

# Investment Outlook November 2011

## Marktrückblick Oktober 2011

Nach den heftigen Kursturbulenzen der Vormonate präsentierte sich der Oktober als einer der besten Aktienmonate der letzten zehn Jahre. Hintergrund war die wachsende Zuversicht, die Euro-Staatsschuldenkrise könne nach langem Tauziehen nun doch endgültig bewältigt werden. Die Regierungen der Euro-Staaten hatten sich auf eine künstliche Erweiterung des Rettungsschirms (EFSF) verständigt, die u. a. vorsieht, private Investoren im Sinne einer Versicherungslösung („Hebel“) an der Finanzierung überschuldeter Staaten zu beteiligen. Die Feuerkraft des EFSF sollte nun so mächtig erscheinen, dass Spekulationen gegen den Euro von nun an im Keim erstickt würden. Allerdings galt zum Monatsende die Bereitschaft großer Investoren als noch längst nicht gesichert.

Doch es waren auch fundamentale, makroökonomische Kennzahlen, die Anleger vor allem in den USA Hoffnung schöpfen ließen. So fielen nicht nur die Arbeitsmarktdaten besser aus als erwartet (Sep +103 Tsd.), auch Einzelhandelsumsätze (Sep +0,3%) und Aufträge langlebiger Gebrauchsgüter (Sep ex Transp. +1,7%) zogen wieder an. Der zuvor noch auf Rezession deutende Philadelphia Fed Index konnte sich zudem wieder in die Pluszone vorarbeiten. Etwas ernüchternder, wenngleich auf höherem Niveau, fielen die Zahlen für die deutsche Wirtschaft aus. Nach schon schwachem Vormonat reduzierten sich die Neuaufträge (Aug) um 1,4%, der ifo-Geschäftsklimaindex schwächte sich leicht ab.

## Aktien

Im Oktober zogen die Aktienkurse weltweit an. Mit einem Plus von 8,5% (Euro Stoxx) zählt der Monat zu den besten Aktienmonaten der letzten zehn Jahre. Large Caps hatten im Vergleich zu Small- und Mid-Caps Vorteile, zumindest in Europa (bei US-Aktien war das Gegenteil der Fall). Auf Branchenebene lieferten die Bereiche Öl/Gas, Automobile und Chemieaktien die größten Beiträge. Banken, Versorger und Telekomittel hatten dagegen das Nachsehen. Angesichts der insgesamt nochmal besseren Nachrichtenlage kamen im regionalen Vergleich die US-Börsen mit +11% besonders gut durch den Monat, allerdings fiel für europäische Anleger der schwache Dollar ins Gewicht. Allein der japanische Markt konnte nicht von der Aktien-Euphorie profitieren, sondern trat mit +0,9% auf der Stelle.

## Renten/ Währungen

Trotz der vermeintlich höheren Wahrscheinlichkeit einer Euro-Rettung, die die Finanzmärkte jubeln ließ, stiegen die Finanzierungszinsen für die Krisenstaaten der Euro-Zone weiter an, auch weil das Zinsniveau insgesamt anstieg. Bonds der Eurozone gaben im Schnitt um ca. 2% an Wert nach. An der Inflationsfront machte vor allem Großbritannien auf sich aufmerksam, wo die Verbraucherpreise im September um 5,2% anzogen. Der Euro konnte sich erholen, gegenüber dem US-Dollar legte um 3,5% zu.

## 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 Verbote 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 gesenkten 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 Verschul-

dung 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. Dies ist zum einen Zeichen substanzialer Gewinne bzw. hoher Gewinnmargen der letzten Jahre. Zum anderen signalisiert dieser Trend neben steuerlichen Erwägungen eine ausgesprochen vorsichtige Haltung, 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 lahrenden 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 Oktober 2011	Entwicklung Oktober 2011	Entwicklung seit 1. Januar 2011	Ausblick November 2011	Langfristiger Ausblick
<b>Euro Stoxx 50</b>	2.385	9,4 %	-14,6 %	-	o
<b>DAX</b>	6.141	11,6 %	-11,2 %	-	o
<b>Dow Jones Industrials</b>	11.955	9,5 %	3,3 %	-	o
<b>Nasdaq</b>	2.684	11,1 %	1,2 %	-	o
<b>Nikkei 225</b>	8.988	3,3 %	-12,1 %	-	o
<b>3M EUR LIBOR</b>	1,53	3 bp	59 bp	o	o
<b>10J Bund Rendite</b>	2,03	14 bp	-94 bp	-	o
<b>EURO/\$</b>	1,386	3,5 %	3,5 %	-	+

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 Investmentausrichtungen von Portfolios im Hinblick auf Ertrag, Zeithorizont, Risikoeinschätzungen 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.