Gleichzeitig wird die hohe Volatilität aber auch weiter anhalten. Dennoch sehen wir die erweiterten Renditeaufschläge bei den Staatsanleihen der Peripheriestaaten eher als Chance – vorausgesetzt, dass sich ein klareres Bild über die weitere Entwicklung in Griechenland abzeichnet. Insgesamt erwarten wir durch eine generelle Bonitätsverbesserung eine erneute Einengung von Unternehmensanleihen aus den Peripheriestaaten. Eine professionelle Bonitätseinschätzung wird dabei immer wichtiger.

Um die anhaltend hohe Volatilität und somit die Risiken in unseren Portfolios zu verringern, haben wir eine Duration von knapp unter vier Jahren vorgezogen und die Liquidität in den Portfolios auf nahezu 20 Prozent angehoben.

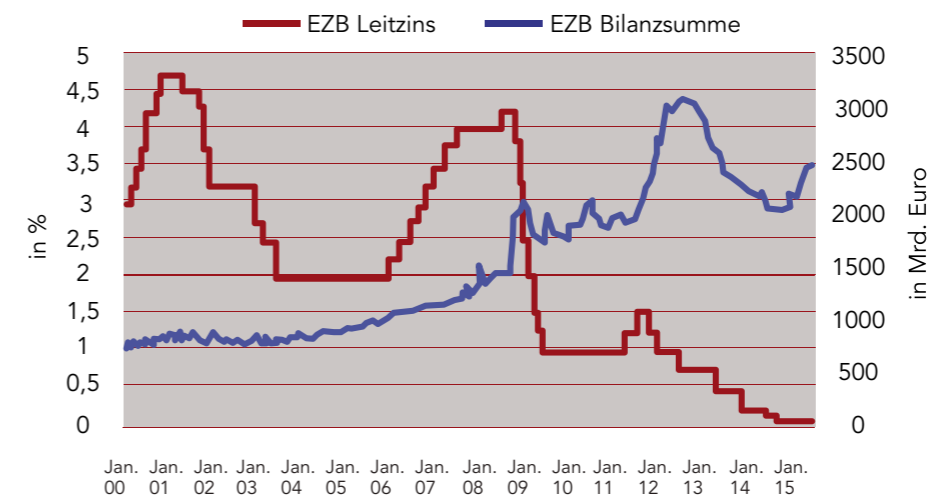
Unsere Prinzipien, die typisch für die AMF Capital sind, behalten wir bei:

- Wir achten auf die Veränderung der Qualität bei den Schuldnern (hohe Bonität).
- Wir erwerben nur liquide Wertpapiere (hohe Fungibilität).
- Wir streben die größtmögliche und breiteste Diversifizierung an.

So wollen wir weiterhin sicherstellen, dass das eingesetzte Kapital erhalten bleibt und eine positive Rendite erwirtschaftet werden kann.

Unsere Anlage-Prinzipien (Q-L-D) behalten wir bei:

- Wir achten auf die Veränderung der Qualität bei den Schuldnern (hohe Bonität).
- Wir erwerben nur liquide Wertpapiere (hohe Fungibilität).
- Wir streben die größtmögliche und breiteste Diversifizierung an.



Leitzins und Bilanzsumme der Europäischen Zentralbank seit 2000

Wussten Sie
eigentlich ...

Villeroy & Boch



„Unsere Marke ist älter als die Vereinigten Staaten unabhängig.“

Kanonen, das war der Anfang von Villeroy & Boch. Als das Unternehmen 1748 in Lothringen gegründet wurde, trug Francois Boch noch den Titel „Bombardier du Roi“, königlicher Kanonengießer. Gut, dass er damals mit seinen Söhnen den beruflichen Neuanfang wagte.

Mit Produkten aus dem Bereich Bad und Wellness sowie Tischkultur und Fliesen ist Villeroy & Boch heute in 125 Ländern vertreten. Dabei half die Innovationskraft, die Lifestyle-Kompetenz und eine konsequente strategische Ausrichtung an den Anforderungen des nationalen und internationalen Marktes, die von den Familienstämmen – Villeroy und von Boch – vorgelebt wurde und wird.

Denn auch heute noch sind die Gründerfamilien aktiv: Nicolas Luc Villeroy als Vorstand Tischkultur, Wendelin von Boch-Galhau als Aufsichtsratsvorsitzender oder Constantin von Boch als Vertriebsleiter Bad und Wellness in Nordamerika. Nur der Vorstandsvorsitzende, Frank Göring, ist zwar schon seit 1997 dabei, aber erst der zweite „Chef“, der nicht zur Familie gehört.

Grundlage für den jahrhundertlangen Erfolg

Forscher- und Erfindergeist, Flexibilität und das Erkennen von Änderungen und Erfordernissen des Marktes bildeten die Grundlage für einen jahrhundertlangen Erfolg – seit 1748: 1766 etwa baute das Unternehmen in der damaligen Provinz Luxemburg eine Manufaktur auf, deren Genehmigung zur Gründung die Kaiserin Maria

Theresia selbst erteilte. In diesem Werk in Septfontaines/Luxemburg führte die Familie Boch bereits eine erste frühindustrielle Serienproduktion ein. Ab 1791 verwendete das Unternehmen Kohle als Brennstoff, und die Experimente mit dem Dekor-Druck führten ab 1815 zum Kupferdruckverfahren – damals „state of the art“ und eine Möglichkeit, hochwertige Produkte dennoch preisgünstig anbieten zu können.

Am heutigen Stammsitz der Gesellschaft, einer ehemalige Benediktiner-Abtei in Mettlach/Saar, richteten die Bochs ab 1809 eine hochmoderne, weitgehend mechanisierte Geschirrfabrikation ein. Viele neue Fertigungsmaschinen konstruierten Familienmitglieder selbst, so dass die bis dahin noch weitgehend handwerkliche Keramikherstellung durch eine industrielle Produktion zunehmend abgelöst wurde – Villeroy & Boch als Vorreiter und Pionier.

1836 – Das Unternehmen Villeroy & Boch entsteht.

Die Werke der Unternehmer Boch und Villeroy lagen nicht weit voneinander entfernt. Hin und wieder trafen sich auch die beiden Konkurrenten, die über die Grenzen Deutschlands hinaus erfolgreich ihre Produkte vermarkteten. Doch um im europäischen Wirtschaftsgefüge – vor allem neben der dominierenden englischen Industrie - bestehen zu können, schlossen sie einen Fusionsvertrag. Die Stärken beider Seiten wurden gebündelt: gestalterisches Talent, Kaufmannsgeist, Innovationskraft und Produktionskapazität – einer der ersten „Global Player des 19. Jahrhunderts“ entstand.



Villeroy & Boch
1748

Angebotsanpassung und Firmenerfolg

Die Idee des Komplett-Angebots, heute Bestandteil der Unternehmensstrategie, lässt sich bis weit ins 19. Jahrhundert zurückverfolgen. 1843 begannen Villeroy & Boch mit einer attraktiven Sortimentserweiterung: Mit der Produktion von Gläsern konnte das Unternehmen sein Tischkultur-Angebot abrunden und verbesserte dadurch seine Marktchancen im In- und Ausland. Regelmäßig wurden alle deutschen Städte beliefert. Ab 1847 gingen größere Sendungen nach Paris, Warschau und London. Eine neue Anbindung an den Eisenbahnknotenpunkt Mannheim erleichterte den Export nach Moskau und St. Petersburg. Etwa ab 1850 gingen die ersten Ladungen über den Atlantik, nach Nord- und Südamerika.

Auch Zufälle eröffneten Geschäftschancen und wurden tatkräftig ausgebaut: Als Archäologen in der Nähe Mettlachs auf ein römisches Bodenmosaik stießen, wurden Familienmitglieder mit der Restaurierung des alten Mosaiks betraut. Inspiriert durch diesen archäologischen Fund begannen sie mit Materialexperimenten zur

Herstellung von Fliesen. Sie erarbeiteten ein Produktionsverfahren, das enorme Abriefefestigkeit mit extravaganter Ästhetik verband. Diese Fliesen, seit 1852 in Mettlach hergestellt, wurden als „Mettlacher Platten“ weltweit ein großer Erfolg.

Die Sanitärproduktion kam um 1870 in Schwung. Waschgeschirre produzierte das Unternehmen bereits seit Ende des 18. Jahrhunderts, nun wurden „Wasserleitungsgegenstände“ nachgefragt – Grundlage der modernen Hygiene.

Die Marke

Die Faszination der Marke ist auch in Deutschland ungebrochen: Eine Studie des IRIS-Instituts aus Düsseldorf belegt, dass Villeroy & Boch einen Bekanntheitsgrad von rund 90 Prozent hat („Der Faszinationsatlas“, ein „Who is Who“ der internationalen Markenartikel-Industrie). Dieser Studie zufolge gehört Villeroy & Boch zu den 50 faszinierendsten Marken, bei den Haushaltsmarken sogar zu den Top 5.

Vorlage für Bismarck

Als Unternehmer waren die Bochs Sozial-Pioniere des frühen 19. Jahrhunderts. In Septfontaines gründeten sie das Sozialwerk der Antonius-Brüderschaft. Die wesentlichen Elemente waren eine Kranken-, Unfall- und Invaliditätsversicherung sowie eine Pensionskasse. Es war eine umfassende Sozialversicherung, zu der die Mitarbeiter wie auch das Unternehmen Beiträge zahlten. Die Leistungen der Antonius-Brüderschaft gingen weit über das hinaus, was später Gesetz wurde. Sie diente 70 Jahre später dem Reichkanzler von Bismarck zum Vorbild bei der Ausarbeitung der ersten deutschen Sozialversicherung.

ren. Mit hochwertigen Wellness-Produkten wie Bade- und Duschwannen, Whirlpools, usw. komplettiert Villeroy & Boch sein Angebot im Rahmen der Strategie des „Bades aus einer Hand“.

2005 – Villeroy & Boch erhält den „Innovationspreis der deutschen Wirtschaft“

Das Unternehmen stellt für uns ein klassisches Beispiel für langfristigen, dauerhaften Firmenerfolg dar. Dessen Philosophie passt sehr gut zu unseren eigenen Grundsätzen. In unserem Fonds AMF Family & Brands Aktien halten wir das Unternehmen daher seit langer Zeit. Die Eigentümerfamilien, die alle Stammaktien besitzen, sind engagiert genug, um den Unternehmenserfolg in den Vordergrund zu stellen, flexibel genug, um auf Nachfrage- und Marktänderungen zu reagieren, und kreativ genug, um Änderungen im Anforderungsprofil ihrer Produkte umsetzen zu können.

Alles für den komplett gedeckten Tisch, also Geschirr, Gläser, Besteck, Tischwäsche und eine Vielzahl an Tisch- und Wohnaccessoires sowie Geschenkartikel, gehört zum Produktspektrum des Unternehmensbereichs Tischkultur, der auch in den Bereichen Hotellerie, Gastronomie und Werbemittel erfolgreich agiert. Über umfangreiche Tableware-Sortimente und individuelle Serviceleistungen hinaus wird das Unternehmen seiner Rolle als Lifestyle-Experte auch im Hotel- und Restaurant-Bereich gerecht.

Der Unternehmensbereich Bad und Wellness beinhaltet heute eine breite Skala an Sanitärkeramik-Kollektionen, Armaturen, Badmöbeln, Bad-Accessoires und Spülen. Konsumenten wie auch Architekten und Planer können ihre Ideen und Raumkonzepte – unter technischem wie gestalterischem Aspekt – bis ins Detail realisie-



