

# Finanzmarkt IM FOKUS

AKTUELLE INFORMATIONEN ZUM KAPITALMARKT

SEPTEMBER 2013

## ■ ■ ■ Die neue Gerechtig- keitsdebatte

Auswirkung von  
Staatsverschuldung  
und Umverteilung  
auf den Kapitalmarkt.



Plato, Griechischer Philosoph, ca. 428-347 v. Chr., Vordenker der Gerechtigkeitsdebatte

Rentenmärkte: Zinskurven werden steiler  
Aktienmärkte: Makro läuft Micro davon  
Afrika: Die besseren Schwellenländer?



AMF CAPITAL AG



# Editorial

Verehrte Leserin, verehrter Leser,

zusammen mit meinen langjährigen und verdienten Mitarbeitern haben wir eine neue Vermögensverwaltungsgesellschaft gegründet, die in einer gleichberechtigten Partnerschaft die neue Firma führen wird. Wenn Menschen motiviert und erfolgreich miteinander arbeiten wollen, muss die „Chemie untereinander“ stimmen und das gegenseitige Vertrauen vorhanden sein. Das ist aus unserer Sicht die Voraussetzung dafür, dass wir in der Zusammenarbeit als Partner die gesetzten Ziele unserer Kunden auch weiterhin erreichen sowie neue Ideen umsetzen werden. Wir sind davon überzeugt, dass mit der neuen AMF Capital AG dafür gute Voraussetzungen geschaffen wurden. Dabei wissen wir, dass gerade am Anfang vieles nicht so läuft, wie vorgestellt. Das betrachten wir jedoch als Herausforderung und gleichzeitig als große Chance, von der am Ende unsere Kunden profitieren werden.

Bei unserem neuen Auftritt haben wir uns ein modernes und dynamisches Logo gewählt, ohne auf den Bullen zu verzichten. Denn bekanntermaßen steht dieses Symbol für Unternehmertum und Optimismus.

Um etwas Neuartiges zu schaffen, sind viele kleine Schritte notwendig. Wir haben das Bestreben, für unsere Kunden Dienstleistungen mit einem solchen Engagement zu erbringen, die im Ergebnis – wie in der Vergangenheit auch – zu einer jahrzehntelangen Kundenzufriedenheit führen. Nur daran werden wir uns messen lassen.

Neben vielen kleineren Verbesserungen arbeiten wir auch daran, eine neuartige Fondsfamilie zu entwickeln, die das Beste aus familien- und mittelständisch geführten Unternehmen sowie Unternehmen mit hohem Markenwert für unsere neuen Renten- und Aktienfonds herausholt. Zusätzlich arbeiten wir mit einem spezialisierten Nachhaltigkeitsexperten auch an einem neuartigen „Rentenkonzept Plus“. Die Basis und damit die Konstante unserer neuen Fondskonzepte bilden nach wie vor die alten und bewährten Investmentgrundsätze, für die wir stehen:

- Vermögenserhalt, darauf aufbauend ein auskömmlicher Ertrag,
- Fundamentale Analyse und eine auf einen gesunden Menschenverstand und Erfahrung basierende Weltsicht,
- Vermeidung unnötiger Risiken.

Und: Auch zukünftig erhalten Sie von uns unsere Einschätzungen zu den Finanzmärkten in Form von regelmäßig erscheinenden Publikationen, entweder per Post oder per eMail.

Heute halten Sie die erste Ausgabe unserer neuen Publikation „Finanzmarkt im Fokus“ in den Händen und ich würde mich freuen, wenn Sie Ihnen gefällt. Wir sind gespannt auf Ihre Anregungen und Kritiken.

Ihr  
Johannes Führ



„Wenn Menschen motiviert und erfolgreich miteinander arbeiten wollen, muss die Chemie untereinander stimmen und das gegenseitige Vertrauen vorhanden sein.“

# Impressum

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

Oliver Heidecker

## Herausgeber

AMF Capital AG

Grüneburgweg 16-18, 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. Weitere rechtliche Hinweise finden Sie unter [www.amf-capital.de](http://www.amf-capital.de).

Datum der ersten Veröffentlichung:  
September 2013

## Bildnachweis

istockphoto.com

shutterstock.com

fotolia.de

## Druck und Verarbeitung

Braun & Sohn, Maintal



# Inhaltsverzeichnis

■ ■ ■	<b>Leitartikel</b> Die neue Gerechtigkeitsdebatte und die Folgen für Kapitalanleger	7
■ ■ ■	<b>Rentenmärkte</b> Die Zinsstrukturkurven werden steiler – doch der Leitzins bleibt niedrig	11
■ ■ ■	<b>Aktienmärkte</b> Makro läuft Mikro voraus	13
■ ■ ■	<b>Emerging Markets</b> Afrika – die besseren Schwellenländer?	17
■ ■ ■	<b>Marktüberblick</b> Rohstoffe & Commodities	21
■ ■ ■	<b>Finanzmarktanalyse</b> Die Bedeutung von Bonitätsmanagement heute	23

## Die neue Gerechtigkeitsdebatte und die Folgen für Kapitalanleger



**Eine Frage der Gerechtigkeit? Überall findet man Webseiten von Aktivisten, die den Vorzug der „Um-FAIR-teilung“ preisen und die reichen Kapitalanleger als Schuldige für Ungerechtigkeit und Krisen ausgemacht haben. Was steckt hinter den Argumenten und wohin führt die neue Gerechtigkeitsdebatte Europa?**

Beim heutigen Thema „Gerechtigkeit“ wird aus Sicht vieler Experten vor allem der Glaube zum Ausdruck gebracht, es bestünde ein Grundrecht auf Umverteilung. Im Vordergrund der Diskussion steht dabei meist nur, was der Einzelne im Sinne von ausgleichender und verteiler Gerechtigkeit vom Staat zu erwarten habe. Grundpflichten eines Bürgers werden in der aktuellen Diskussion und auch im Grundgesetz der Bundesrepublik dagegen nicht erwähnt. Die hohe Zustimmung in der Bevölkerung beispielsweise zum Thema Vermögenssteuer bestätigt diese These.

Aufgrund des hohen Populismusfaktors der Diskussion wird das Thema Gerechtigkeit und

Umverteilung auch über den Bundestagswahlkampf hinaus die deutsche Politik bestimmen. Dabei wird die Debatte der Besteuerung von Vermögen und Kapital nach wie vor als Grundsatze debatte geführt, und wie so häufig bei dieser Art von parteipolitischen Debatten wird die tatsächliche wirtschaftliche Situation sowie deren langfristigen Folgen übersehen.

Da das Thema Vermögenssteuer nicht nur mit wirtschaftlichen Nachteilen, sondern auch mit sehr hohen Kosten verbunden ist (siehe Box S.8), wird sich die Gerechtigkeitsdebatte aus unserer Sicht nach der Bundestagswahl auf höhere Spitzensteuersätze und auf die Besteuerung von Kapitalerträgen verlagern. Bei der Erhöhung des Spitzensteuersatzes wird aber insbesondere der deutsche Mittelstand getroffen, die ihre Firmen überwiegend als Personengesellschaften führen. Unabhängig vom Wahlausgang in Deutschland haben wir in Europa – und nicht nur dort – eine strukturelle Überschuldung.

Angesichts der bestehenden politischen Verhältnisse fragen sich immer mehr Anleger, in welcher Form und zu welchem Zeitpunkt diese noch steigende Überschuldung abgebaut werden wird. Letztendlich stehen ja dazu nur

**Schon die alten Griechen debattierten über das Thema Gerechtigkeit.**

In seinem Werk „Politeia“ befasste sich Plato mit dem Aufbau eines idealen Staates und mit der Frage von persönlicher und staatlicher Gerechtigkeit. Dort bezeichnete Plato Gerechtigkeit im Staat als den Zustand mit Pflichten und Aufgaben, die jeder Einzelne je nach seinen Fähigkeiten zum Wohl des Staates zu erbringen hat. Er definierte diese Gerechtigkeit mit den Worten, wonach jeder „das Seine tut und hat“

bzw. dass jeder „weder Fremdes zugeteilt noch ihm das Seinige“ genommen werde. Plato kombinierte hierbei die persönliche Freiheit mit der Gerechtigkeit, stellt aber vor allem klar, dass im Staat Gerechtigkeit nicht Gleichheit bedeutet.

Damit unterscheiden sich Plato und andere Philosophen, wie z. B. Sokrates, grundlegend von der heutigen Diskussion, bei der Gerechtigkeit heute völlig anders interpretiert wird, als vor 2500 Jahren.





die bekannten Mittel, wie Inflation, Enteignung, finanzielle Repression oder Moratorien, zur Verfügung. Parallel zu den steigenden Staatsschulden ist ein deutlicher „Linksruck“ in der Steuerpolitik erkennbar, der seine Berechtigung natürlich auch aus der Gerechtigkeitsdebatte ableitet.

Vergessen wird dabei, dass eine Erhöhung der Steuern auf Kapital und Kapitalerträge weitreichende Folgen für die Wirtschaft, die Versicherungen, Pensions- und Finanzindustrie sowie für die Private Vorsorge und Renten haben werden. Schon jetzt sind die Erträge auf Kapitalanlagen durch die Niedrigzins- und Nullzinspolitik der Notenbanken in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen.

### **Ein verschärftes Steuerrecht wird weiteren Druck auf die Nettoerträge legen.**

Alternative Vermögensklassen am Kapitalmarkt, wie z. B. der in den deutschen Großstädten boomende Immobilienmarkt, könnten durch die bereits beschlossene höhere Grunderwerbsteuer und allgemein geforderte neue „Mietbremse“ schnell an Attraktivität verlieren.

Außerdem besteht bei immobilien Vermögenswerten immer die Möglichkeit von Sonderbesteuerungen. An die laufende Erhöhung von Grund- und Grunderwerbsteuer haben sich die Bürger bereits gewöhnen müssen.

Inzwischen sind die bekannten Steuersparmodelle, wie z. B. Schiff- oder Filmfonds, entweder von den Steuerbehörden kalt gestellt oder von der freien Marktwirtschaft überrollt worden. Da von Seiten der Regierung keine neuen steuersparenden Anlagemodelle zu erwarten sind, werden Kapitalanleger entweder versuchen höhere Nettoerträge durch höheres Risiko zu erwirtschaften oder müssen sich mit niedrigeren Erträgen oder oftmals mit Minuserträgen zufriedengeben.

Dies stellt vor allem die Versicherungs- und Vorsorgebranche vor ein sehr ernst zu nehmendes Problem. Gerade die deutsche Kundschaft erwartet immer noch Nettoerträge von 4 Prozent pro Jahr und mehr. Hinzu kommt die Erkenntnis vieler kleinerer Anleger, dass sich eine Private Vorsorge sowieso nicht lohnt.

**Demonstranten mit einem Banner bei Blockupy im Frankfurter Bankenzentrum im Juni 2013**

### Wozu sparen, wenn man im Rentenalter nur die staatlich verordnete Einheitsrente beziehen wird?

Auch neue Finanzmarktregeln erschweren die Suche nach Rendite. Die Risikoklassifizierung durch Solvency II festigte zwar die Bindung der institutionellen Kapitalanleger an Staatsanleihen – was aus Sicht der Regierungen sicher wünschenswert ist, reduziert aber im momentanen Zinsumfeld auch weiter die Ertragsmöglichkeiten.

### Welche Alternativen gibt es für den Kapitalanleger?

Für mehr Rendite gibt es aus unserer Sicht zwei Ansätze: Dem höheren Risiko muss man durch eine noch breitere Diversifikation entgegen treten und dabei gleichzeitig die Liquidität der einzelnen Investition beachten. Das bringt den Fokus auf gesunde, ertragsstarke und ausschüttungsorientierte Werte. Beides gilt für Renten wie für Aktien.

Die Zinspolitik der großen Notenbanken erfordert zwar weiterhin ein aktives Durationsmanagement, aber das Bonitätsmanagement entscheidet letztendlich über das Gesamtergebnis. Eine attraktive Rendite wird nur durch eine breite Mischung verschiedener Emittenten möglich sein, bei denen sich die Bonität nicht verschlechtert, sondern sich im Gegenteil hält

oder tendenziell verbessert. Denn mit der Bonitätsverbesserung winkt ein kräftiges Kurspotential.

Von daher legen wir nach wie vor unseren Schwerpunkt auf Unternehmensanleihen und Aktien von Familien- und Unternehmergeführten Gesellschaften. Darüber hinaus favorisieren wir die großen Markennamen bzw. Top Brands der Welt. Beide Bereiche beinhalten überdurchschnittlich viele sehr ertragreiche Unternehmen, oft verbunden mit einer hohen Ausschüttungsquote. Für den Anleger werden Kontinuität und nachhaltiges Wirtschaften zu entscheidenden Faktoren. Globale Marken sind verbunden mit starker Marktposition, loyaler Kundenstruktur, berechenbarer Unternehmensentwicklung und – je nach Branche – auch mit Stabilität in jedem Wirtschaftszyklus. Daneben sollte der Bereich der Mittelständischen Anleihen zur Beimischung in Betracht kommen.

Durch den Fokus auf Familien- und Unternehmergeführte Gesellschaften sowie auf die großen Markennamen erhöht man die Wahrscheinlichkeit, in langfristig orientierte und nachhaltig wirtschaftende Unternehmen zu investieren, was das Risikoprofil des Portfolios zusätzlich positiv beeinflussen sollte.

### In Deutschland wurde die Vermögenssteuer 1995 vom Verfassungsgericht ausgesetzt und 1996 zuletzt erhoben.

Um das Steueraufkommen der Länder auszugleichen, stieg unter anderem die Grunderwerbsteuer von 2,0 Prozent auf zunächst 3,5 Prozent. Seit 2007 gab es weitere Erhöhungen, die den Steuersatz für Grunderwerb je nach Bundesland auf aktuell bis zu 5,5 Prozent brachten.

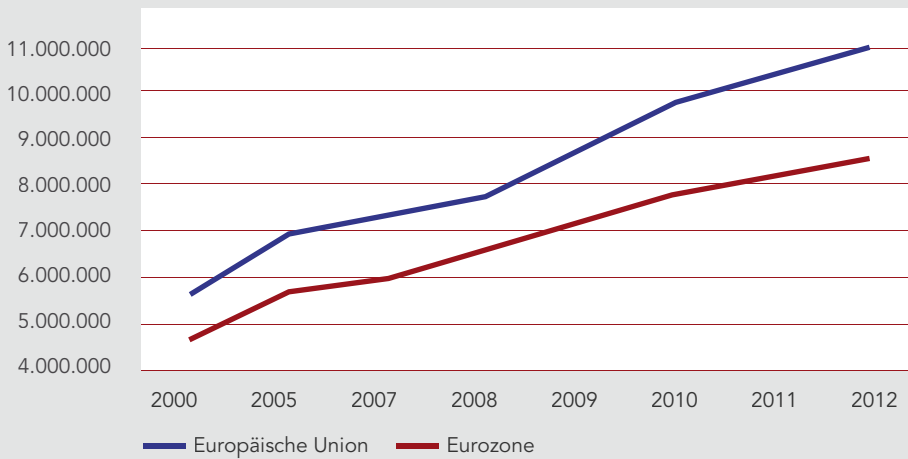
Ab 1. Januar 2014 wird der Steuersatz in einigen Bundesländern auf 6,5 Prozent steigen. Durch die Grunderwerbsteuer konnte die Bundesrepublik Deutschland im Jahr 2012 etwa 7,4 Milliarden Euro Einnahmen verbuchen. Im Vergleich dazu brachte die letzte Vermögenssteuer der Bundesrepublik 1996 Einnahmen in Höhe von 9 Milliarden D-Mark. Bei der Debatte um die Einführung einer Vermögensbesteuerung in Deutschland geht es also nicht darum, alte fehlende Steuereinnahmen wieder zu beleben, sondern in erster Linie um die Gerechtigkeitsdebatte, ob und wie hoch Vermögen für der Finanzierung des Staatshaushaltes

herangezogen werden sollen. Allgemein wird erwartet, dass bis zu 30 Prozent der Einnahmen der Vermögenssteuer durch deren Verwaltung verschlungen werden wird. Dazu kommen die wirtschaftlichen Folgen bei der Besteuerung von Unternehmensvermögen, die aus der Substanz – auch in schlechten Jahren – eine Abgabe erbringen müssten.

Der wirtschaftliche und steuerliche Vorteil einer Vermögenssteuer bleibt daher stark umstritten. Auch die Folgen für den Konsum werden heiß diskutiert. Selbst wenn laut Umfragen über 70 Prozent der Bevölkerung die Einführung einer Vermögenssteuer befürworten, sehen wir nach der Bundestagswahl allein aufgrund des gesunden Menschenverstands, der auch in der Politik vorkommen soll, keine unmittelbare Einführung einer Vermögenssteuer. Die Diskussion über mehr Gerechtigkeit wird sich daher auf höhere Spitzensteuersätze und auf die Besteuerung von Kapitalerträgen verschieben.

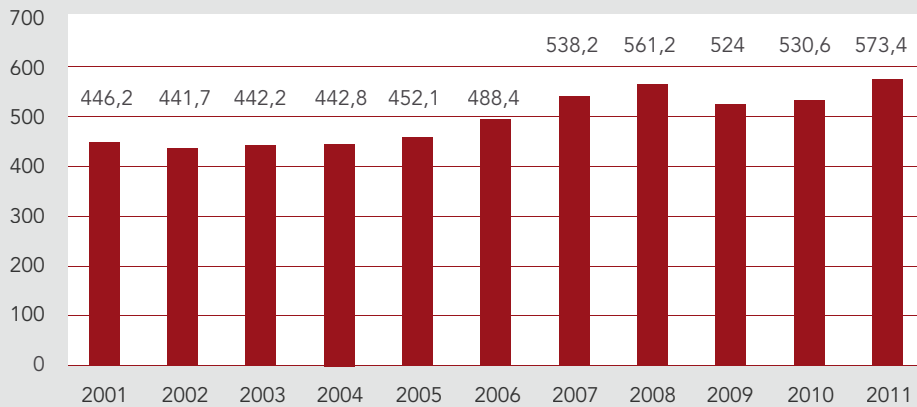


## Staatsschulden (Nominalwert; in Millionen Euro)



Quelle: EuroStat, eigene Darstellung

## Entwicklung der Steuereinnahmen insgesamt in den Jahren 2001 bis 2011 (in Mrd. Euro)



Quelle: Bundesministerium der Finanzen, eigene Darstellung

# Rentenmärkte

Die Zinsstrukturkurven werden steiler  
– doch der Leitzins bleibt niedrig



**Die Volatilität an den Rentenmärkten, die uns schon seit geraumer Zeit begleitet, scheint auch weiterhin anzuhalten.**

Während die Europäische Zentralbank im Mai ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf den historischen Tiefstand von 0,50 Prozent absenkte und weitere mögliche Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft ankündigte, versicherte auch die US-Notenbank Federal Reserve, dass sie ihren Leitzins noch für geraume Zeit auf dem niedrigen Niveau belassen werde. Diese geldmarktpolitischen Maßnahmen führten zur Stabilisierung des kurzen Endes der Zinsstrukturkurve. Doch die aufkommende Diskussion über den Zeitpunkt der Abkehr von der Quantitativen Lockerung seitens der US-Notenbank („tapering“) sorgte für einen kräftigen Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen am langen Ende der Zinsstrukturkurve.

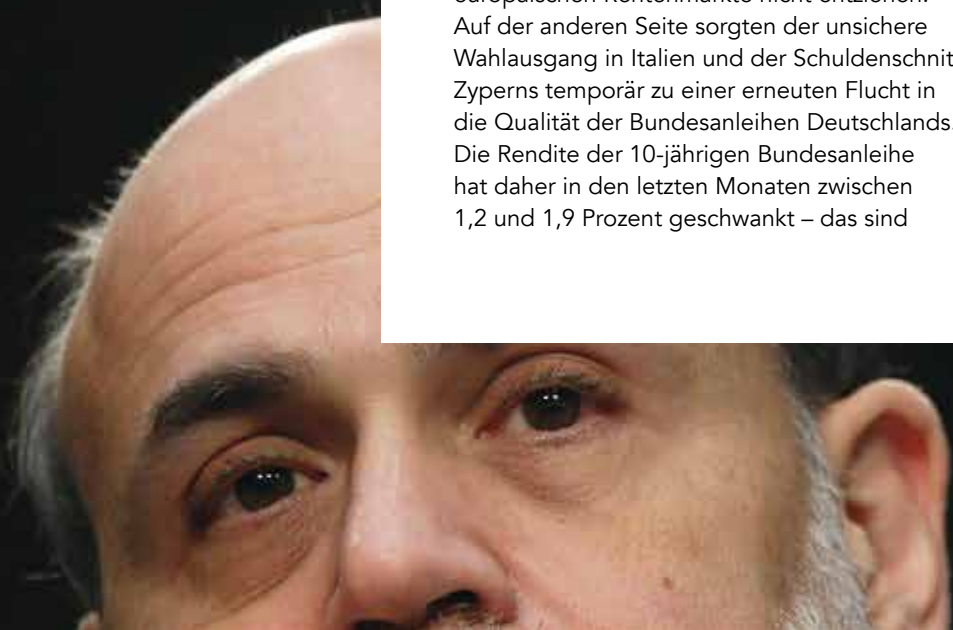
So stieg die Rendite der 10-jährigen US-Treasury-Anleihe von ihrem Jahrestiefstand im Mai von 1,6 Prozent auf über 2,9 Prozent im August. Diesem Trend konnten sich auch die europäischen Rentenmärkte nicht entziehen. Auf der anderen Seite sorgten der unsichere Wahlausgang in Italien und der Schuldenschnitt Zyperns temporär zu einer erneuten Flucht in die Qualität der Bundesanleihen Deutschlands. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe hat daher in den letzten Monaten zwischen 1,2 und 1,9 Prozent geschwankt – das sind

über 3 Prozentpunkte im Kurs. Dennoch waren die Kurssprünge, die durch die zeitweise ausgelöste Flucht in die Sicherheit der Bundesanleihen ausgelöst wurden, nicht mehr so kräftig wie zu Beginn der Euro-Staatssschuldenkrise. Damals waren Griechenland, Irland und Portugal gezwungen, sich unter den Schutz der Euro-Rettungsschirme zu begeben. Kursverfälle bei den Anleihen Italiens und Spaniens waren kurzfristiger Natur und wurden häufig durch anschließende Gegenbewegungen an den Märkten wieder wettgemacht.

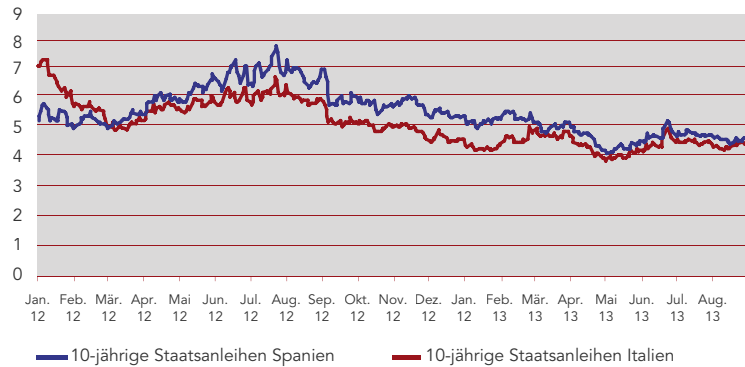
Von dieser Entwicklung konnten sich auch Finanztitel und Unternehmensanleihen nicht abkoppeln. Gleichzeitig jedoch machten sich die gewaltigen Liquiditätsinjektionen der Notenbanken weiterhin bemerkbar. Die Suche der Anleger nach risikoarmen Anlagen mit gleichzeitig attraktiver Rendite führte erneut zu einer Einengung der Credit Spreads. Angesichts unattraktiv niedriger Renditeaufschläge haben aber auch risikoreichere Anlagen von dem anhaltenden Investitionsbedarf profitiert. So sind erneut die Credit Spreads von Unternehmensanleihen aus den Peripheriestaaten und die vieler Mittelstandsanleihen geschrumpft.

Die Unsicherheit an den Finanzmärkten hat jedoch auch zu einer Drosselung der Aktivitäten am Neuemissionsmarkt gesorgt. Viele Emittenten bevorzugen, ihre Anleihen an Tagen mit geringer Volatilität in den Markt zu bringen, um eine sichere Platzierung zu gewährleisten. Besonders der Neuemissionsmarkt für Mittelstandsanleihen verzeichnete einen Aktivitäts-

**Ben Bernanke, Chef der Federal Reserve Bank der Vereinigten Staaten von Amerika, dessen Amtszeit im Januar 2014 enden wird.**



## Renditen in Italien und Spanien nehmen ab



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

rückgang. Sicherlich trugen weitere negative Schlagzeilen von Unternehmen aus dem Bereich der erneuerbaren Energien dazu bei, dass sich mögliche neue Emittenten erst mal zurückhielten.

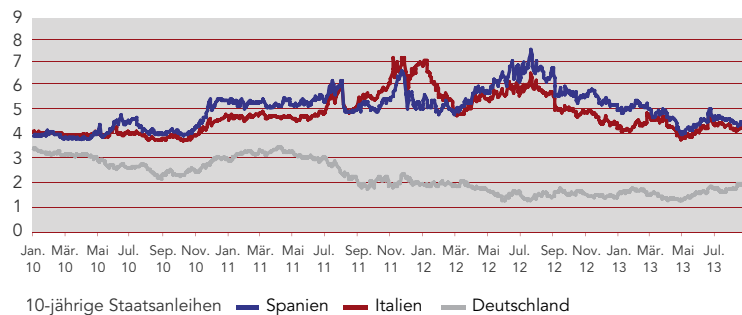
### Wir rechnen damit, dass die Volatilität an den Rentenmärkten weiter anhalten wird.

Um diese Volatilität in unseren Portfolios zu verringern, ziehen wir nach wie vor eine Duration von knapp über vier Jahren vor und bevorzugen Unternehmensanleihen, bei denen die nachhaltig positive Entwicklung der Bonität deutlich erkennbar ist. Diese Chance sehen wir gegenwärtig immer noch im Bereich der Unternehmensanleihen aus den südeuropäischen Staaten. Auch aus Transparenzgründen ziehen wir nach wie vor Corporate Bonds vor.

### Unsere Prinzipien behalten wir bei:

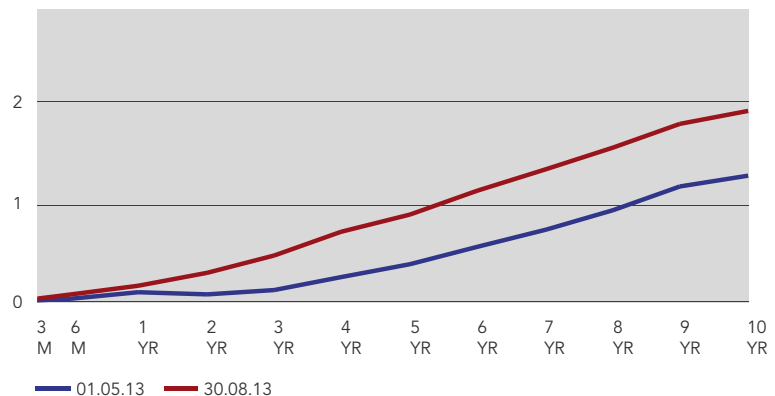
Auf die Veränderung der Qualität bei den Schuldnern achten (hohe Bonität), nur liquide Wertpapiere erwerben (hohe Fungibilität), und die größtmögliche und breiteste Diversifizierung beibehalten, um weiterhin sicherzustellen, dass das eingesetzte Kapital erhalten bleibt und eine positive Rendite erwirtschaftet werden kann.

## Renditen in Spanien, Italien und Deutschland laufen zusammen



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

## Zinsstrukturkurve in Deutschland



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

11-21 →

WALL

## Aktienmärkte

Makro läuft Mikro voraus



**Mit dem Verlauf des Börsenjahres 2013 konnten Anleger bisher sehr zufrieden sein. Die globalen Zahlen zum Wirtschaftswachstum verbesserten sich, Investoren lenkten mehr Kapital an die Aktienmärkte.**

Aktienindizes in den entwickelten Märkten handeln derzeit oft nahe ihren Höchstständen – trotz einer insgesamt weniger inspirierenden Berichtssaison im zweiten Quartal. Der S&P-500-Index stieg seit Jahresbeginn um mehr als 14 Prozent, in Deutschland legte der DAX-30-Index rund 500 Punkte zu, im Mai erreichte er ein Allzeithoch bei fast 8.558 Punkten. Seitdem geht es mit den Kursen allerdings nicht weiter nach oben. Per 30. August stehen trotzdem immerhin rund 6,5 Prozent Kurssteigerung im DAX-30-Index und sogar mehr als 20,5 Prozent Zugewinn bei den geringer kapitalisierten MDAX-Titeln zu Buche – wenn auch mit zwischenzeitlichen Turbulenzen. Die Bewer-

tungskennzahlen sind mittlerweile nicht mehr wirklich „billig“, haben sich insgesamt aber auf ein Niveau entwickelt, welches die Erwartung einer bevorstehenden Gewinnerholung bei den Unternehmen der verschiedenen Volkswirtschaften diskontieren: Aber die Jahresveränderung der globalen Wirtschaftskraft steigt – erstmals seit drei Jahren – und die Daten der weltweiten Einkaufsmanger-Indizes deuten auf ein Wachstum von etwa +3,5 Prozent hin – nach der Einschätzung von „nur“ +2,7 Prozent noch im 2. Quartal.

Nicht ganz unschuldig an der positiven Entwicklung dürften die Zentralbanken gewesen sein. Liquidität und geldpolitische Rahmenbedingungen unterstützen weiter. Durch das Mittel der „lockeren Geldpolitik“ versprochen sie, ausreichend Geld zur Verfügung zu stellen, bis die Kredit- und Vertrauenskrise eines Tages überwunden sein wird. Die Angst vor einem Zusammenbruch der Währungsunion wurde somit in den Hintergrund gedrängt.



# ST

## Deutschland gilt weiterhin als sicherer Hafen.

Wenn Europa insgesamt unsicher erscheint, erfolgen Anlagen vorrangig bei den stärksten Volkswirtschaften: stark im Export, leistungsbereite Arbeitnehmerschaft, hochqualitative Produkte. Deutschland profitiert zudem von der zunehmenden Wirtschaftskraft und somit Nachfrage aus den aufstrebenden Volkswirtschaften, speziell aus Asien. Nach sechs Rezessions-Quartalen in Euroland weisen die jüngsten Daten auf eine Wende hin.

Der August-ZEW-Index der Konjunkturerwartungen übertraf erneut die Prognosen und lieferte damit ein weiteres Signal für eine konjunkturelle Erholung in Deutschland. Interessant ist, dass sich seit Jahresbeginn die positive Entwicklung der Aktienkurse vor allem bei kleineren Kapitalgesellschaften und insgesamt stärker in Wachstumsunternehmen widerspiegelt – auch ein Zeichen für die Exportorientierung.

## Wann sich der Aufwärtstrend fortsetzt ist umstritten.

So blieben die Börsenumsätze über den Sommer vergleichsweise niedrig. Trotz Sommerlochs investierten in anderen Jahren relativ mehr Anleger in Aktien. Selbst ein steigender DAX-Index hob die Anlagebereitschaft nicht

wesentlich, obwohl tendenziell steigende Preise zu einer besseren Stimmung und damit zu höheren Börsenumsätzen führen – und umgekehrt. Und der negative Saldo der Insider-Transaktionen (Käufe minus Verkäufe) in Europa – wenn auch zeitweise stark dominiert von britischen Unternehmen oder US-Aktiengesellschaften mit Sitz in der Schweiz – ist ein Warnsignal. Gleichzeitig nehmen die Aktivitäten bei Firmenübernahmen (M&A – Mergers & Acquisitions), speziell mit Ende des zweiten Quartals und vor allem in den USA, zu – ein wiederum positives Signal.

Der Markt könnte von Anlegern zunehmend für ausgereizt gehalten werden, die Bereitschaft zu Gewinnmitnahmen demzufolge steigen. Ein Anstieg in die Nähe der Jahreshochs könnte dazu beitragen, lässt er doch die Marktbeurteilung „optisch teuer“ erscheinen. Möglicherweise ist dies auch schon die Angst vor dem Ergebnis der Bundestagswahl – wobei politische Börsen „kurze Beine haben“, also vergleichsweise wenig dauerhafte Auswirkungen zeigen. Allerdings verstärkt der aktuelle Saisonzyklus (der Monat September gilt traditionell als schwächster Börsenmonat) diesen schwächelnden Eindruck.

Der zweite Faktor liegt jedoch im Zinsumfeld begründet. Die Ankündigung von US-Notenbankchef Ben Bernanke, die Käufe der FED in US-Staatsanleihen zurückfahren zu wollen



(„tapering“), führte vor allem im Juni zu einer heftigen Korrektur bei Aktien, Rohstoffen und festverzinslichen Papieren.

Der Bondmarkt war ja auch jahrelang aufgepumpt worden. Die Ankäufe, allen voran die der FED, haben extrem viel Material vom Markt genommen. Viele (institutionelle) Anleger sind auf den Zug aufgesprungen und wollten (oder: mussten) nach der Bernanke-Ankündigung ihre Positionen abbauen. Bei dem vorherrschenden Mini-Zinssatz wirkte sich aber jeder kleine Zinsanstieg schon dramatisch aus: Bei einem Kupon von 7 Prozent können Anleger einen Zinsanstieg um 100 Basispunkte (=1 Prozentpunkt) verkraften, bei einem 1,5 Prozent-Kupon wirken sich schon 20 Basispunkte verheerend aus.

### All dies hat die Anleger für Entwicklungen am Zinsmarkt erneut sensibilisiert.

Besonders die institutionellen Investoren fürchten das Ende der großzügigen Notenbank-Liquidität – der geldpolitische Stimulus wird in Frage gestellt. Dabei scheint die Antwort, ob die Notenbanken tatsächlich nachhaltig den Fuß vom Gas nehmen werden, noch gar nicht gegeben. Eine solche Entwicklung wird jedoch wahrscheinlicher, wenn sich die konjunkturellen Vorzeichen weiter bessern. Denn tatsächlich verbessert sich der Ausblick für alle Regionen spürbar, am deutlichsten für die geschundene

Euroland-Region. Auch für die USA und für Japan erreichen die Gesamtindizes sowie die Erwartungswerte der wirtschaftlichen Entwicklung mehrjährige Höchststände.

Zugegebenermaßen sind steigende Zinsen und eine zurückgehende Liquidität keine guten Nachrichten für Aktien. Doch es scheint so, dass die Anleger die beschriebene Übergangssituation falsch interpretieren: Es gibt zunehmend Signale einer besseren Konjunktur.

Für ein Ende der Irritation gibt es zwei ultimative Extremszenarien: Wenn die Investoren erkennen, dass die Märkte auch mit weniger Notenbank-Stimulus auskommen oder aber wenn die Konjunkturoffnungen sich als haltlos erweisen.

Der Übergang – von einer zinsgetriebenen Aufwärtsbewegung hin zu einer konjunkturgetriebenen – war schon immer mit Störungen im Trendverlauf und Friktionen verbunden.

Eine Konsolidierung oder Korrektur ist deshalb durchaus möglich. Eine wirkliche Trendwende scheint aber aus heutiger Sicht derzeit nicht gegeben zu sein. Dies gilt auch, da mehrere Merkmale für ein Ende des Aufwärtstrends aktuell nicht gegeben sind: Euphorie und Überinvestierung in Aktien.



## Viele Bedenken sind allerdings weithin bekannt...

FED tapering und Neuberufung des FED-Nachfolgers von Bernanke, Verschuldungs- und Budget-Problematik in den etablierten Volkswirtschaften, anstehende Bundestagswahlen, ... um nur einige zu nennen. Diese sind wohl bekannt, erreichen fallweise die Schlagzeilen und sollten bereits eingepreist sein.

Wichtiger noch sind die nicht zu übersehenden Zeichen einer ökonomischen Verbesserung: Die Makrozahlen der USA aus Juni und Juli waren positiv, desgleichen die Juli-Zahlen aus China, und Europa scheint auf einen Wachstumsmodus zu schwenken. Die Einschätzungen der Analysten – insbesondere derer, die den US-Markt und dessen Unternehmen beurteilen – erweisen sich bisher als erstaunlich stabil: Keine Euphorie, aber auch wenig Volatilität bei den Ertragsschätzungen, von Angst keine Spur.

Wie es an den Märkten weitergeht, wird also wesentlich von den Notenbanken abhängen. Allein die US-Notenbank FED kauft jeden Monat Anleihen und Hypothekenscheine für 85 Milliarden US-Dollar auf – insgesamt für rund 2,5 Billionen US-Dollar. Aber wie lange noch?

An den Märkten spiegelt sich die Sorge, die FED werde diese Entwicklung auslaufen lassen („tapering“). Dies wird – natürlich und zweifellos – geschehen. Vermutlich wird es noch Ben Bernanke sein, der die Kapitalmärkte darauf vorbereiten muss, und nicht dessen Nachfolger, der im nächsten Jahr bestimmt werden wird.

In den letzten sechs Wochen haben sowohl die EZB als auch die Bank of England Formen von möglichen Leitlinien für die Zukunft („forward guidance“) ihrer Geldpolitik benannt. Die EZB erwartet, dass die Zinssätze für einen längeren Zeitraum auf dem gegenwärtigen oder einem tieferen Niveau verbleiben („rates to remain at present or lower levels for an extended period of time“). Und der geldpolitische Ausschuss (MPC) der Bank of England lässt verlauten, dass die derzeitige Ausrichtung der britischen Geldpolitik „mindestens solange beibehalten wird, bis die Arbeitslosigkeit unter die 7 Prozent-Schwelle sinkt – unter Berücksichtigung von Inflation und finanzieller Stabilität“. Für beide Zentralbanken war diese Deutlichkeit ein sprachliches Novum. In jüngsten Erklärungen wiesen beide Zentralbanken explizit darauf hin, dass sie die Markterwartungen von Zinserhöhungen in

den kommenden Jahren als nicht gerechtfertigt betrachteten.

Die Reaktion einiger Marktteilnehmer bleibt aber skeptisch: Sie spekulieren bereits auf höhere Zinsen. Für sie ist die EZB-Aussage „für längere Zeit“ zu vage und unspezifisch, und die Bedingungen, die die Bank of England setzt, reduzieren die Verlässlichkeit ihrer Andeutungen.

Andererseits dürfte die FED kaum etwas tun, was der eigenen Wirtschaft schaden und die Staatsfinanzen weiter gefährden könnte. Nicht viel anders agieren die Bank of Japan und die Bank of England, notgedrungen auch die EZB. Eine Zinswende wäre daher – im Moment – sehr unwahrscheinlich.

Sollte die Euro-Krise allerdings wieder aufflammen, könnten die Gewinne wieder dahin sein – dann würden die Anleihekurse der hochverschuldeten Staaten fallen und die Renditen steigen. Das sehen wir allerdings vorerst nicht. Solange die Notenbanken die Geldschleusen geöffnet lassen, wird diese Entwicklung weiter gehen. Wenn zudem eine weltweite wirtschaftliche Belebung einsetzen sollte und sich die europäische Staatsschuldenkrise weiter beruhigt, sehen wir einer erfreulichen Kapitalmarktentwicklung entgegen. Der weiterhin vorhandene Kapitalbedarf von Griechenland – den die Auguren für 2014 erwarten und der der Öffentlichkeit vermutlich nach der Bundestagswahl mitgeteilt werden wird – wird stören, aber nicht das „große Bild“ ändern.

Wird es trotzdem Zeit, gerade unter dem Blickpunkt der Kreditkrise wieder vorsichtiger zu werden? Wir halten bis auf weiteres an unserer Strategie fest, allerdings beobachten wir die Lage im Moment sehr genau. Sollte die konjunkturelle Dynamik weiter nachlassen, müssen wir handeln. Bis dahin gilt die Erklärung von Mario Draghi, der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), aus dem letzten Sommer: Er werde alles tun, um den Euro zu retten.

# Emerging Markets

## Afrika – die besseren Schwellenländer?

■■■  
**Investmentstory Afrika – (k)ein ganz neuer Trend. Ende 2006 sind die ersten internationalen Investoren auf die Chancen der Aktienmärkte in der Sub-Sahara-Region Afrikas aufmerksam geworden.**

Grund war eine Bankenkonsolidierung, initiiert durch die nigerianische Zentralbank, die eine Reihe von Kapitalerhöhungen ausgelöst hat.

Da der zusätzliche Eigenkapitalbedarf für Bankfusionen mitunter auch durch ausländisches Kapital gedeckt werden sollte, präsentierte sich eine Reihe nigerianischer Unternehmen erstmalig internationalen Investoren. Diese waren

weitgehend von den professionellen Management-Präsentationen und insbesondere den enormen Chancen in Afrika begeistert. Viele institutionelle Anleger entschieden sich daher, bei den ersten Börseneinführungen nigerianischer Banken mitzumachen und versorgten damit die Börse in Lagos mit frischem Kapital und verbesserter Handelbarkeit. Neben dem etablierten Markt Südafrika und den beiden nordafrikanischen Börsen in Ägypten und Marokko wurde so auch die Börse Nigerias und etwas später zusätzlich der kenianische Handelsplatz für größere Investoren zugänglich. Schnell wurden die ersten pan-afrikanischen Publikumsfonds aufgelegt, damit auch Privatinvestoren von dieser neuen Investment-Story profitieren konnten.

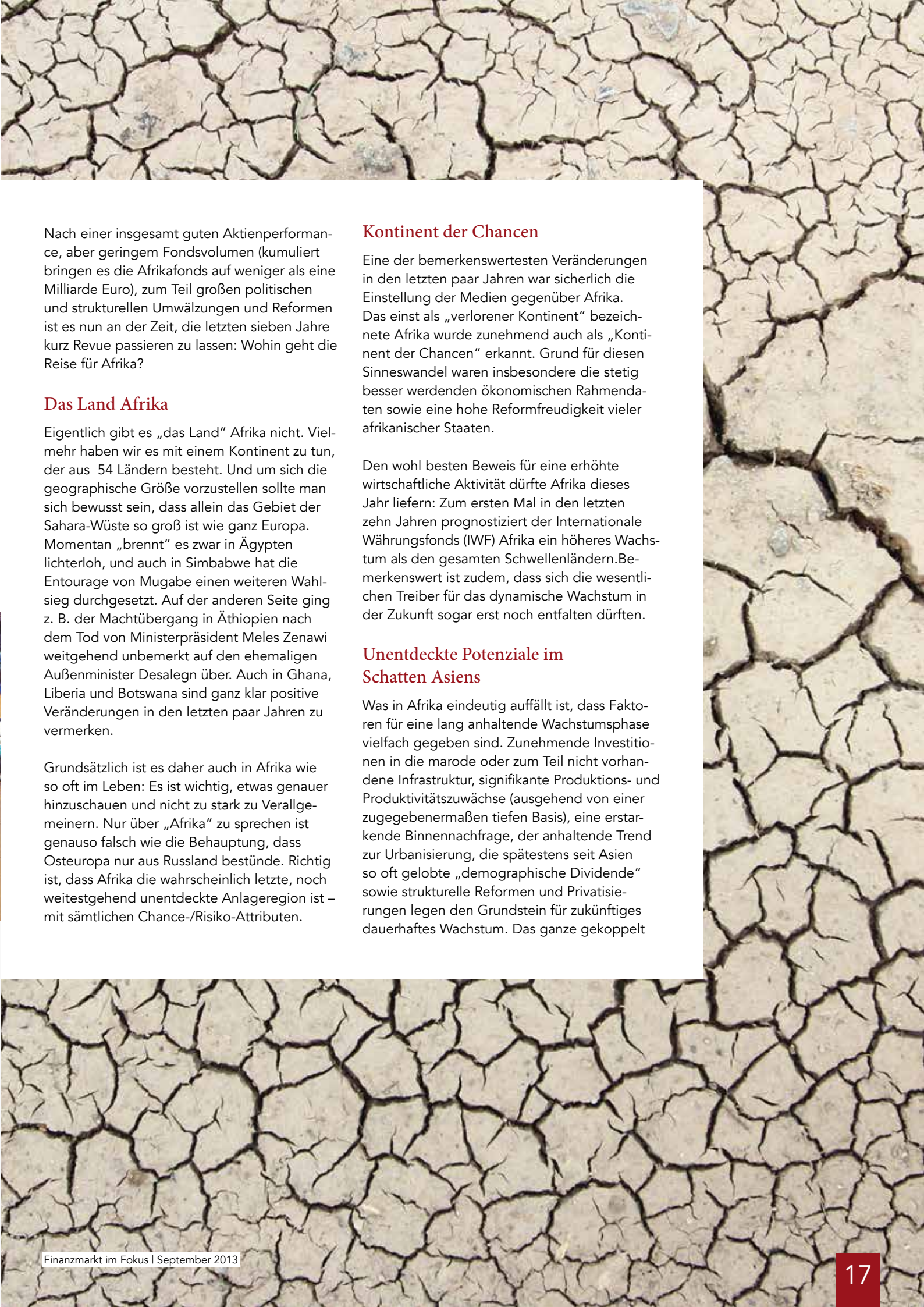


■■■  
**Mehr als 40 Prozent der gesamten Produktion von Guinness-Bier...**

...ein täglicher Absatz von über 50 Millionen Maggi-Würfel in nur einem Land, das weltweit erste virtuelle Sparkonto auf dem Mobiltelefon inklusive Geldtransferfunktion, die längste Weinroute der Welt, Eigenkapitalrenditen im zum Teil dreistelligen Bereich und wirtschaftlicher Aufschwung mit durchschnittlich über 5 Prozent Wirtschaftswachstum seit dem Beginn des Millenniums – dies sind nur ein paar der Fakten, die für eine der dynamischsten Anlagerregionen der Welt stehen: AFRIKA.

Dabei befindet sich der 54-Länder-Kontinent augenscheinlich im Wandel. Während die politischen Unruhen im Norden Afrikas die Schlagzeilen beherrschen, hat sich die Sub-Sahara-Region zu der weltweit zweitstärksten Wachstumsregion gemausert. Bemerkenswert ist dies insbesondere, weil das Potenzial im Gegensatz zu den anderen Schwellenländerregionen bei weitem noch nicht ausgeschöpft ist. Die daraus resultierenden Investmentchancen sind folglich auch enorm. Für potenzielle Investoren gilt es dabei, zwischen den Chancen und Risiken sorgfältig abzuwägen und insbesondere den Faktor Zeit zu berücksichtigen. Denn: Gut Ding will Weile haben – insbesondere in Afrika!





Nach einer insgesamt guten Aktienperformance, aber geringem Fondsvolumen (kumuliert bringen es die Afrikafonds auf weniger als eine Milliarde Euro), zum Teil großen politischen und strukturellen Umwälzungen und Reformen ist es nun an der Zeit, die letzten sieben Jahre kurz Revue passieren zu lassen: Wohin geht die Reise für Afrika?

### Das Land Afrika

Eigentlich gibt es „das Land“ Afrika nicht. Vielmehr haben wir es mit einem Kontinent zu tun, der aus 54 Ländern besteht. Und um sich die geographische Größe vorzustellen sollte man sich bewusst sein, dass allein das Gebiet der Sahara-Wüste so groß ist wie ganz Europa. Momentan „brennt“ es zwar in Ägypten lichterloh, und auch in Simbabwe hat die Entourage von Mugabe einen weiteren Wahlsieg durchgesetzt. Auf der anderen Seite ging z. B. der Machtübergang in Äthiopien nach dem Tod von Ministerpräsident Meles Zenawi weitgehend unbemerkt auf den ehemaligen Außenminister Desalegn über. Auch in Ghana, Liberia und Botswana sind ganz klar positive Veränderungen in den letzten paar Jahren zu vermerken.

Grundsätzlich ist es daher auch in Afrika wie so oft im Leben: Es ist wichtig, etwas genauer hinzuschauen und nicht zu stark zu Verallgemeinern. Nur über „Afrika“ zu sprechen ist genauso falsch wie die Behauptung, dass Osteuropa nur aus Russland bestünde. Richtig ist, dass Afrika die wahrscheinlich letzte, noch weitestgehend unentdeckte Anlageregion ist – mit sämtlichen Chance-/Risiko-Attributen.

### Kontinent der Chancen

Eine der bemerkenswertesten Veränderungen in den letzten paar Jahren war sicherlich die Einstellung der Medien gegenüber Afrika. Das einst als „verlorener Kontinent“ bezeichnete Afrika wurde zunehmend auch als „Kontinent der Chancen“ erkannt. Grund für diesen Sinneswandel waren insbesondere die stetig besser werdenden ökonomischen Rahmendaten sowie eine hohe Reformfreudigkeit vieler afrikanischer Staaten.

Den wohl besten Beweis für eine erhöhte wirtschaftliche Aktivität dürfte Afrika dieses Jahr liefern: Zum ersten Mal in den letzten zehn Jahren prognostiziert der Internationale Währungsfonds (IWF) Afrika ein höheres Wachstum als den gesamten Schwellenländern. Bemerkenswert ist zudem, dass sich die wesentlichen Treiber für das dynamische Wachstum in der Zukunft sogar erst noch entfalten dürften.

### Unentdeckte Potenziale im Schatten Asiens

Was in Afrika eindeutig auffällt ist, dass Faktoren für eine lang anhaltende Wachstumsphase vielfach gegeben sind. Zunehmende Investitionen in die marode oder zum Teil nicht vorhandene Infrastruktur, signifikante Produktions- und Produktivitätszuwächse (ausgehend von einer zugegebenermaßen tiefen Basis), eine erstarrende Binnennachfrage, der anhaltende Trend zur Urbanisierung, die spätestens seit Asien so oft gelobte „demographische Dividende“ sowie strukturelle Reformen und Privatisierungen legen den Grundstein für zukünftiges dauerhaftes Wachstum. Das ganze gekoppelt



mit einer meist soliden Staatsfinanzierung – die durchschnittliche Staatsverschuldung in Sub-Sahara-Afrika liegt bei gerade einmal 30 Prozent – lässt den Kontinent in einem relativ guten Licht erscheinen.

Das interessante dabei ist, dass das Potenzial und Wachstum von den meisten Unternehmen (und auch Investoren) bis heute noch nicht wirklich erkannt wurde. Global aufgestellte Unternehmen konkurrieren in Afrika meist nur mit einer Handvoll von Unternehmen – und nicht wie beispielsweise in China mit mehreren dutzend oder hunderten.

So erstaunt es dann beispielsweise auch nicht, dass der Nahrungsmittelkonzern Nestlé in den letzten paar Jahren die weltweit höchste Eigenkapitalrendite (zum Teil über 100 Prozent) in Nigeria erzielt und der Bierproduzent Heineken im selbigen Markt weit überdurchschnittliche Zuwächse verzeichnet hat. Auch die Hotelbranche hat mittlerweile das Potenzial Afrikas erkannt: Der Hotelkonzern Marriot International gab im August 2013 bekannt, die Anzahl der bereits geplanten Hotelzimmer um weitere 50 Prozent zu erhöhen.

### Eine Tugend in Afrika – Geduld

Ein altes Sprichwort aus Sambia beschreibt äußerst treffend eine der wichtigsten Eigenschaften, die man als Investor in Afrika haben muss: „Das Gras wächst nicht schneller, wenn man daran zieht.“

Obwohl das Wachstum und insbesondere die Potenziale, die zweifelsohne in Afrika stecken, nüchtern betrachtet auf der einen Seite schier überwältigen, so bedarf es trotzdem einer wohlüberlegten, langfristig orientierten Strategie, um von der Investmentmöglichkeit

„Afrika“ profitieren zu können. Die Märkte sind nach wie vor noch sehr jung und meist illiquide (mit Ausnahme des rohstoffreichen Südafrika) und politische Veränderungen müssen genau beobachtet werden – entsprechend wichtig ist bei einem möglichen Investment der Faktor Diversifikation und Risikostreuung.

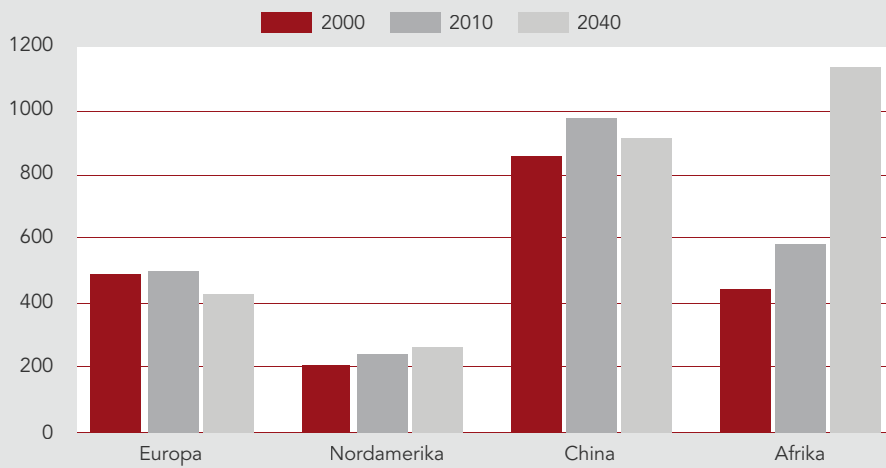
### Nichtsdestotrotz gehört Afrika ohne Zweifel zu den dynamischsten und wohl spannendsten Anlageregionen der Zukunft.

Für Investoren, die einen langen Atem und viel Geduld mitbringen, kann deshalb eine Beimischung zum Portfolio durchaus sinnvoll sein. Ob und in welcher Höhe hängt dabei in erster Linie selbstverständlich von der jeweiligen Risiko-Eignung als auch von der Risiko-Neigung ab. Interessant ist in dem Zusammenhang eine Studie der Citi-Group: Die Volkswirte der US-amerikanischen Investmentbank erwarten eine Vervierfachung des Anteils Afrikas an der globalen volkswirtschaftlichen Gesamtleistung im Jahr 2050 auf dann 12 Prozent.





Erwerbsfähige Bevölkerung: 2040 hat Afrika China überholt (in Mio.)



Quelle: United Nations World Population Prospect, eigene Darstellung

Marktkapitalisierung der Börsen in den Schwellenländern 1991 und heute

	1991		2013
Brasilien	\$ 43 Mrd.	→ x 22 →	\$ 966 Mrd.
Russland	\$ 0.1 Mrd.		\$ 714 Mrd.
Indien	\$ 48 Mrd.	→ x 22 →	\$ 1.026 Mrd.
China	\$ 2 Mrd.		\$ 3.160 Mrd.
Kenia	\$ 0.6 Mrd.		\$ 20 Mrd.
Marokko	\$ 11 Mrd. (2003)		\$ 49 Mrd.
Ägypten	\$ 2 Mrd.		\$ 58 Mrd.
Nigeria	\$ 2 Mrd.		\$ 72 Mrd.
Südafrika	\$ 139 Mrd. (2003)		\$ 466 Mrd.

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Währung in der Demokratischen Republik Kongo



## Rohstoffe & Commodities



**Für den Rest des Jahres 2013 gehen wir von einem abwechslungsreichen, volatilen Preisverlauf an den Rohstoffmärkten aus.**

Makrofaktoren bleiben bestimmend, verlieren aber mit fortschreitender Stabilisierung der Wirtschaft an Einfluss. Trotzdem bleibt die Rohstoff-Nachfrage unsicher, volatile Spread-Entwicklungen und Schwankungen auf der Angebotsseite verlangen nach einer flexiblen Anlagestrategie.

Edelmetalle, v. a. Gold, haben sich in der ersten Jahreshälfte schlecht entwickelt. Erst jüngst konnten sie sich von ihren Tiefkursen im Juni wieder entfernen – trotz besserer Bondrenditen. Goldminen benötigen zwischen etwa 1.300-1.700 US-Dollar/oz. – je nach Qualität der Lagerstätte –, um profitabel arbeiten zu können.

Gold, die Angstwährung, hat an Glanz verloren, insbesondere für Finanzanleger. Liebhaber


des physischen Goldes wiederum schlagen nach den Preisrückgängen beherzt zu. Auch als Alternativwährung gewinnt Gold wieder an Attraktivität. In Asien sprechen manche Marktbeobachter sogar schon von einer Währungs-krise, z. B. in der indischen Rupie.

Gold sollte daher mittelfristig als wertstabile Anlage wieder stärker gefragt sein. Ein dauerhaftes Abrutschen der Preise erachten wir als unwahrscheinlich.

**Mineralische Rohstoffe, speziell Industriemetalle, waren in 2013 bisher extrem volatil.**

Widersprüchliche Aussagen über Nachfrageänderungen durch China und andere große Nachfrager beeinflussen die Preise. Insgesamt überwiegen die Prognosen, dass sich in einigen Rohstoffen (v. a. Nickel und Kupfer) ein deutlicher Produktionsüberschuss im 4. Quartal 2013 und stärker noch in den Folgejahren herausbilden könnten.





Im Ölsektor sind die Verluste auf der Angebotsseite sehr hoch und scheinen jede Schwäche auf der Nachfrageseite aufzufangen. Eine Verringerung der Öllexporte aus Russland (Qualitätsstufe: Ural) und operative Förderausfälle durch wieder aufflammende Unruhen in Libyen, Irak und Ägypten – verstärkt durch Streiks von Ölarbeitern – hält den Ölpreis auf einem relativ hohen Niveau, insbesondere für die stark nachgefragten „leichten und süßen“ Ölsorten, die leichter zu verarbeiten und qualitativ hochwertiger sind.

Für Agrarrohstoffe finden sich im Vergleich zum Vorjahr wenige Begründungen für starke Preisbewegung. Beherrschten im Vorjahr Katastrophenmeldungen zu den Ernteerwartung für die USA (v. a. Trockenheit) die Schlagzeilen, so fehlen diese Meldungen bisher. Insgesamt bröckeln die Agrar-Preise auf breiter Front:

Im Jahresverlauf scheint sich stärker ins Bewusstsein gedrängt zu haben, dass deutliche Preissteigerungen auch an der Nachfrage nicht spurlos vorbeigehen.

## Die Bedeutung von Bonitätsmanagement heute

19	+6.04	+3.01	9
18	-1.35	-4.57	45
04	-7.02	-3.72	87
32	+9.03	+3.96	114
54	+14.28	+2.54	98
09	-11.32	-2.13	252
76	+9.45	+1.96	86
58	+8.35	+3.32	15
32	+6.29	+1.03	24
18	-13.84	-3.45	39
			54
			63

■ ■ ■  
**Das Zinsumfeld innerhalb Europas und der USA hat historische Tiefstände erreicht, die Zinsen werden noch eine lange Zeit auf diesem Niveau verharren.**

Angesichts zweier Markteinbrüche an den Kapitalmärkten innerhalb nur eines Jahrzehnts und einer immer noch nicht ausgestandenen Staatsschuldenkrise werden Fondsmanager auch weiterhin großen Herausforderungen gegenüberstehen. Die Bonitäten von Staatsanleihen nehmen kontinuierlich ab und schlagen sich in zunehmend volatilen Märkten nieder. Es ist daher wichtiger denn je, Risiken frühzeitig zu erkennen, abzubauen und gleichzeitig Chancen zu nutzen.

Durch die Durationssteuerung (aktive Gewichtung der Durationsbandbreiten innerhalb eines Portfolios) konnte in der letzten Zeit nur eine kleine positive Wertentwicklung generiert werden. Das Bonitätsmanagement (Analyse der Bonitätsqualität eines Schuldners) wurde hingegen zunehmend der zentrale Baustein für das Portfoliomanagement, um eine Outperformance gegenüber der Benchmark zu erzielen. Mit einem Rückgang des Umsatzes und des Cashflows sowie einem Anstieg des Verschuldungsgrads kommt es zu einer Verschlechterung der Bonitätsqualität von Unternehmen. Hierdurch steigen automatisch die Ausfallrisiken der Anleihen. Dies wiederum ist mit einer möglichen Herabstufung des Ratings verbunden, da die großen Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch in Ausfallwahrscheinlichkeiten denken.

Anleihen, die herabgestuft werden, fallen sofort stark im Kurswert. In der Regel ist der Kursverlust am stärksten, wenn die Herabstufung von der Ausfallwahrscheinlichkeit „Investmentgrade“ in den „Non-Investmentgrade“ erfolgt: Einzelne Investoren sind auf Grund ihrer Anlagerichtlinien dazu gezwungen, Anleihen unterhalb des „Investmentgrade“-Status zu verkaufen. Dabei können die Kursverluste erfahrungsgemäß bis zu etwa 20 Prozent betragen. Bei einem „typischen“ Zinsanstieg am Rentenmarkt ist die Kursveränderung hingegen weitaus geringer.

Es ist daher wichtig, den Bonitätstrend eines Emittenten frühzeitig zu erkennen und darauf zu reagieren, bevor es zu einer tatsächlichen Herabstufung kommt. Mit unserer hausinternen Datenbank „Credit Datenbank Plus“ (CDP) sind wir in der Lage, genau dies in einem automatisierten Prozess zu leisten. Durch den Einsatz unserer Datenbank kann ein transparenteres Bild von den jeweiligen Schuldnern erlangt und der jeweilige Bonitätstrend ermittelt werden. Gleichzeitig wird die CDP für die dauerhafte Überwachung der Portfolios verwendet, wodurch Risiken frühzeitig erkannt werden können.

### Drei Teilbereiche der Datenbank.

In die erste Stufe fließt neben unseren hausinternen Analysen das externe Research von den besten Investmenthäusern der Welt ein. Es wird dabei eine Einschätzung für die einzelnen Länder und Sektoren ermittelt. In der nächsten Stufe werden die Daten auf Ebene der Emittenten – wie z. B. Bayer, BMW und RWE – analysiert und ausgewertet. Nach einer internen Kreditanalyse auf der Grundlage

## Credit Datenbank Plus

### Research

Analysten-Einstufungen  
Makroökonomische  
Einschätzungen  
Konjunkturdaten  
Finanzpublikationen

### Bonität

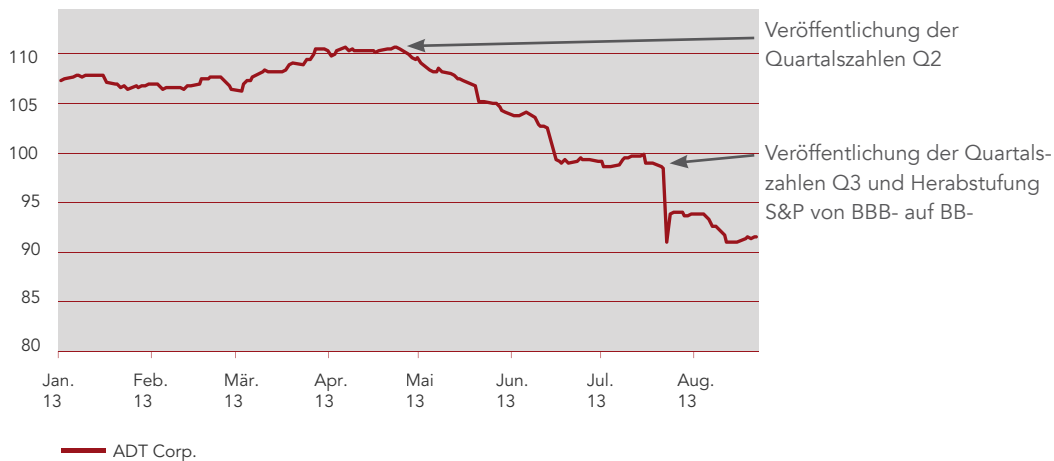
Kreditanalyse  
Einstufung der Rating-  
agenturen  
Analyse des Bonitätstrends

### Auswertung

Zusammenführung von  
Research und Bonität  
Signal bei einer Veränderung  
im Bonitätstrend

Kontinuierliche Überwachung der Emittenten und Portfolios

Verlauf der ADT Corp. Anleihe (ISIN: USU0072PAD60) vom 10.01.2013 bis 30.08.2013



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

des Finanz-, Geschäfts- und Strategierisikos werden ebenfalls die Krediteinstufungen der Ratingagenturen von Standard & Poor's, Moody's und Fitch herangezogen und fließen in die Bonitätseinstufung mit ein. Aus den Daten wird ein Bonitätstrend ermittelt, aus dem frühzeitig zu erkennen ist, ob es zu einer Verschlechterung oder einer Verbesserung der Bonitätsqualität kommen kann.

Die dritte Stufe bildet das Herzstück der CDP: Hier werden die gesamten Daten zusammengeführt und ausgewertet. Durch den automatisierten Prozess erscheint eine automatische Warnung, sobald ein Emittent unter eine bestimmte Bonitätseinstufung fällt. Sollte die

Änderung der Bonitätsqualität mit einer Herabstufung der Bonität verbunden sein, kann das Management bereits vor der wirklichen Herabstufung reagieren und den entsprechenden Titel veräußern.

Demgegenüber erkennt das Management ebenso Emittenten vorzeitig, bei denen mit einer Heraufsetzung der Bonitätsnote zu rechnen ist bzw. sich ein positiver Bonitätstrend abzeichnet. Die bestehenden Portfolios werden mit Hilfe der CDP dauerhaft überwacht, um für den Kunden das Risiko zu minimieren und darauf einen Ertrag aufzubauen, sodass Rendite und Risiko im Einklang stehen.



