

# Investment Outlook März 2011

## Rückblick Februar

Nachdem die geopolitischen Spannungen in Nordafrika an den Finanzmärkten der Industrieländer im Januar noch eine untergeordnete Rolle spielten, verstärkte sich in der zweiten Februar-Hälfte die allgemeine Verunsicherung. Vor allem verbunden mit einem rasant steigenden Ölpreis – in den USA steigen die Benzinpreise zuletzt im Wochentakt um nahezu 10% - zogen sich Anleger aus riskanteren Asset-Klassen zurück. Der Preis für die Sorte Brent zog bis auf 120 USD/b an. Der Anstieg des Rohölpreises dürfte die Investorengemeinde nicht zuletzt an die Entwicklung im Sommer 2008 erinnern haben, welche die Konjunktur nachhaltig in Bedrängnis brachte.

Die Ölpreisentwicklung hat mehrere Dimensionen: In der Vergangenheit fiel insbesondere die Europäische Zentralbank dadurch auf, dass sie die auf Ölpreisschocks folgenden Inflationsspitzen zügig mit Zinsanhebungen beantwortete – auch wenn sich dies im Nachgang als kontraproduktiv erwies. Gleichwohl hinterlässt die Entwicklung bei Investoren potenzielle Zinssorgen. Andererseits hat der Ölpreis direkt negative Auswirkungen auf die Angebots- und Nachfrageseite der Volkswirtschaften, indem Produktions- und Konsum- bzw. Benzinkosten erhöht werden. Sicher ist angesichts der vielerorts robusten Konjunkturlage ein höherer Ölpreis nicht zwangsläufig ein Ventil für die nächste Rezession. Bei einem nochmals stärkeren Anstieg würde das konjunkturelle Fundament jedoch deutlich fragiler werden. Die unerwartet schwächeren Auftrags- und Produktionszahlen aus Deutschland und Großbritannien sowie das nachgebende EU-Verbrauchervertrauen mögen ein Vorbote gewesen sein. Allerdings überraschten die Frühindikatoren (ifo-Index, Einkaufsmanagerindizes) auch im Februar noch positiv. Stabilisierend wirkte zuletzt, dass seitens der OPEC-Länder bis dato Entwarnung gegeben, d.h. eine weitere stabile Ölproduktion in Aussicht gestellt wurde.

## Aktien

Unter den großen Aktienmärkten entwickelte sich insbesondere Japan positiv, gefolgt von den USA. Unter Druck blieben vor allem die Emerging Markets bzw. Asien (ex Japan). Large Caps schnitten im Februar besser ab als geringer kapitalisierte Werte (Small-, Midcaps). Unter den Sektoren fielen wieder Finanztitel als stärkste Gruppe auf (z. B. Deutsche Bank, ING Group oder Soc Gen). Zum Zuge kamen auch die Sektoren Grundstoffe und Öl/Gas. Besonders schlecht schlossen dagegen konsumnahe Branchen sowie Telekomwerte und Versorger den Monat ab.

## Renten und Währungen

Die Anleihen entwickelten sich im Februar trotz höherer Teuerung weitgehend stabil, da sie zwischenzeitlich auch als „sicherer Hafen“ nachgefragt wurden. An der Währungsfront entwickelte sich EUR/USD wenig spektakulär seitwärts. Positiv entwickelten sich Währungen, deren Zen-

tralbanken man am ehesten eine baldige Zinsanhebung zutraut (GBP, CAD). Der Neuseeland-Dollar gab angesichts des Erdbebens in Christchurch deutlich nach.

## 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 rausnimmt. 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 laxen 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 Vermögenseffekte 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 Februar 2011	Entwicklung Februar 2011	Entwicklung seit 1. Januar 2011	Ausblick März 2011	Langfristiger Ausblick
<b>Euro Stoxx 50</b>	3.013	2,0%	7,9%	+	+
<b>DAX</b>	7.272	2,8%	5,2%	+	+
<b>Dow Jones Industrials</b>	12.226	2,8%	5,6%	+	+
<b>Nasdaq</b>	2.782	3,0%	4,9%	+	+
<b>Nikkei 225</b>	10.624	3,8%	3,9%	+	+
<b>3M EUR LIBOR</b>	1,05	2 bp	11 bp	o	o
<b>10J Bund Rendite</b>	3,17	2 bp	21 bp	+	o
<b>EURO/\$</b>	1,381	0,8%	3,2%	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.