

Investment Outlook Mai 2011

Rückblick April

Nach den externen Schocks der Vormonate rückten im April die Themen Geld- und Fiskalpolitik in den Vordergrund. Der Monat verlief an den Aktien- und Rentenmärkten über weite Strecken unspektakulär. Aktien konnten vielerorts leicht zulegen, Staatsanleihen gaben tendenziell nach. Starke Bewegungen waren an den Währungs- und Rohstoffmärkten zu beobachten. Angesichts weiter dynamisch steigender Rohölpreise (im April +7,9% g. VM) und weiter robuster Konjunktur in den größeren Euro-Volkswirtschaften sah sich die Europäische Zentralbank offenbar gezwungen, die Zinsen erstmals seit geraumer Zeit wieder um 0,25 %-Punkte anzuheben. Einmal mehr fielen etwa die deutschen Neuaufträge und die deutsche Industrieproduktion (jeweils Februar) deutlich stärker aus als erwartet. Schwache Zahlen kamen dagegen aus Großbritannien, wo Einkaufsmanagerindex und Produktion zuletzt nachgaben. In den USA waren im April keine größeren Auffälligkeiten zu beobachten, wobei hier durchaus von einer robusten Verfassung gesprochen werden kann. Allerdings geben die Immobilienmärkte nach wie vor Anlass zur Sorge, die Preise gaben zuletzt weiter nach.

Der Markt geht derzeit von zusätzlichen Zinsanhebungen seitens der Europäischen Zentralbank aus. Die EZB bewegt sich gleichwohl auf einem schmalen Grat, zumal auch der starke Euro-Außenwert eine dämpfende konjunkturelle Wirkung entfaltet und gerade die schwächeren Peripherieländer empfindlich trifft. Eine wichtige Voraussetzung für den ersten Zinsschritt dürfte nicht zuletzt die Entscheidung Portugals gewesen sein, den EU-Rettungsschirm in Anspruch zu nehmen. Ganz anders die US-Notenbank. Hier wurde betont, das konjunkturelle Bild sei noch lange nicht so, wie man es sich im Notenbankrat idealerweise vorstellt – von Andeutungen einer ersten Straffung keine Spur.

Aktien

Vor allem europäische Aktien standen im April in der Gunst der Anleger. So legte etwa der Euro Stoxx Index um 3,6% zu. Dagegen musste Japan erneut leichte Einbußen hinnehmen (-1,7% in Lokalwährung). Investoren in US-Aktien ließen indessen trotz robuster Aktienmärkte über die Währungsseite deutlich Federn (US-Dollar gegenüber Euro -4,5%). In den verschiedenen Größenklassen lagen im April Large Caps klar vorne, Mid- und Small-Caps hatten dagegen das Nachsehen. Auf Branchenebene entwickelten sich Chemie-, Automobil- und Pharmaaktien besonders erfolgreich. Auf der negativen Seite sind vor allem die Bereiche Grundstoffe/Produktionsgüter zu nennen.

Renten und Währungen

Der Abwärtstrend des US-Dollar wurde auch im April bestätigt. Nicht nur die erste Zinserhöhung der EZB, sondern auch die deutlich laxere monetäre Haltung in den USA schärfte das Bewusstsein für die Schwäche der US-

Währung. Erstmals seit zwei Jahren erzielten europäische Staatsanleihen wieder mehr Rendite als ihre US-Pendants. Neben dem Euro entwickelten sich die Rohstoffwährungen AUD und NZD positiv. Steigende Rohstoffpreise und zunehmende Carry-Trades waren hier ausschlaggebend.

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 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 ab-

gebaut. 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 April 2011	Entwicklung April 2011	Entwicklung seit 1. Januar 2011	Ausblick Mai 2011	Langfristiger Ausblick
Euro Stoxx 50	3.011	3,4%	7,8%	+	o
DAX	7.514	6,7%	8,7%	+	o
Dow Jones Industrials	12.811	4,0%	10,7%	+	o
Nasdaq	2.874	3,3%	8,3%	+	o
Nikkei 225	9.850	1,0%	-3,7%	+	o
3M EUR LIBOR	1,35	17 bp	41 bp	+	o
10J Bund Rendite	3,24	-12 bp	28 bp	o	-
EURO/\$	1,481	4,6%	10,6%	-	+

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

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.