

## „DEPOTSINFONIE“

Wer als Anleger auf der Suche nach Harmonien ist, sollte derzeit besser ins Opernhaus gehen. Denn es gab im letzten Monat viel Lärm und Getöse: Die Kreditherabstufung Frankreichs, Italiens und sieben weiterer Euro-Staaten durch die Ratingagentur Standard & Poor's, das beunruhigende Intermezzo zwischen Staaten und Gläubigern in Europa und eine in der Summe bisher eher enttäuschende Berichtssaison. Mit einem Paukenschlag kam der IWF, der mit seiner jüngsten Konjunkturprognose die Skepsis gegenüber der globalen Konjunktorentwicklung unterfütterte, jedoch in der Vergangenheit dem Orchester der Weltmärkte eher hinterherhinkte.

Zur Überraschung vieler blieb ein Trauermarsch an den weltweiten Börsen aus. Es waren vor allem die Zwischentöne, die Balsam für die Ohren der Anleger waren:

- Die Kreditherabstufungen waren, wenn man die Risikoprämien der betroffenen Staatsanleihen betrachtet, größtenteils bereits eingepreist, so dass positive Aspekte überwogen. So dürfte der Reformdruck in den europäischen Ländern erneut zunehmen und gleichzeitig der Anreiz vergrößert werden, den europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zeitnah zu verwirklichen (geplant Juli 2012).
- Die Einkaufsmanagerindizes sind nicht nur in den USA und China besser als erwartet ausgefallen, sondern auch in Europa über die wichtige Schwelle von 50 Punkten gestiegen.

- Und die Q4-Zahlen der Unternehmen waren, abgesehen von positiven Ausnahmen, bis dato zwar etwas schlechter als erwartet, aber besser als befürchtet.

Insgesamt wird die Schuldenkrise der Industriestaaten vermutlich noch die nächsten Jahre ein Ohrwurm bleiben. Und zusätzlich können Misstöne vom Anleihemarkt drohen, denn die GIIPS-Staaten (Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien) haben im ersten Quartal einen Refinanzierungsbedarf von 184 Mrd. EUR. Gut nur, dass die renditesuchende Liquidität auf niedrige Bewertungen, hohe Dividendenrenditen und historisch gesehen niedrige Aktieninvestitionsquoten trifft. Ein Orchester von Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, dividendenstarken Aktien und Rohstoffen (auch Gold) sollte für die nötigen harmonischen Klänge im Depot sorgen.

Harmonie fürs Depot wünscht Ihnen Ihr  
Dennis Nacken



*Dennis Nacken*

Stand: 30.01.2012

### Aktienindizes

DAX	6.444
Euro Stoxx 50	2.421
S&P 500	1.313
Nasdaq	2.812
Nikkei 225	8.803
Hang Seng	20.390

### Zinsen in %

USA	3 Monate	0,55
	2 Jahre	0,22
	10 Jahre	1,90
EWU	3 Monate	1,13
	2 Jahre	0,19
	10 Jahre	1,86
Japan	3 Monate	0,34
	2 Jahre	0,13
	10 Jahre	0,96

### Währungen

USD/EUR	1,311
---------	-------

### Rohstoffe

Öl (Brent, USD/Barrel)	110,8
------------------------	-------

## KAPITALMARKT BAROMETER

Rentenfonds  Aktienfonds



## MÄRKTE IM DETAIL

### TAKTISCHE ALLOKATION AKTIEN UND ANLEIHEN

- Mit dem letzten EU-Gipfel und der Liquiditätsausweitung durch die Notenbanken weltweit scheint ein wichtiger Schritt zur Bewältigung der Krise vollzogen. Gleichwohl dürfte die Schuldenproblematik der Industriestaaten wohl noch die nächsten Jahre ein Ohrwurm bleiben.
- Zumindest scheinen die Miststöne aus den Konjunktursorgen etwas verstummt. Hoffnungen machen die zuletzt weltweit wieder etwas gestiegenen Konjunktur-Frühindikatoren – zur Überraschung vieler auch die in Europa.
- Der Anlagenotstand der Investoren bei negativen Realrenditen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen sowie gleichzeitig attraktiven Bewertungen und hohen Dividendenrenditen könnte den Aktienmärkten zu zusätzlichen Nachfrageimpulsen verhelfen.
- Die Politische-Unsicherheits-Prämie und damit die Volatilität an den Märkten dürfte allerdings weiter hoch bleiben, so dass sich für die nötige Harmonie im Depot eine neutrale Gewichtung von Aktien gegenüber Anleihen empfiehlt.

Die Pfeilsymbole geben die empfohlene Gewichtung der Segmente innerhalb der einzelnen Assetklassen an (Regionen, Branchen, Renten).

#### Deutschland

- Das Wachstum in Deutschland war auch im Jahr 2011 sehr kräftig. Mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 3,0 % knüpfte man an das konjunkturelle Rekordjahr 2010 an.
- Die über die Jahre aufgebauten Wettbewerbsvorteile in Form einer zurückhaltenden Entwicklung der Lohnstückkosten und einer globalen Ausrichtung tragen nunmehr Früchte. Indiz: neben der Beibehaltung des AAA-Ratings durch die Ratingagenturen auch der zum dritten Mal gestiegene ifo-Index.
- Eine Rezession droht 2012 anscheinend nicht. Eher ist mit einer Wachstumsdelle zu rechnen, zumal der gute Arbeitsmarkt die private Nachfrage stützt.
- Die zyklische Prägung des deutschen Aktienmarktes scheint aktuell von Nachteil, jedoch werden die Kurse von einer attraktiven Bewertung bzw. Dividendenrendite gestützt.

#### Europa

- Die Weltbank wie auch der Internationale Währungsfonds (IWF) haben kürzlich ihre Wachstumsprognosen für die Eurozone reduziert und der nachlassenden Wirt-

schaftsaktivität sowie den fiskalpolitischen Konsolidierungszwängen Rechnung getragen.

- Die Risiken für die Finanzstabilität haben in der Euro-Zone angesichts eines eventuell höheren Schuldenchnitts für Griechenland und des nach der Herabstufung einiger europäischer Staaten durch die Ratingagentur Standard & Poor's höheren Refinanzierungsbedarfs zugenommen.
- Hoffnungen machen die Einkaufsmanagerindizes in Europa, die durchschnittlich im Januar von zuvor 48,3 auf 50,3 gestiegen sind und somit wieder über der kritischen Marke von 50 liegen.
- Die Kurse europäischer Aktien dürften insgesamt gesehen mit einem Bewertungsabschlag von knapp 40 % zum Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre (Basis: Preis-Buchwert-Verhältnis) relativ gut gestützt sein.

#### USA

- Viele realwirtschaftliche Indikatoren für die USA fielen zuletzt erneut positiv aus (u. a. gestiegene Industrieproduktion, höhere Kapazitätsauslastung) und spiegeln die aktuelle Robustheit der US-Wirtschaft wider, getragen von einer anhaltend expansiven Geldpolitik.

- Zudem könnten eine nachlassende Inflation, temporäre Steuererleichterungen und eine verbesserte Lage des US-Arbeitsmarktes den privaten Konsum stimulieren.
- Doch die hohe Staatsverschuldung, kommende Sparmaßnahmen sowie das Fehlen einer nachhaltigen Trendumkehr auf dem US-Immobilienmarkt dürften das Wachstum in den USA belasten.
- Nicht zuletzt mit Blick auf die moderate Bewertung empfiehlt sich eine neutrale Gewichtung US-amerikanischer Aktien.

#### Japan

- Nach dem verheerenden Erdbeben ist die japanische Konjunktur wieder auf einen Wachstumspfad eingeschwenkt, allerdings nimmt das Momentum aktuell wieder ab.
- Dieser Tatsache trägt die japanische Zentralbank Rechnung, indem sie ihre Wachstumsprognose für das laufende Jahr von +2,2 % auf 2 % revidiert hat.
- Zusätzlich macht die Aufwertung des Yen beispielsweise gegenüber dem Euro von ca. 17 % seit April 2011 insbesondere den Exportunternehmen zu schaffen.
- Trotz günstiger Bewertungen spricht die hohe Zyklik dieses

Aktienmarktes bei nachlassender Konjunktur aktuell gegen Japan.

## Emerging Markets

- Im Gegensatz zu den meisten Industriestaaten konnten einige Wachstumsländer wie z. B. Indonesien ihre Bonität zuletzt verbessern bzw. wurde für Russland der Ausblick mit „positiv“ eingestuft.
- Nachdem die Geldpolitik in Brasilien, den Philippinen und China bereits gelockert wurde, schwenkt aus der Gruppe der Schwellenländer auch Indien auf diesen Kurs ein. So wurde der Mindestreservesatz für Geschäftsbanken von 6,0 % auf 5,5 % gesenkt, um der konjunkturellen Wachstumsverlangsamung entgegenzutreten.
- Da sich Osteuropa als relativ schwächer im Vergleich (u. a. wegen des höheren Verschuldungsniveaus) mit den anderen Wachstumsländern zeigt, sollte es auch anfälliger für Schocks bleiben. Das spricht dafür, dieses Segment innerhalb der Wachstumsländer unterzugewichten.
- Bewertungsseitig wäre angesichts der guten Wachstumsaussichten eine deutlich höhere Prämie gegenüber den Industrieländern gerechtfertigt.

## China

- Chinas Wirtschaft wuchs im vierten Quartal 2011 mit 8,9 % gegenüber dem Vorjahr. Das bedeutet für das Gesamtjahr 2011 ein Wirtschaftswachstum von 9,2 % nach 10,4 % im Jahr 2010.
- Chinas Wachstumsdynamik scheint sich somit weiter abzuschwächen („Soft Landing“), doch Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätze und diverse Frühindikatoren konnten zuletzt positiv überraschen.
- Der weiter nachlassende Preisdruck bei Konsum- und Produktionsgütern eröffnet der Zentralbank weiteren geldpolitischen Spielraum, u. a. durch Ausweitung der Kreditvergabe oder Senkung der Mindestreservesätze.

- Seitens der Bewertung befindet sich der chinesische Aktienmarkt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 8,5 auf Basis der Gewinnerwartungen der nächsten 12 Monate bzw. einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,6 deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt.

## Branchen

- Eine leichte Tendenz zur defensiven Portfolioausrichtung sollte auch trotz zuletzt starker Outperformance bei weiterer Entspannung aufrechterhalten bleiben.
- So sollten Unternehmen mit hoher Qualität, langfristigen Wachstumsstrategien und einer attraktiven Dividendenrendite bevorzugt werden. Dazu zählen u. a. Pharma- und Energiewerte.

## Investmentthema: Dividenden

- Bei privaten und institutionellen Investoren sind die Aktieninvestitionsquoten historisch gesehen niedrig und die Diskontierungsfaktoren für langfristige Verbindlichkeiten („Asset-Liability-Management“) gering. Das führt zu einer Suche nach höheren Erträgen außerhalb des Rentensegments. Auch unter diesem Aspekt bleibt die Dividendenrendite ein wichtiger Anlagefaktor.
- Für Investoren haben Aktien mit hohen Dividendenrenditen den angenehmen Effekt, dass diese historisch betrachtet weniger Kursschwankungen unterworfen waren als Firmen ohne Gewinnausschüttungen.

## Euro-Renten

- Die Bonitätsherabstufungen einiger EU-Staaten und die Unklarheit über eine umfassende und nachhaltige Lösung der Fiskal Krise ließen die Renditen von Bundesanleihen unter der Marke von 2 % verharren.
- Im Zuge unkonventioneller Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie erfolgreicher Auktionen

von Euroland-Peripherieanleihen sind die Risikoprämien dieser Anleihen, insbesondere am kurzen Laufzeitende, deutlich zurückgegangen.

- Die Kurse der Kernstaatsanleihen tendierten hingegen aufgrund anhaltender Rezessionsrisiken in der Eurozone, der weiterhin ausstehenden Umsetzung der EU-Ratsbeschlüsse von Anfang Dezember und der ungelösten Fragen bezüglich des zweiten griechischen Rettungspakets tendenziell zu einer Seitwärtsbewegung.
- Mit Blick auf die ambitionierten Bewertungen der Anleihen von Kernländern empfiehlt sich weiterhin eine Verkürzung der Duration.

## Renten international

- Rückläufige Rezessionsängste dank besserer Konjunkturdaten als erwartet und das seitens der EZB nach wie vor expansive Liquiditätsumfeld in der Eurozone in Verbindung mit erfolgreichen Auktionen in der EU-Peripherie führten zu einem Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen.
- Trotz nachlassender Inflation und steigenden Renditen von Staatsanleihen sind die Realrenditen in den USA nach wie vor negativ. In Kombination mit der geldpolitischen Reflationierungspolitik bilden sie den Nährboden für eine „finanzielle Repression“: Das Realzinsniveau bleibt niedrig, die Anleger verlieren durch die Inflation an Kaufkraft.
- Aufgrund der extremen Bewertung und der mittelfristig erwarteten Marktnormalisierung erscheinen insbesondere Anleihen mit langen Laufzeiten unattraktiv.

## Renten Emerging Markets

- Nachdem die Geldpolitik in Brasilien, den Philippinen und China bereits gelockert wurde, schwenkten auch Indien und Serbien auf diesen Kurs ein.

- Gleichzeitig sind die Risikoprämien in diesem Segment aufgrund tendenziell guter Konjunkturdaten sowie zuletzt abnehmender Risikoaversion im letzten Monat gesunken.
- Insgesamt erscheinen die Renditen von Anleihen aus Schwellenländern attraktiver als die historisch niedrigen Renditen in reiferen Märkten, zumal diese Ländergruppe ihre Bonitätsnoten („Ratings“) über die Finanz- und EU-Schuldenkrise hinweg zumindest stabil halten, wenn nicht verbessern konnte. Indonesien sowie Russland (positiver Ausblick) sind nur die jüngsten Beispiele für diesen Ratingtrend.

## Unternehmensanleihen

- Unternehmensanleihen konnten in den letzten Wochen von der rückläufigen Risikoaversion profitieren.
- Das expansive Liquiditätsumfeld, robuste Unternehmensbilanzen,

ein historisch gesehen attraktives Bewertungsniveau und, trotz der Erwartungen eines moderaten Anstiegs im Jahr 2012, weiterhin niedrige Ausfallraten sollten strukturell positiv wirken.

- In die aktuellen Bewertungsniveaus sind bereits eine Vielzahl negativer Faktoren eingepreist, so dass sich taktisch attraktive Einstiegsmöglichkeiten in einzelnen Segmenten ergeben könnten.

## Währungen

- Positiv aufgenommene Anleiheauktionen in der Eurozone und

nachlassende Befürchtungen hinsichtlich einer globalen Rezession konnten insbesondere den Euro zuletzt stützen.

- Die anhaltende EU-Fiskalkrise, rezessive konjunkturelle Entwicklungen in der Eurozone sowie ein weiterer Zinsschritt der EZB sollten den Euro im Vergleich zum US-Dollar jedoch in den kommenden Monaten belasten.
- Es empfiehlt sich, strukturell eher stärkere Währungen, wie zum Beispiel den australischen Dollar oder chinesischen Renminbi, überzugewichten.

## WEITERE SPANNENDE ANALYSEN RUND UM DIE KAPITALANLAGE FINDEN SIE DIREKT UNTER:



[www.adig.de/kapitalmarktanalyse/](http://www.adig.de/kapitalmarktanalyse/)

Alle neu erscheinenden Studien der Kapitalmarktanalyse können Sie auch kostenlos abonnieren unter

<http://www.adig.de/kapitalmarktanalyse/newsletter.html>

Und: Kennen Sie schon unsere Online-Konferenzen?

<http://www.adig.de/kapitalmarktanalyse/konferenz.html>

## Impressum

**ADIG Fondsvertrieb GmbH**  
**Seidlstraße 24-24a**  
**80335 München**

**Kapitalmarktanalyse**  
**Hans-Jörg Naumer (hjn)**  
**Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)**

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung

Bei dieser Unterlage handelt es sich um Werbung gemäß § 31 Abs. 2 WpHG.