

# Investment Committee Protokoll

Sitzung vom 30. April 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

- Die Stabilisierung bzw. Verbesserung der Frühindikatoren hat sich in den letzten Wochen fortgesetzt. Verglichen mit historisch niedrigen Erwartungen kam es bei vielen Stimmungsindikatoren zu positiven Überraschungen, die signalisieren, dass das Schlimmste in Bezug auf das globale Wachstum möglicherweise überstanden ist.
- Die Erleichterung darüber, dass viele „Horrorszenarien“, die im letzten halben Jahr diskutiert wurden, wie beispielsweise das Thema Staatsbankrott, die Stabilität des Euro sowie ein mögliches Abgleiten in eine Weltwirtschaftskrise, immer unwahrscheinlicher werden, sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir uns noch immer in einer tiefen Rezession befinden.
- Aus diesem Grund bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass sich die internationalen Aktienmärkte noch immer in einem Bodenbildungsprozess befinden.

### Renten

- Die realwirtschaftliche Lage verschlechterte sich in den letzten Wochen weiter und erreichte letztendlich auch den Arbeitsmarkt. Dies hat sich im Falle Deutschlands dennoch nicht in einer spürbaren Eintrübung der Konsumstimmung niedergeschlagen, die sich vergleichsweise stabil halten konnte.
- Die Nachfrage nach Staatsanleihen differenziert derzeit zwischen Peripherie- und Kernländern. Bei den Peripherieländern bleibt das Interesse trotz der zurückgekommenen Spreads noch groß, da sie häufig als risikolose Anlage im kurzen Bereich angesehen werden. Die Niveaus für die Kernländer sind schlicht unattraktiv.
- Bei Unternehmensanleihen hält die Emissionsflut unvermindert an und wird durch attraktive Spreads untermauert. Im Investmentgradebereich sind wir weiter konstruktiv auf der Suche nach stabilen, vertretbaren Namen.

### Rohstoffe

- Ähnlich wie die Aktienmärkte, befinden sich auch die marktbreiten Rohstoffe in einem Bodenbildungsprozess, der in den letzten Wochen jedoch deutlich weniger dynamisch verlief.
- Eine gewisse Nachfragebelebung erfahren die Rohstoffe aktuell über das Thema Lageraufbau. Dies stellt in unseren Augen aber nur einen temporären Effekt dar und sollte nicht als bevorstehende Konjunkturerholung verstanden werden.

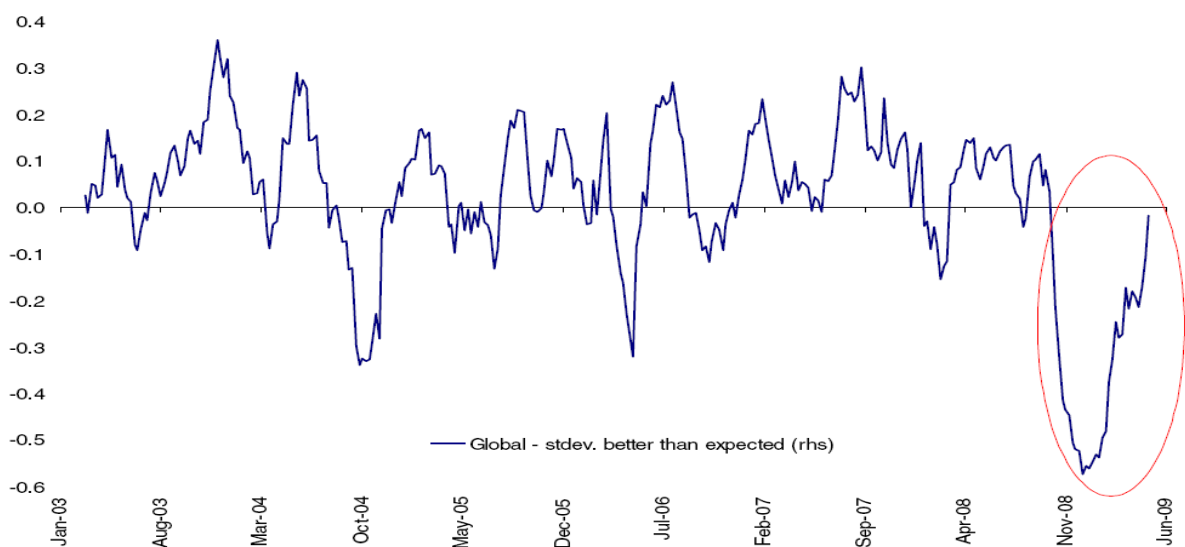
### Währungen

- Im Bezug auf den US-Dollar rechnen wir auf mittlere und längere Frist mit einer Abschwächung gegenüber dem Euro. Der durch Leistungsbilanzdefizit und Budgetdefizit verursachte hohe Kapitalbedarf der USA steht einer verbesserten Zahlungsbilanz der Eurozone gegenüber. Aufgrund der weniger aggressiven Maßnahmen der EZB im Vergleich zur Fed dürften sich auch die Inflationserwartungen zu Gunsten EUR entwickeln.
- Schwellenländer bieten als Gegenstück zu den USA in der Mehrheit starke Leistungsbilanzüberschüsse, was ihre Währungen langfristig unterstützen dürfte.

## Makro / Aktien

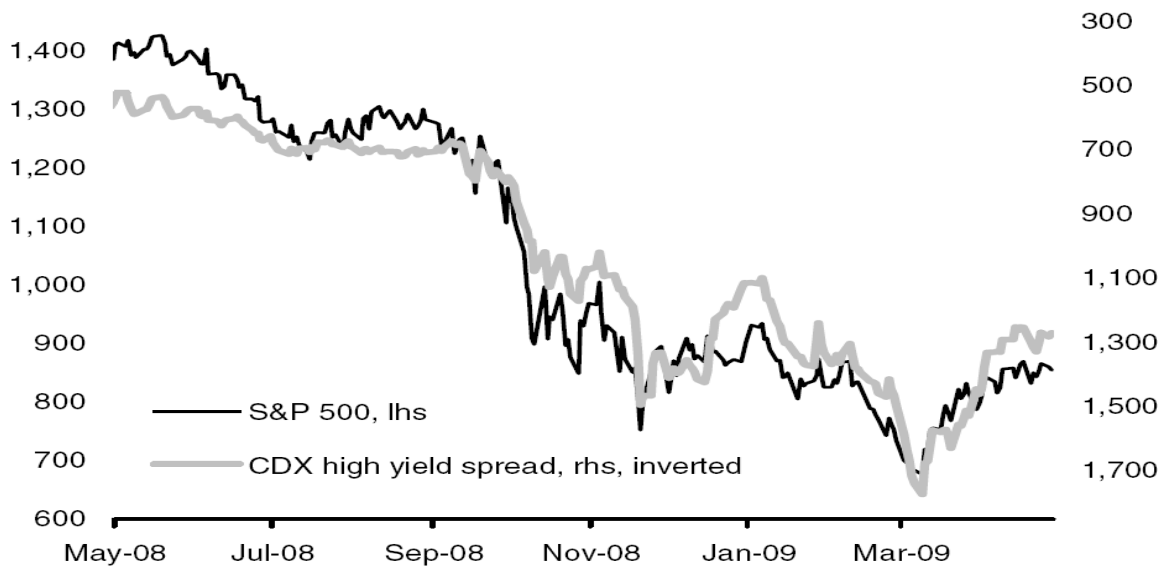
- Die Stabilisierung bzw. Verbesserung der Frühindikatoren hat sich in den letzten Wochen fortgesetzt. Trotz eines Rückgangs im US-BIP im ersten Quartal um 6,1% konnte sich sowohl der IFO-Geschäftsklimaindex als auch das Verbrauchervertrauen in den USA weiter erholen. Verglichen mit historisch niedrigen Erwartungen kam es bei vielen Stimmungsindikatoren zu positiven Überraschungen (vgl. Chart), die signalisieren, dass das Schlimmste in Bezug auf das globale Wachstum möglicherweise überstanden ist. Dementsprechend positiv zeigten sich die Investoren an den Aktienmärkten und die Erholung von den Tiefständen setzte sich weiter fort.

### Westpac global economic surprise indicator (Quelle: IDC)



- Zusätzliche Unterstützung gab es seitens der Unternehmensanleihen, wo es insbesondere im Bereich der High Yields zu einer spürbaren Einengung der Renditespreads kam. Hierbei sollte jedoch nicht aus dem Auge verloren werden, dass die implizierten Ausfallraten für die nächsten 5 Jahre - trotz der jüngsten Entspannung - noch immer bei knapp unter 50% liegen. Einem Niveau, das in der Vergangenheit nur während der großen Depression in den USA, Anfang der 30er Jahre, erreicht wurde.

## Gleichlauf zwischen dem S&P 500 und den High Yield Spreads (Quelle: CS Research)



- Die Erleichterung darüber, dass viele „Horrorszenarien“, die im letzten halben Jahr diskutiert wurden, wie beispielsweise das Thema Staatsbankrott, die Stabilität des Euro sowie ein mögliches Abgleiten in eine Weltwirtschaftskrise, immer unwahrscheinlicher werden, sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir uns noch immer in einer tiefen Rezession befinden. Langwierige Belastungsfaktoren, wie die Entschuldung der privaten Haushalte und das „Deleveraging“ der Banken sind alles andere als verschwunden. Darüber hinaus zeigen die Stresstests der US-Banken, dass zahlreiche Institute noch immer enormen Eigenkapitalbedarf haben, der in der aktuellen Lage nur mit Hilfe des Staates und der Notenbanken zu decken sein wird.
- Aus diesem Grund bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass sich die internationalen Aktienmärkte noch immer in einem Bodenbildungsprozess befinden. Der gestiegene Performancedruck zahlreicher privater und institutioneller Investoren, die über hohe Cashquoten verfügen und somit risikobehaftete Anlageklassen deutlich untergewichtet sind, könnte die aktuelle „Entspannungsrallye“ aber durchaus noch weitere 10-15% tragen. Daher halten wir bis auf weiteres auch an der neutralen Aktienquote fest.

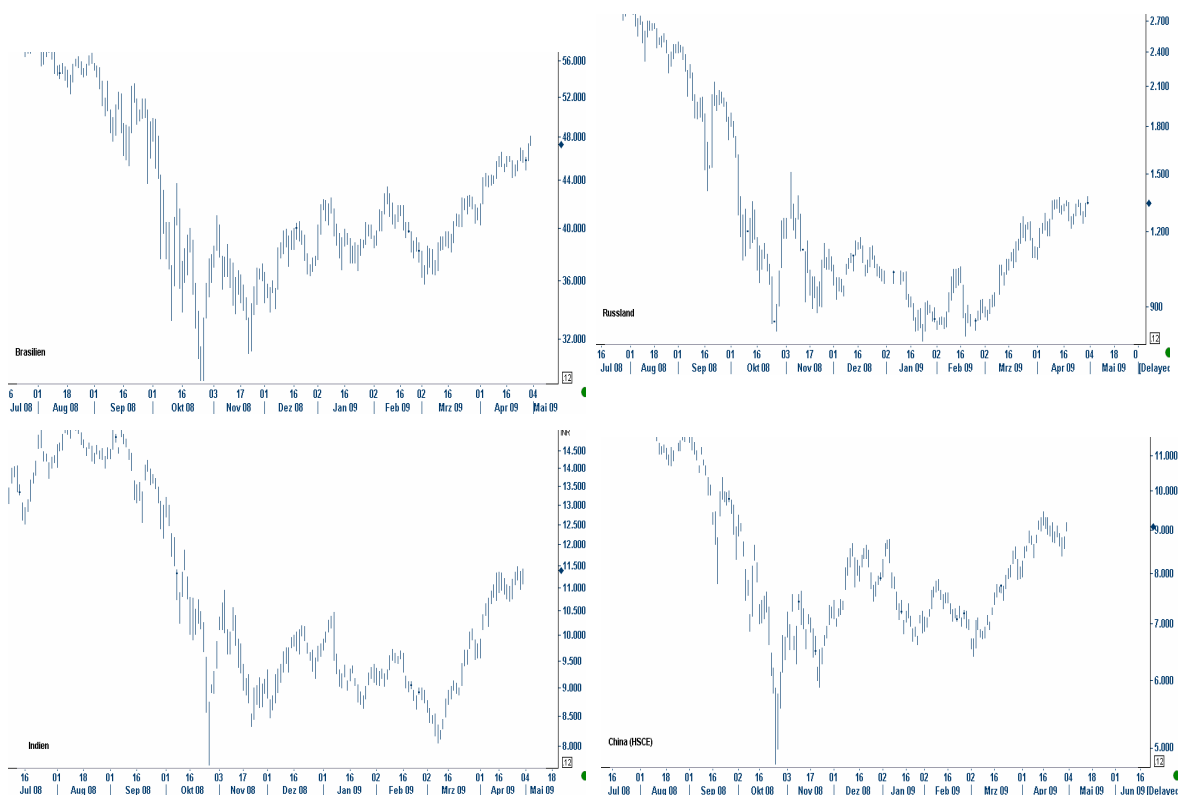
## Markttechnik

- Während sich die Aktienanleger in Europa und in den USA – sofern sie ihre Aktienquote nicht massiv nach unten geschraubt haben – seit einigen Wochen auch einmal wieder über steigende Aktienkurse freuen können, werfen wir heute zu Beginn einmal den Blick über den viel zitierten Tellerrand. Seit dem 9. März haben sowohl der S&P 500 als auch die meisten europäischen Indizes 30% zugelegt und längst wird darüber diskutiert, ob dies denn nicht schon viel zu viel war. Über eine solche Diskussion würde man in Asien und vor allem in den Emerging Markets wohl nur schmunzeln. Mit 50% (Indien), 60% (Brasilien), 70% (Russland) und weit mehr als 80% (Chinas – gemessen am HSCE)

haben zum Beispiel die „BRIC“-Staaten die Tiefstkurse inzwischen weit hinter sich gelassen.

- Was aber noch viel entscheidender ist: Die Chartbilder unterscheiden sich deutlich von denen der europäischen und US-amerikanischen Pendanten. Im März wurden in Asien und den Emerging Markets mehrheitlich keine neuen Tiefstkurse markiert und während sich Dow Jones, EuroStoxx 50 & Co. trotz der kräftigen Gewinne der vergangenen Wochen nicht mal auf Jahreshoch befinden, sprechen wir in Asien und abseits der etablierten Märkte inzwischen schon von 7-Monats-Hochs.
- Wir gehen davon aus, dass sich die Outperformance fortsetzt. Europäische Aktien werden sich also ebenso wie US-Titel schlechter entwickeln, als Aktien aus Asien und den Emerging Markets. Japan klammern wie hier zunächst aus, auch wenn das Chartbild des Nikkei 225 deutlich besser aussieht, als das der meisten europäischen Indizes.

**Abb. 1: Bodenbildung bei „BRIC“-Indizes längst abgeschlossen**



- Wie aber geht es insgesamt weiter? Technisch spricht in unseren Augen viel für eine Fortsetzung der laufenden Aufwärtsbewegung, die am Markt nahezu einstimmig als Bärenmarkt Rallye bezeichnet wird. Wer Bärenmarkt Rallye sagt, meint damit, dass wir noch keine Trendwende gesehen haben. Wer glaubt, dass wir noch keine Trendwende gesehen haben, muss zwangsläufig von neuen Tiefstkursen am Aktienmarkt ausgehen und wer von neuen Tiefstkursen am Aktienmarkt ausgeht, ist in den seltensten Fällen stark in Aktien gewichtet.
- Hohe Cashquoten mögen angesichts eines Kollaps am Finanzmarkt ein sanftes Ruhekitzen sein – in dem Moment aber, in dem die Gefahr eines solchen Kollaps deutlich sinkt, werden hohe Cashquoten zum Problem. Vor allem in Zeiten der Nullzinspolitik der Notenbanken. Wenn nun plötzlich auch noch über die Verlangsamung

des Abschwungs oder gar über den Aufschwung diskutiert wird und Aktienkurse weltweit deutlich zulegen, wird das Problem nicht kleiner, sondern tendenziell größer.

- Immer wieder werden wir in diesen Tagen gefragt, was in den vergangenen zwei Monaten 30 oder gar 40%-ige Aufschläge an den Aktienmärkten rechtfertigen würde. Die Antwort lautet schlicht und ergreifend: Die Gefahr eines Zusammenbruchs an den Finanzmärkten ist kleiner geworden, die Cashquoten sind hoch und die Aktienquoten zu niedrig. Wenn nun kaum jemand etwas von seinen Aktienbeständen abgibt und gleichzeitig hier und da gekauft wird, steigen die Kurse. Und zwar deutlich. Wir sehen somit die Umkehr des im Januar und vor allem im Februar herrschenden Käuferstriks und einen „Stresstest“ für jeden untergewichteten Investor.
- Für gewöhnlich bleiben kräftige Korrekturen in solchen Phasen aus. Der S&P 500 zum Beispiel fiel in der Zeit von März 2003 bis März 2004 auch wegen des „Re-Allokationsbedarfs“ vor allem institutioneller Anleger in keinem Zeitraum innerhalb dieser 12 Monate mehr als 5%. Natürlich sind wir hier auch auf das Ausbleiben neuer Hiobsbotschaften angewiesen. Dass ein stärker als erwarteter Rückgang des US-BIP aber inzwischen ebenso wenig eine Hiobsbotschaft darstellt wie die Insolvenz von Chrysler oder der auch offensichtlich weiter vorhandene Kapitalbedarf von US Banken, zeigt, wie hoch (bzw. niedrig) die Messlatte mittlerweile hängt.
- Auch sollten wir nicht vergessen, wie stark die Indizes – im Grunde ohne ernst zunehmende Gegenbewegung – seit Sommer 2007 gefallen sind. Wir dürfen davon ausgehen, dass – auch nach 30% Plus innerhalb der vergangenen 2 Monate – längst nicht jeder Aktienanleger überlegt, ob er nun „Gewinne mitnehmen“ soll. Im Schnitt standen die Kurse in Europa und in den USA nach dem Ausverkauf im September/Oktober 2008 nur leicht unter dem heutigen Niveau.
- Die „Gefahr“ weiterer Käufe bleibt auf Sicht der kommenden Wochen deutlich höher als die erneuter Verkäufe. Wir sehen technisch weiteres Potenzial. In Europa, den USA und Japan dürfte dieses bei mindestens weiteren 15% liegen. In Asien und den Emerging Markets erwarten wir etwas mehr.

## Renten

- Die realwirtschaftliche Lage verschlechterte sich in den letzten Wochen weiter und erreichte letztendlich auch den Arbeitsmarkt. Dies hat sich im Falle Deutschlands dennoch nicht in einer spürbaren Eintrübung der Konsumstimmung niedergeschlagen, die sich vergleichsweise stabil halten konnte. Gründe hierfür waren Anreize wie die Abwrackprämie, höhere Lohnabschlüsse, Sonderzahlungen und niedrigere Energiekosten, die den Eindruck von realen Einkommenszuwächsen erzeugten. Bei den realwirtschaftlichen Daten hat sich somit die schlechte Entwicklung verlangsamt, was von vielen Seiten schon als positiv empfunden wird. Dennoch muss der Konsument sich erst auf die absolute Schrumpfung der Wirtschaft einstellen können, wovon bislang noch keine Rede sein kann. Jedenfalls zeigen die Konjunkturpakete zumindest psychologisch gewisse Wirkung, so dass Forderungen nach zusätzlichen Paketen mit Hinweis auf Wahlgeschenke zwar verlockend erschienen, dennoch aber zurückgedrängt werden mussten.

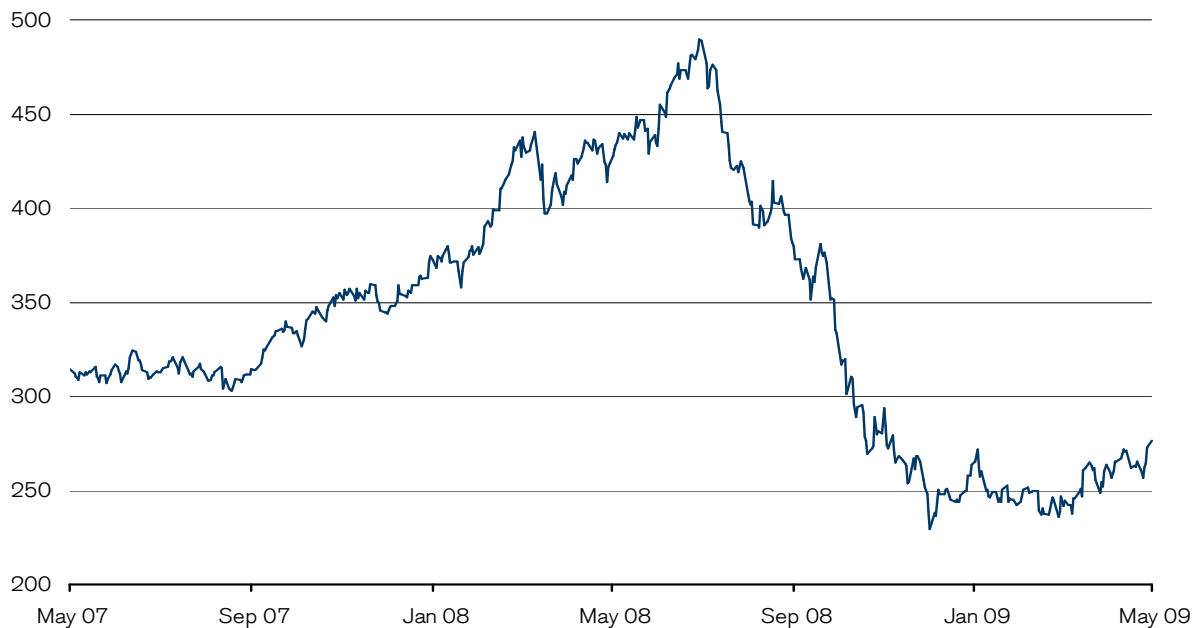
- Die Nachfrage nach Staatsanleihen differenziert derzeit zwischen Peripherie- und Kernländern. Bei den Peripherieländern bleibt das Interesse trotz der zurückgekommenen Spreads noch groß, da sie häufig als risikolose Anlage im kurzen Bereich angesehen werden. Die Niveaus für die Kernländer sind schlicht unattraktiv. Dies macht sich dementsprechend in teilweise sehr unbefriedigenden Auktionen bemerkbar, was im Hinblick auf die Ausschöpfung der Finanzierungsquellen für die Zukunft einige Probleme andeuten könnte.
- Unter Berücksichtigung der sich normalisierenden Risikoeinstellung der Marktteilnehmer - einhergehend mit stabileren Aktienmärkten und attraktiven Unternehmensanleihe-Niveaus - sind wir versucht zu sagen, dass sich im europäischen Staatsanleihensegment eine ebensolche Normalisierung ergeben kann. Viel mehr ist allerdings nicht zu erwarten, da die Probleme nicht grundsätzlich beseitigt sind.
- Bei Unternehmensanleihen hält die Emissionsflut unvermindert an und wird durch attraktive Spreads untermauert. Allerdings muss auch berücksichtigt werden, dass einfach eine große Menge aufgestauter Liquidität in möglichst bekannte Top-Namen geleitet wird, die eines vergleichsweise geringen Researchaufwands bedürfen. Dieser Trend schlägt sich in schnell geschlossenen Büchern nieder. Die mangelnde Breite kann daher sehr leicht zu Fehlschlüssen über einen wieder funktionierenden Kapital- und Kreditmarkt führen - mit möglicherweise erheblichen Risiken für Rückschläge. Dennoch werden auch wieder Gelder in höherverzinsliche Titel angelegt - dies trotz negativer Erwartungen über Ausfallwahrscheinlichkeiten und anstehende Pleiten wie etwas bei GM. Wir halten uns hier noch zurück. Im Investmentgradebereich sind wir weiter konstruktiv auf der Suche nach stabilen, vertretbaren Namen. Die sich stabilisierenden Aktienmärkte machen hier auch den - am Jahresanfang erwähnten - Einstieg in Wandelanleihen wieder erwägenswert, da sich in diesem Segment noch nicht viel bewegt hat.
- Bei inflationsgebundenen Papieren lässt sich ebenso ein Aufbau langsam erwägen, jedoch weniger aufgrund von Inflationsbefürchtungen, die weiter hinten an zu stellen wären, als vielmehr aufgrund der vergleichsweise günstigen Konditionen gegenüber ohnehin niedrig verzinslichen nominalen Anleihen – somit wäre hier nur wenig Kupon aufzugeben. Eile ist allerdings ist keine geboten.

## Rohstoffe

- Ähnlich wie die Aktienmärkte, befinden sich auch die marktbreiten Rohstoffe in einem Bodenbildungsprozess, der in den letzten Wochen jedoch deutlich weniger dynamisch verlief. Während das Gold bei aktuell \$900 pro Feinunze und damit 10% unter seinen Höchstständen konsolidiert, konnte sich der Ölpreis auf Werte von knapp über \$50 pro Barrell erholen (Tiefstände im Dezember 2008: \$30 pro Barrell).
- Eine gewisse Nachfragebelebung erfahren die Rohstoffe aktuell über das Thema Lageraufbau. Insbesondere in China versucht man die attraktiven Preise zum Auffüllen der Lager zu nutzen. Dies stellt in unseren Augen aber nur einen temporären Effekt dar und sollte nicht als bevorstehende Konjunkturerholung verstanden werden. Für einen

nachhaltigen Aufwärtstrend an den Rohstoffmärkten bedarf es in unseren Augen eines Anspringes der globalen Nachfrage und / oder eines inflationären Trends.

### DJ AIG Commodity Index (Quelle: IDC)



## Währungen

- Im Bezug auf den US-Dollar rechnen wir auf mittlere und längere Frist mit einer Abschwächung gegenüber dem Euro. Der durch ein Leistungsbilanz- und Budgetdefizit verursachte hohe Kapitalbedarf der USA steht einer verbesserten Zahlungsbilanz der Eurozone gegenüber. Aufgrund der weniger aggressiven Maßnahmen der EZB im Vergleich zur Fed dürften sich auch die Inflationserwartungen zu Gunsten des Euro entwickeln. Kurzfristig ist dieses Szenario jedoch noch nicht klar als Kurstrend abzulesen und eine erratische Entwicklung wahrscheinlich. Daher sehen wir noch von deutlichen Positionierungen ab.
- Das britische Pfund bewerten wir ähnlich dem Dollar, da es ebenfalls unter einem hohen Leistungsbilanz- und Budgetdefizit leidet.
- Schwellenländer bieten als Gegenstück zu den USA in der Mehrheit starke Leistungsbilanzüberschüsse, was ihre Währungen langfristig unterstützen dürfte. Aktuell profitieren sie deutlich von den abnehmenden Risikoprämien. Damit ist ihre kurzfristige Wertentwicklung allerdings stark verknüpft mit der Aktienmarktentwicklung und vor diesem Hintergrund zu beantworten.

### 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.