

# Investment Outlook August 2011

## Marktrückblick Juli 2011

Die vergangenen Wochen waren vor allem von einem ungewöhnlich heftigen politischen Tauziehen um die Verschuldungsgrenze des amerikanischen Staatshaushaltes geprägt. Gewinner des Monats waren dennoch Staatsanleihen, sowohl dies- als auch jenseits des Atlantik. So reduzierte sich die Rendite 10j. US-Treasuries signifikant von 3,2% auf unter 2,8%. Auch hierzulande waren Bundesanleihen als sicherer Hafen gesucht. Selbst nach der jüngsten „politischen Lösung“ der europäischen/griechischen Staatsschuldenproblematik bleibt die Zuversicht in eine wirklich endgültige Lösung offenbar begrenzt.

Die internationalen Aktienmärkte hatten weitere schwere Kost zu verarbeiten: Anders als die US-Unternehmen, deren Gewinne im zweiten Quartal nicht zuletzt vom schwachen US-Dollar nochmals angetrieben wurden, fiel die Berichterstattung hierzulande enttäuschend aus. So lag der Anteil der Unternehmen, die die Gewinnschätzungen verfehlten, klar über dem der positiven Überraschungen – was Seltenheitswert hat. Besonders schlecht fiel die Bilanz der zyklischen Unternehmen aus. Keine Unterstützung lieferten indessen die Makro-Daten. Auch wenn ein leicht steigendes US-Konumentenvertrauen etwas aufatmen ließ, drückten vor allem die US-Arbeitsmarktdaten auf die Laune der Investoren. Statt erwarteten 105 Tsd. neuen Stellen wurden im Juni nur magere 18 Tsd. Stellen neu geschaffen. In Deutschland fiel der ifo-Geschäftsklimaindex etwas schlechter aus als erwartet.

## Aktien

Die europäischen Aktienmärkte waren die Verlierer des Berichtsmontats Juli. Unerwartet schlechte Unternehmensdaten sowie die sichtbar abnehmende Konjunkturdaten schlugen hier besonders stark durch. Finanztitel waren angesichts der anhaltenden (griechischen) Schuldenkrise und der Furcht vor einem Übergreifen auf andere Länder überdurchschnittlich betroffen. Auch Industrietitel mussten Federn lassen, während Konsumgüter, Telekomwerte und Pharmatitel – klassisch defensive Segmente – vergleichsweise besser abschneiden konnten. Im Vergleich der großen Industrienationen konnte allein der japanische Nikkei-Index ein leichtes Plus erzielen.

## Renten und Währungen

Die Renditen internationaler Staatsanleihen gaben zuletzt wieder deutlich nach. Schwächere Konjunkturdaten, positive Überraschungen auf der Teuerungsseite (USA) und der allgemein aufkommende Druck zur Konsolidierung der Staatshaushalte ließen Staatsanleihen höchster Bonität haussieren. Auf der Währungsseite gab der Euro nur leicht nach, offenbar hin- und hergerissen von Diskussionen um die Staatsschulden auf europäischer und amerikanischer Seite.

## Ausblick zweites Halbjahr 2011 (Stand: August 2011)

Die Kernaussagen aus unserem Jahresausblick 2011 haben auch heute Bestand: *„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.“* Gleichwohl haben die zu Jahresbeginn noch positiven taktischen Allokationsmodelle mittlerweile (seit Anfang Juli) auf „Aktien untergewichten“ gedreht.

## Aktienquote vorerst noch defensiv

Die Aktienmärkte haben schnell und heftig auf die gesunkenen Wachstumserwartungen reagiert. Zuletzt war der Konsens noch von einer Wachstumsbeschleunigung im zweiten Halbjahr ausgegangen und dementsprechend positioniert. Diese Überzeugungen sind nun stark ins Wanken geraten. Auf Basis der zuletzt veröffentlichten volkswirtschaftlichen Daten aus USA und Europa, der Staatshaushalts- bzw. Schuldenkrisen sowie Anzeichen von erhöhter Nervosität im Interbanken/Repogeschäft sind die Risiken für die Wirtschaftsprognosen derzeit eindeutig nach unten gerichtet. Auf Basis unserer langjährig bewährten, quantitativen Allokationsmodelle haben wir die Aktienquoten in den dafür relevanten Fonds Ende Juli auf ein Minimum reduziert. Dies passt zu unseren Erwartungen vom Jahresbeginn: *„Wir gehen daher positiv ins neue Jahr, würden aber erwarten, dass im Jahresverlauf ein defensiveres Vorgehen angezeigt wird. Die Aktien-Übergewichtung ist also heute tendenziell anfälliger als noch vor einem Jahr.“*

Getrieben wurden die Verkaufssignale im Juli vor allem von der negativen Marktdynamik, die den Eintritt in einen zyklischen Marktabschwung nahelegt. Die Signale von der Makroseite stehen demgegenüber noch auf der Kippe und lassen eher auf ein Soft-Patch/Landing hoffen, was zur Zeit auch noch eher unserer qualitativen Einschätzung entspricht - dies unter der Voraussetzung, dass die US- und EU-Zentralbanken und Regierungen keine signifikanten Fehler im Umgang mit den schwelenden Brandherden begehen.

## Geldpolitik auf neuen Wegen

Die säkularen fiskal- und geldpolitischen Trends der letzten Jahrzehnte lassen sich – einfach ausgedrückt – wie folgt beschreiben: Mit jeder „Krise“ wurde zur Abfederung natürlicher konjunktureller Zyklen immer neue Verschuldung erzeugt, gleichzeitig erreichten die Notenbankzinsen immer tiefere Niveaus, wobei erst mit der Finanzkrise 2008 alle Dämme gebrochen wurden. Mit sämtlichen, auch unorthodoxen Mitteln wird versucht, der nötigen volkswirtschaftlichen Anpassung die soziale Schärfe zu nehmen und der

Verschuldung über den scheinbar einzigen politisch gangbaren Weg der Inflation zu begegnen. Die FED bekennt sich fast offen zu dem Ziel, mehr Teuerung (Geldentwertung) erzeugen zu wollen. Es zeichnet sich jedoch einmal mehr ab, dass die Realität einer deflationären (gesättigten) westlichen Welt diesem Ziel widerspricht. Es wird zwar mehr Geld produziert, doch gerät es nicht in den volkswirtschaftlichen Kreislauf. Dazu bräuchte es einen Aufschwung mit engen Arbeits- bzw. Faktormärkten, steigenden Löhnen und wachsender Konsumnachfrage. In den westlichen Ländern sind aufgrund des Sättigungs- und Verschuldungsniveaus inflationäre Konsumschübe heute aber unwahrscheinlicher denn je.

## Unternehmen schlank und flexibel

Die Unternehmen sind im Quervergleich mit Konsumenten und Staaten gut aufgestellt. Allerdings sind extrem hohe Cash-Quoten nach zwei Jahren Aufschwung nicht nur positiv zu werten. Die US-Unternehmen sitzen auf den höchsten jemals gemessenen Barreserven – rund 2 Billionen USD, einem Bestand also, der das jährliche US-Bruttoinlandsprodukt deutlich übertrifft. Dies ist zum einen Zeichen substanzialer Gewinne bzw. hoher Gewinnmargen der letzten Jahre. Zum anderen signalisiert dieser Trend neben steuerlichen Erwägungen eine ausgesprochen vorsichtige Hal-

tung, die vor allem auf der Erfahrung der Kreditklemme von 2008 fußt. Diese „Vorsichtskasse“ dürfte aber auch die gesamte Wirtschaft vor allzu großen Auswirkungen möglicher Kreditengpässe schützen.

## Bodenbildung bei schwachem Wachstum

Selbst wenn es nicht zu einer nachhaltigen Rezession kommt, wovon wir derzeit noch ausgehen, wird das Wachstum in den USA aufgrund einer lahmenden Inlandsnachfrage unterdurchschnittlich bleiben und kaum Arbeitsplätze produzieren. Ein Umfeld aber, in dem sich Unternehmen schlank machen, auf höhere Produktivität setzen und zwangsläufig immer neue Märkte suchen, muss kein strukturell schlechtes Umfeld für Aktien sein. Zumal bereits heftig auf die Eintrübung der Gewinnperspektiven reagiert worden ist. Auf den derzeitigen Bewertungsniveaus sind Aktien zumindest außerhalb der USA günstig bewertet, solange kein global synchronisierter Abschwung vergleichbar mit 2008/2009 droht. Damit könnten sich in den nächsten Wochen also durchaus Einstiegsmöglichkeiten für langfristig (bewertungsorientierte) Anleger am Aktienmarkt bieten. Aufgrund der uns zur Verfügung stehenden Signale präferieren wir aktuell gleichwohl noch eine abwartende Haltung.

Marktdaten	Endstand Juli 2011	Entwicklung Juli 2011	Entwicklung seit 1. Januar 2011	Ausblick August 2011	Langfristiger Ausblick
Euro Stoxx 50	2.670	-6,3%	-4,4%	-	o
DAX	7.159	-2,9%	3,5%	-	o
Dow Jones Industrials	12.143	-2,2%	4,9%	-	o
Nasdaq	2.756	-0,6%	3,9%	-	o
Nikkei 225	9.833	0,2%	-3,9%	-	o
3M EUR LIBOR	1,56	7 bp	62 bp	o	o
10J Bund Rendite	2,54	-49 bp	-43 bp	-	-
EURO/\$	1,440	-0,7%	7,6%	o	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.