

Investment Committee Protokoll

Sitzung vom 30. Juli 2009

Mitglieder

Stefan Keitel (Vorsitz)
Markus Zipperer
(Stellvertreter)
Florian Böhringer
Siegfried Cordes
Lars Fahnenbrock
Fidel Kasikci
Thomas Lehr
Christiane Malchow
Knut Müller
Silvia Schaak
Christian Schwab

Überblick

Makro / Aktien

- In den USA hat sich der Verlauf der Rezession im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt. Während das negative Wachstum für die ersten drei Monate des Jahres von -5,5% auf -6,4% nach unten revidiert werden musste, wurde für das zweite Quartal eine Zahl von „nur“ -1,0% veröffentlicht. Damit besteht die Hoffnung, dass, nach den Schwellenländern, auch die entwickelten Volkswirtschaften in der zweiten Jahreshälfte wieder zu positivem Wachstum zurückfinden werden.
- Neben der Makroökonomie richtet sich das Augenmerk der Anleger stark auf die Berichtssaison der Unternehmen, von der bisher deutlich positive Impulse für den Aktienmarkt ausgehen. Während die Umsätze in vielen Fällen unter den Erwartungen lagen, ist es den Unternehmen oftmals gelungen durch deutliche Kosteneinsparungen für positive Überraschungen auf der Gewinnseite zu sorgen. Der Ausblick bleibt jedoch bis auf wenige Ausnahmen weiterhin sehr vorsichtig.
- Trotz aller negativen Faktoren zeichnet sich kurzfristig ein etwas konstruktiveres Bild an den Kapitalmärkten. Mit steigenden Kursen und der Überschreitung wichtiger charttechnischer Marken wächst auch zunehmend der Druck auf die Investoren, die nicht ausreichend hoch in risikobehafteten Anlageklassen investiert sind. Aus diesem Grund bleiben wir in der Aktienquote weiterhin moderat übergewichtet. Gleiches gilt für die Fokusthemen „Emerging Markets“, aufgrund der hohen Wachstumsdynamik, und Kanada, die von ihrem Rohstoffexposure profitieren.

Renten

- Im Juli bewegten sich die Zinsmärkte in einer engen Handelsspanne. Damit bleibt die Zinsstrukturkurve mit einer Renditedifferenz von mehr als 2% zwischen 2- und 10-jährigen Bundesanleihen sehr steil. Unsere Trading Range von 3,2% bis 3,7% (10jährige Bundesanleihen) hat weiterhin Bestand und wir bleiben mit Blick auf die Duration leicht untergewichtet und bevorzugen die drei- bis siebenjährigen Laufzeiten.
- Die Corporate-Neu-Emissionen stoßen unvermindert auf sehr große Nachfrage. Alle Renten-Teilanlageklassen haben Staatsanleihen im ersten Halbjahr deutlich outperformt. Die Flut der Neuemissionen hat sich saisonal bedingt in den letzten Wochen ebenfalls beruhigt, zuletzt wurden eher Bankanleihen emittiert.

Rohstoffe

- Inflationsrisiken erst perspektivisch erwartet, jedoch frühzeitige Antizipation durch die Rohstoffmärkte.
- Nach dem Fall der Futures-Prämien am Terminmarkt sind direkte Investments an den Rohstoffmärkten wieder attraktiver.

Währungen

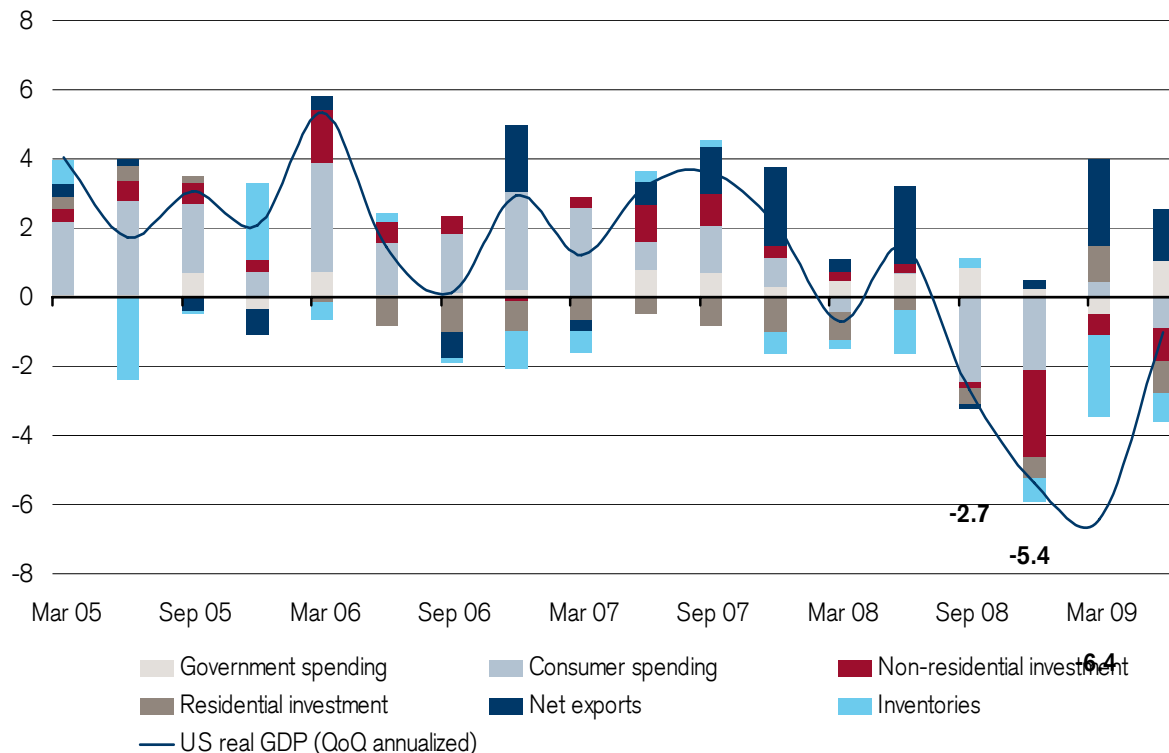
- Neutrale Positionierung im US-Dollar / Fortsetzung des Abwärtstrends unsicher
- Aktuelle Kritik am Dollar-basiertem Reservewährungssystem ist positiv für Schwellenländerwährungen

Makro / Aktien

- In den USA hat sich der Verlauf der Rezession im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt. Während das negative Wachstum für die ersten drei Monate des Jahres von 5,5% auf 6,4% nach unten revidiert werden musste, wurde für das zweite Quartal eine Zahl von „nur“ -1,0% veröffentlicht. Damit besteht die Hoffnung, dass, nach den Schwellenländern, auch die entwickelten Volkswirtschaften in der zweiten Jahreshälfte wieder zu positivem Wachstum zurückfinden werden.

US-BIP nach Komponenten (Quelle: Bloomberg, Credit Suisse / IDC)

QoQ% (ann.)



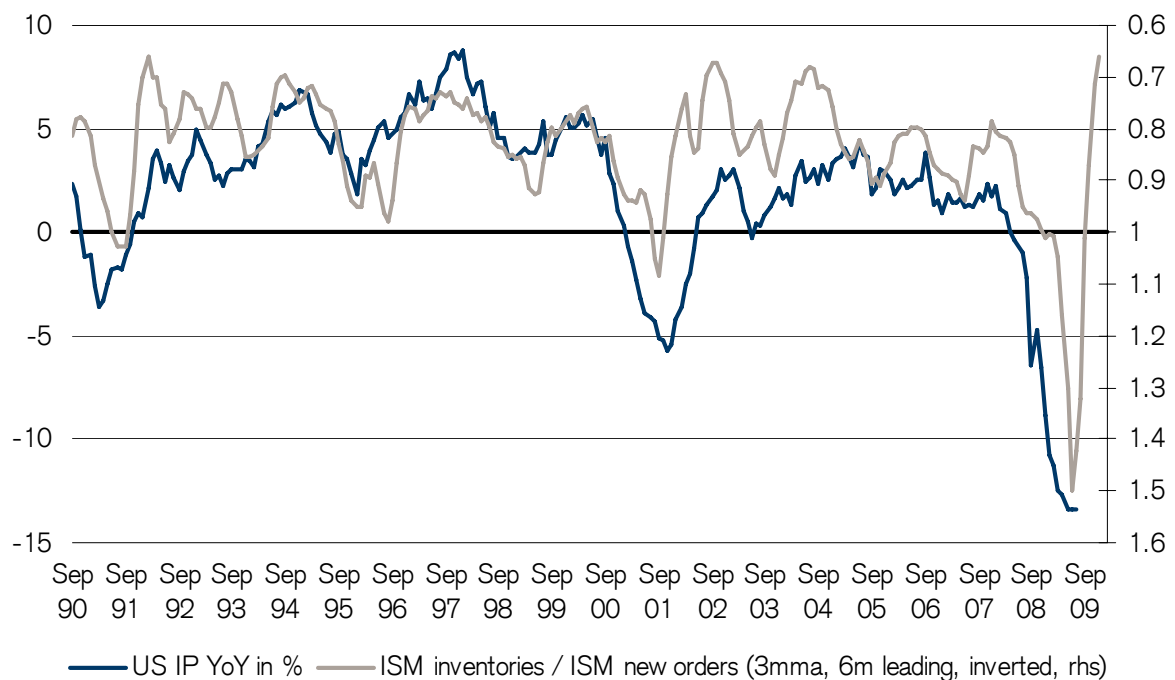
- Eine wichtige Rolle spielt dabei der US-Konsument. Der deutliche Anstieg in der Arbeitslosen- und Sparquote auf 9,5% bzw. knapp 6% führte im letzten Quartal zu einem Rückgang der Konsumausgaben um 1,2%. Mit der Einführung einer Abwrackprämie für Autos („cash-for-clunkers“) nach deutschem Vorbild sollte jedoch dieser Trend zumindest kurzfristig gestoppt sein. Zusätzliche Entspannung könnte vom US-Arbeitsmarkt ausgehen, da hier das negative Momentum ebenfalls abnimmt und das Konsumentenvertrauen in Zukunft weniger stark belasten sollte.

Anträge auf Arbeitslosenhilfe in den USA (Quelle: Bloomberg, Credit Suisse)



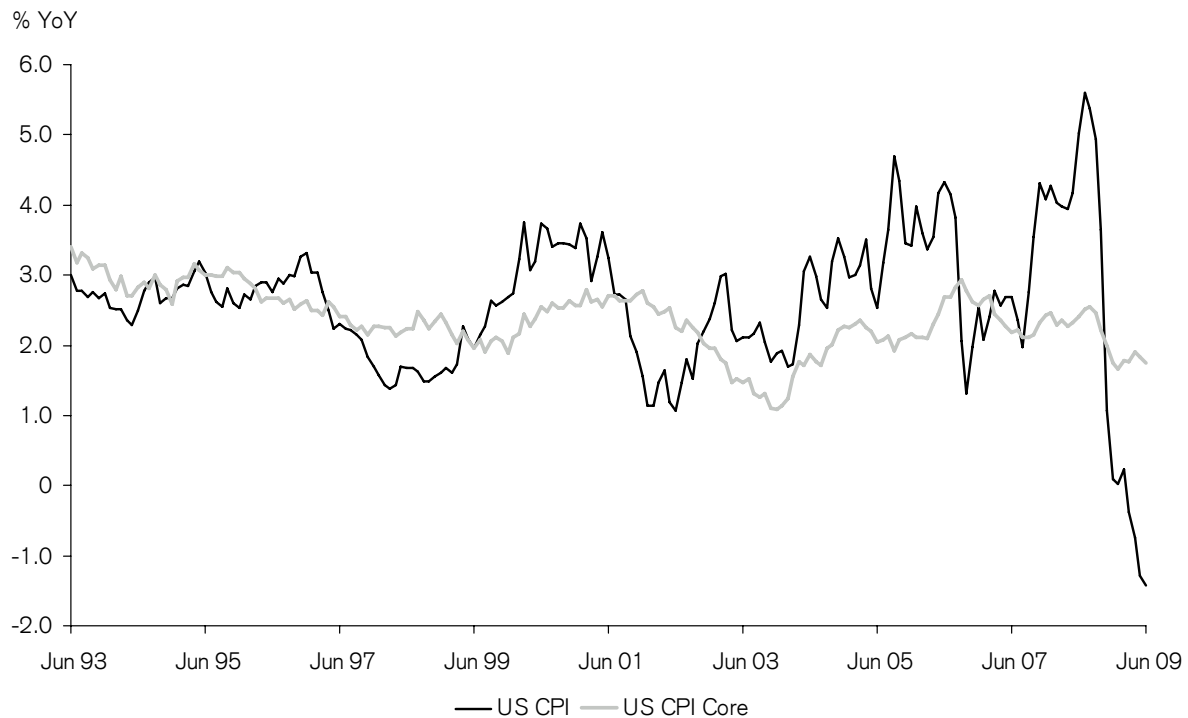
- Der zweite positive Wachstumsbeitrag zum BIP könnte von der Lagerhaltung der Unternehmen kommen. Nachdem in den vergangenen sechs Monaten die Produktion extrem stark gedrosselt wurde, sind die Lagerbestände auf historisch niedrige Niveaus gefallen. Bei einer Stabilisierung der Auftragseingänge sollten dann auch die Lager wieder langsam aufgebaut werden, um die Nachfrage zeitnah befriedigen zu können.

Lagerbestände/Auftragseingänge vs. Industrieproduktion in den USA (Quelle: Bloomberg, Credit Suisse)



- Aufgrund des deutlichen Rückgangs in den Rohstoff- bzw. Energiepreisen im Vergleich zum Vorjahr sind die Inflationsraten in vielen Ländern ins Minus gerutscht. Obwohl dies nur ein temporärer Effekt sein sollte, bietet es den Notenbanken und Regierungen ausreichende Argumente um an der expansiven Geld und Fiskalpolitik bis auf weiteres festzuhalten und damit das Wirtschaftswachstum anzukurbeln.

Konsumentenpreise in den USA (Quelle: Datastream, Credit Suisse / IDC)



- Neben der Makroökonomie richtet sich das Augenmerk der Anleger stark auf die Berichtssaison der Unternehmen, von der bisher deutlich positive Impulse für den Aktienmarkt ausgehen. Während die Umsätze in vielen Fällen unter den Erwartungen der Investoren lagen, ist es den Unternehmen oftmals gelungen durch deutliche Kosteneinsparungen für positive Überraschungen auf der Gewinnseite zu sorgen. Der Ausblick bleibt jedoch bis auf wenige Ausnahmen weiterhin sehr vorsichtig und wenig konkret.
- Trotz aller negativen Faktoren zeichnet sich kurzfristig ein etwas konstruktiveres Bild an den Kapitalmärkten. Mit steigenden Kursen und der Überschreitung wichtiger charttechnischer Marken wächst auch zunehmend der Performancedruck auf die Investoren, die nicht ausreichend hoch in risikobehafteten Anlageklassen investiert sind. Trotz einiger Abflüsse aus Geldmarktfonds sind viele Investoren noch immer hoch in „Cash“ investiert. Aus diesem Grund bleiben wir in der Aktienquote weiterhin moderat Übergewichtet. Gleiches gilt für die Fokusthemen „Emerging Markets“, aufgrund der hohen Wachstumsdynamik, und Kanada, die von ihrem Rohstoffexposure profitieren.

Markttechnik

- Eine Aussage, die sich in den vergangenen Monaten in unserem Kommentar zur Markttechnik immer wieder gefunden hat, lautete: „Die Marktteilnehmer unterschätzen das Potenzial der Erholung und sind daher zu gering in Aktien investiert. Mit fortschreitender Dauer der Aufwärtsbewegung wird dies zu Stress führen. Am Ende wird die Bewegung nach oben durch sich selbst beschleunigt.“ Mehr und mehr wird deutlich, was wir damit gemeint haben.
- Am Verlauf einer Korrektur erkennt man oft am besten, wie es um einen Trend bestellt ist und so hat uns die Konsolidierung in den vier Wochen vom 15. Juni bis zum 13. Juli noch zuversichtlicher gemacht, dass der seit März gültige Aufwärtstrend seine Hochs noch nicht gesehen hat. In den besagten vier Wochen korrigierten die Indizes – nach einem Kursplus von 45 Prozent in der Zeit von März bis Juni – gerade einmal 8 bis 10 Prozent. Dynamik und Volumen waren gleichermaßen niedrig. Wichtige Unterstützungen gerieten nicht ernsthaft in Gefahr. Spätestens als sich auch noch eine vermeintlich „bedrohliche“ Schulter-Kopf-Schulter Formationen nicht nach unten, sondern wie von uns erwartet nach oben auflöste, war klar, dass weitere kräftige Kursgewinne folgen werden.

Abb. 1: S&P 500 seit Anfang 2009



Abb. 2: Risikoappetit der Anleger



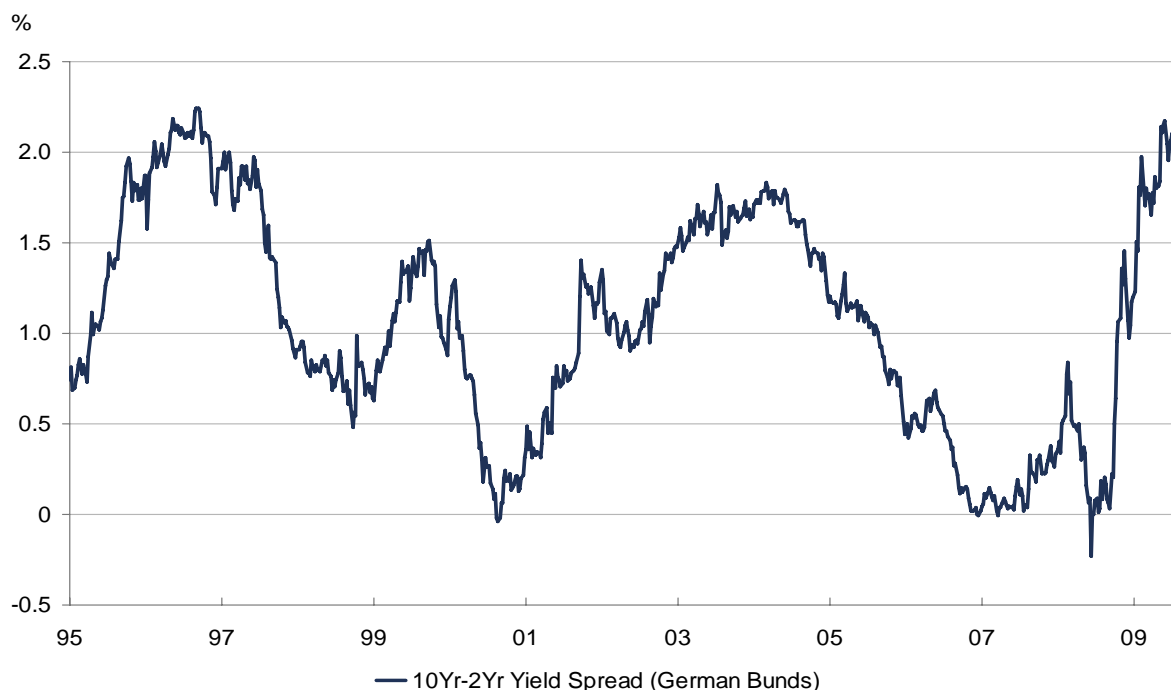
- Die sich anschließende Kursbewegung in den vergangenen drei Wochen sagt ebenfalls viel über den wahren Stress vieler Marktteilnehmer aus. Kursgewinne von 12 bis 15 Prozent in drei Wochen auf Indexebene sind schon für sich selten genug. Wenn Indizes 15 Handelstage am Stück steigen, unterstreicht das die Investitionsnot der Investoren zusätzlich. Die Ursache für diese „Not“ liegt in dem fast vergleichslosen Verlauf der Abwärtsbewegung:
 - Im Gegensatz zu einer „normalen Rezession“ wurde der wirtschaftliche Abschwung in der gegenwärtigen Krise durch eine System bedrohende Finanz- und Vertrauenskrise begleitet bzw. sogar ausgelöst. Dies hatte weit reichende Auswirkungen auf die „Defensivierung“ der Anlegerportfolios, welche nach dem Lehman-Schock deutlich konsequenter und gebündelter vorangetrieben wurde, als in einem herkömmlichen Wirtschaftsabschwung. Da nichts mehr sicher schien, wurden Engagements in risikobehafteten Anlagen massiv zurückgefahren. Ganze Anlagesegmente trockneten zeitweise aus, die Renditen in vermeintlich sicheren Häfen fielen in Richtung Null (oder sogar tiefer) und Gold war – übertrieben gesagt – viele Wochen ausverkauft.

- Die Frage nach „Opportunitäten“ verbot sich lange Zeit und so verhartete der Risikoappetit für ungewöhnlich lange Zeit auf ungewöhnlich niedrigem Niveau. Es ist wesentlich, sich dieser Tatsache bewusst zu sein.
- Sehr früh – nämlich noch inmitten der eigentlichen Wirtschaftskrise – reagierten die Kurse für risikobehaftete Anlagen bereits kräftig nach oben. Nur die Hoffnung, dass der Kollaps verhindert werden könne, reichte dafür aus. Mit der Entwicklung der Rezession hatte diese Bewegung zunächst nichts zu tun. Somit durften auch die bereits Ende April/Anfang Mai bedeutend höheren Kurse nicht als „übertriebene Hoffnung auf ein schnelles Ende der Rezession“ interpretiert werden. Auch dies spielte und spielt für unsere Prognose stets eine wichtige Rolle.
- Viele Anleger – selbst jene, die die Rallye im Frühjahr nur mit einem Kopfschütteln quittierten – schlossen eine Verbesserung des wirtschaftlichen Umfelds im zweiten Halbjahr 2009 nicht aus. Käufe kamen gerade wegen der kräftigen Gewinne im März und April jedoch für die meisten Anleger hingegen noch nicht in Frage. Die Rallye, so lautete die Argumentation, sei in erster Linie mit der Eindeckung von Short Positionen zu erklären. Da Gewinnmitnahmen in der Folge ausblieben, scheint diese Einschätzung wohl auf fatale Art und Weise richtig gewesen zu sein. Eine weitere wirkliche Einstiegsgeschichte blieb somit allerdings aus.
- Nun stellt sich seit einigen Wochen die von vielen Anlegern erwartete „Verbesserung“ tatsächlich ein – die wenigstens sind dafür allerdings richtig positioniert. Die Wirtschaft erholt sich von ihren Tiefs ähnlich dynamisch, wie sie diese im vergangenen Jahr angesteuert hatte und mit der Geschwindigkeit der Erholung ändert sich das diskutierte Szenario. Vom möglichen „Weltuntergang“ im März über die vorsichtige Stabilisierung im April und Mai wurde der zaghafte Erholung im Juni maximal die Form eines „L“ zugetraut. Inzwischen diskutiert der ein oder andere bereits über ein „W“. In den kommenden Wochen werden wir wohl erkennen, dass ein „W“ bis zur Hälfte wie „V“ aussieht – und sich am Markt dann auch so anfühlt.
- Was hat das alles mit Chart- oder Sentimenttechnik zu tun? Ganz einfach – der oben beschriebene Verlauf ist das Psychogramm der Krise. Der Kursverlauf wiederum ist das Ergebnis aller Kauf- und Verkaufsentscheidungen und somit gilt dessen grafische Darstellung für den Charttechniker als Psychogramm des Marktes. Es muss also Parallelen geben. In der Vergangenheit ebenso wie zukünftig. Deswegen dürfen dem Techniker makroökonomische Bewegungen nicht egal sein. Er darf deren Wirkungen auf den künftigen Kursverlauf aber anders übersetzen, als der fundamental orientierte Analyst.
- Die Aktienquoten in den Depots der Anleger zeigen, dass von Euphorie noch immer keine Rede sein kann. Im Gegenteil - ableitend von den immer noch hohen Liquiditätsquoten hoffen viele Anleger auf eine Korrektur. Vor dem Hintergrund immer besser werdender Fundamentaldaten flüchten sich die meisten in das Argument der fehlenden Nachhaltigkeit. Der Techniker kann diese – also die Nachhaltigkeit – nicht beurteilen. Es beruhigt ihn aber, dass die Aufwärtsbewegung nach wie vor zumindest nicht überschätzt wird. Dies alleine ist zwar keine Garantie für weitere steigende Kurse, spricht aber zumindest kurzfristig gegen kräftige Rücksetzer.
- Wir erwarten eine Fortsetzung der Rallye und warten auf eine Übertreibung.

Renten

- Im Juli bewegten sich die Zinsmärkte in einer engen Handelsspanne. Zehnjährige Bundesrenditen sind im Jahresverlauf um etwa 0.4% auf aktuell 3.4% gestiegen. Die Renditen am kurzen Ende (zweijährige Renditen um 1.3%) fielen im Jahresverlauf wegen der Zinssenkungen der EZB, so dass die Zinskurve aktuell sehr steil ist mit einer Renditedifferenz von mehr als 2% zwischen zwei- und zehnjährigen Anleihen. Damit hat unsere Trading Range von 3,2% bis 3,7% (10jährige Bundesanleihen) weiterhin Bestand und wir bleiben mit Blick auf die Duration leicht untergewichtet und bevorzugen die drei- bis siebenjährigen Laufzeiten. Aufgrund der steigenden Budgetdefizite ist mit einem hohen Staatsanleihen-Angebot zur rechnen, was die Bondpreise belasten könnte.

Steilheit der Zinsstrukturkurve (Quelle: Bloomberg, Clariden Leu, IDC)



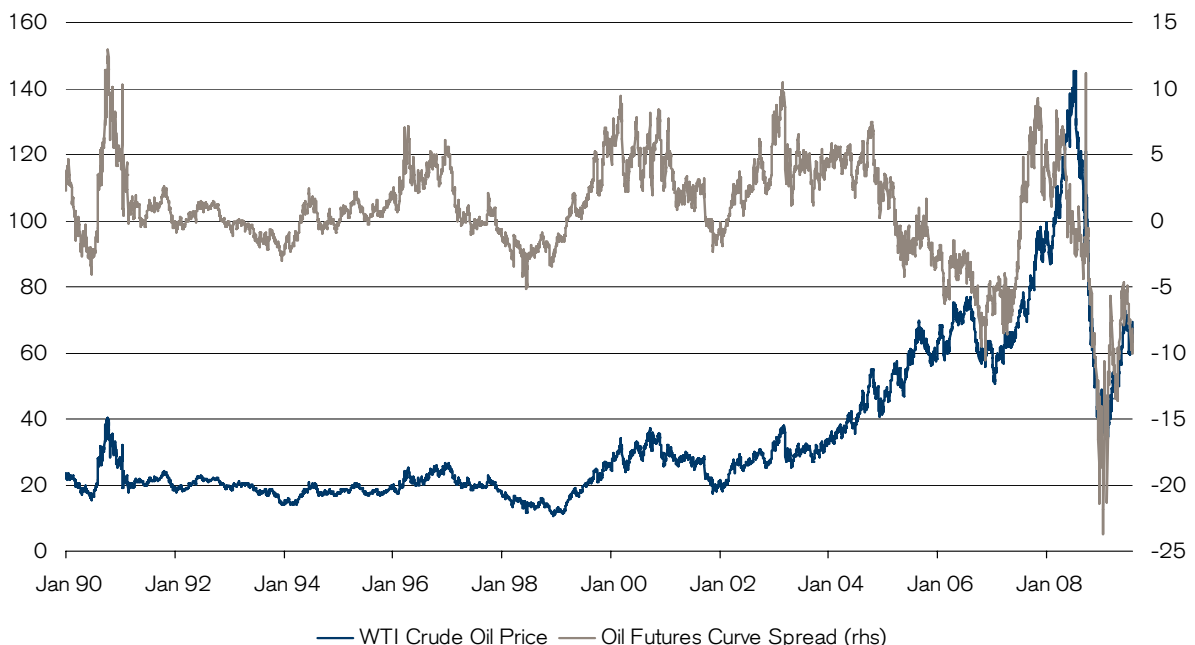
- Die Staatsanleihen der Peripherie-Staaten wie z.B. Italien oder Griechenland wurden aufgrund der höheren Kupons nachgefragt und legten überdurchschnittlich zu. So konnten z.B. italienische Staatsanleihen seit Jahresanfang knapp 5% erwirtschaften während deutsche Staatsanleihen nur knapp über der Nulllinie lagen.
- Die Europäische Zentralbank ließ die Zinsen unverändert bei 1%. Der Fokus liegt nun auf der unkonventionellen Geldpolitik. Der Rückkauf von Covered-Bond-Emissionen seitens der Zentralbank wurde forciert. Die schwedische Zentralbank senkte überraschend die Zinsen auf 0.25% ebenso wie die ungarische Zentralbank, die von 9.5% auf 8.5% senkte. Die Interbanken-Sätze sind niedrig und zeigen die Beruhigung rund um das Finanzsystem und die ausreichende Liquiditätsausstattung.

- Die Corporate-Neu-Emissionen stoßen unvermindert auf sehr große Nachfrage. Alle Renten-Teilanlageklassen haben Staatsanleihen deutlich outperformt im 1.Halbjahr und weisen zweistellige Wertzuwächse per Ende Juli aus. Analog der Peripherie-Staatsanleihen wurden fundamentale Daten wie Ratingverschlechterungen oder Anstieg der Ausfallraten momentan in den Hintergrund gestellt. Die Flut der Neuemissionen hat sich saisonal bedingt in den letzten Wochen beruhigt, zuletzt wurden eher Bankanleihen emittiert. Auch längerlaufende und nachrangige Bankanleihen wurden vom Markt gut aufgenommen und zeigen einmal mehr den gestiegenen Risikoappetit an den Märkten.

Rohstoffe

- Die deutlichen Anstiege der Rohstoffpreise im ersten Halbjahr erscheinen vielen Marktteilnehmern vor dem Hintergrund der sich zögerlich erholenden Realwirtschaft und der noch bestehenden Überkapazitäten und Lagerbestände vorschnell und übertrieben. Wir halten jedoch ein Deflationsszenario für unwahrscheinlich und gehen von mittelfristig steigender Inflation aus. Da sich die Risiken auf der Aufwärtsseite befinden und frühzeitig vom Markt antizipiert werden, haben wir bereits in den letzten Monaten rohstoffreiche Aktienmärkte (Kanada, Schwellenländer) übergewichtet und Gold als attraktive Anlage empfohlen.
- Dadurch, dass im ersten Halbjahr die Terminpreisprämien (Rollkosten, Contango) insbesondere im Öl auf ein moderates Niveau zurückgekommen sind, bewerten wir auch die direkte Partizipation über die Rohstoffterminbörsen wieder attraktiver.

Futurespreads für Rohöl (Quelle: Bloomberg, Credit Suisse / IDC)



Währungen

- Ob sich der seit März wieder bestehende Abwärtstrend des US-Dollars gegenüber Euro fortsetzt, erscheint uns fraglich. Die Diskussion um die Tauglichkeit und Ablösung des Dollar als globale Leit- und Reservewährung dürfte zwar anhalten, wir können dem Euro jedoch hinsichtlich der fundamentalen Währungsdaten wie Gesamtverschuldung (Staat, Konsument und Finanzsystem) und Außenhandelsdefizit auch kein wesentlich positiveres Zeugnis ausstellen. Außerdem führen die höhere Flexibilität des US-Arbeitsmarktes und der stärkere Einsatz geldpolitischer und fiskalpolitischer Maßnahmen traditionell zu einem Vorlaufen der USA in Phasen von Wirtschaftserholungen. Aufgrund der sich ausgleichenden kurz- und mittelfristigen Faktoren positionieren wir uns insgesamt neutral im Dollar.
- Als mittelfristig attraktiv schätzen wir Schwellenländerwährungen ein. Diese sind mehrheitlich fundamental durch Handelsbilanzüberschüsse und relativ niedrige Staatsverschuldungen besichert. Zudem führen die aktuellen Bestrebungen der Schwellenländer, gegenseitig Währungsreserven aufzubauen, perspektivisch zu einer relativen Stärke gegenüber den traditionellen Reservewährungen Dollar oder Euro.

Wichtige Hinweise

Diese Unterlagen dienen ausschließlich zu Ihrer Information und stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf von bestimmten Produkten dar. Wir empfehlen Ihnen ausdrücklich, vor jeder Anlageentscheidung Ihren Anlageberater, gegebenenfalls auch Ihren Steuer- oder Rechtsberater zu konsultieren. Die Gültigkeit der Informationen, Meinungen und Empfehlungen ist auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen beschränkt und kann je nach Marktentwicklung oder aufgrund sonstiger Ereignisse kurzfristig gegenstandslos werden. Bitte beachten Sie zudem, dass historische Daten und darauf basierende Prognosen keine Garantie für eine zukünftige Entwicklung sind.