

Liebe Kunden und Freunde der WerteFinder,

nach Erreichen neuer Rekordstände bei vielen Aktienindizes steigt naturgemäss die Furcht vor einer Korrektur oder gar einer Trendänderung. Allein der Blick auf die Indexstände bzw. das Erreichen neuer Höchststände sagt jedoch wenig darüber aus, ob wirklich eine Korrektur ansteht. Entscheidend ist, ob das aktuelle Kursniveau durch die zugrundeliegenden realen Daten gerechtfertigt ist. Um unsere spätere Analyse vorwegzunehmen, hier bleiben wir leicht optimistisch gestimmt. Denn insgesamt scheint es, dass die wichtigen Triebfedern der Weltwirtschaft unverändert weiter wirken. Eine Änderung der ultra-lockeren Geldpolitik der amerikanischen Notenbank wäre sicherlich wieder ein temporäres Störfeuer, dürfte aber die Marktentwicklung nicht nachhaltig beschädigen, da die Anleger erkennen werden, dass eine mögliche Änderung nur sehr langsam erfolgen wird und zudem die Zinsen trotzdem auf tiefem Niveau verharren werden. Dies ist derzeit unsere wahrscheinlichste Meinung aufgrund der aktuellen Datenlage. Sollte sich jedoch der Aufschwung in den USA beschleunigen, so wäre diese Einschätzung zu revidieren.

Die vergangene Berichtssaison haben die Werte unseres Anlageuniversums gut überstanden und es gab bis auf ganz wenige Ausnahmen keine negativen Überraschungen. Ausschlaggebend hierfür war unsere Investition in Sektoren mit einer nachhaltig guten Nachfrageentwicklung sowie die Fokussierung auf Aktien mit einer angemessenen Bewertung. Häufig beobachten wir jedoch auch Aktien, die trotz einer unserer Einschätzung nach bereits hohen Bewertung in der positiven Marktphase weitere Kursgewinne verzeichnen konnten. Speziell bei einigen bereits hoch bewerteten amerikanischen Werten beobachten wir jedoch auch, dass diese Aktien trotz guter Ertragszahlen dem guten Markt nicht gefolgt sind und die Kursentwicklung stagniert.

Insgesamt vertrauen wir darauf, dass die von uns beobachteten Unternehmen weiterhin ihre Stärke auf den weltweiten Märkten einsetzen und sich nicht von Stimmungen in Europa über eine zu grosse Exportstärke Deutschlands entmutigen lassen. Wir halten diese Diskussion für vollkommen verfehlt, denn die Exportstärke deutscher Unternehmen beruht sicherlich weit weniger auf niedrigen Lohnkosten, sondern auf der hohen Innovationskraft und einem geschickten Management. Dafür spricht auch das hohe Niveau unserer technischen Universitäten.

Ihre

Willi Ufer und Jürgen Brückner

Europa

Für viele Marktbeobachter (und auch für uns) kam die Entscheidung der EZB die Zinsen noch einmal zu senken überraschend. Zwar sind und waren wir immer etwas skeptisch im Hinblick auf den erwarteten Aufschwung in Südeuropa, wir hatten jedoch zu diesem Zeitpunkt noch keine Zinssenkung erwartet. Im Lichte der gestern in Spanien veröffentlichten Inflationsdaten wird die Entscheidung des Notenbankpräsidenten Draghi jedoch etwas verständlicher: In den deutschen Medien fand diese Nachricht kaum Widerhall, wir halten es jedoch für bemerkenswert, dass erstmals in vier Jahren die Preise in Spanien gesunken sind. Diese Nachricht könnte ein Indiz dafür sein, dass die EZB mögliche Deflationsgefahren für wesentlich ernster nimmt als potentielle Inflationsgefahren. Wie wir am Beispiel Japan sehen ist eine Deflation wesentlich schwieriger zu bekämpfen als die Inflation.

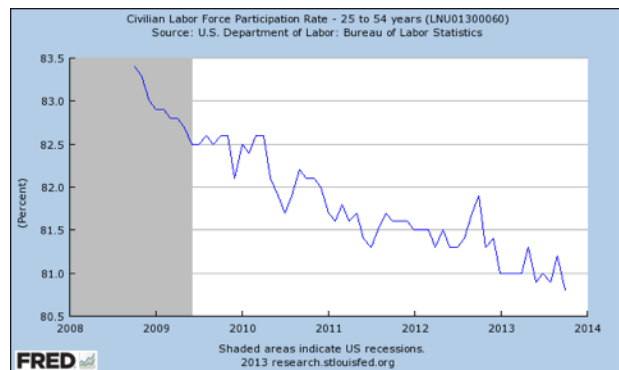
Die zweite Überraschung (offenbar aber nur für die französische Regierung eine Überraschung) in diesen Tagen war die Veröffentlichung der Zahlen für das französische Sozialprodukt. Die Leser unseres Newsletter erinnern sich vielleicht noch, dass im 2. Quartal das französische Wachstum positiv überraschte und die Regierung geradezu in Euphorie ausbrach (obwohl hier Wettereffekte eine Rolle spielten). Die jetzt veröffentlichten Zahlen sprechen jedoch eine andere Sprache. Die Wahrheit ist, dass Frankreich nicht nur unter einer bereits lange anhaltenden Exportschwäche leidet, sondern auch unter geringer Investitionstätigkeit. Die Herabstufung durch die Ratingagentur S&P von AA+ auf AA reflektiert die strukturelle Schwäche der französischen Volkswirtschaft.

In Spanien hat sich nicht nur das Stimmungsbild verbessert, sondern auch einige volkswirtschaftliche Indikatoren zeigen eine leichte Verbesserung an. Es ist jedoch noch zu früh, eine nachhaltige Erholung vorauszusagen, da der Bausektor keine Verbesserung zeigt und die Steuereinnahmen sich trotz einer Erhöhung der Mehrwertsteuer im Jahresvergleich auf fast unverändertem Niveau bewegen. Die Steuereinnahmen deuten jedoch darauf hin, dass sich die leicht verbesserte Wirtschaftslage noch nicht in eine Verbesserung der Haushaltslage äußert. Der starke Exportsektor und die gut gelaufene Tourismussaison sind daher nicht ausreichend das Bild nachhaltig zu verbessern. Italien hat im Gegensatz zu Spanien gar keine Erfolge zu vermelden und die Steuereinnahmen aus der Mehrwertsteuer fallen nach wie vor mit einer Rate von 3 %. Italien hat jedoch ein deutlich geringeres Haushaltsdefizit als Spanien und der Druck zu Reformen ist etwas schwächer.

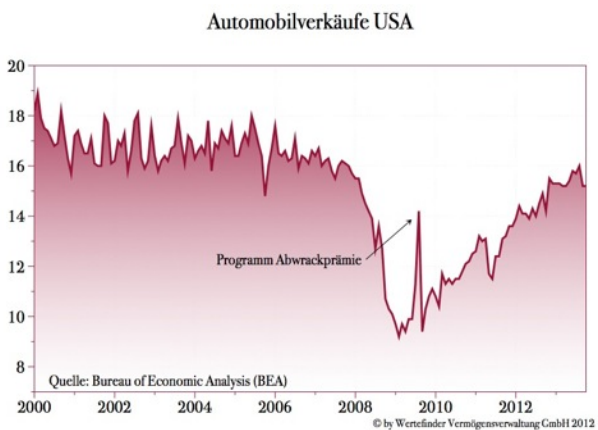
USA

Wichtig waren die Daten zum Arbeitsmarkt, denn sie fielen deutlich besser als erwartet aus und auch die Zah-

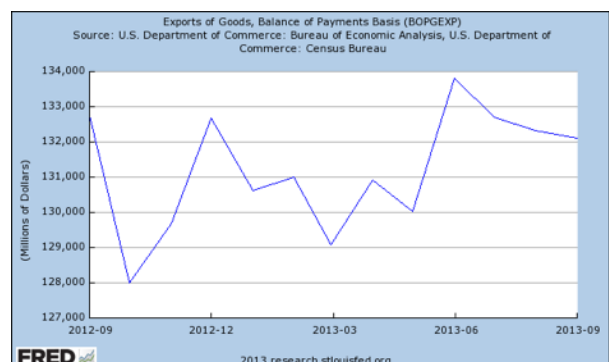
len der Vormonate wurden nach oben revidiert. Allerdings kann nach wie vor nicht von einer dauerhaften Erholung ausgegangen werden, da die Erwerbsquote unverändert fällt, zuletzt sogar beschleunigt (s. nachstehende Grafik).



Die uns gewöhnlich interessierenden Daten zum Wohnungsbau sind offensichtlich aufgrund der Haushaltsprobleme seit September nicht aktualisiert worden. Zum Autosektor liegen bereits die Oktober-Daten vor und es zeigt sich, dass sich auch wie zuvor im Immobilienmarkt die frühere Dynamik deutlich abgeschwächt hat.



Da die inländischen Schlüsselsektoren zumindest temporär an Dynamik verloren haben stellt sich die Frage, ob der externe Sektor zum Wachstum beiträgt. Nachdem im Sommer dieses Jahres ein kräftiger Schub ver-



zeichnet wurde sahen einige Analysten dies als Beginn einer neuen Exportstärke. Die zwischenzeitliche Entwicklung spricht jedoch nicht für eine neue Dynamik (s. vorstehende Grafik).

Insgesamt scheint daher das Bild in den USA etwas eingetrübt zu sein, so dass die Sorge vor einer schnellen Änderung der Geldpolitik verfrüht erscheint. Trotzdem wird die amerikanische Notenbank irgendwann nächstes Jahr mit einer Änderung beginnen, denn die nachhaltig zugrundeliegenden Triebkräfte wie vor allem das Bevölkerungswachstum wirken unverändert fort. Vor dem Hintergrund der ultra-niedrigen Zinsen und der verstärkten Entschuldung der Haushalte sollten daher auch die zuletzt schwächeren Wirtschaftssektoren wieder an neuer Kraft gewinnen.

China

Die zuletzt veröffentlichten Wirtschaftsdaten in China deuten alle auf eine Fortsetzung des moderaten (aus chinesischer Sicht) Wachstums hin. Mit 7,8 % lag das Wachstum des BIP zwar im Rahmen der Erwartungen, jedoch deutlich über den erst vor wenigen Monaten geäußerten Befürchtungen von 7 % oder weniger. Auch die starken Wachstumsdaten des privaten Konsums erfreuen die Analysten, da sie anzeigen, dass sich langsam der Wandel von einer exportorientierten zu einer stärker auf privaten Konsum ausgerichteten Gesellschaft vollzieht.

Wie in den USA und Europa verfolgen wir auch in China die Entwicklung des Schlüsselsektors Automobile. Letztendlich hat er auch für einige Firmen unseres Anlageuniversums Bedeutung. In den Medien wurde zuletzt wiederum darauf hingewiesen, dass in chinesischen Städten der Erwerb von Kraftfahrzeugen eingeschränkt werden soll. Bereits jetzt kann man in Beijing und Shanghai Autos nur kaufen, wenn man durch Zuteilung oder Auktion ein Nummernschild erwerben kann. Wie die nachstehende Grafik zeigt, ist jedoch in China unverändert Wachstum zu verzeichnen (da uns die Originaldaten nicht zur Verfügung stehen haben wir direkt eine Grafik aus einer chinesischen Quelle benutzt).



Ein Grund mag auch darin liegen, dass zwar in den Großstädten Beschränkungen bestehen, in den vielen mittleren Städten aber noch keine derartigen Beschränkungen bestehen, da dort die Luftqualität besser ist.

Fazit

In den Volkswirtschaften in Südeuropa sehen wir zwar eine leicht verbesserte Wirtschaftslage, bis zu einem nachhaltigen Aufschwung wird jedoch noch eine lange Zeit vergehen. In den USA beobachten wir zumindest temporär eine Abschwächung der Wirtschaftsdynamik, die jedoch nicht lange anhalten sollte. Vor diesem Hintergrund wird die amerikanische Notenbank noch weitere Daten abwarten wollen, bevor sie mit einer Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe beginnt.

Bei den Aktienmärkten sehen wir insbesondere bei einigen amerikanischen Aktien zu hohe Bewertungen, die selbst durch gute Unternehmensdaten nicht gerechtfertigt zu sein scheinen. Bis auf Ausnahmen setzen wir daher nach wie vor verstärkt auf europäische Aktien.

Aufgrund des weltweit zwar schwierigen, aber der trotzdem positiven Wachstumsraten erwarten wir auch vor dem Hintergrund der mangelnden Anlagealternativen weiterhin ein positives Umfeld für die Aktienmärkte. Mögliche Störungen durch eine Änderung der amerikanischen Notenbankpolitik sollten temporär bleiben.

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer