

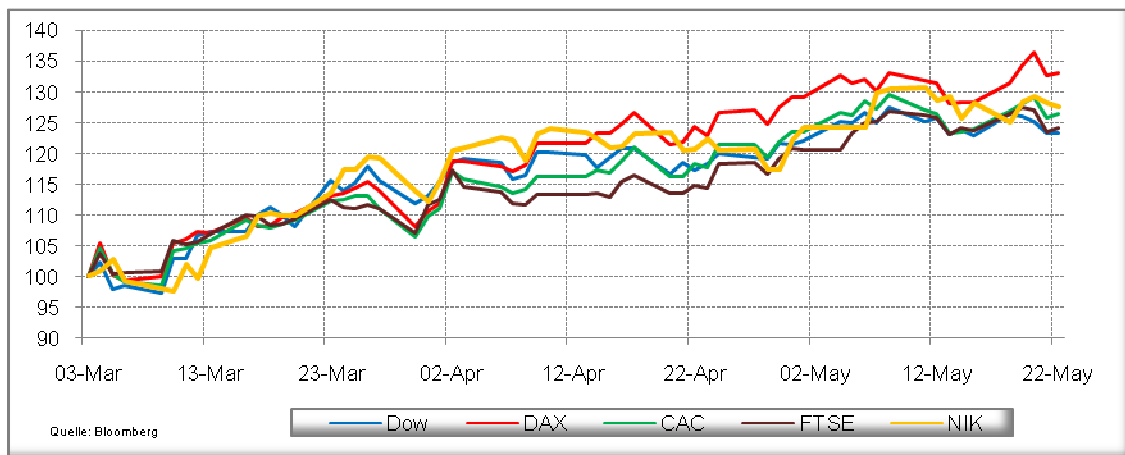
Marktkommentar Mai 2009

„Should I stay or should I go?“

Auch im vergangenen Monat wurde man gelegentlich an den alten Song der Clash erinnert, der einen fragt, ob man lieber bleiben oder gehen sollte. In diesem Fall bezieht sich die Frage allerdings eher auf die Tatsache, ob man in Aktien investiert bleiben soll oder nicht. Ist es eine sogenannte Bullenfalle, die sich an den Aktienmärkten auftut? Oder befinden wir uns bereits wieder in einem neuen Aufwärtstrend?

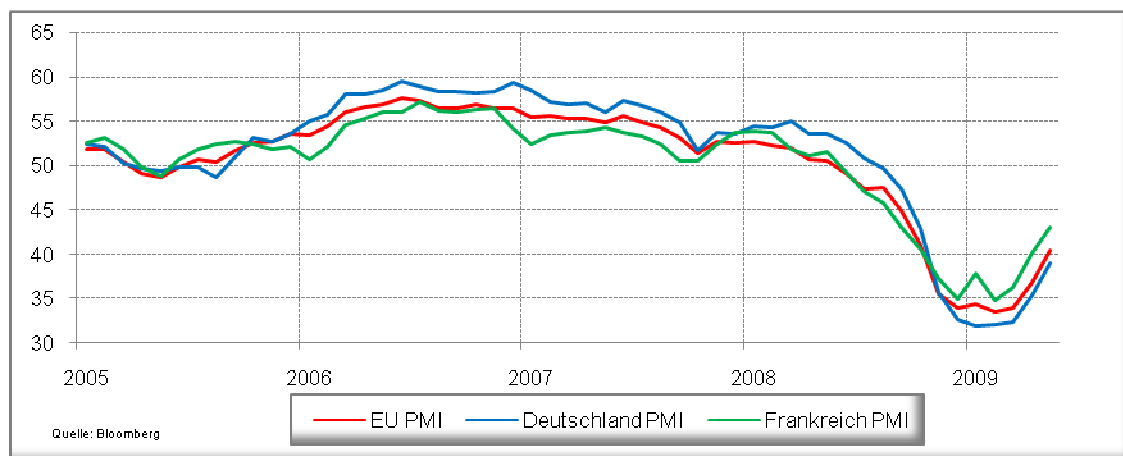
Grafik 1 zeigt, dass die ausgewählten Aktienindizes seit dem letzten Tiefststand von Anfang März 2009 bis zu jeweils 35% gewonnen haben. Einzelwerte haben noch einen teilweise viel größeren Prozentwertzuwachs zu verzeichnen gehabt. Das sich nicht nur vereinzelt Investoren fragen, ob sie möglicherweise den richtigen Zeitpunkt verpassen um auf den fahrenden Zug aufzuspringen, ist nur verständlich. Meine Befürchtung ist, dass wenn der letzte Bär zum Bullen geworden ist, der Trend sich umkehrt. Alle Wirtschaftsdaten, die zugegebenermaßen rückwärts gewandt sind, deuten weiterhin nicht auf eine Erholung hin, sondern lediglich auf eine Reduzierung der Abschwächungsgeschwindigkeit (siehe Monatsbericht April 2009).

Grafik 1: Relative Veränderungen ausgewählter Aktienindizes seit Anfang März 2009

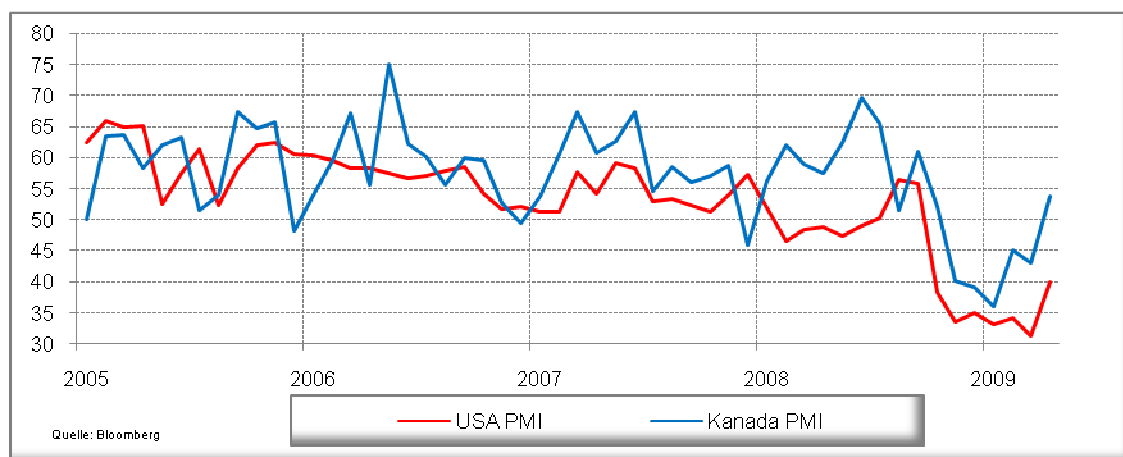


Die positive Entwicklung bei den Einkaufsmanagerindizes (siehe Grafiken 2 und 3) deuten ja auch nur scheinbar auf eine Erholung hin. Solange die Indizes-Werte unterhalb von 50 ausweisen, gehen die Einkaufsmanager weiterhin davon aus, dass die Wirtschaftsaktivitäten rückläufig bleiben. Was wir hier beobachten können, ist unseres Erachtens lediglich eine Rückkehr der Erwartungen von den eher unterirdischen Niveaus, die zum Höhepunkt der Finanzmarktkrise entstanden sind, auf ein normales Rezessionsniveau. Das aber als Ende der Krise zu feiern, erscheint uns als verfrüht.

Grafik 2: Einkaufsmanagerindizes Deutschland, Frankreich, Eurozone

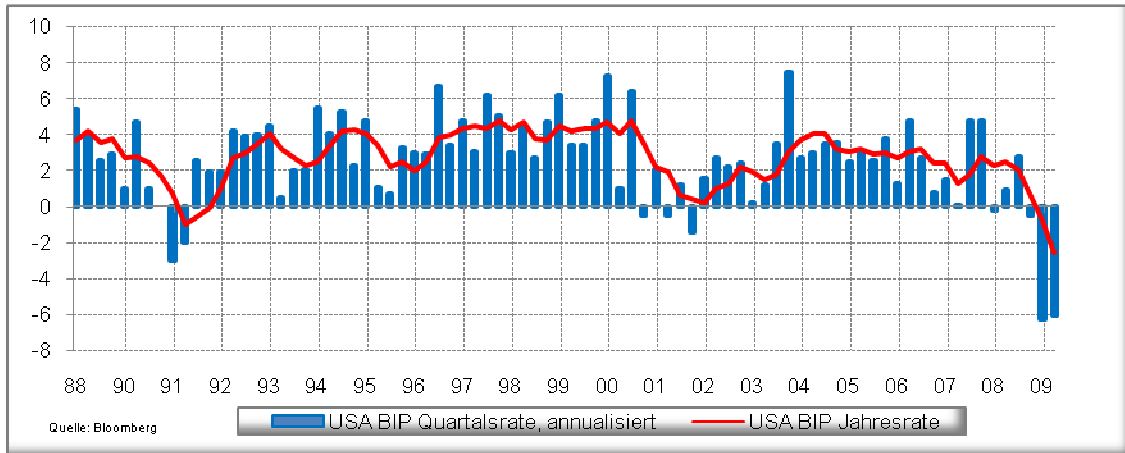


Grafik 3: Einkaufsmanagerindizes USA, Kanada

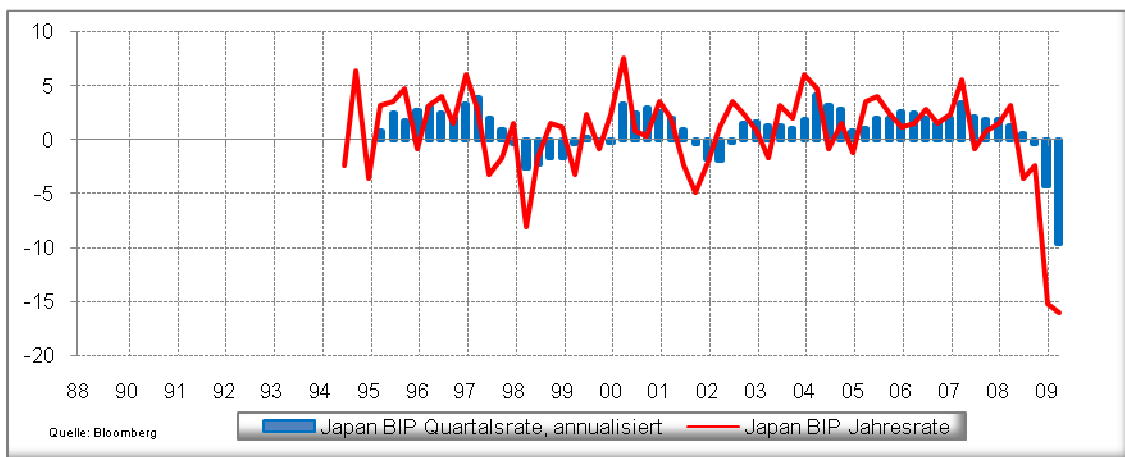


Die Wirtschaftsdaten (BIP-Wachstum) aus den USA und vor allem Japan für das erste Quartal 2009 lassen nichts Gutes für die Vergleichsdaten aus der EU und vor allem nicht aus Deutschland erwarten (siehe Grafik 4 und 5). Japan und Deutschland sind aufgrund ihrer sehr ausgeprägten Exportorientierung in den Auswirkungen der Krise durchaus vergleichbar. Das japanische Bruttoinlandsprodukt ist im ersten Quartal 2009 um erstaunliche 9.7% gegenüber dem Vorjahr geschrumpft und gegenüber dem Vorquartal sogar um 16% annualisiert. Wir sind auf die Veröffentlichung der deutschen Zahlen gespannt, die einige Tage nach Abschluss dieses Berichts publiziert werden. Die Experten erwarten für die Jahresrate einen Rückgang von 6.7%, was auch der stärkste Rückgang seit Kriegsende bedeuten würde.

Grafik 4: BIP-Veränderungsraten USA



Grafik 5: BIP-Veränderungsraten Japan

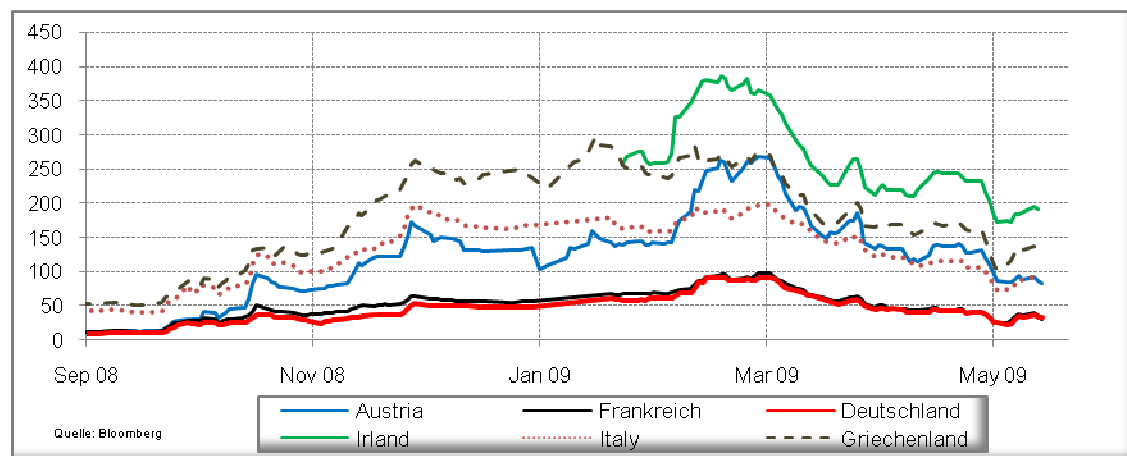


Trotz aller Krisenstimmung bleibt aber auch Positives zu berichten. Nachdem die Welt sich nach der Lehman-Pleite am 16. September 2008 nicht aufgehört hat zu drehen, sondern durch nie dagewesene konzertierte Kraftaktionen der Regierungen und Zentralbanken gerettet wurde, haben sich mittlerweile die Kapitalmärkte auf eine tiefe aber eher normale Rezession eingestellt.

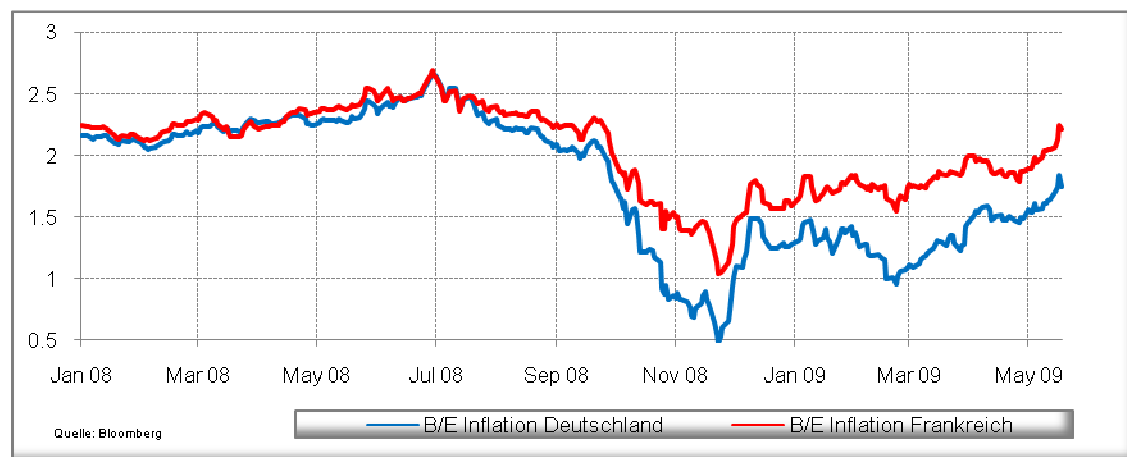
Die Anstrengungen der Staaten haben natürlich zu einem starken Ausweiten der Staatsdefizite geführt. Die zu erwartenden Einbrüche bei den Steuereinnahmen im Zuge der Rezession werden ein Übriges dazu beitragen, dass die Defizite so bald nicht abgebaut werden können. Trotz alledem haben sich die Preise für Kreditversicherungen der meisten Staaten wieder deutlich verbilligt, seit der Fokus der Kapitalmärkte sich auf andere Dinge lenken liess. Die Prämien für Deutschland und Frankreich, die Ende Februar fast bei 100 Basispunkten lagen (siehe Marktcommentar Ethna Capital Partners, Februar 2009) haben sich praktisch auf ein Niveau um die 30 Basispunkte gedrittelt. Griechenland und Irland, die derzeitigen Sorgenkinder des Kapitalmarkts, haben mit Prämien in der Spitze von 300bp bzw. fast 400bp mittlerweile auch wieder normalere Levels erreicht (190bp und 120bp respektive).

Warum berichten wir von den sogenannten CDS-Prämien? Sie haben einen maßgeblichen Einfluss auf die Finanzierungskosten eines Landes. Je höher die Niveaus desto höher die Belastungen für die jeweiligen Länder. Daher bietet sich den Staaten eher die Möglichkeit, eine Umfinanzierung und langfristig auch eine Rückführung der Staatsschulden zu erreichen.

Grafik 6: Kreditversicherungsprämien (CDS) ausgewählter Staaten



Grafik 7: "Break-Even"- Inflation im 7- bzw. 8-jährigen Bereich in Deutschland und Frankreich



Die Ausweitung der Staatsdefizite löste in den Medien eine Flut von Artikeln über Hyperinflation bis zu Währungsreform als Folge der Staatsdefizite aus. Wir fühlten uns daher genötigt, nachzuforschen was denn die Kapitalmärkte erwarten. Denn im Gegensatz zu früheren Zeiten, existieren in der heutigen Welt durchaus Instrumente, die inflationsgeschützte Anlagen möglich machen. Diese Inflationsswaps oder wie im betrachteten Fall, die inflationsgeschützten Anleihen, bezahlen einen Zins und Rückzahlung um einen Inflationsatz bereinigt. Ihre Rendite ist also quasi eine Realverzinsung.

Angenommen man stellt die Rendite einer inflationsgeschützten Anleihe mit der einer normalen Anleihe vergleichbarer Laufzeit gegenüber (siehe Grafik 7), bekommt man eine recht gute Vorstellung davon, was denn der Kapitalmarkt für eine Inflationserwartung über die Laufzeit der Anleihe hat.

Im vorliegenden Beispiel betrachten wir den 7-Jahreshorizont für Deutschland. Warum 7 Jahre? Die Bundesrepublik Deutschland hat bisher erst eine einzige inflationsgeschützte Anleihe begeben mit der Laufzeit bis 2016, eben 7 Jahre. Der Vergleich mit einer normalen Bundesanleihe ergibt, dass momentan bei einer Inflation über 7 Jahre von ca. 1.8% ein Käufer gleichgestellt wäre, egal ob er die normale oder die inflationsgeschützte Anlageform gewählt hätte. Bei höherer Inflation wäre der "Linker" besser, bei geringerer Inflation die normale Anleihe. Man kann also im Vergleich dieser beiden Anlageformen die Inflationserwartungen der Kapitalmärkte ablesen.

Im konkreten Fall bedeutet dies, dass die Inflationserwartungen in Deutschland und Frankreich zwar leicht gestiegen sind, aber Werte von ca. 2% nicht beunruhigen sollten.

Das tun sie uns auch nicht. Wir erwarten, ebenso wie der Kapitalmarkt, keine nachhaltigen Inflationsschübe in den nächsten Jahren. Dementsprechend verlängern wir in den nächsten Wochen allmählich die Laufzeit und damit die Duration unserer Bondinvestitionen. Da wir seitens der Zentralbanken auch keinen Zinssteigerungsbedarf in absehbarer Zeit sehen, wird die Zinsstrukturkurve und damit auch mittelfristig die Kreditkurven flacher und auf niedrigerem Niveau sein.

Diese Bewegung wird zwar auch jetzt bereits unsere bisherigen Positionierungen in die Hände spielen, aber im Zuge der Optimierung werden jetzt auch längere Anleihen dem Portfolio beigemischt.

Aktienseitig sind wir weiterhin sehr vorsichtig und bewegen uns im einstelligen Prozentbereich. Der Glaube, wie bereits im Marktkommentar des letzten Monats berichtet, fehlt uns auch weiterhin, dass wir hier eine nachhaltige Erholung in den Aktienmärkten beobachten.

Für Ihre Rückfragen oder Anregungen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Guido Barthels

Luca Pesarini

Hinweis:

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden.

Wollerau, 05.06.2009