

# Investment Outlook April 2011

## Rückblick März

Schaut man schlicht auf die Ultimo-Salden der Finanzmärkte, könnte man von einem völlig unspektakulären Monat sprechen. Aktien und Renten notieren im Minus, von dramatischen Verlusten gleichwohl keine Spur. Tatsächlich aber wird der März 2011 in verschiedener Hinsicht als tiefer Einschnitt in die Geschichte eingehen. Nicht nur suchte einer der tragischsten Erdbeben/Tsunamis Japan heim. Auch eine bis dato ungelöste atomare Gefahr, ausgehend von einigen erdbebenbeschädigten Atomreaktoren, hielt Weltbevölkerung und Finanzmärkte in Atem. Kurzfristig stieg die Risikoaversion dramatisch an, der NIKKEI 225 verlor etwa ein Fünftel seines Wertes. Der Yen stieg angesichts umfangreicher Repatriierungen in ungeahnte Höhen. Schnell wurden Szenarien über die ökonomischen Auswirkungen der Krise ausgearbeitet. Die Quintessenz lautete, dass globale Rezessionsängste fehl am Platze seien. In einer konzertierten Aktion intervenierten zudem die großen Notenbanken gegen den Yen, der zur falschen Zeit eine zu große ökonomische Bürde für die japanische Volkswirtschaft zu werden drohte.

Indessen geriet die militärische Intervention in Libyen und Unruhen in anderen arabischen Ländern in den Hintergrund. Jedoch wurden die globalen Wachstumsprognosen auch aufgrund des steigenden Ölpreises hier und da nach unten angepasst. Unter dem Strich blieb die konjunkturelle Dynamik robust, so dass die EZB sich zunehmend – und recht überraschend – aufgefordert sah, eine erste Leitzinsanhebung für April vorzubereiten. Auch in der US-Notenbank Fed regten sich die Falken etwas mehr als noch zu Jahresbeginn – die wirtschaftliche Erholung stünde nunmehr auf „festeren Füßen“. Eine leichte Straffung würde auch zu der sich fortsetzenden Erholung am amerikanischen Arbeitsmarkt einhergehen.

## Aktien

Nach zuvor überdurchschnittlicher Entwicklung schnitten japanische Aktien angesichts der katastrophalen Ereignisse mit Kursverlusten von rund 8% als klarer Verlierer ab. Emerging Markets konnten nach längerer Zeit wieder outperformen. Die Verluste hielten sich aber auch in Europa in Grenzen, am Ende lag etwa der Euro Stoxx-Index mit 2,5% im Minus. Im März konnten indessen Small Caps die Indexschwergewichte klar outperformen und damit gar im Plus schließen. Finanztitel, insbesondere Banken, waren die Verlierer auf Sektorebene. Nicht zuletzt belasteten hier auch die nicht abreißenden Hiobsbotschaften aus Portugal (Rating-Downgrade, Regierungskrise). Und auch die Rückversicherer mussten mit Blick auf die Japan-Schäden zwischenzeitlich herbe Verluste hinnehmen. Den größten positiven Impuls gaben Industrie- und Chemiewerte.

## Renten und Währungen

Zwar konnten Staatsanleihen zwischenzeitlich als „Sicherer Hafen“ fungieren, per saldo aber notierten Bonds der Euro-

Zone mit Abschlägen von 0,7%. Hintergrund war vor allem die deutlich restriktivere Haltung der Notenbanken/EZB vor dem Hintergrund steigender Inflationsraten und robuster Wachstumskennzahlen. An der Währungsfront notierte der Yen gegenüber dem Dollar nach den Interventionen sogar leicht im Minus. Der Euro indessen überragte alle Vergleichswährungen und kam gegenüber dem Dollar auf ein Plus von rund 3%. Die am Geldmarkt abzulesenden Zinswartungen haben sich gegenüber dem Vormonat nirgendwo so nach oben entwickelt wie in Europa. In den meisten Fällen wurden diese angesichts der Japankrise sogar eher wieder zurückgenommen.

## Jahresausblick 2011 (Stand: Dezember 2010)

Nach einem bewegten Jahr 2010, das durch die deutsche Brille allzu rosig aussah, wird auch das neue bedeutende Herausforderungen mit sich bringen. Nach wie vor ist ausgesprochen viel Geld im System, das an der einen oder anderen Stelle fundamentale Gesetze außer Kraft setzen dürfte. Angst und Euphorie, Übertreibungen in die eine oder andere Richtung werden uns wohl weiter begleiten. Ein „Ausreiten“ der Märkte allein wird auch 2011 schwerlich möglich sein, auch weil die Vorboten des nächsten Abschwungs zwischenzeitlich verunsichern werden. Wir halten ein sehr aktives Vorgehen und ein gut global diversifiziertes Portfolio für die Erfolgsvoraussetzung No.1.

## Aktienquote vorerst noch auf „Übergewichten“

Unser lang bewährtes taktisches Allokationsmodell hat auch in 2010 fast kontinuierlich eine Übergewichtung von Aktien angezeigt. Mit diesem Signal gehen wir auch ins neue Jahr, da die Märkte grundsätzlich zyklisch noch gut unterstützt bleiben. Die Aufschwung- und anschließende Boomphase des Konjunkturzyklus sind nach unserer Definition die besten Phasen für Aktien, wobei wir uns bereits im letzten Drittel dieser beiden Phasen befinden dürften. Wir gehen daher positiv ins neue Jahr, würden aber erwarten, dass im Jahresverlauf ein defensiveres Vorgehen angezeigt wird. Die Übergewichtung ist also heute tendenziell anfälliger als noch vor einem Jahr.

Die Bewertung der Aktienmärkte ist absolut betrachtet nicht zu ambitioniert und hat in Zeiten hoher Liquidität noch Luft nach oben. Denn nicht selten führen liquiditätsgetriebene Haussen zu Überbewertungen, wovon man heute noch weit entfernt ist. Besonders attraktiv sehen Aktien jedoch gegen andere Asset-Klassen aus. Die reale Risikoprämie auf Aktien (z. B. gegenüber AAA Corporates) bleibt auf historischen Hochs. Im Übrigen bleibt die Gewinnentwicklung weiter positiv, auch wenn der Zyklus Tempo raus nimmt. Das Wachstum wird voraussichtlich deutlich im positiven Bereich bleiben, wahrscheinlich sogar wieder zweistellig werden, auch wenn eine abnehmende konjunkturelle Dynamik vorprogrammiert ist.

Und wenn sich die massige Liquidität ihren Weg bahnt, dürften Aktien vor diesem Hintergrund ein gesuchter Hafen bleiben. Voraussetzung ist eine weiter sehr laxe Geldpolitik. Sobald sich in dieser Phase Zinsanhebungen abzeichnen, dürfte der Markt zu kräftigen Korrekturen neigen. Zunächst wenig intuitiv, aber doch stichhaltig ist die Überlegung, dass die Märkte für Risikoassets gerade von den größten, tiefgreifenden Risiken profitieren: Erstens von der Wachstumsschwäche und hoher Arbeitslosigkeit in den USA, sowie zweitens von der Staatsschuldenkrise in Europa: Beides lässt die Notenbanken davor zurückschrecken, die Zinsen, wie in einem so kräftigen Aufschwung eigentlich angemessen, deutlich anzuheben. Das bereitgestellte Geld wirkt aber (realwirtschaftlich) wie das Schieben an einem Seil. Es fließt nicht in den Wirtschaftskreislauf, sondern in die Finanz-, Rohstoff- oder Edelmetallmärkte. In den Wirtschaftskreislauf kann diese Politik nur über entsprechende Vermögensseffekte Eingang finden, und das genau dürfte das Ziel der US-Notenbank Fed sein.

## Emerging Markets mit stabiler Anziehungskraft

Wer sind die Gewinner dieses Szenarios? Der Hauptprofiteur der historisch einmaligen Geld- und Finanzpolitik sind die Emerging Markets. Nicht nur ist die Bewertung weiter vernünftig (aktuell handeln EM noch immer zu einem Abschlag zu den „Developed Markets (DM)“). Wir erwarten, dass bald

durchaus eine Bewertungs-Prämie von ca. 10% möglich ist (die EM also teurer werden als die DM). Gleichzeitig sind große Fonds noch immer nicht in EM übergewichtet, sondern haben ihre Untergewichtung aus 2008 lediglich abgebaut. Und: EM machen mittlerweile 48% des globalen BIP aus, die Aktien-Marktkapitalisierung hingegen beträgt nur magere 14% der globalen Kapitalisierung. Beide letzten Punkte sprechen dagegen, dass es sich bereits um einen überhitzten „Crowded Trade“ handelt. Trotz zu erwartender, z. T. überraschend deutlicher Zinsanhebungen in den EM ist zu erwarten, dass diese Märkte von der strukturellen Schwäche der entwickelten/gesättigten Industriestaaten profitieren.

Selbstverständlich wird es temporäre Rückschläge geben. Die Hauptrisiken für die EM sehen wir erstens in einem überraschend starken Wachstum in den USA und Europa, vereint mit Zinserhöhungen und dem Entzug von globaler Liquidität (exogenes Risiko); und zweitens darin, dass das „Soft Landing“ in China doch nicht nach Plan läuft (endogenes Risiko). Bisher haben es die Behörden glänzend verstanden, die Zinsen allmählich heraufzusetzen bzw. die Geldpolitik zu straffen, ohne den Produktions- und Konsumzyklus ernsthaft in Gefahr zu bringen. Wir glauben daran, dass angesichts der Positionierung Chinas in der Weltwirtschaft dieser Balanceakt auch weiter gelingen wird.

Marktdaten	Endstand März 2011	Entwicklung März 2011	Entwicklung seit 1. Januar 2011	Ausblick April 2011	Langfristiger Ausblick
<b>Euro Stoxx 50</b>	2.911	-3,4%	4,2%	+	o
<b>DAX</b>	7.041	-3,2%	1,8%	+	o
<b>Dow Jones Industrials</b>	12.320	0,8%	6,4%	+	o
<b>Nasdaq</b>	2.781	0,0%	4,8%	+	o
<b>Nikkei 225</b>	9.755	-8,2%	-4,6%	+	o
<b>3M EUR LIBOR</b>	1,18	13 bp	24 bp	+	o
<b>10J Bund Rendite</b>	3,35	18 bp	39 bp	+	-
<b>EURO/\$</b>	1,416	2,5%	5,8%	o	+

Quelle: Bloomberg, First Private

Die historische Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Performance.

## Weitere Informationen unter Telefon (069) 50 50 82-0 oder [info@first-private.de](mailto:info@first-private.de)

### Hinweis:

First Private Investment Management KAG mbH erarbeitete die in dem vorliegenden „Investment Outlook“ präsentierten Informationen. Dieser Bericht dient allein Informationszwecken und ist keine Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren jedweder Art. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus verschiedenen veröffentlichten und unveröffentlichten Quellen, die wir als zuverlässig erachten, trotzdem kann die First Private Investment Management KAG mbH keine Garantien abgeben oder die Haftung für unmittelbar entstandene Verluste oder Folgeverluste übernehmen, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben sollten. Es kann auch gegenteilige Auffassungen von anderen Portfolio Managern innerhalb der First Private Investment Management KAG mbH geben. Diese sind nicht angehalten, ihr Handeln an den hier formulierten Einschätzungen auszurichten.

Es kann keine Garantie dafür abgegeben werden, dass die hier formulierten Einschätzungen eintreten werden. Der Inhalt stellt keine Empfehlung dar, vielmehr eine Basis, aus der Strategien abgeleitet werden können, unter Berücksichtigung der spezifischen Investitionsausrichtungen von Portfolios im Hinblick auf Ertrag, Zeithorizont, Risikoinschätzungen sowie Anlageziele- und vorgaben. Sämtliche in diesem Dokument geäußerten Meinungen spiegeln die Ansichten des jeweiligen Fondsmanagements wider, die auf aktuellen Voraussetzungen aufbauen und sich ändern können.

Herausgegeben von: First Private Investment Management KAG mbH, Westhafenplatz 8, 60327 Frankfurt am Main.