

# BÖRSENANALYSE

Aktuelle Berichte und Analysen

Februar / März 2011

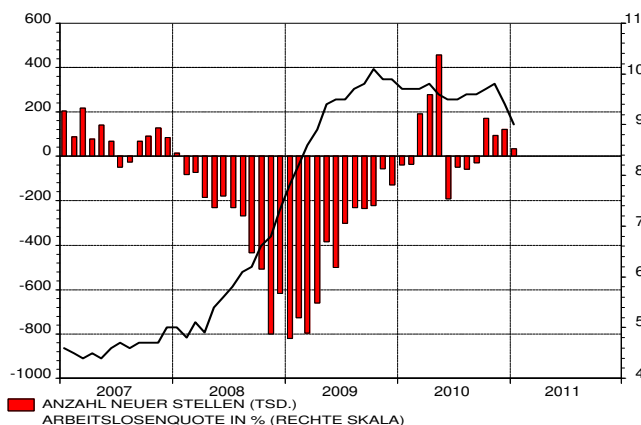
## Aktuelle Markteinschätzung

Die konjunkturellen Frühindikatoren befinden sich teilweise auf mehrjährigen Höchstständen und signalisieren eine Fortsetzung des globalen Aufschwungs. Insgesamt verfügt der Kapitalmarkt über einen fundamentalen Datenkranz, der kaum besser werden kann. Wachsende Inflationsrisiken, die anhaltende Bankenkrise und der Transformationsprozess in Nordafrika sorgen gleichzeitig für Verunsicherung. Ist es daher schon an der Zeit, Gewinne zu realisieren?

### Konjunktur

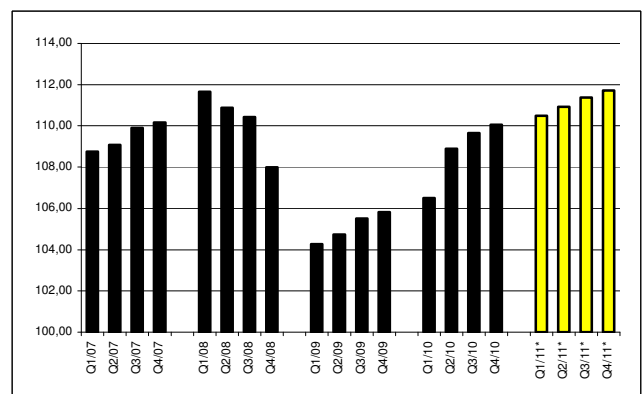
**USA:** Das amerikanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) legte im vergangenen Jahr um 2,9 Prozent zu (2009: minus 2,6 %). Die Vorzeichen für 2011 haben sich in den vergangenen Monaten insgesamt verbessert. Als Bremsklotz erweist sich jedoch weiterhin der Arbeitsmarkt. Während 2008 und 2009 insgesamt mehr als 8,7 Mio. Arbeitsplätze verloren gingen, konnte 2010 nicht einmal eine Million neuer Stellen geschaffen werden. Den USA droht eine Phase solider Wachstumsraten bei hoher Arbeitslosigkeit („Jobless Growth“). Ein weiteres Problem stellt die hohe Staatsverschuldung dar. Während weltweit fast überall massive Anstrengungen unternommen werden, die Staatsschulden zu verringern, zeichnet sich für den US-Haushalt auch in diesem Jahr ein Defizit von rund 10 Prozent ab. Dies birgt die Gefahr eines Vertrauensverlustes in die finanzielle Solidität der USA. Der Anstieg des US-BIP dürfte 2011 zwischen 2,5 und 3,0 Prozent liegen. Knapp ein Prozentpunkt davon entfällt auf das Bevölkerungswachstum, einen vollen Prozentpunkt steuert der statistische Überhang aus dem Vorjahr bei.

### USA: Schleppende Erholung am Arbeitsmarkt



**Deutschland:** Angesichts des anhaltenden globalen Aufschwungs sollte „Exportvizeweltmeister“ Deutschland 2011 seine hervorgehobene Stellung in Europa behaupten. Beim BIP rechnen wir in diesem Jahr mit einem Zuwachs zwischen 2,0 und 2,5 Prozent (2010: + 3,6 %). Angesichts steigender Beschäftigtenzahlen und höherer Tarifabschlüsse hat der private Verbrauch die Chance, erstmals seit vielen Jahren wieder zu einer Säule des Wachstums zu werden. Damit würde der deutsche Konjunkturmotor auf allen vier Zylindern laufen (privater Konsum, staatlicher Konsum, Investitionen, Außenbeitrag). Sollte unsere Prognose eintreffen, wird die deutsche Wirtschaftsleistung Ende 2011 wieder das Vorkrisenniveau erreicht haben.

### BIP Deutschland: Vorkrisenniveau in Sicht



\* BIP in Mrd. EUR, indexiert mit 2000 = 100, ab Q1/2011 Prognose

In der Euro-Zone gibt es weiterhin den Aufschwung der zwei Geschwindigkeiten. Während die „Nordländer“ (Deutschland, Frankreich, Niederlande, Belgien, Österreich, Finnland) überwiegend moderate bis gute Wachstumsraten erwarten, zeichnet sich in den südlichen Randstaaten eine Stagnation oder gar eine Rezession ab. Das BIP im Währungsraum dürfte 2011 um etwa 1,0 bis 1,5 Prozent wachsen (2010: + 1,7 %).

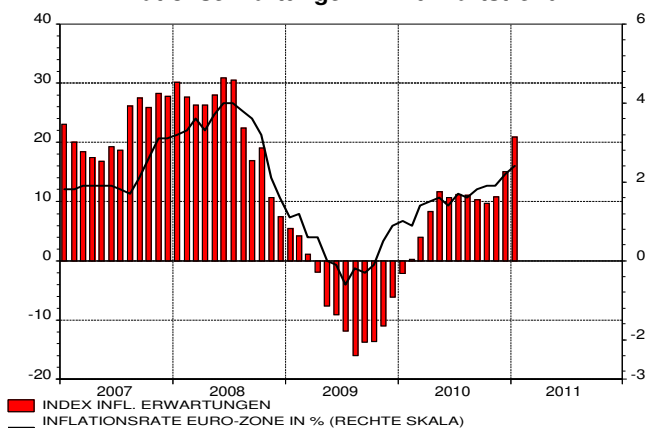
Die Schwellenländer bleiben auf dem Wachstumspfad. Sie leiden allerdings zunehmend unter steigenden Inflationsraten. Um die Geldentwertung zu bekämpfen, werden die Leitzinsen angehoben. Dies wiederum führt zu Kapitalzuflüssen und Währungsaufwertungen, die den Export belasten. Nach den Prognosen des Internationalen Währungsfonds werden die Schwellenländer auch 2012 mit einem BIP-Plus von 6,5 Prozent die Industrieländer (+ 2,5 %) deutlich überflügeln.

# BÖRSEANALYSE

## Inflationsrisiken

Der starke Preisauftrieb bei Rohstoffen, Energie und Nahrungsmitteln hat die Inflationsängste aufleben lassen. Die Verbraucherpreise lagen in der gesamten Euro-Zone im Januar um 2,4 Prozent und in Deutschland um 2,0 Prozent über dem Vorjahresniveau. Dies veranlasste den Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB), auf die gestiegenen Inflationsrisiken hinzuweisen. In Deutschland sind sowohl die Importpreise als auch die Erzeugerpreise kräftig gestiegen. Dies dürfte sich im weiteren Jahresverlauf in höheren Verbraucherpreisen niederschlagen, da der Handel seine gestiegenen Einkaufspreise an die Konsumenten weitergeben dürfte. Wir rechnen in diesem Jahr in Deutschland mit einer Inflationsrate von 2 Prozent. In der Euro-Zone dürfte sie etwas höher ausfallen, da mehrere Euro-Länder die Mehrwertsteuer erhöhten, um ihre Haushaltsdefizite zu reduzieren. Realistisch erscheint eine Euro-Teuerungsrate von 2,5 Prozent, die noch keinen Anlass für Inflationsängste darstellt.

**Inflationserwartungen im Aufwärtstrend**



Noch wichtiger als die aktuellen Preissteigerungsraten sind die Inflationserwartungen. Diese sind im Umfeld anziehender Rohstoff-, Energie- und Nahrungsmittelpreise zuletzt kräftig gestiegen. Sollte dieser Trend nicht bald gestoppt werden, können die Inflationsraten in den Jahren ab 2012 den Zielwert der EZB („nahe, aber unter 2%“) deutlich übertreffen. In diesem Fall halten wir Teuerungsraten von drei oder vier Prozent für realistisch.

## Notenbanken, Leitzinsen

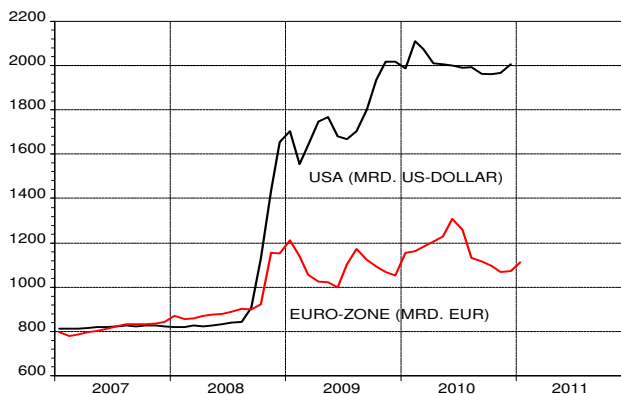
Während die Notenbanken in den Industrieländern bisher an ihrer extrem expansiven Geldpolitik festhalten, haben die Zentralbanken in den Schwellenländern bereits mehrfach an der Zinsschraube gedreht, um die wachsenden Inflationsgefahren abzuwehren.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat das Bankensystem nach Ausbruch der Krise mit sehr viel Liquidität ausgestattet. Zur Beruhigung der Märkte wurden zu-

dem Anleihen europäischer Randstaaten im Wert von rund 76 Mrd. EUR erworben. Angesichts zunehmender Inflationsrisiken bereitet die EZB derzeit anscheinend einen markt- und konjunkturschonenden Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik vor. Wir gehen davon aus, dass sie die Sondermaßnahmen schrittweise zurücknehmen wird, ohne jedoch eine Liquiditätsverknappung zu riskieren. Nach den jüngsten Äußerungen des EZB-Präsidenten ist die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die Leitzinsen im Winterhalbjahr 2011/2012 um 50 Basispunkte auf 1,50 Prozent angehoben werden.

Die amerikanische Notenbank (Fed) befürchtete zu Jahresbeginn noch deflationäre Tendenzen in den USA. Mittlerweile haben sich die Teuerungsraten wieder leicht nach oben bewegt. Insgesamt ist die Inflationsgefahr in den USA allerdings immer noch moderat. Die Arbeitslosenquote dagegen ist mit 9 Prozent weiterhin viel zu hoch. Vor diesem Hintergrund dürfte die Fed ihre extrem expansive Geldpolitik fortsetzen und weitere Staatsanleihen ankaufen. Mit dieser Strategie des „Gelddrückens“ hofft sie, die Zinsen niedrig zu halten und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln. Eine nennenswerte Verschärfung der US-Geldpolitik ist in diesem Jahr nicht zu erwarten. Eine Anhebung der Federal Funds Rate dürfte erst in 2012 erfolgen.

**Geldmengen stark ausgeweitet**



## Stabilisierung der Euro-Zone

Im Rahmen des Euro-Rettungsschirms wurde im Mai 2010 die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität EFSF geschaffen. Sie verfügt über bilaterale Kreditgarantien aller 17 Euro-Länder im Volumen von 440 Mrd. EUR. Die ESFS kann Anleihen emittieren, um am Kapitalmarkt Geld für notleidende Mitgliedsländer aufzunehmen. Erster Begünstigter war Irland. Im März werden die Staats- und Regierungschefs der Euro-Zone darüber entscheiden, ob die EFSF umstrukturiert wird und weitere Befugnisse erhält. Sie könnte (statt der EZB) künftig Staatsanleihen europäischer Randstaaten erwerben. Im Gespräch ist auch

# BÖRSENANALYSE

die Kreditvergabe an notleidende Euro-Staaten. Diese könnten damit ihre älteren Anleihen, die teilweise weit unter dem Nennwert notieren, am Markt zurückkaufen. Die entscheidende Botschaft lautet: „Die Länder der Euro-Zone und die EZB werden gemeinsam alles unternehmen, um den Euro und die Euro-Zone zu erhalten“. Zu diesem Zweck werden sie einen dauerhaften Mechanismus schaffen, mit dem neuerliche existenzgefährdende Euro-Krisen verhindert werden. Die Marktteilnehmer scheinen dieser Botschaft zu glauben, auch wenn die Renditen in den Randstaaten noch nicht nachhaltig gesunken sind. Die Anti-Euro-Stimmung ist gleichwohl spürbar abgeflaut. Die neuen EFSF Gemeinschaftsanleihen sind zudem insbesondere bei asiatischen Investoren sehr gefragt.

**Der Euro hat sich stabilisiert**



## Währungen

Der Euro hat sich dementsprechend von seinem „Griechenland-Schock“ erholt und gegenüber dem US-Dollar Boden gut gemacht. Von einem möglichen Ende der Währungsunion, dem Ausscheiden einzelner Länder oder einer Aufspaltung in mehrere Sub-Euros ist keine Rede mehr. Sollten sich die Wechselkurse künftig entsprechend ihren fundamentalen Daten entwickeln, dürfte der Euro weiteres Aufwertungspotenzial besitzen. Der US-Dollar dagegen wäre eher ein Abwertungskandidat, was neben der hohen Staatsverschuldung auch auf die anhaltende Politik des Gelddrucks durch die US-Notenbank zurückzuführen ist.

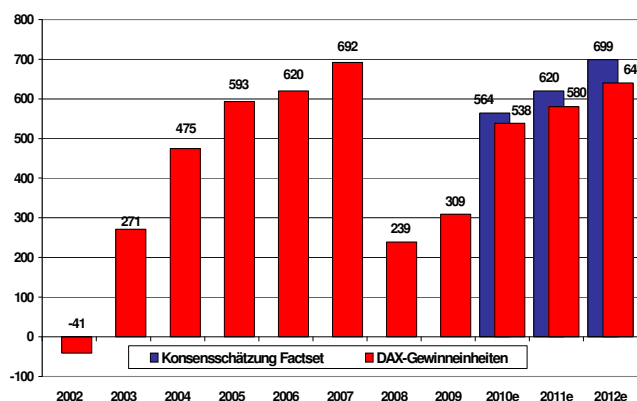
## Unternehmensgewinne, Bewertung

Die Gewinne der 30 Unternehmen des Deutschen Aktienindex (DAX) legten im vergangenen Jahr um rund 70 Prozent zu. Der anhaltende konjunkturelle Aufschwung, günstige Finanzierungsbedingungen und bisher eher moderate Tarifabschlüsse lassen erwarten, dass die Unternehmensergebnisse auch 2011 steigen. Unsere Prognosen belaufen sich beim DAX auf ein Plus von 11 Prozent und beim Euro Stoxx 50-Index auf einen Zuwachs von 12 Prozent. Daraus errechnen sich anhand unserer Bewertungsmodelle

„faire“ Indexstände, die trotz der jüngsten Aktienrallye immer noch deutlich über den aktuellen Werten liegen.

Der Deutsche Aktienindex hat sogar das Potenzial, die historischen Höchststände im Bereich um 8.200 Punkte zu übertreffen. Beim Euro Stoxx 50-Index wären Notierungen über 3.500 Zähler angemessen. Angesichts latent vorhandener Marktrisiken dürften die Indizes ihr Bewertungspotenzial allerdings auch in der aktuellen Aufschwungphase nicht voll ausschöpfen.

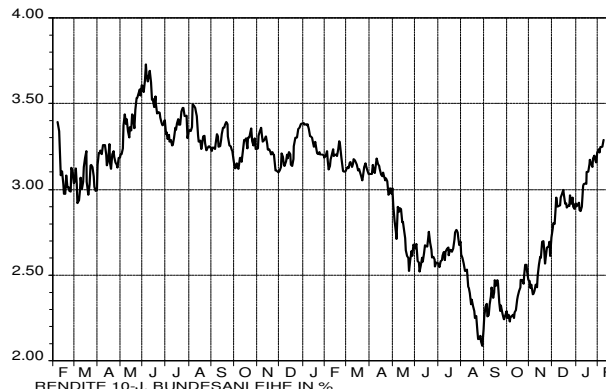
**Unternehmensgewinne steigen weiter**



## Anleihemarkt

Am inländischen Rentenmarkt hat sich der Wind in den vergangenen Monaten gegen die Bundesanleihen gedreht. Wurden sie im vorigen Sommer im Zuge der „Griechenland-Krise“ noch als „sicherer europäischer Hafen“ gesucht, so setzte im Herbst 2010 ein Umdenken ein. Angesichts der Tatsache, dass Deutschland mit rund 28 Prozent den größten Teil der Kreditgarantien der Euro-Rettungsschirme trägt, verlangten die Anleger bei den Bundeswertpapieren eine höhere Risikoprämie. Nach einem starken Anstieg um rund 120 Basispunkte ist die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe mittlerweile wieder auf dem Vorkrisenniveau angekommen.

**Bund-Rendite wieder auf Vorkrisenniveau**



Die Angst vor steigenden Inflationsraten und ein mögliches Ende der extrem expansiven Geldpolitik der

# BÖRSENANALYSE

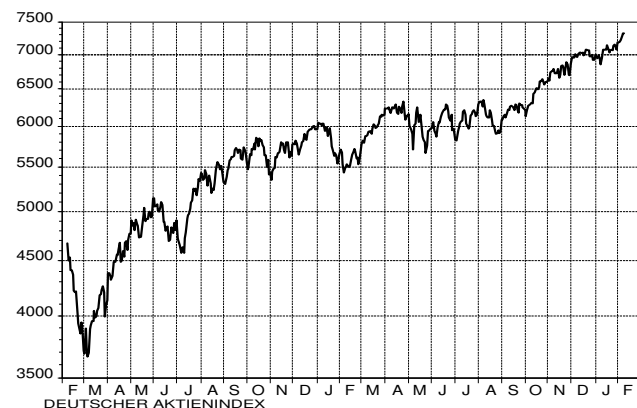
EZB dürften die Bundesanleihen im weiteren Jahresverlauf tendenziell belasten. Zudem stellen die neuen EFSF-Anleihen eine potenzielle Konkurrenz dar, die ebenfalls mit einem erstklassigen Rating von AAA ausgestattet ist. Die 10-jährige Bund-Rendite dürfte am Jahresende 2011 bei gut 3,50 Prozent liegen.

Während insbesondere langlaufende Bundesanleihen gemieden werden sollten, bleiben Wandelanleihen unverändert interessant. Sie profitieren derzeit von den steigenden Aktienmärkten. Einer regen Nachfrage erfreuen sich auch inflationsindexierte Anleihen, die neben den relativ geringen Realkupons noch einen Inflationszuschlag abwerfen. Von einer zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger sollten auch Unternehmensanleihen profitieren. Hochverzinsliche Staatsanleihen aus den Euro-Randstaaten dagegen sind nur etwas für sehr spekulativ eingestellte Investoren. Engagements in kurzlaufenden Papieren aus den Schwellenländern bleiben dagegen weiter interessant.

## Aktienmarkt

Die fundamentalen Rahmendaten sprechen trotz der bisherigen Rallye an den Aktienbörsen für weiter steigende Kurse. Die Anlageklasse Aktien sollte sich auch in den kommenden Monaten einer regen Nachfrage erfreuen, zumal die festverzinsliche Konkurrenz angesichts niedriger Renditen immer noch recht schwach ist.

Deutscher Aktienindex: Aufwärtstrend intakt



In der zweiten Jahreshälfte 2011 kann von der EZB möglicherweise „Gegenwind“ aufkommen, falls sie die derzeit immer noch sehr üppige Liquiditätsversorgung des Marktes reduziert. Vor diesem Hintergrund erwarten wir den Anlauf des DAX auf die historischen Höchstkurse in der ersten Jahreshälfte.

Am Jahresende 2011 rechnen wir weiterhin mit einem DAX zwischen 7.500 und 8.000 Zählern und einem Euro Stoxx 50 Index zwischen 3.000 und 3.300 Punkten.

## Transformationsprozess in Nordafrika und Nahost

Der Transformationsprozess in Nordafrika (Ägypten, Tunesien) verläuft bisher in relativ ruhigen Bahnen. Falls sich dieses ändert und den Öl- und Gasstaaten bürgerkriegsähnliche Zuständen drohen, dürfte die derzeit sehr gute Stimmung an den Weltbörsen umschlagen. In diesem Fall bietet es sich an, die Aktienquoten rasch zu reduzieren.

## Was tun?

**Aktienmarkt:** Die Aktienquote sollte zunächst auf hohem Niveau bleiben. Unser geografischer Schwerpunkt bleibt in der Euro-Zone mit einem großen Deutschland-Anteil. Hinzu kommen Aktien von US-Unternehmen, die weltweit engagiert sind und von einem schwächeren Dollar profitieren. Als Sonderthema bieten sich die zunehmenden Übernahmeaktivitäten an (M&A). Unverändert interessant bleiben auch ausgewählte Werte aus den wachstumsstarken Schwellenländern. Unter Branchengesichtspunkten stehen Industriewerte, Rohstofftitel und Versicherungen im Fokus. Banken bleiben untergewichtet.

**Anleihemarkt:** Im Anleihesegment halten wir an unserem Mix aus Wandelanleihen, Unternehmensanleihen, inflationsgeschützten Anleihen und Schwellenländerengagements fest. Letztere sollten in Form von Investmentfonds erfolgen, die in höher verzinsten Geldmarktpapieren und kurzlaufenden Staatsanleihen der Emerging Markets (EM) in lokaler Währung investiert sind. Sie haben wegen der kurzen Restlaufzeiten so gut wie kein Zinsänderungsrisiko und profitieren sogar vom Aufwärtstrend bei den EM-Leitzinsen.

**Alternative Investments:** Hier wird subsumiert, was nicht „rein Aktie“ oder „rein Anleihe“ ist, wie beispielsweise Gold-Engagements oder bestimmte Wandelanleihen-Fonds. Gold bleibt sowohl aus Diversifizierungsgründen als auch als Inflationsschutz im Portfolio. Zudem verspricht der Goldpreis im weiteren Jahresverlauf deutliches Potenzial.

Taktische Asset Allocation Februar 2011 (Wachstumsdepot)

