

Liebe Kunden und Freunde der WerteFinder,

die schnelle Erholung der Aktienmärkte nach der Korrektur im Juni lässt vergessen, dass die letzten Wochen keineswegs eine leichte Marktphase waren. Die Aktienmarktentwicklung stand nicht nur im Zeichen einer hitzigen Debatte um das Ausmaß und den Zeitpunkt einer Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe der amerikanischen Notenbank. Ein wichtiger Einflussfaktor waren vor allem die Veröffentlichung der Unternehmensergebnisse des zweiten Quartals. Und hier gab es durchaus bei vielen europäischen, etablierten und gut aufgestellten Firmen negative Überraschungen. Besonders getroffen wurden Investoren von der Entscheidung des russischen Kaliproduzenten Uralkali aus einer Vertriebsallianz mit der weissrussischen Belaruskali auszusteigen. In der Folge fielen die Aktien der Kaliproduzenten um mehr als 25 %, wovon auch die deutsche K+S getroffen wurde, deren Kurs mehr als 30 % verlor.

Dieses Beispiel zeigt, dass selbst bei einer sorgfältigen Aktienausswahl und Analyse der Investor nicht vor Überraschungen gefeit ist. Es wird aber auch deutlich, dass eine ausgewogene Diversifikation notwendig ist und dass allgemein Investitionen in Märkten mit Kartellcharakter oder subventionierten Produkten potentielle Risiken aufweisen. Wir haben deshalb Aktien in Sektoren, die diesem Risiko ausgesetzt sind, weitgehend gemieden.

Die Wertefinder-Portfolios haben diese Entwicklungen unbeschadet überstanden. Zwar haben auch einige der von uns bevorzugten Aktien leicht enttäuschende Ergebnisse geliefert, Aktienkursrückgänge bei diesen Firmen wurden jedoch überkompensiert durch exzellente Ergebnisse vieler anderer Gesellschaften.

Eine Analyse der Unternehmensergebnisse zeigt sehr viel besser als die reinen makro-ökonomischen Daten, dass eine Vielzahl der Unternehmen über eine beeindruckende Stärke verfügt und der Zustand der Weltwirtschaft keineswegs desolat ist. Natürlich gibt es Regionen mit Absatzproblemen und es wurde auch deutlich, dass Firmen Wartungsarbeiten aufschieben um die Kosten zu drücken. Selbst die chinesischen Liquiditätsengpässe wirkten sich auf den Absatz einiger Firmen negativ aus. Insgesamt konnten aber global aufgestellte Firmen in den meisten Fällen über eine gute Absatz- und Ertragslage berichten. Da Investitionen und Wartungsarbeiten nicht dauerhaft aufgeschoben werden können, erwarten wir allein aus dieser Perspektive ein günstiges Absatzpotential. Der seit 18 Monaten höchste Stand des Einkaufsmanagerindex in Europa scheint diese Erwartung zu bestätigen.

Ihre

Willi Ufer und Jürgen Brückner

Europa

In den letzten Wochen wurden aus vielen Ländern Europas ermutigende Signale vermeldet. Bei den „harten“ Daten waren es vor allem leicht bessere Arbeitslosenzahlen in den Krisenländern sowie bessere Exportdaten. Nicht überraschend kann auch der Tourismus in vielen Südländern zulegen, da sie u.a. von den Unruhen in Ägypten und der Türkei profitieren. Nicht unterschätzt werden sollte auch der stark zunehmende Tourismus aus Russland und China. Ebenso wie Griechenland bietet auch Spanien Russen und Chinesen beim Kauf einer Immobilie im Wert von mind. Euro 500.000 eine Aufenthaltsgenehmigung an (der ursprüngliche Betrag von Euro 150.000 wurde in Spanien nach Protesten schnell erhöht). Diese Nachricht fand sich bereits nach wenigen Stunden auch in chinesischen Medien und es ist zu erwarten, dass hier ein dauerhafter Trend entsteht. Diese Käufe werden bei weitem nicht ausreichen, den Bestand an unverkauften Wohnungen abzubauen, da es sich hierbei eher um preiswertere Wohnungen handelt. Das Beispiel verdeutlicht jedoch, wie sich die Landschaft in Europa verändert.

Die Regierungen in Italien und Spanien verweisen für das vergangene Halbjahr gerne auf gestiegene Steuereinnahmen als Zeichen einer erfolgreichen Wirtschaftspolitik. In Wahrheit verhält es sich jedoch genau umgekehrt: In Italien stiegen zwar die Steuereinnahmen um 3,1 % ggü. dem vergleichbaren Halbjahr 2012, jedoch ist die Umsatzsteuer um 3 % gesunken. In Spanien sanken die Steuereinnahmen gar um 2,9 % während die Umsatzsteuer um 5,6 % zunahm. Die Erhöhung der Umsatzsteuereinnahmen ist jedoch kaum als Erfolg zu werten, denn rechnet man den Effekt der Mehrwertsteuererhöhung heraus, so ergibt sich ein Minus von 13,3 %!

Trotz der eher unbefriedigenden Steuereinnahmen ist in Italien und Frankreich die Haushaltslage nicht so schlecht wie man es vermuten könnte. Immerhin sind die erwarteten 2013er-Daten für das Budgetdefizit mit 2,9 % und 3,9 % für Italien bzw. Frankreich nicht allzu weit von dem 3 % - Ziel entfernt.

Bei den „weichen“ Daten, d.h. den Erwartungen der Manager in den Einkaufsabteilungen, wurde in vielen europäischen Ländern eine Verbesserung aufgezeigt. Der für Euroraum massgebliche Index zeigte den höchsten Stand seit 18 Monaten an.

Die wahre Lage der europäischen Volkswirtschaften wird aber wohl erst im Herbst nach den deutschen Wahlen bekannt. Erst dann wird sich zeigen, welcher zusätzliche Finanzbedarf in den jeweiligen Ländern noch besteht und welche Forderungen gegenüber der

EU gestellt werden.

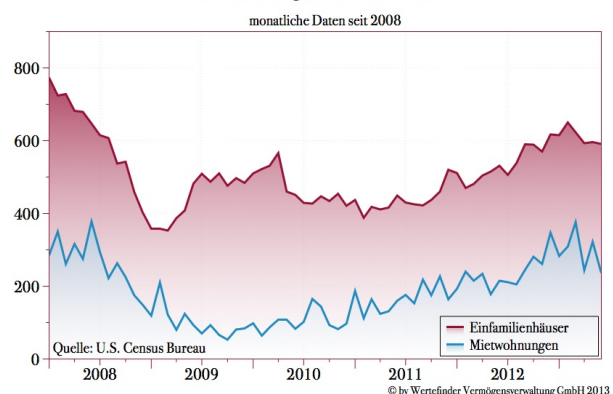
USA

Der Aufschwung in den USA setzt sich weiter fort, obwohl die Daten zum Sozialprodukt dies nicht wirklich erkennen lassen. Zwar war der Anstieg mit 1,7 % ggü. dem Vorquartal stärker als erwartet, aber gleichzeitig wurde die Zahl des Vorquartals von 1,8 % auf 1,1 % revidiert. Bedenkt man, dass zwischen der ersten Veröffentlichung und den Endergebnissen eine durchschnittliche Abweichung von 1,3 Prozentpunkten besteht, so ist klar, dass der Aussagewert der ersten Schätzung der Sozialprodukt Daten sehr begrenzt ist.

Wir kommentieren daher die Komponenten nicht, sondern verweisen auf die aussagekräftigeren Daten in den jeweiligen Schlüsselsektoren. Aus der nachstehenden Grafik wird deutlich, dass im Wohnungsbau zuletzt eine Pause eingetreten ist. Diese Pause mag mit den jüngsten Zinssteigerungen zusammenhängen, sollte aber nicht von Dauer sein. Gleichzeitig zeigt jedoch der Immobilienpreisindex Shiller an, dass sich die Preissteigerungen unverändert fortsetzen. Wir sehen mehrere Gründe, warum sich der Markt wieder verbessern wird:

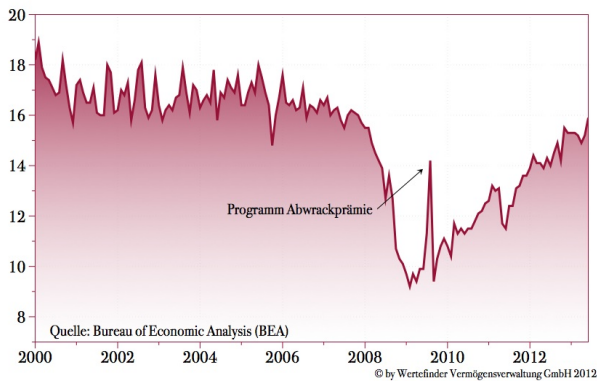
- der Zustrom von Zuwanderern führt zu unverändertem Druck auf die Mieten, so dass auch der Hauskauf wieder interessant wird. Der Mietmarkt wird auch gestärkt durch jene Bevölkerungsschichten, die nur über ein geringes Einkommen verfügen und/oder über eine schlechte Kredithistorie
- steigende Preise in Verbindung mit niedrigen Zinsen begünstigen die Bereitschaft zum Erwerb von Wohneigentum.

Neubaubeginne in den USA

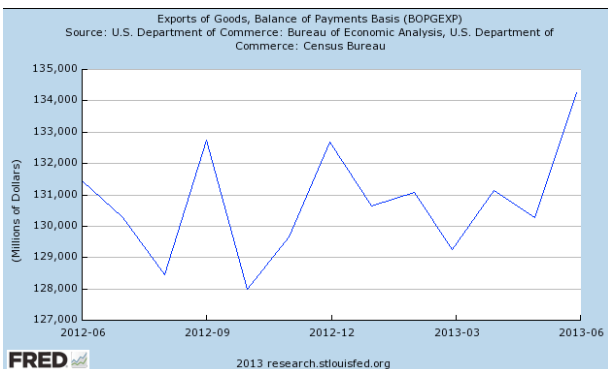


Im Gegensatz zum Immobilienmarkt weist der Automobilssektor eine nachhaltige Stärke auf und er dürfte auch weiter von Demographie, niedrigen Benzinprei-

sen und dem hohen Durchschnittsalter profitieren.
Automobilverkäufe USA



Die wirtschaftlichen Aussichten der USA werden neben dem Immobilien- und Automobilssektor zusätzlich durch den neuen „Fracking“-Boom beflügelt. Obwohl diese Technik der breiten Öffentlichkeit erst seit wenig mehr als einem Jahr bekannt ist, handelt es sich um ein Verfahren, welches in den USA bereits vor mehreren Jahrzehnten diskutiert wurde. Bereits in dem 1957 erschienenen Roman „Atlas shrugged“ der russisch/amerikanischen Autorin Ayn Rand spricht eine der handelnden Romanfiguren „Oil shale. How many years ago was it that they gave up trying to get oil from shale because it was too expensive? Well wait till you see the process I’ve developed. It will be the cheapest oil ever ...“ Obwohl es sich nur um einen Roman handelt, zeigt dieses Zitat, dass das Thema in den USA bereits damals präsent war (obwohl in Europa kaum bekannt, zählt dieser Roman übrigens in den USA nach der Bibel zu den meist gelesenen Büchern).



Die bisherigen Triebkräfte in den USA waren allein inländischen Ursprungs. Vor dem Hintergrund der Krise in Europa und der Wirtschaftsabschwächung in den Schwellenländern gingen von den Exporten bisher keine Impulse aus. Daher war der starke Anstieg der Exporte im Juni (s. voranstehende Grafik) überraschend und er könnte sogar zu einer Revision der ers-

ten Schätzung des Sozialprodukts führen. Besonders positiv ist, dass der Anstieg der Exporte überwiegend auf einer starken Ausfuhr von Kapitalgütern gründet. Auch die verschiedenen Stimmungsfaktoren deuten auf eine hohe Dynamik der amerikanischen Wirtschaft hin, so dass die eher schwächeren Arbeitsmarktdaten für Juli nur temporär sein sollten.

China

Die chinesische Regierung hatte zuletzt deutlich gemacht, dass sie bereit ist, moderate Schritte zur Stabilisierung der Wachstumsraten vorzunehmen. In der Tat steht China vor grossen Herausforderungen, da steigende Lohnkosten in Verbindung mit dem Umbau des bisherigen Wirtschaftsmodells zu grossen Spannungen führen. Zwar sind Wachstumsraten von ca. 7 % immer noch hoch, die veränderte Dynamik deckt jedoch immer stärker die Probleme der unterbeschäftigten Arbeiter im Produktionsgewerbe und Liquiditätsprobleme im Finanzsektor auf. Der schwache chinesische Aktienmarkt spricht eine beredte Sprache für die Schwierigkeiten in der Wirtschaft.

Fazit

Die Luft für weitere Aktienkursanstiege wird dünner, weil die Aktienmärkte etwas der Gewinnentwicklung vorausgelaufen sind und das Risiko einer schnelleren Straffung der amerikanischen Geldpolitik nicht ausgeschlossen werden kann. Andererseits deutet die Stärke der amerikanischen Wirtschaft auch auf eine verbesserte Gewinnerwartung hin. Von Bedeutung ist auch, dass ein starkes Wachstum der amerikanischen Wirtschaft auf die Schwellenländer und Europa positiv ausstrahlt.

Wir haben exemplarisch anhand der Steuereinnahmen in Italien und Spanien aufgezeigt, dass trotz vereinzelt guter Makrodaten Südeuropa noch weit entfernt von einer nachhaltigen Verbesserung der Wirtschaftslage ist. Andererseits zeigen die Einkaufsmanagerindizes an, dass sich die Aussichten für eine Verbesserung der Wirtschaftslage verbessert haben.

Insgesamt glauben wir, dass das Marktumfeld zwar schwieriger wird, dass jedoch einzelne Aktien weiter über Kurspotential verfügen, da sie aufgrund ihrer hervorragenden Aufstellung und Geschäftsmodelle ihre Gewinne weiterhin steigern werden.

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer