

# CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

**Nichts ist unmöglich.**

JAHRESBERICHT  
2014

## NICHTS IST UNMÖGLICH.

Als zunehmend hektischer werdende Oszillation um die Null-Linie präsentierte sich das abgelaufene Jahr insbesondere aus europäischer Sicht. Aber auch der MSCI-Weltindex erreichte nur ein leichtes Plus, welches lediglich durch die Dollarumrechnung deutlich aufgewertet wird. Nachdem einige Märkte noch im Oktober die gesamte Jahresperformance wieder kassiert hatten, verursachten Sorgen um die Ölpreisentwicklung auch im Dezember noch einmal ein kräftigeres Auf und Ab, das die Marktteilnehmer unschlüssig zurück lässt.

*Unsere Erwartung einer weiterhin lohnenden Übergewichtung von Aktien dürfte sich vor einer rauer werdenden Kulisse erfüllen.*

Unseren Einschätzungen zu Politik und Märkten sei zunächst wiederum die Quintessenz vorangestellt: Die kürzlich versprochene Geduld der US-Notenbank beim Prozess der Normalisierung des Zinsniveaus und die anhaltend extensive Politik der japanischen Notenbank wie auch der EZB lassen weiterhin niedrige Zinsen erwarten. Deshalb behalten Sachanlagen nach unserer Auffassung grundsätzlich ihre Attraktivität. Wenn auch vor allem in Europa und in Japan der noch immer müde Aufschwung nicht recht in Fahrt kommen will und einige Aspekte das große Bild einzutrüben begonnen haben, gelangen wir in der Summe unserer Überlegungen zu der Auffassung, dass Aktien im Gesamtkontext weiterhin fair bewertet und gegenüber Anleihen attraktiv sind. Gleichzeitig sehen wir Belastungsfaktoren, die sich nicht in kurzer Zeit auflösen werden und die jederzeit zu kräftigeren Schwankungen beitragen können. Unsere Erwartung einer weiterhin lohnenden Übergewichtung von Aktien dürfte sich darum vor einer zunehmend rauer werdenden Kulisse erfüllen.

### AUFFRISCHENDE WINDE

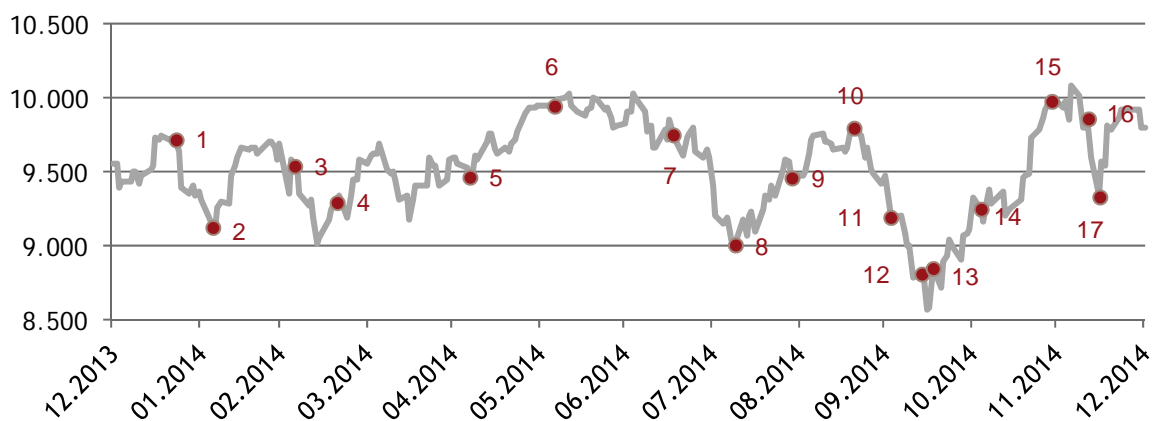
*Anzeichen der Eintrübung im zweiten Halbjahr '14*

Ein nachhaltiges Vorzeichen für die Märkte, abgesehen von der menschlichen Tragödie, setzt bereits im Juli der Abschuss einer aus Amsterdam kommenden Passagiermaschine über ukrainischem Territorium. Die augenscheinliche Verwicklung Russlands veranlasst den Westen zur Verschärfung der Sanktionen gegen Moskau. Die geopolitische Anspannung färbt bis heute auf die Einschätzungen zur wirtschaftlichen Entwicklung in Europa, Russland und der Welt ab. Weltweit beginnen sich die Erwartungsdaten einzutrüben. Hinzu kommen Meldungen tatsächlicher Schwächeanzeichen: So schrumpft selbst im europäischen Musterland das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um 0,2%. Japan schliddert im dritten Quartal mit minus 1,6% BIP in die Rezession. Derweil schiebt sich Amerika dank des Ölschiefer- und Fracking-Booms auf Platz 1 der weltweit größten Öl- und Gasproduzenten und trägt zu dem Überangebot i.H.v. täglich ca. 1 Mio. Barrel Öl am Weltmarkt bei. Der Ölpreis fällt einem Treffen der OPEC-Minister im November entgegen. Eine Quotendrosselung wird jedoch nicht beschlossen und so beschleunigt der Ölpreis seine Talfahrt bis zum Jahresende auf ein Fünfjahrestief.

**Veränderte Interpretation von Konjunkturdaten durch die Börsen.**

Auffällig im abgelaufenen Halbjahr ist die veränderte Reaktion der Börsen auf erkennbare Anzeichen wirtschaftlicher Abschwächung, welche in den letzten Jahren noch gern als Vorbote fortgesetzt großzügiger Liquiditätsunterstützung und schlussendlich nahezu zwangsläufig steigender Wertpapierkurse wahrgenommen wurde. Vor dem Hintergrund des bereits im Frühjahr 2014 initiierten Ausstiegs der amerikanischen Notenbank aus dem so genannten Quantitative Easing vollzieht das Reaktionsmuster der Börsen im zweiten Halbjahr einen Wandel insofern, als nun die realen Wirtschaftsdaten aufmerksamere Beobachtung erfahren und auch der Ölpreis als möglicher Konjunkturschwächeindikator in die Interpretation einbezogen wird. Ende Oktober wird der Kauf von Staatsanleihen durch die Fed<sup>1</sup> eingestellt und fortan steht im Raum, wann die Geldpolitik "normalisiert" und das Regime der Nullzinspolitik enden wird. Für die Wirtschaft wie auch für die Kapitalmärkte konkretisiert sich die Frage, ob die Konjunkturbelebung via Notenbank in einen selbsttragenden Aufschwung münden kann.

**Der DAX im Jahr 2014 – Zunehmende Volatilität, wenig Ergebnis.**



- |  |  |
|--|--|
| 1 Argent. Peso stürzt. Krise greift auf E-Markets über.  | 10 Alibaba, größte Emission aller Zeiten.        |
| 2 Janet Yellen übernimmt Fed-Vorsitz.                    | 11 EZB-Sitzung enttäuscht Markterwartungen.      |
| 3 Putin erklärt Krim zu russischem Territorium.          | 12 IWF sieht Rezessionsrisiko für Europa.        |
| 4 Yellen gibt Arbeitsl.-quote als Zins-Orientierung auf. | 13 Fed-Chairman: Zins-Erhöhungen ggf. strecken!  |
| 5 Draghi: "Einsatz unkonventioneller Instrumente"        | 14 BoJ gibt 1/3 mehr Geld auf den Markt.         |
| 6 EZB senkt Leitzins von 0,25 auf 0,15%.                 | 15 OPEC-Konferenz ohne Beschluss.                |
| 7 Abschuss einer KLM-Maschine über ukr. Luftraum.        | 16 RUS-Notenbank hebt Leitzins von 1% auf 10,5%. |
| 8 Schwächere W.-Daten. BoJ bekräftigt Geldpolitik.       | 17 Rubel-Verfall gestoppt. Leitzins bei 17,5%.   |
| 9 EU vor Deflation? Draghi: "Das Notwendige" tun.        |  |

Grafik 1 Quelle: CONCEPT Research

**STANDORTBESTIMMUNG**

Obwohl ein Dreh an der Zinsschraube noch nicht stattgefunden hat und nach den letzten Verlautbarungen der Fed-Chefin Janet Yellen allenfalls mit größter "Geduld" in Betracht gezogen wird, bereitet sich die Wirtschaftswelt auf das Ende des Liquiditätsregimes im Dollar-Raum vor. Die exzellenten amerikanischen Wirtschaftsdaten haben die Erwartung

<sup>1</sup> Fed: Federal Reserve Board, US-amerikanische Notenbank

***Starkes Amerika weckt  
Dollar-Nachfrage***

steigender Nachfrage nach Anlagen in Dollar geweckt und die Währung bereits deutlich aufgewertet. Diametral richtungsvershoben zeigt sich dagegen die Politik der japanischen Notenbank: Obschon nicht erkennbar ist, dass die massive Geldflut der Konjunktur auf die Beine hilft, zündet die Bank of Japan den Beschleuniger, wirft der bisher um jährlich 60 Billionen Yen ausgeweiteten Geldmenge weitere 20 Billionen hinterher und verbilligt damit gezielt seine Währung. Davon profitieren die Unternehmen über Währungsgewinne, während der Gesamtwirtschaft des auf Energieeinfuhren angewiesenen Landes die niedrigen Ölpreise Unterstützung bieten.

***Europa wird sich  
überdrüssig.***

Auch die EZB versucht, drohenden deflatorischen Tendenzen mit der Ausweitung ihrer Bilanz (Geldschöpfung) zu begegnen, bisher jedoch mit geringerer Wirkung als erwünscht. Die Kreditvergabe im Euroraum hat bislang nicht wesentlich angezogen, wenngleich das zuletzt von der EZB gestartete Programm namens TLTRO<sup>2</sup> eben dies zum Ziel hatte. Vielmehr markieren die Anleihenrenditen in Europa nahezu täglich neue Tiefs und unterminieren die Dringlichkeit von Konsolidierungen in den Staatshaushalten. Im Gegenteil wird das niedrige Zinsniveau missbraucht, um sich noch höher zu verschulden. So erwartet der IWF, dass die Staatsschuldenquote in der Euro-Zone auch in 2015 noch einmal um einen Punkt auf 89% des BIP zunimmt. Frankreich bleibt erneut deutlich hinter den versprochenen Zielen zurück, Deutschland gönnt sich einen Ausbau des Wohlfahrtsstaats und Griechenland geht mit im Januar terminierten Neuwahlen in eine weiter höchst ungewisse Zukunft. Lediglich Irland und Spanien verzeichnen die besten Wirtschaftsindikatoren seit Jahren und bleiben auch im EZB-Banken-Stresstest ohne Nachbesserungsverpflichtung.

In der Summe ergibt sich für Euroland das Bild einer weiter vor sich hin stotternden Wirtschaft. Gleichzeitig wird sich Europa selbst überdrüssig, weshalb die anstehenden Wahlen in Griechenland, Spanien und England durchaus das Potential für Regierungswechsel in das Europa-skeptische Lager bergen. Dahin gehende Befürchtungen haben den Euro auf ein 10-Jahrestief gedrückt.

***Amerika und Asien weiterhin  
tonangebend.***

Als Weltkonjunkturmotor jenseits der USA erweist sich einmal mehr China, das auch für 2014 wieder ein Wachstum vorlegt, das etwa doppelt so dynamisch ausfällt wie jenes der Weltwirtschaft im Ganzen. Die Märkte haben das Ankommen Chinas in einer neuen Realität etwas geringerer, gleichwohl immer noch dynamischer Zuwächse längst antizipiert. Im Übrigen profitiert China als Energieimporteur enorm von den verbilligten Öl- und Gaspreisen. Dies betrifft auch die meisten übrigen Länder im asiatischen Raum, die zudem weiterhin von ihrer demografischen Struktur sowie vom Konsumhunger und der Verstärkung der Bevölkerung begünstigt sind. Wachstumsraten, die 5% überschreiten, schätzt der IWF in den nächsten Jahren nur für die Asien-/Pazifik-Region (ohne Japan) sowie für die Region südlich der Sahara. Mittelfristig ergibt sich dadurch eine Gewichtsverschiebung wirtschaftlicher Aktivität in Richtung dieser Märkte

<sup>2</sup> TLTRO: Targeted Longer Term Refinancing Operations. LTRO's existieren als Offenmarktgeschäft der EZB schon seit längerem. Bei dem TLTRO handelt es sich um eine "targeted" (=zielgerichtete) Initiative insofern, als die extrem günstigen Ausleihungen an das Kreditvolumen der Banken gekoppelt werden. Begünstigt sind besonders die Banken der Peripherieländer. Das Programm wird bisher geringer angenommen als erhofft.

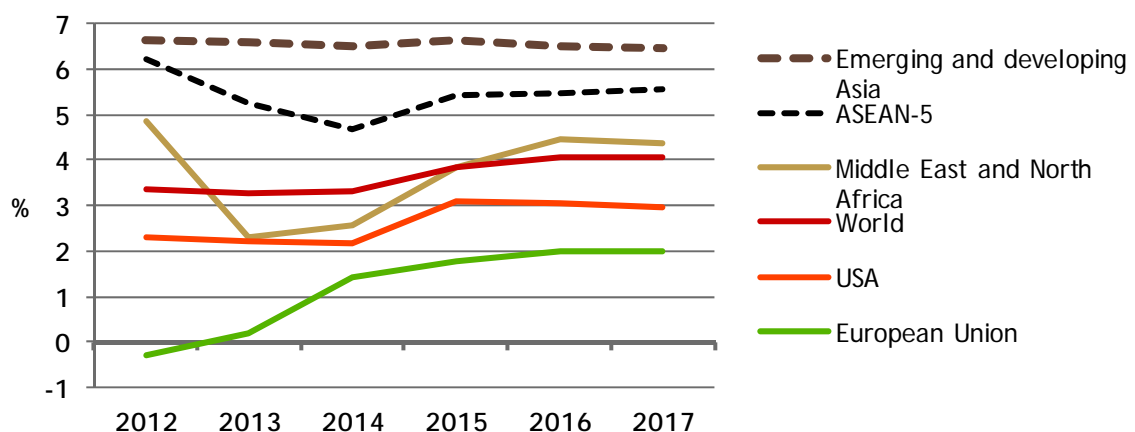
und lässt – ungeachtet zwischenzeitlicher Schwankungen – zunehmendes Investoreninteresse für diese Region erwarten.

### BLICK NACH VORN

Über alles gesehen ist global die Überzeugung prägend, es sei ausreichendes Wachstumspotential gegeben, um die Gewinnentwicklung der Unternehmen fortgesetzt zu unterstützen und es müsse gleichzeitig von der Erwartung dauerhaft niedriger Zinsen nicht abgerückt werden. Die Gewinnerwartungen für 2015 sind einigermaßen optimistisch und lassen auch für den Fall von Erwartungskorrekturen noch Spielraum für Kursanstiege. Gleichzeitig sind jedoch auch die Anleihenrenditen auf extrem niedrigem Niveau; die Spreads zwischen Staats- und Industrianleihen haben sich wieder eingengt. Erfahrungsgemäß passen gesundes Wachstum und Zinsen in der Nähe von Null eigentlich nicht zusammen, wengleich dieser unwirkliche Aggregatzustand nun bereits einige Zeit andauert. Alle Wirtschaftsbereiche umfassende Prosperität lässt üblicherweise Kapazitätsauslastung und Löhne steigen, womit sich das allgemeine Preisniveau hebt. Der wachsende Kapital- und Finanzierungsbedarf führt zu größerer Geldnachfrage, wodurch die Zinsen steigen. Das vollzieht sich so derzeit noch nicht. Dies könnte bedeuten, dass entweder die Konjunkturerwartungen zu optimistisch sind und wir es auch in China und Amerika nur mit einer zentralbankinduzierten Scheinblüte zu tun haben oder – falls nicht – die Zinsen anziehen sollten. Diese Entscheidungsfrage ist offen.

Die Märkte im Spannungsfeld zwischen Zins und Konjunktur

### Wachstumsprognosen IWF für die Wirtschaftsregionen der Welt



Grafik 2 Quelle: IWF

Zu berücksichtigen ist jedenfalls, dass wir an den Börsen mittlerweile ins siebte Jahr einer nur von wenigen Irritationen unterbrochenen Aufwärtsbewegung gehen. Nicht nur Zyklusforscher werfen das Argument des weit vorangeschrittenen Aufschwungs in die Waagschale. Zudem vermag kaum jemand einzuschätzen, welchen Anteil die bis dato unübertroffene Ausweitung der Geldmenge am Wachstum der zurückliegenden Jahre hatte und welche Entzugerscheinungen sich mit

**Aus heutiger Sicht verfügt keine Notenbank über hinreichende Möglichkeiten, sich einer Wirtschaftskrise entgegen zu stemmen.**

**Der Zentralbankreflex funktioniert weiterhin.**

beginnender Entwöhnung zeigen werden. Denn mit der Rückkehr weitgehend störungsfreien Wachstums dürfte das Liquiditätsregime seinem Ende entgegengehen. Zunehmende Wirtschaftsaktivität und wachsender Konsum könnten die Preise steigen lassen, was zu einem Dreh an der Zinsschraube rechtfertigen, um nicht zu sagen nötigen würde. Denn die Notenbanken stehen vor dem Dilemma, irgendwann die Extremgeldpolitik wieder auflösen und sich rüsten zu müssen gegen zweifelsohne kommende Phasen wirtschaftlicher Schwäche oder gegen das Platzen von Blasen, denen man mit dem lockeren Geld selbst zum Entstehen verholfen hat. Aus heutiger Sicht verfügt keine der großen Notenbanken mehr über hinreichende Möglichkeiten, sich einer Wirtschaftskrise wie in 2007/08 entgegen zu stemmen. Dieses Potential muss in den nächsten Jahren erst wieder aufgebaut werden. Was für die EZB und die japanische Notenbank ein sehr weit entferntes Ziel, erscheint hingegen für die Fed als greifbar, begründbar und realisierbar.

Allerdings veranlasste das kräftige Zucken der Märkte im Oktober letzten Jahres die Fed jedoch sogleich, die fallenden Ölpreise als Indiz für ein längerfristiges Unterschreiten ihrer Inflationsziele (2%) zu identifizieren und das Signal zu senden, man werde mit der "Normalisierung" der Zinspolitik "geduldig" sein, was die Märkte sofort beruhigte. Der Reflex der Zentralbanker, zu Hilfe zu eilen, wenn irgendwoher die Gefahr von Kapitalmarkt-turbulenzen oder wirtschaftlicher Abkühlung droht, funktioniert also unverändert. Dies macht Geld – gemessen am Zins als seinem Preis – derzeit nicht wertvoller, Sachwerte als Alternativenanlage dagegen weiterhin attraktiv.

### VON SCHWARZEN SCHWÄNEN<sup>3</sup> ...

Als zuverlässige Seismografen für die Verfassung der Weltwirtschaft galten in zurückliegenden Dekaden die Preise für Energierohstoffe. Ein stark fallender Ölpreis war in der Regel nachfrageinduziert und skizzierte konkret die Gefahr einer beginnenden Rezession. Weil nun weit und breit von globaler Rezession nichts zu sehen ist, war der im Sommer 2014 plötzlich wie ein Stein fallende Ölpreis der schwarze Schwan des Jahres, zumal er gleichzeitig die Währungen einiger Öl und/oder Gas exportierender Länder in unterirdische Regionen befördert hat.

Der Überschrift unserer Ausarbeitung und der empfundenen Stimmung an den Märkten folgend, wollen wir einigen beispielhaften Überlegungen Raum geben und Szenarien aufzeigen, die zwar eine geringe Wahrscheinlichkeitsquote haben, dennoch aber eintreten könnten. Sie mögen unerschwinglich einen Teil der emotionalen Grundverfassung der Marktteilnehmer bilden und insofern Einfluss auf die Kursbildung nehmen. Wir kennzeichnen diese Gedankenspiele *durch*

<sup>3</sup> Schwarzer Schwan = Bis der niederländische Seefahrer Willem de Vlamingh Ende des 17. Jahrhunderts in Australien tatsächlich lebende schwarze Schwäne entdeckte, wurde diese Gattung nur in Redensweisen zur Umschreibung von Unmöglichem verwendet. Seither wird der black swan im Englischen als Metapher für höchst unwahrscheinliche, zwar immerhin mögliche, aber zumindest nicht zu erwartende Ereignisse benutzt. Auch in der Finanzwelt hat sich der Begriff des Schwarzen Schwans etabliert.

*abgeblendete Kursivschrift, damit sich keine Irritationen zwischen Tatsachen bzw. konkreter Annahme und reiner Fiktion ergeben.*

**Zinsen ...**

- Besonders überraschend wäre sicher ein schwarzer Schwan in der Verkleidung eigentlich sehnlichst erwünschter Entwicklungen: *Nehmen wir an, das amerikanische Wachstum bleibt bei anziehender Konsumnachfrage stabil, China wird erfolgreich auf 7%-Kurs gehalten, selbst in Europa zeichnet sich eine deutliche Belebung ab. Das Wachstum kehrt zweifelsfrei und auf breiter Front zurück, auch die Inflationsraten ziehen an. Im Umkehrschluss entziehen sich damit jedoch den Notenbanken die Argumente für eine weiterhin expansive Geldpolitik. Die Zinsen beginnen eher und rascher zu steigen, als bislang von den Kapitalmärkten antizipiert. Liquidität wird nicht nur teurer, sondern auch wieder knapper. Die Last ihrer Schulden können zahlreiche Länder nicht mehr finanzieren, es kommt zu Zahlungsausfällen. Der gestern noch fair bewertete Aktienmarkt ist – im Angesicht verzinster Alternativen – schlagartig sündhaft teuer.*

**Finanzierbarkeit des japanischen Systems ...**

- Ein anderer schwarzer Schwan zieht vor Japan seine Kreise, wo der Umlauf frischen Geldes noch einmal um ein Drittel erhöht wird, die Staatsausgaben weiter ausufern und mit ihnen die Staatsverschuldung. Es könnte der Punkt erreicht werden, *wo die (bislang erwünschte) Abwertung des Yen nicht mehr kontrollierbar ist, hohe Inflationsraten importiert werden und angesichts der hohen Verschuldung gekoppelt mit ungünstigen demografischen Grunddaten das Vertrauen in die Finanzierbarkeit des japanischen Systems schwindet. Man stelle sich einen sich selbst beschleunigenden Yen-Verfall vor, in dessen Gefolge selbst die duldsamen japanischen Sparer panisch aus ihren Anlagen fliehen und ihr Vermögen in Dollar oder gleich ganz in Amerika anlegen.*

**Russland-Krise II ...**

- Größere Aktualität hätte ein Szenario, wonach die mit ca. 200 Mrd. US-Dollar kurzfristig fälliger Darlehen verschuldeten russischen Banken in Schieflage geraten, denn ihre Verbindlichkeiten haben sich aufgrund des halbierten Rubel verdoppelt. *Eine Prolongation der Darlehen scheitert an den Sanktionen, die Russland vom ausländischen Kapital abschneiden. Bevor die russische Website vk.com<sup>4</sup> abgeschaltet wird, verbreitet sich die dort gepostete Nachricht, die Gazprombank zahle keine Kundengelder mehr aus, wie ein Lauffeuer und löst einen Run auf die russischen Banken aus. Daraufhin verordnet die Regierung, dass die Banken eine Woche lang geschlossen bleiben, der Rubel verliert weitere 50%.*

**Grexit ...**

- Nah am Markt ist im Januar 2015 einmal mehr das Geschehen in Griechenland, wo sich erstmalig ernsthaft die Möglichkeit eines Machtwechsels ergibt. In der Sorge, sie wüssten vielleicht nicht was sie tun, wird den griechischen Wählern von der deutschen Regierungsbank schon einmal zugerufen, für den Fall nicht vereinbarungskonformen Verhaltens sei mit weiterer

<sup>4</sup> vk.com ist das russische Facebook

europäischer Hilfe nicht zu rechnen. Damit könnten sich jedoch – im Fall eines Grexits<sup>5</sup> – die bisher im Wesentlichen als Garantien für Griechenland hinterlegten Verbindlichkeiten der übrigen europäischen Regierungen (sprich: Steuerzahler) i.H.v. 260 Mrd. € augenblicklich vergegenständlichen und tiefe Löcher in die Haushaltskassen Eurolands reißen.

### ... UND WEIßEN RABEN

Aber die Welt ist bunt. – Analog zum schwarzen Schwan als Verkörperung der bösen Überraschung frei nach Murphy's law bedienen wir uns des nur als Fehlmutation vorkommenden weißen Raben für eine Umschreibung positiver Wendungen, die so kaum jemand in den Karten hat.

#### Phönix Europa ...

- Eine überraschend positive Wendung könnte Europa nehmen, nachdem die EZB begonnen hat, im Primärmarkt<sup>6</sup> Staats- und Unternehmensanleihen zu kaufen, damit den Markt für investierbare Anlagen weiter leersaugt und Risiko vom Markt nimmt. Junckers Konjunkturprogramm funktioniert; zudem wirken der schwache Euro, die niedrigen Energiepreise und die gesunkenen Finanzierungskosten wie eine Sauerstoffinjektion. Griechenland wird künftig von einer Koalition zwischen Syriza und Pasok geführt, erhält die Zusage eines neuerlichen Schuldenschnitts, bleibt im Euro und wird wachstumsstärkstes Land der EU in 2015 und 2016.

#### Frieden in Russland ...

- Auch überraschende Lösungen in der Ukraine-Krise sind zumindest denkbar: Anlässlich eines Treffens der G5 in Odessa wird vereinbart, dass die zu 80% muttersprachlich russische Krim-Bevölkerung in einer von der UN begleiteten Wahl über den Anschluss an Russland abstimmen. Der bis 2047 gültige Pachtvertrag über die Stadt Sewastopol bleibt dabei in jedem Fall unberührt. Im Gegenzug erlässt Russland der Ukraine die restlichen seiner Forderungen aus Gaslieferungen, zieht die Truppen aus ukrainischem Grenzgebiet ab und stellt jegliche Waffenlieferungen an ukrainische Separatisten ein.

#### Zinsen ...

- Eine Überraschung mit vergleichsweise größerem Wahrscheinlichkeitspotential böte die Geldpolitik der amerikanischen Notenbank: Bei einer Energiekostenquote von zuletzt ca. 8% des BIP ermittelt sie aufgrund der gefallenen Öl-/Gaspreise ein Deflationspotential in Höhe von bis zu 2% und sieht damit ihr Inflationsziel (+2%) nicht nur in weiter Ferne, sondern akut in Gefahr. Sie berücksichtigt, dass von der Öl- und Gasproduktion abhängige Industriezweige bereits spürbar unter Druck geraten sind, und korrigiert die nach ihrer Ansicht bislang zu positiven Konjunkturerwartungen. Um jegliche deflationäre Tendenz schon im Keim zu ersticken, schließt die Fed im März dieses Jahres Zinserhöhungen bis Mitte 2016 kategorisch aus. Zumindest dieses Szenario erscheint so

<sup>5</sup> Austritt Griechenlands aus dem Euro-Währungsverbund

<sup>6</sup> Markt für Erstemissionen von Anleihen. Die EZB würde damit die Schuldner ohne Umweg über den Kapitalmarkt finanzieren.



phantastisch nicht, dürften doch die unterstellten Annahmen in etwa zutreffen. Bereits jetzt beobachtet die Fed die Anfälligkeit des Marktes für High-Yield-Anleihen mit Sorge. Es wäre schließlich nicht das erste Mal, dass der Kollaps eines Teilmarktes eine Kettenreaktion auslöst.

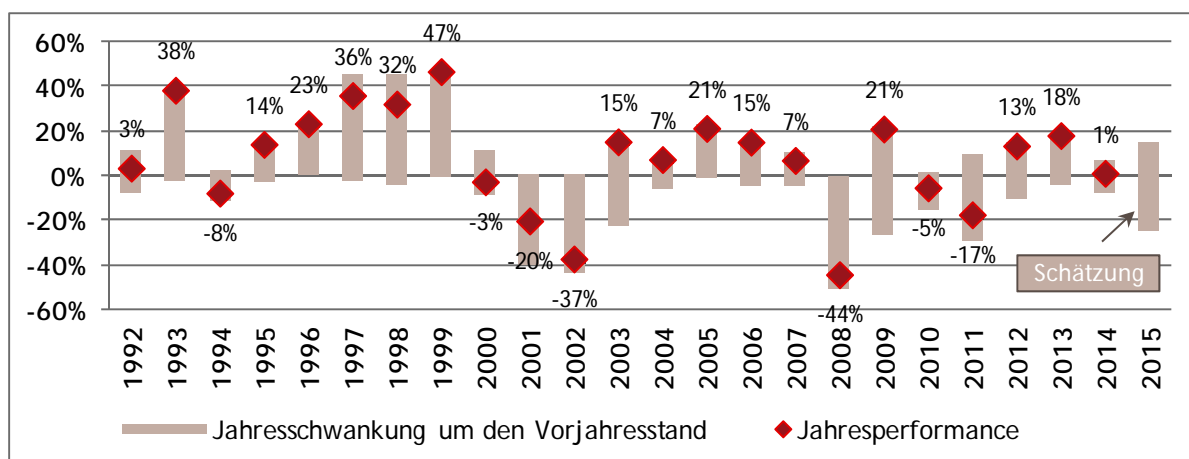
### ENTSCHEIDUNGSPARAMETER

Der vor den Kapitalmärkten liegende Weg scheint im begonnenen Jahr reich an Weggabelungen und -wendungen zu sein. Den offenkundigen Entscheidungsparametern addieren sich Überraschungspotentiale positiver und negativer Art hinzu. Sie sind generell zu unkonkret, um allein aufgrund ihres Vorhandenseins radikale Investitions- oder Desinvestitionsentscheidungen angeraten erscheinen zu lassen, verweisen aber auf Verwundbarkeiten oder Heilungschancen im System.

Nach unserer Auffassung bleibt zunächst die Entwicklung der Zinsen richtungsentscheidend, denn die Konjunktur entwickelt sich vielerorts zu zaghaft, um bereits die treibende Kraft für die Märkte zu werden. Vorangehend haben wir erläutert, warum wir in unseren konkreten Erwartungen aktuell allenfalls nur eingeschränktes Zinssteigerungspotential sehen. Insofern bleibt der gewohnte Status gegeben, wonach die Zinsen in vielen Regionen unattraktiv gegenüber Dividendenrenditen sind bzw. das einzugehende Risiko nicht äquivalent entgelten. Die Notenbanken bleiben voraussichtlich in der Summe gesehen expansiv, zumal die Inflationsdaten weit entfernt sind von den als Geldwertstabilität formulierten Zielvorstellungen. In Europa erwarten wir darum den Ankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank. Die Bewertungen an etlichen Aktienbörsen liegen zwar bereits über ihren langjährigen Durchschnitt, ebenso die Volumina von Unternehmenskäufen, gleichwohl ist ein vor weiterem Mitlaufen warnendes Überschießen dieser Parameter nicht gegeben. Das Weltwirtschaftswachstum entwickelt sich weiter mäßig, wobei die treibenden Faktoren in den USA, China und zunehmend im übrigen Asien liegen. Die gegenüber dem Vorjahr deutlich verringerten Energiepreise interpretieren wir als im Wesentlichen angebotsinduziert und in der Summe als die Weltkonjunktur begünstigend.

*Im ersten Halbjahr bleibt der Zins richtungsentscheidend.*

### Euro Stoxx 50 – Jahresschwankungen, Performancehistorie, Erwartung.



Grafik 3 Quelle: CONCEPT Research

## EMPFEHLUNG

Die Kapitalmärkte werden im Hinblick auf die geschilderten Möglichkeiten und Szenarien höhere Schwankungen aufweisen, als in den vorangegangenen Jahren. Wechselweise wird mal die vermeintliche Alternativlosigkeit der Aktie und kaum später doch wieder das erreichte überdurchschnittliche Bewertungsniveau diskutiert werden. Die Anleihenmärkte mögen heute mangels Zins gemieden werden, dagegen morgen als Fluchtburg begehrt sein. Im Jahr 2014 haben wir erfahren, wie schnell die Marktteilnehmer den Modus zwischen Risk-On und Risk-Off wechseln. Ging gestern noch die Welt unter, wird morgen wieder gekauft, als gäbe es übermorgen keine Aktien mehr. Dieses erratische Verhalten hat im letzten Halbjahr kräftige – sich im Ergebnis nicht selten egalisierende – Kursbewegungen ausgelöst. Noch bis in die Weihnachtsfeiertage zeigten die Märkte Dünnhäutigkeit, was zur Vermutung Anlass geben kann, eine Reihe der hier erläuterten kritischen Erwägungen sei im augenblicklichen Marktumfeld bereits antizipiert. "Die Mauer der Sorgen steht" könnte man sagen, und eben deswegen wäre es möglich, dass vermeintliche negative "Überraschungen" schließlich wenig Reaktion hervorrufen und die Kurse weiter an dieser Mauer empor klettern. Trotz größer gewordenen Schwankungspotentials erwarten wir keine ausgeprägte und lange Korrekturphase, solange eine Trendumkehr bei den Zinsen nicht herbeigeführt wird. Darum bleiben wir in der Summe bei unserem schon länger formulierten Credo, dass Aktien bei der Allokation liquiden Vermögens überdurchschnittlich berücksichtigt werden sollten.

Die potentiellen Störfaktoren – naheliegende und überraschende – haben wir vorangehend erörtert. Es erscheint deshalb notwendiger denn je, eine disziplinierte Titelselektion orientiert an den Kriterien Geschäftsmodellqualität, Marktposition, Ergebniskontinuität und Bewertung vorzunehmen, um ein sinnvoll gemischtes Portfolio zusammenzustellen. Regional legen wir wachsende Aufmerksamkeit auf die asiatischen Länder. Europa wird von den Marktteilnehmern derzeit wenig präferiert, was hier zumindest zu vergleichsweise attraktiven Kaufpreisen führt. Ebenfalls lohnend könnte in den nächsten zwei Jahren die Auswahl von Unternehmen guter Qualität aus der Öl- und Gasindustrie sowie von Edelmetallerzeugern sein. Die erwarteten größeren Kursschwankungen dürften aus Sicherungserwägungen gelegentlich eine höhere Liquiditätshaltung angeraten erscheinen lassen, dies auch um den Preis möglicherweise entgehender Kurschancen. Selbstverständlich bleiben auch Edelmetalle gerade vor den dargestellten Zusammenhängen als Schutz vor dem Äußersten eine sinnvolle Vermögensergänzung.

***Disziplinierte Titelselektion  
und gelegentlich höhere  
Liquiditätshaltung.***

*Bielefeld, 13. Januar 2015  
Matthias Steinhauer*

#### Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde von der CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG (CONCEPT) erstellt. Sie dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche Einwilligung von CONCEPT nicht nachgedruckt oder öffentlich zugänglich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die CONCEPT für zuverlässig erachtet, jedoch keiner neutralen Kontrolle unterzogen hat. Die Informationen sind öffentlich zugänglich. CONCEPT übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen stellen die Auffassung des Verfassers dar und können sich jederzeit ändern. Solche Auffassungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Den in dieser Publikation enthaltenen Angaben liegen historische Daten sowie die Einschätzungen künftiger Marktentwicklungen von CONCEPT zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Dennoch kann CONCEPT für ihr Eintreten keine Gewähr übernehmen. Der Wert eines darauf abstellenden Investments kann sinken oder steigen, der investierte Geldbetrag möglicherweise nicht zurück erhalten werden.