

# Marktentwicklungen



Das Zusammenspiel einer sich verbessernden Konjunkturlage in Kombination mit weitreichenden strukturellen Umwälzungen macht es schwer das aktuelle wirtschaftliche Umfeld mit früheren Konjunkturzyklen zu vergleichen.

In einer Welt, in der die Entwicklung von Konjunktur- und Marktbedingungen derart unterschiedliche Richtungen nehmen kann, wird Flexibilität ein maßgeblicher Faktor für zukünftigen Erfolg sein. Eines ist allerdings klar: Jetzt, wo die „Beta-Rallye“ ihren Höhepunkt überschritten hat, wird sich der Fokus verstärkt auf den Alpha-Bereich richten müssen.

## Konjunkturaussichten

Es steht zu erwarten, dass die kommenden Quartale wohl von einer relativ robusten zyklischen Erholung geprägt sind. Das verbleibende Wachstumspotenzial im System müsste den Inflationsdruck dabei allerdings immer noch in Grenzen halten, sodass die kurzfristigen Zinsen weiter auf ihren historischen Tiefstständen verharren dürften.

In den USA werden die Wirkungen der historisch beispiellosen expansiven Geldpolitik der vergangenen Monate immer stärker sichtbar. Die Geldpolitik ist unverändert locker und die Zahlen aus dem Fertigungssektor deuten auf einen scharfen Anstieg der Wirtschaftstätigkeit hin. Unsere Prognosen gehen jedoch immer noch von einer im historischen Vergleich unterdurchschnittlichen konjunkturellen Erholung aus, da insbesondere die privaten Haushalte kaum am Aufschwung partizipieren und daher mit einer eher schwachen Nachfrage zu rechnen ist.

Im Vergleich zu den USA erwarten wir für Kontinentaleuropa einen vergleichsweise gedämpfteren Aufschwung. Die Reaktion auf die Kreditkrise sowohl in Hinblick auf Steuer- als auch Geldpolitik blieb relativ verhalten, während gleichzeitig die strukturelle Inflexibilität mögliche Wachstumschancen behindert. Aus diesen Gründen sind wir der Meinung, dass die maßgeblichen Wachstumsimpulse für die zentraleuropäischen Volkswirtschaften letztlich von der externen Nachfrage herrühren werden.

Gleichzeitig glänzen die BRIC-Staaten mit anhaltendem Wachstum und stützen damit ihre schwächelnden Nachbarn in Zentraleuropa.

Ähnlich verhält es sich mit Großbritannien, obwohl

hier aufgrund der prekären britischen Staatsfinanzen staatlichen Konjunkturprogrammen zur Ankurbelung der Wirtschaft enge Grenzen gesetzt sind. Die Ungewissheit an der steuer- und geldpolitischen Front sowie die unbeantwortete Frage, wie die Bank von England ihre Exit-Strategie aus dem Programm der quantitativen Lockerung gestalten wird, trüben hier die Konjunkturaussichten.

uns geteilte Erwartung wider, dass die offiziellen Zinsen auf absehbare Zeit auf ihren niedrigen Niveaus verharren werden.

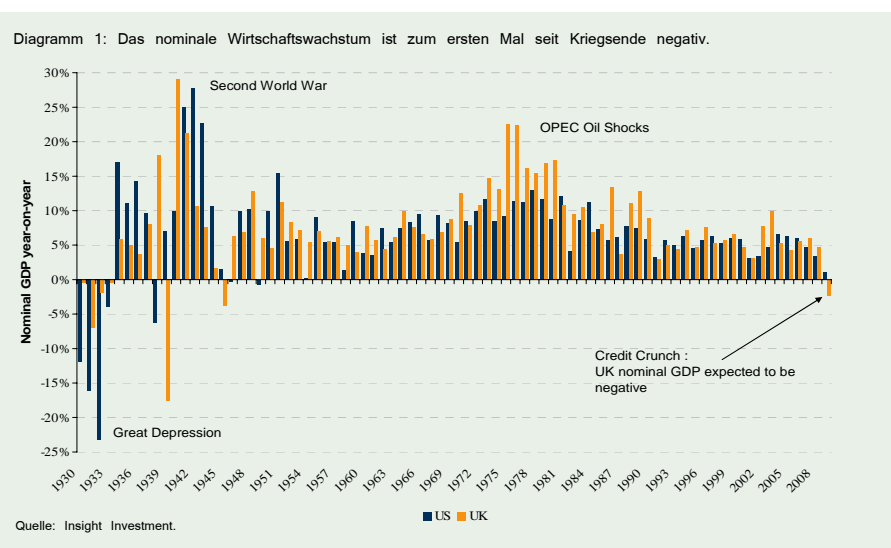
Die Bewertungen bei den traditionellen Anlageformen (Staatsanleihen und die wichtigsten Aktienmärkte) scheinen sich ihren fairen Werten anzunähern und die fulminante Rallye bei Unternehmensanleihen verlief so, dass diese zunächst extrem günstig waren und inzwischen ein mehr oder weniger faires Niveau erreicht haben, selbst wenn man gewisse Verbesserungen der Marktbedingungen gegenüber unseren ursprünglichen Annahmen mitveranschlagt.

Die geringere Streuung der Ausschläge bei den Bewertungen hat uns veranlasst, unser Hauptaugenmerk auf die Generierung von Alpha zu verlegen, anstatt weiter auf dem Beta-Markt mitzuschwimmen, welches für die Anfangsphase die richtige Strategie war (vgl.

## Absolutwerte

Die meisten Extrembewertungen, die sich während Phase der heftigsten Markturbulenzen ereigneten, sind in der Zwischenzeit größtenteils abgeebbt. Ohne diese Verwerfungen werden sich die Märkte an den täglich verfügbaren Konjunkturdaten und Wirtschaftsnachrichten ausrichten.

Die Geldmarktkurven der G7-Staaten spiegeln die von



nebenstehenden Kasten).

## Risikoneigung

Die Indikatoren für Risikoaversion sind zwar inzwischen auf "Prä-Lehman"-Niveaus zurückgekehrt, doch die langfristige Unsicherheit trübt nach wie vor den Investitionsausblick. Auf Mikroebene wird dies ersichtlich aus den hohen Preisen, die derzeit für die Absicherung von Derivaten über ein breites Marktspektrum aufzuwenden sind.

Auf Makroebene gibt es eine Vielzahl an Risiken. Zwar wurde durch eine beispiellos expansive Geldpolitik ein Horrorszenario wie das einer erneuten großen Depression verhindert, es bleiben jedoch die Sorgen hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Aufschwungs und der Risiken unbeabsichtigter Konsequenzen im Zusammenhang mit diesen Maßnahmen.

Mittelfristig konzentrieren sich die Bedenken am Markt auf die Gefahr einer Inflation. Die (realen) Renditen inflationsgekoppelter Anleihen fielen auf gerade mal 0,7 %, während die Rentabilitätsgrenze für zehnjährige britische Anleihen (eine Marktvariable für die voraussichtliche Inflationsentwicklung) von 2,3 % auf fast 2,8 % anstieg. Diese veränderten Markterwartungen machten sich im Übrigen über zahlreiche Märkte hinweg bemerkbar.

Der Goldpreis gilt oft als traditionelles Inflationsbarometer. Vor diesem Hintergrund ist der Anstieg des Goldpreises um 21 %

## Zeit für Alpha?

Nachdem die Kursrallyes auf den Aktien- und Kreditmärkten ihre erste ungestüme Phase hinter sich haben, ist es nun an der Zeit, gezielt auf hochqualitative Werte zu setzen, anstatt sich auf breitgestreute Marktgewinne zu verlassen. Erste Signale weisen darauf hin, dass die Risiko-Korrelation zwischen Anlageklassen fallen. Dies bedeutet, dass den Anlegern immer stärker bewusst wird, dass die Zeit der breit gestreuten Haussephase vorüber ist. Darüber hinaus sind die Kursdifferenzen im historischen Vergleich hoch und geben allmählich nach - ein guter Zeitpunkt für aktive Anlageverwalter wichtige wertsteigernde Maßnahmen zu ergreifen. Die Fähigkeit, die entscheidenden Alpha-Werte herauszugreifen wird für die zukünftige Entwicklung der der Anlageerträge von entscheidender Bedeutung sein.

in der zweiten Hälfte von 2009 eindeutig ein Grund zur Beunruhigung.

Wir glauben jedoch, dass es für eine endgültige Beurteilung der Inflationsgefahr noch zu früh ist. Die niedrige Kapazitätsauslastung - eines der wichtigsten Anzeichen zur Messung des Inflationsdrucks - sollte die Kerninflation bis auf weiteres niedrig halten und die Befürchtungen dementsprechend dämpfen. Ein Anstieg der Gesamtinflation aufgrund steigender Energiepreise in den nächsten Monaten dürfte diese Auffassung allerdings auf die Probe stellen. In den meisten unserer Portfolios mit festverzinslichen Anlagen ist unser Risikoniveau daher im Augenblick eher niedrig.

## Stimmung und Marktpositionierung

Unsere Marktanalysen zeigen, dass die Mehrheit der Anleger bei risikobehafteten Kapitalanlagen inzwischen indexorientiert sind. Dies war zu Beginn des Jahres nach ganz anders, als nämlich nur relativ wenige

Anleger an der Rallye teilnahmen. Wir nehmen dies zum Anlass, uns ein gewisses Maß an Zurückhaltung bei unserer Positionierung aufzuerlegen.

Wir sehen außerdem Anzeichen dafür, dass die Risiko-Korrelation der Anlageklassen im Fallen begriffen sind. Dies bestärkt uns darin, stärker auf Alphagenerierung zu setzen als auf dem Beta-Markt mitzuschwimmen.

Wir bevorzugen in diesem Zusammenhang weiterhin prozyklische Long-Positionen bei Anleihe-, Aktien- und Währungsgeschäften, doch sind diese Positionen immer stärker taktischer Natur. Wir favorisieren außerdem hohe Gewichtungen mit Alpha-Werten bei marktneutralen (non-direktionalen) Absolute-Return-Strategien.

Einige unserer langfristigen Anlageschwerpunkte, wie etwa unser Engagement in Schwellenmärkten erscheinen nach wie vor attraktiv, obwohl sie, ähnlich wie Gold und Öl als „Crowded Trades“ (also ein Herdenverhalten unter Anlegern) zu bezeichnen sind und wir sie dementsprechend genauestens beobachten.

Diagramm 2: Der Preis des Goldes - ein Hinweis auf Inflation?



Quelle: Insight Investment.

Der Wert von Anlagen und Erträgen wird Schwankungen unterworfen sein (zum Teil auch aufgrund von Währungsschwankungen) und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Sofern nicht anders angegeben, geben die hier dargelegten Ansichten und Äußerungen die Meinung der Anlageverwalter zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ändern. Der Inhalt dieses Dokuments besitzt für einen Monat ab Erstellung Geltung.

Herausgegeben von Insight Investment Management Limited. Eingetragener Sitz: 33 Old Broad Street, London, EC2N 1HZ. Eingetragen in England und Wales. Registernummer 01835691. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Services Authority. **November 2009**