

Marktbericht 1. Quartal 2012



INVESTMENTSTRATEGIE

Marktbericht 1. Quartal 2012, Stand 31.12.2011

Inhaltsverzeichnis	Seite
Globales Investmentumfeld	2
Ökonomische Rahmenbedingungen	5
Aktien	10
Anleihen	12
Währungen	16
Rohstoffe	17
Hedge Funds	20
Private Equity	21
Immobilien	23
Portfolioausrichtung	24
Rechtliche Hinweise	25

Der „risikolose Zins“ – Das Ende einer Illusion

Was ist eigentlich der risikolose Zins? Der Blick ins Wirtschaftslexikon zeigt folgende Definition:

Der risikofreie Zinssatz oder risikolose Zinssatz ist ein Zinssatz, der auf einem Markt für eine Geldanlage bei einem Schuldner gezahlt wird, bei dem nach allgemeiner Ansicht kein Risiko besteht, dass Zinsen und Rückzahlung nicht pünktlich geleistet werden können (= kein Ausfallrisiko besteht). Er ist somit ein wichtiger Bezugspunkt für den Vergleich mit risikobehafteten Anlagen und stellt für verzinsliche Anlagen eine Renditeuntergrenze dar. Das Risiko einer verzinslichen Anlage wird häufig durch den Abstand von dessen Rendite zum risikolosen Zinssatz angegeben. Während der Begriff „risikoloser Zins“ ein feststehender Begriff in der Finanzmarkttheorie und Bestandteil vieler gängiger Kapitalmarktmodelle (z.B. Capital Asset Pricing-Modell) ist, gibt es keine feststehenden Vorschriften, wie er zu bestimmen ist und er wird als solcher auch nicht offiziell festgestellt. Aus diesen Gründen werden in der Regel Renditen von Staatspapieren oder einwandfreien Bankanlagen als risikoloser Zinssatz genutzt.

Nach Durchsicht dieser Definition stellt sich in der aktuellen Situation an den Finanzmärkten natürlich sofort die Frage: Gibt es überhaupt den so genannten „risikolosen Zinssatz“? Wenn es eine komplett risikofreie Investition gibt, sollte der risikofreie Zins zumindest die Inflation kompensieren und ggf. noch eine Prämie für den Konsumverzicht beinhalten.

Spätestens mit der Eskalation der Staatsverschuldungskrise gehört diese Definition in den Papierkorb. In der Schuldenkrise purzeln alte Gewissheiten wie die Kurse an den Börsen. Die Kapitalmarktinvestoren glauben vielen Staaten nicht mehr, dass sie ihre Schulden bedingungslos zurückzahlen können oder werden. Die Zeiten sind vorbei, als am großen Rad des billigen Geldes alle mitdrehten. Die Aufsichtsbehörden erklärten Staatsanleihen für risikolos. Banken und Versicherungen investierten gerne in diese Papiere und rückten die sichere und zinstragende Liquidität in den Mittelpunkt ihrer Risikosteuerung.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen im Euroraum



globales INVESTMENTUMFELD

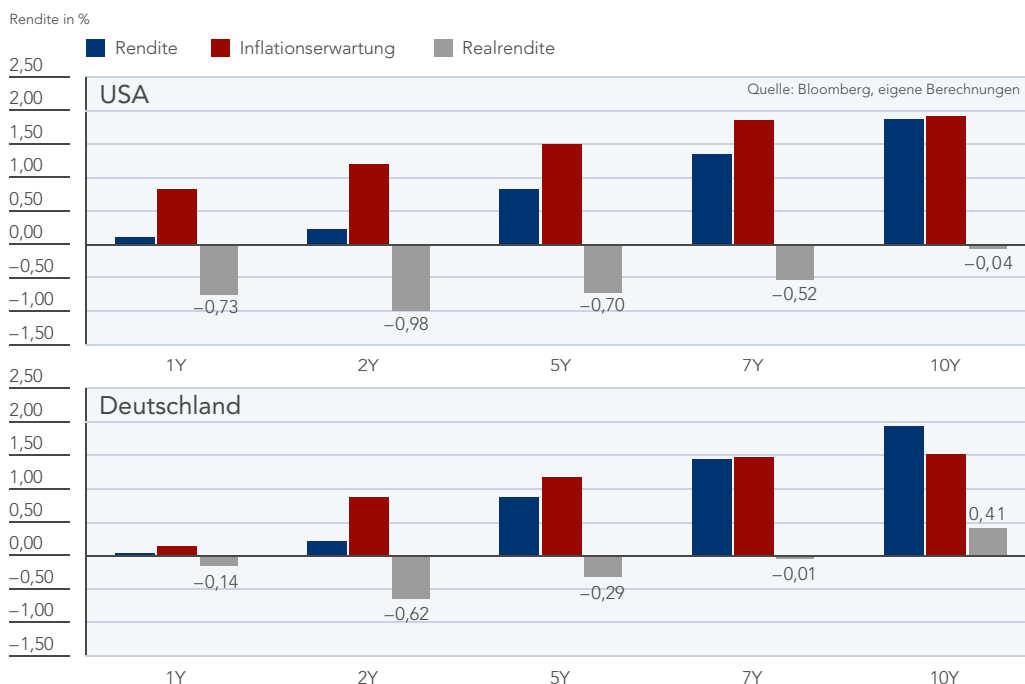
Investoren suchen immer verzweifelter nach verbliebenen „sicheren Häfen“, in welchen sie ihr persönliches und oft hart erarbeitetes Vermögen mit hinreichender Sicherheit einbringen können. Aber die Welt hat sich im Vergleich zur Vergangenheit massiv verändert und es ist fast unmöglich noch irgendeine Anlageart als „risikolos“ zu klassifizieren. Ernüchtert müssen Investoren und auch wir als Ihr Berater und Vermögensverwalter feststellen, dass die Alternativen, in diesem Umfeld etwas richtig zu machen, enorm geschrumpft sind.

Es ist zweifelhaft, US-Staatsanleihen oder Bundesanleihen noch als risikolos zu bezeichnen. Denn wenn auch diese Schuldner nur noch ihre auslaufenden Schulden über ihr Privileg des Druckens von Geld bedienen können, kann man nicht mehr von einem risikofreien Zins sprechen. Die Staaten sind ja nicht nur als einzelne gefährdet, sondern die Risiken vieler Staaten stecken auch andere Staaten an, sprich es entsteht eine hohe Korrelation untereinander. Geht Griechenland unter, kommen Italien und Frankreich in Probleme. Die Tatsache, dass der vermeintlich risikolose Schuldner „Staat“ von Politikern geführt wird, die mit Marktkräften kaum umgehen können, erhöhen Sicherheit und Vertrauen nicht.

Das Anlageuniversum hat sich somit massiv verändert und reduziert. Die „risikolose“ Anlage bei Staaten und auch bei Banken gibt es nicht mehr. Das Chance/Risiko-Profil des festverzinslichen Teils eines Vermögens hat sich deutlich verschoben – hin zu einer Asymmetrie zulasten der Chance. Ein Teil der so genannten „sicheren“ Anlagen ist als Ergebnis der Finanz- und Verschuldungskrise nunmehr weder fest noch verzinslich, sondern entspricht lediglich noch ungewissen Verbindlichkeiten.

Der risikofreie Zins sollte zumindest einen Inflationsausgleich bieten. Das Anwerfen und Laufenlassen der Notenbankgeldpresse führt irgendwann zu einem Inflationsanstieg und damit ist auch der heute erzielbare Zins für diese scheinbar letzten verbliebenen risikolosen Anlagen für die Zukunft obsolet, wenn er nicht bereits jetzt zu negativen Realrenditen führt. Das ist im aktuellen Zinsumfeld für US-Treasuries und Bundesanleihen bei aus inflationsgeschützten Anleihen abgeleiteten Inflationserwartungen bereits jetzt der Fall.

Realrenditen in den USA und Deutschland für verschiedene Laufzeiten



GLOBALES INVESTMENTUMFELD

Das Ende der Illusion des risikolosen Zinses wirft viele Fragen für Investoren auf:

Welchen Referenzpunkt muss man für die Bewertung von Assetklassen wählen? Mit welchem Zinssatz diskontieren Investoren zukünftige Cash Flows ab, um Investitionsentscheidungen zu beurteilen? Sind Unternehmensanleihen sicherer als Staatsanleihen? Warum rentieren Unternehmensanleihen mit einem AAA-Rating mehr, als die Staaten mit einem AA-Rating? Was bedeutet eigentlich Risiko?

Kapitalmarktinvestoren müssen lernen, dass es in dieser Welt keinen risikofreien Zins mehr gibt. Jede Anlageklasse muss in der Asset Allokation als riskant modelliert und angesehen werden, mit einem eigenen Risikoprofil und in Relation zum Risikoprofil zu anderen Assetklassen. Auch die Risikodefinition ist zu schärfen. Volatilität ist nicht gleichzusetzen mit Ausfallrisiken. In der Vergangenheit versuchten Portfoliomanager vor allem die Volatilität zu dämpfen, um ein gutes Rendite-/Risikoverhältnis zu erzielen. Künftig geht es wohl eher darum, Kaufkraft- und Ausfallrisiken zu minimieren und dabei aber höhere Volatilität von Sachwerten in Kauf zu nehmen.

Die möglichen Zukunftsszenarien für Wirtschaft und Kapitalmärkte sind breit gefächert und es ist nicht möglich, sich mit einer Strategie gegen alle möglichen Risiken abzusichern. Aus heutigem Blickwinkel erscheinen sowohl ein in der nächsten Zeit eintretendes Deflationsszenario und danach eine Inflationsbeschleunigung plausibel.

Investoren müssen sehr genau entscheiden, welche Risiken grundsätzlich vermieden werden sollen (z. B. Ausfallrisiken von Anleihen). Dabei muss sehr flexibel vorgegangen werden, um jederzeit in der Lage zu sein, möglichen anderen Risiken schnell zu begegnen.

Die Anforderungen an eine erfolgreiche Vermögensverwaltung werden damit nicht kleiner.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

USA

Vorsichtiger Optimismus

Noch bis Ende September 2011 gingen die Märkte davon aus, dass die USA erneut in die Rezession abrutschen – dies um so mehr als die Federal Reserve (FED) den Märkten nicht den Gefallen tat, mit einer Neuauflage des Quantitative Easing 3 (QE3) zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen.

In den letzten Monaten überraschten dann immer mehr positive Wirtschaftsdaten. Zwar wurde die Wachstumsrate des BIP für das 3. Quartal 2011 von 2% auf 1,8% zurückgenommen, doch schätzen die Wirtschaftsexperten, dass das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 2011 um rund 3,5% gestiegen ist. Für das kommende Jahr rechnet die Mehrzahl der Ökonomen mit einem Wirtschaftswachstum von 2%.

Diese Entwicklung wird ebenfalls durch den ökonomischen Überraschungsindex der Citigroup bestätigt. Er misst, inwieweit die Veröffentlichung von neuen volkswirtschaftlichen Daten die Märkte positiv oder negativ überrascht. Der Überraschungsindex verbesserte seine Tendenz seit Juni kontinuierlich und bestätigt damit die positive wirtschaftliche Entwicklung in den USA.

Überraschungsindex USA – Mai bis Dezember 2011



Auch die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung bestätigen die verhalten optimistische Prognose. Das hat positive Auswirkungen auf das Verbrauchervertrauen und den Konsum. Der Konsumklimaindex der University of Michigan stieg im Dezember um 5,8 Punkte auf 69,9 und lag damit deutlich über den Erwartungen. Dabei schätzen die Verbraucher sowohl ihre gegenwärtige Lage als auch die wirtschaftlichen Aussichten positiver ein. Diese positiven Einflussfaktoren werden aber überlagert durch den nach wie vor hohen Verschuldungsgrad der privaten Haushalte. Daher sind die amerikanischen Konsumenten in den kommenden Jahren weiter gefordert, ihre Verschuldung zurückzuführen und ihren Konsum einzuschränken.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Das politische Umfeld in den USA bleibt unbeständig. Demokraten und Republikaner einigten sich im Dezember auf ein Übergangsbudget in Höhe von einer Billion USD zur Finanzierung der laufenden Ausgaben des Staates. Beide Parteien zeigen sich mittlerweile kompromissbereiter als noch im Sommer, als die Ratingagentur Standard & Poor's das Länderrating der USA auf AA+ herabstufte. Im kommenden Jahr wählen die Amerikaner den Präsidenten und einen Teil des Kongresses neu. Daher ist erst nach den Wahlen im November 2012 damit zu rechnen, dass sich der Kongress auf eine dauerhafte Lösung zur Verringerung der Staatsverschuldung einigt.

Europa

Bazooka durch die Hintertür

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat den Banken im Euro-Raum per 20. Dezember 2011 EUR 489 Mrd. mit einer Laufzeit von drei Jahren und einem Zinssatz von nur einem Prozent zugeteilt. Das ist das erste Mal, dass die EZB den Banken Kredite mit derartig langer Laufzeit zur Verfügung stellt. Daher sprechen manche Marktbeobachter schon von einer „Bazooka durch die Hintertür“. Dies ist eine Anspielung auf die ursprüngliche Forderung vieler Marktteilnehmer an die EZB, unlimitiert Anleihen der europäischen Staaten zu kaufen und so quasi mit der „Bazooka“ die aktuelle Finanzkrise zu bekämpfen. Die Kreditlinie für Banken hat jedoch aus heutiger Sicht insofern den gleichen Effekt, da dies zu einer deutlichen Ausweitung der Bilanzsumme der EZB führt und somit dem Bankensystem letzten Endes viel Liquidität zugeführt wird. Ferner hat die EZB den Banken zugesichert, dass sie diese Kreditlinie auch in Zukunft in unbegrenzter Höhe gegen Besicherung zur Verfügung stellt.

Für die Banken ergibt sich damit eine lukrative Geschäftsmöglichkeit. Sie können einen dreijährigen Kredit mit einer Verzinsung von 1% bei der EZB aufnehmen und damit beispielsweise italienische Staatsanleihen mit fünfjähriger Laufzeit und einer aktuellen Rendite von 5,9% erwerben. Somit könnte es dazu kommen, dass die EZB indirekt über die Geschäftsbanken die Kurse von Staatsanleihen im Euroraum stabilisiert. Damit ließe sich theoretisch der gleiche Effekt erzielen wie mit dem direkten Ankauf von Staatsanleihen, ohne gegen EU-Gesetze verstoßen zu müssen.

Die Wirkung dieser Maßnahme zeigt sich bereits seit Ende November 2011. So sind insbesondere die zwei- und fünfjährigen Renditen spanischer und italienischer Anleihen deutlich rückläufig. Auch zeigt die große Nachfrage der europäischen Geschäftsbanken nach der Kreditlinie der EZB, wie groß der Bedarf vieler Geschäftsbanken insbesondere aus Südeuropa an Liquidität ist.

Die wirtschaftliche Lage in Europa ist nach wie vor zweigeteilt. Vor allem die PIIGS-Länder stehen weiterhin vor der Notwendigkeit, mit harten Sparprogrammen ihre Haushalte zu konsolidieren. In einigen nordeuropäischen Ländern wie zum Beispiel Deutschland haben sich die Konjunkturaussichten dagegen leicht aufgehellt. Ging man noch bis vor wenigen Wochen von einer Rezession in Deutschland aus, so überraschte der IFO-Index im Dezember schon den zweiten Monat in Folge positiv. Auch der sogenannte Überraschungsindex für den Euroraum durchbrach jüngst seine Null-Linie, d.h. es scheinen nun bessere als von den Analysten erwartete Konjunkturmeldungen zur Tagesordnung zu werden.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Überraschungsindex Europa – Mai bis Dezember 2011



Zusammenfassend haben sich die Konjunkturaussichten für die gesamte Eurozone für Euroland leicht und für Deutschland spürbar aufgehellt. Dennoch rechnen wir für Europa aufgrund der teils drastischen Sparpakete in den PIIGS-Staaten mit einem schwachen Wachstum von nur +0,2% in 2012. Wie nachstehende Tabelle zeigt, werden Deutschland und Frankreich positives Wirtschaftswachstum aufweisen, während die Wirtschaftsleistung mehrerer südeuropäischer Staaten wie Italien, Portugal und Griechenland zum Teil drastisch schrumpfen wird.

Quelle: OECD

Land	BIP 2012
Deutschland	0,60%
Frankreich	0,30%
Spanien	0,30%
Italien	-0,50%
Irland	1,00%
Portugal	-3,20%
Griechenland	-3,00%

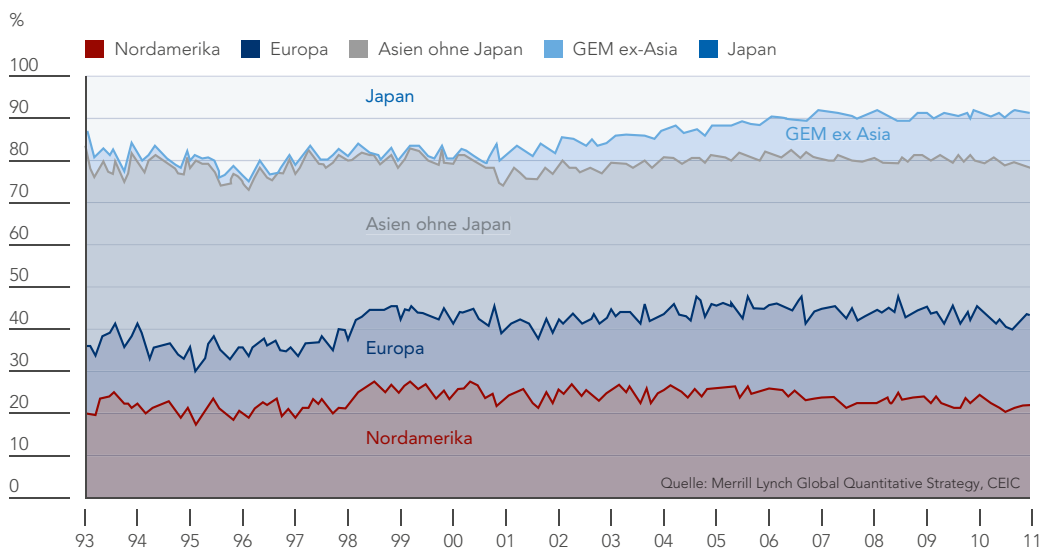
ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Emerging Markets

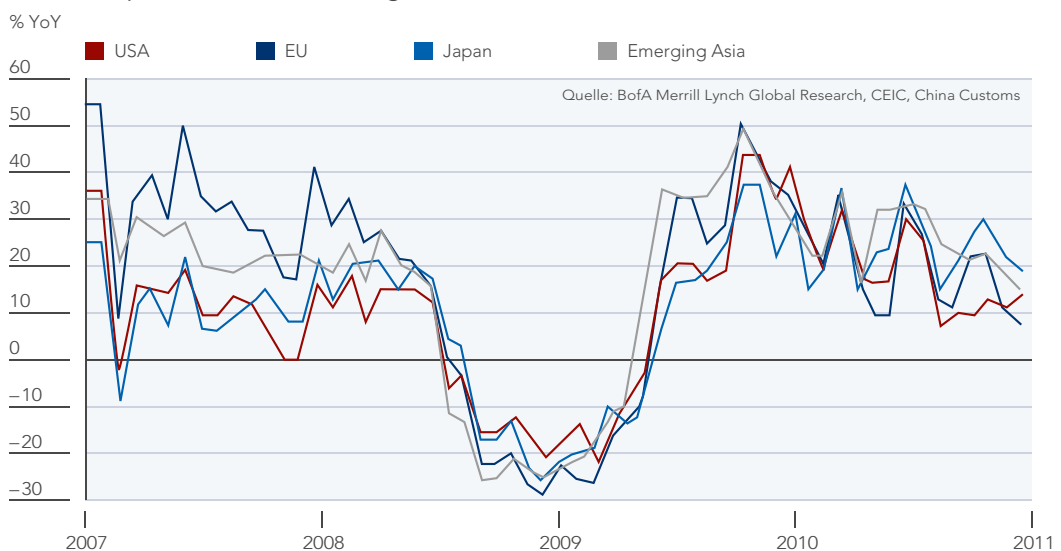
Die globale Wachstumsabschwächung belastet auch Asien

Das schwächere Wirtschaftswachstum in den USA und Europa wirkt sich aufgrund einer nachlassenden Exportnachfrage negativ auf das Wachstum in Asien aus. Im November war das Exportwachstum in China mit 13,8% weiter rückläufig. Insbesondere für die zweitwichtigste Exportregion Europa konnte China nur noch einen Zuwachs von 5% verbuchen. Asien und vor allem China überzeugen aber nach wie vor mit überdurchschnittlichem Wachstum, auch wenn im 1. Halbjahr 2012 temporär ein Rückgang des BIP-Wachstums unter 8% erwartet wird. Der IMF schätzt für das Gesamtjahr 2012 im letzten World Economic Outlook für China ein Wachstum von 9,0% und für die Region Emerging Asien 7,7%.

China's Exportanteil nach Regionen



China's Exportwachstum nach Regionen



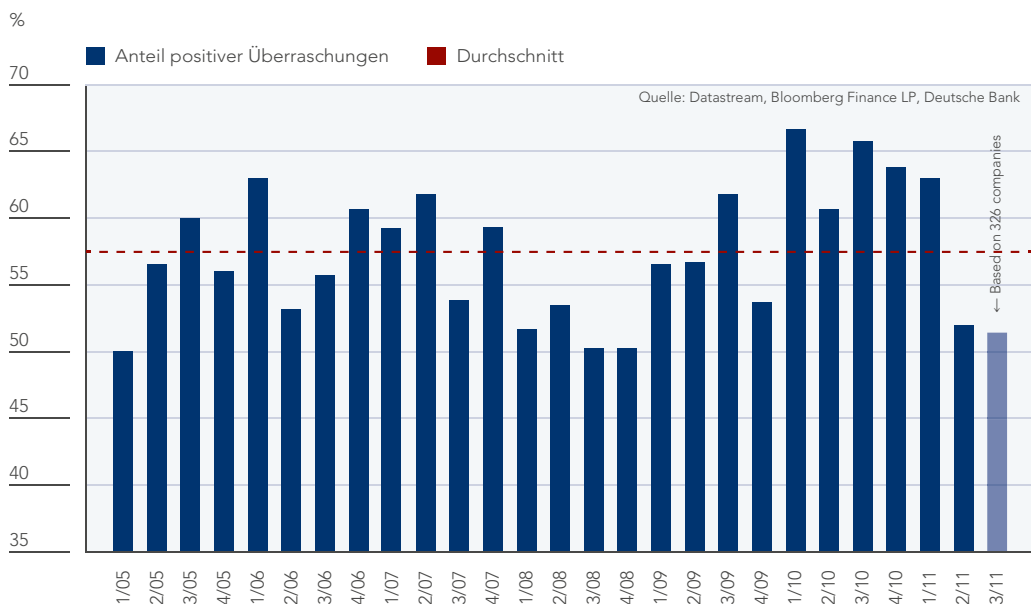
ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Die chinesische Inflationsrate ist im November nochmals markant von 5,5% im Oktober auf 4,2% zurückgegangen. Der Inflationsdruck sollte sich in den nächsten Monaten noch deutlicher abschwächen. Für 2012 wird eine Inflationsrate von ca. 3% geschätzt. Dies eröffnet zunehmend Spielräume für eine Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik. Die erste Senkung der Mindestreservehaltung wurde bereits Anfang Dezember beschlossen. Weitere Reduzierungen sind nur eine Frage der Zeit und werden letztendlich positive Impulse für die Konjunktur bewirken. Das „Soft Landing“-Szenario in China ist somit weiter intakt. Die Regierung in Peking hat genügend Optionen, um wie bereits angekündigt ein „fine tuning“ der Wirtschaftsentwicklung zu gewährleisten. Dazu zählen neben weiteren Senkungen der Mindestreservesätze beispielsweise auch eine Erhöhung der Neukreditvergabe und Steuererleichterungen.

Ein Einbruch der Wirtschaft ist nicht zu erkennen, sondern vielmehr eine moderate Verlangsamung hin zu einem nachhaltigeren hohen BIP-Wachstum. Angesichts der schwächeren Exportkonjunktur will Peking die Aufwertung des Yuan zunächst bremsen.

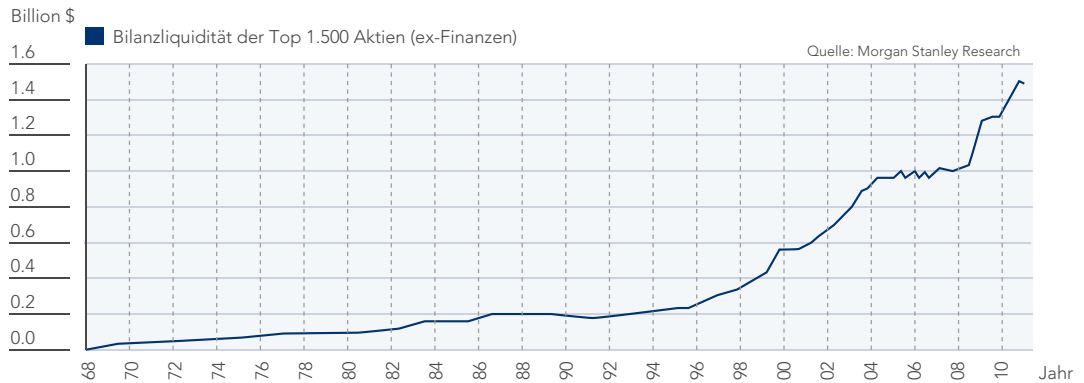
Die Berichterstattung der Unternehmen zum III. Quartal 2011 ergab ein zweigeteiltes Bild. In Europa sind die Folgen der Schuldenkrise in den Gewinnentwicklungen der Konzerne deutlich sichtbar. Nur noch 50% der Berichte konnten die Prognosen der Analysten erfüllen bzw. übertreffen, was deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt lag (siehe nachfolgender Chart). Anders ist die Situation in den USA. Dort lag die Überraschungsquote („Surprise Ratio“) bei über 72%, was angesichts der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit und der für US-Verhältnisse niedrigen Wirtschaftswachstumsraten auf den ersten Blick erstaunt.

Anteil der Unternehmen im Stoxx 600, die die Analystenerwartungen übertroffen haben



Bei vertiefter Analyse ist diese positiv verlaufene Berichtssaison in den Vereinigten Staaten allerdings nicht mehr ganz so überraschend. Im Vergleich zu der durch die Lehman Brothers-Insolvenz ausgelöste Finanzkrise 2008 hat sich die Bilanzqualität vieler Unternehmen deutlich verbessert. Der damals dramatische Ordereinbruch verbunden mit hohen Lagerbeständen sowie der Liquiditätsengpass aufgrund reduzierter Kreditlinien ließ die Manager in den Konzernen in den letzten drei Jahren umdenken. Neben hohen Cashbeständen, die sich mittlerweile auf einem Rekordniveau befinden, sank gleichzeitig die Leverage-Ratio, d.h. die Verschuldung. Viele Firmen sollten deshalb in der Lage sein, eine milde Rezession über zwei oder drei Quartale finanziell zu überstehen. Zudem haben sich die Kennzahlen zum „working capital“, also das kurzfristig gebundene Kapital, verbessert. Die Vorräte wurden in den letzten Quartalen optimiert und neues Personal wurde insbesondere in den USA kaum aufgebaut. Das stellt einen großen Unterschied zu früheren Rezessionen und nachfolgenden Aufschwüngen dar, denn während einer Wirtschaftserholung gab es i.d.R. sofort wieder neue Jobs in den Firmen. Natürlich zeigt sich in dieser zurückhaltenden Personalpolitik das Misstrauen vieler Unternehmenslenker zur konjunkturellen Entwicklung und insbesondere zur Wirtschaftspolitik. Andererseits wirkt sich die Zurückhaltung bei Neueinstellung positiv auf die Kosten und damit letztlich auf die Gewinnmargen aus.

Unternehmen halten Rekordvolumen an Liquidität in der Bilanz



Die hohen Liquiditätsbestände stellen in diesem Niedrigzinsumfeld auch die Unternehmen vor die Frage wie es „besser“ angelegt werden kann. Entweder wird es bspw. in den eigenen Geschäftsbetrieb oder in die Übernahme eines passenden, anderen Unternehmens investiert. Aufgrund der unsicheren Rahmenbedingungen scheuen aber gerade die meisten Unternehmen einen solchen Schritt, um nicht anschließend doch wieder in finanzielle Nöte zu geraten. Auf der anderen Seite wächst die Attraktivität von Dividendenausschüttungen bzw. Aktienrückkäufen. Die Aktien des eigenen Unternehmens zurückzukaufen, wenn das Kurs/Buch-Verhältnis nahe eins oder sogar darunter liegt, erscheint als geeignete Maßnahme. Die Aktien können später als Währung für Übernahmen eingesetzt werden oder aber wenn sie eingezogen werden, wertsteigernd für die verbleibenden Aktionäre wirken.

Die Ausschüttungsquoten der europäischen Unternehmen sind im letzten Jahr auf ein Niveau gesunken, das in den letzten 40 Jahren nur zweimal für kurze Zeit zu beobachten war. Dennoch erreichen über 60% der Unternehmen in Europa bereits eine höhere Dividendenrendite als am europäischen Anleihemarkt zu erzielen ist und obwohl Analysten ihre Schätzungen nicht nur für die Ergebnisse sondern insbesondere auch für die Ausschüttungen der Unternehmen in den kommenden Jahren stark herabgesetzt haben.

Ausschüttungsquoten europäischer Unternehmen nahe der Tiefststände der letzten 40 Jahre



Die Suche nach sicheren Zahlungsströmen und die generelle Risikoscheu werden Investoren veranlassen dividendenstarke Unternehmen mit soliden Geschäftsmodellen bei ihren Investitionsentscheidungen zu bevorzugen. Gerade in einem volatilen, von politischen Unsicherheiten geprägten Seitwärtstrend – den wir in den nächsten Monaten erwarten – rentieren substanzstarke Unternehmen mit hohen Ausschüttungsrenditen deutlich besser als der Gesamtmarkt.

Die Notenbank als Instrument der Staatsfinanzierung

In Europa werden die Stimmen zunehmend lauter, die ein beherztes Einschreiten der EZB an den Staatsanleihemärkten fordern. Die Idee dahinter ist einfach: Nur eine Notenbank hat unbegrenzte finanzielle Möglichkeiten Anleihen aufzukaufen, nur sie muss sich nicht refinanzieren. Kauft die EZB einer Bank eine beliebige Staatsanleihe ab, so kann sie das Geld durch Gutschrift auf dem Konto der Bank kreieren oder umgangssprachlich „Geld drucken“. Dadurch erhöht sich die Geldmenge, wenn die Notenbank ihren Markteingriff nicht „sterilisiert“, indem sie den Banken an anderer Stelle Geld entzieht.

Durch den Kauf von Staatsanleihen kann die EZB somit direkt das Zinsniveau (also den Preis für Geld) für die verschiedenen Staatsanleihen beeinflussen. Kauft sie in großem Umfang, so kann sie auch den Markt dominieren.

Aktuell geht die EZB im Moment so vor, dass sie überwiegend italienische und spanische Staatsanleihen am Sekundärmarkt aufkauft und gleichzeitig dem Markt über andere Maßnahmen die Liquidität wieder entzieht. Dadurch senkt sie aktiv das Renditeniveau dieser Staaten und ermöglicht ihnen eine günstigere Refinanzierung am Emissionsmarkt, wo i.d.R. Banken und Versicherungen die Käufer sind. Bisher kauft sie jedoch relativ verhalten, zumindest im Vergleich zur amerikanischen FED, der Bank of England oder auch der Bank of Japan.

Befürworter von massiven Staatsanleihenkäufen argumentieren, dass die aktuellen Verwerfungen zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung führen können: Durch den Anstieg der Renditen muss sich ein Land teurer refinanzieren, dies verschlechtert den Finanzierungssaldo des Staates (also die Kreditwürdigkeit) was in höheren Renditen mündet und schließlich zur Insolvenz aus Liquiditätsgründen führen kann.

Exkurs: Wie konnte es soweit kommen?

Zweifelsohne ist ein Grund der aktuellen Staatsschuldenkrise die Bankenkrise von 2007/2008.

Damals mussten diverse Banken Europas mit hohen Milliardenbeträgen gerettet werden, um den Zusammenbruch des gesamten Finanzsystems zu verhindern. Commerzbank, WestLB und die Royal Bank of Scotland sind nur einige prominente Beispiele.

Dies war jedoch nicht die eigentliche Ursache für die heutige Krise, die Grundlagen hierfür wurden bereits deutlich früher gelegt.

1) Die Rolle der FED

Unter Alan Greenspan setzte die FED seit Ende der 1990er eine sehr expansive Notenbankpolitik um. Sie reagierte damit auf die diversen Finanzmarktkrisen (Asien, LTCM- und Russland-Pleite, dot.com-Blase) gemäß der Ideologie, dass eine Zentralbank in Krisenzeiten vor allem eine Entspannung an den Finanzmärkten anstreben sollte, um dadurch das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Diese Ideologie wurde mittels einer Überversorgung von Liquidität umgesetzt, d.h. der Preis für Geld (also der Zins) wurde gesenkt. Die FED setzte somit den Marktmechanismus für die Verteilung von Kapital außer Kraft, was zwangsläufig zu einer Kapitalfehlllokation führen muss. In den USA war also die FED indirekt Mitbegründer der Immobilienmarktentwicklung (oder besser Blase), welche wiederum mitursächlich für die Bankenkrise war.

Ähnlich verhielt sich die EZB in den Jahren nach ihrer Gründung. In Europa führten die für viele Länder zum ersten Mal sehr niedrigen Zinsen zu verschiedenen Entwicklungen. Während z.B. in Irland und Spanien auch Immobilienblasen entstanden, entwickelte sich in Deutschland ein überdimensionales Bankensystem. Assetpreise (für Immobilien, Aktien aber auch Anleihen) stiegen immer weiter an

und ermöglichten es den Inhabern, immer neue Kredite aufzunehmen und höhere Schuldenberge aufzubauen. Da in der Realwirtschaft beidseitig des Atlantiks keine Inflation aufkam, hatten die Notenbanken vordergründig auch keinen Anlass zur Besorgnis.

2) Die Rolle der Banken und der Aufsichtsbehörden

Zweifellos ist es richtig, den Banken selbst die Hauptschuld dafür zu geben, dass sie teilweise in eine Situation kamen, in der ihr Überleben nicht gesichert ist. Der „Schwarze Peter“ soll hier keinesfalls anderen zugeschoben werden. Tatsächlich ist jedoch eine gewisse Teilschuld auch bei den Aufsichtsbehörden zu suchen, welche ebenfalls grandios versagten. Es muss schon erlaubt sein zu fragen, warum Aufsichtsbehörden außerbilanzielle (also nicht mit Eigenkapital zu unterlegende) Konstrukte zuließen, die teilweise über ein Drittel der Bilanzsumme verschiedener Banken ausmachten. Ebenso ist aus heutiger Sicht zu hinterfragen, ob die Risikoklassifizierung von Staatsanleihen (keine Eigenkapitalhinterlegung) nicht dazu führte, dass alle europäischen Staatsanleihen als risikolos betrachtet wurden. Erst dies ermöglichte es, dass heute ein entsprechendes Volumen an Staatsanleihen in den Bankbilanzen gehalten wird und deutliche Renditerückgänge vor allem für die Peripherie-Staaten eintraten. Auch waren es die Aufsichtsbehörden, welche externe Ratings als Maßstab nahmen und so den zu Recht kritisierten Rating-Agenturen erst ihre Macht verliehen.

3) Die Rolle der Staaten

Auch die meisten Regierungen der letzten 15–20 Jahre müssen sich großteils vorwerfen lassen, dass sie angesichts der damals schon herrschenden Staatsverschuldung falsch auf die niedrigen Zinsen reagiert haben. Sei es, dass notwendige Rentenreformen verzögert wurden, die Arbeitsmärkte überreguliert blieben oder die Staatsverschuldung trotz guten Wachstums und niedriger Zinsen anstieg. Fakt ist, dass die Länder in den letzten Dekaden massiv von den Niedrigzinsen profitierten und trotzdem die Staatsdefizite weitgehend nur den Weg nach oben kannten.

4) Fazit

In Summe führte all dies dazu, dass sowohl die Konsumenten wie auch die Banken und Staaten sich hoch verschuldeten und nun diese Verschuldung zurückgeführt werden muss. Während dies bei Privatpersonen noch relativ einfach ist (z.B. durch geringerer Konsum), haben Banken vor allem in Zeiten illiquider Märkte schon größere Schwierigkeiten. Sie können durch geringeres Neugeschäft und Verkauf von Assets ihre Bilanzsumme verkleinern, was zu einer Kreditverknappung, sinkenden Assetpreisen und in der Gesamtheit zu einer Dämpfung des Wirtschaftswachstums führen kann. Durch die anstehende Verschärfung der Eigenkapitalrichtlinien der Banken und die Einführung sich im Halbjahresrhythmus verschärfender Stresstests durch die neue Aufsichtsbehörde EBA sind die Banken nun gezwungen, deutlich schneller ihre Bilanzen zu verkürzen und fallen damit zukünftig zumindest teilweise als Abnehmer für Staatsanleihen aus.

Staaten haben ebenfalls Schwierigkeiten, ihr Defizit zurückzuführen. Es bleibt immer die Möglichkeit, Haushaltsdefizite über Steuererhöhungen abzubauen, dies belastet jedoch das Wachstum, was wiederum in höheren Ausgaben (z.B. für Arbeitslosenunterstützung) resultiert. Neben der Steuererhöhung bietet sich auch die Möglichkeit, Ausgaben zu senken, z.B. für Verteidigung, Straßenbau oder Verwaltung. Dies ist jedoch erstens nur mit einem gewissen Vorlauf möglich und zweitens nicht unbegrenzt durchführbar, sofern ein gewisser Standard erhalten bleiben soll. Ein Staat, in dem die Notenbank abhängig von der Regierung ist (also z.B. dem Finanzministerium unterstellt und weisungsbefugt) kann sich auch dazu entschließen, seine Defizite zu „monetarisieren“. Doch was bedeutet Monetarisierung tatsächlich?

Monetarisierung der Schulden

Monetarisierung ist der Prozess der Schaffung eines gesetzlichen Zahlungsmittels. In der Regel bezieht sich der Begriff auf die Prägung von Münzen und den Druck von Banknoten durch die Zentralbanken, auch Geldschöpfung genannt. Monetarisierung bedeutet jedoch unter anderem auch den Austausch von Wertpapieren gegen Zahlungsmittel, um den es im Folgenden schwerpunktmäßig gehen soll.

Wenn eine Zentralbank Staatsanleihen aufkauft, senkt sie den Zins für diesen Staat für neue (zusätzliche) Verschuldung. Der Anreiz Budgets ins Gleichgewicht zu bringen, sinkt somit. Die Geldmenge wird dadurch erhöht, die Wirtschaft – wie im Exkurs beschrieben – angekurbelt. Durch die höhere Geldmenge muss die Währung an Wert verlieren, sei es im Außenverhältnis zu anderen Währungen, sei es zu Anlagen wie Aktien, Immobilien oder Gold oder zu Gütern und Dienstleistungen. Nur letzteres bezeichnet man im Allgemeinen als Inflation, eine Wertminderung des ursprünglichen Gegenwertes ist in jedem der genannten Fälle gegeben.

Angesichts der mageren Wirtschaftsaussichten und der beschlossenen Sparpakete der Regierungen ist ein Ansteigen der Inflation kurzfristig eher unwahrscheinlich. Es besteht jedoch die Gefahr, dass aufgrund einer (erneut) zu hohen Liquiditätsversorgung schmerzhaft, aber notwendige Anpassungsprozesse (z.B. Rentenreformen) erneut nur zögerlich angegangen werden. Schließlich arbeiten die Wähler in keinem Land gerne zwei, drei oder fünf Jahre mehr, um dann trotzdem geringere Renten zu erhalten. Regierungen, die solche Maßnahmen massiv umsetzen, moderieren weitgehend ihre eigene Abwahl, auch wenn die Maßnahmen richtig, wichtig und notwendig sind.

Gleichzeitig befinden sich die meisten Industrienationen in ähnlichen Situationen, wodurch zum einen die Überversorgung mit Liquidität ein Vielfaches zum eigentlichen Bedarf beträgt, zum anderen zu einem Abwertungswettbewerb der Währungen führt. Nur so lässt sich auch die relative Stabilität des Euros zum US-Dollar erklären.

„Inflation ist wie Nikotin oder Alkohol. In kleinem Maße ist es stimulierend, man darf nur kein Kettenraucher werden oder Alkoholiker“ (André Kostolany)

Die Gefahr, dass bei einem Anziehen der Realwirtschaft (z. B. über einen starken Export getrieben) die Inflation deutlicher anspringt, ist eine Lehre aus der Vergangenheit. Eine Lohn-Preis-Spirale ist zwar aufgrund der Globalisierung der Weltwirtschaft noch wenig wahrscheinlich, doch der Fachkräftemangel in manchen Branchen dürfte ein Vorgeschmack auf die in den nächsten Jahren anstehende demographische Entwicklung und deren Auswirkungen sein. Auch Nahrungsmittel- und andere Rohstoffpreise dürften sich angesichts Klimawandels und Zunahme der Erdbevölkerung weiter deutlich verteuern. So ist die Gefahr gegeben, dass der Geist der Inflation, wird er erstmal freigelassen, sich weniger leicht bändigen lässt als heute vermutet.

Die Europäische Zentralbank als Rettungsanker

Der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB erfolgt lediglich, um die Märkte für Staatsanleihen vor einem Zusammenbruch zu bewahren. Die EZB sieht sich nicht in der Verantwortung, den Staaten ein angenehmes Zinsniveau zu sichern. Dies wurde zuletzt auch wieder vom neuen EZB-Präsidenten Draghi bestätigt. Durch ihr Eingreifen erkaufte sie der Politik bisher lediglich Zeit, die versäumten Reformen anzugehen. Gleichzeitig stärkt sie durch diverse Maßnahmen die Liquiditätssituation der Banken um das System zu stabilisieren. Doch auch hier gibt es ungewollte Nebenwirkungen: Die Bereinigung des Bankenmarktes wird verzögert, da schwache Institute weiterhin am Markt bleiben.

Außerdem nutzen die Banken zumindest einen Teil der preiswerten Liquidität, um Staatsanleihen zu erwerben. Da diese teilweise deutlich höhere Zinsen bieten, ist dies aus Sicht des Einzelnen nur vernünftig.

Ob die bisherigen Positionen der EZB auch 2012 Bestand halten, bleibt abzuwarten. Denn sollten die Kapitalmärkte erneut vor einem Zusammenbruch stehen, so wird die EZB zweifelsohne beherzt vorgehen um den Markt zu stabilisieren. Bei einem vollständigen Auseinanderbrechen der Eurozone würde nicht zuletzt auch die Notenbank obsolet.

Nichtsdestotrotz gilt das Zitat Ludwig Edler von Mises: „Der Wirtschaftsinterventionismus kann nicht als ein System von Dauer angesehen werden. Er ist lediglich eine Methode, um allmählich und stufenweise vom Kapitalismus zum Kommunismus überzugehen.“ Denn nichts anderes würden massive Staatsanleihenkäufe der EZB bedeuten, als eine Sozialisierung der Risiken aus Staatsschulden auf alle Länder und über die Inflation zu Lasten aller.

Etabliert sich der Renminbi als Handelswährung?

Die Staatsschulden der westlichen Welt bewegen seit einiger Zeit die Märkte. Dies ist durchaus verständlich, wenn man sich vor Augen führt, dass sie in den meisten Ländern rund die Höhe eines Jahres-BIPs oder mehr erreicht haben (z.B. Deutschland 84 %, Eurozone 95 %, USA 101 %, Japan 200 %). Deshalb werden von Investoren verstärkt Alternativen gesucht.

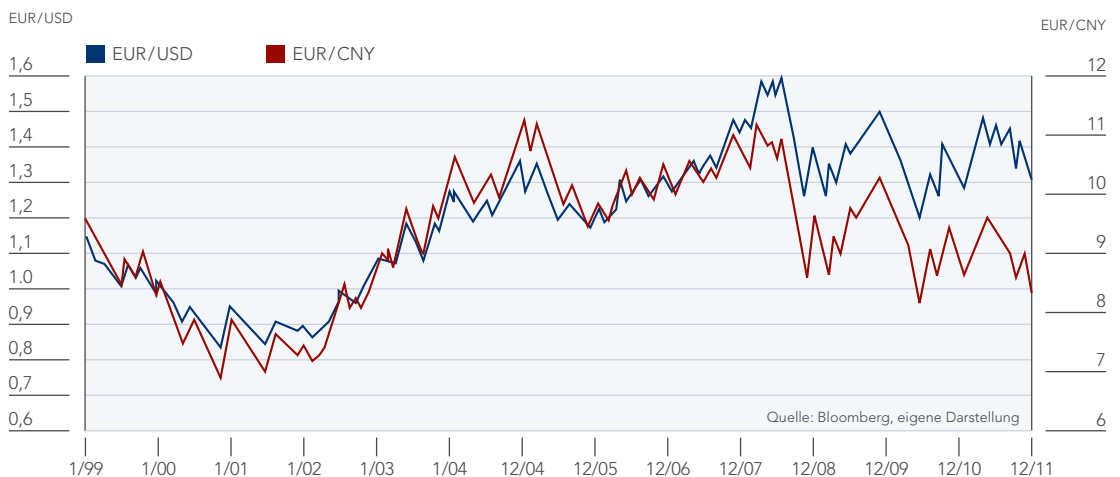
Angesichts des Gewichts der chinesischen Wirtschaft in der Welt drängt sich der Renminbi (CNY) auf den ersten Blick geradezu auf. Bedenkt man, dass China gut ein Drittel seiner 3,2 Billionen USD Devisenreserven in USD hält, so wird schnell klar, dass China mehrere Interessen hat. Zum einen darf der USD gegenüber den Renminbi nicht zu schnell an Wert verlieren, dies würde die chinesischen Exporte aber vor allem auch die chinesischen Anlagen (insbesondere US-Treasuries) negativ beeinflussen. Gleichzeitig gilt es, das Gewicht der eigenen Währung in der Welt zu stärken.

Die chinesische Regierung, welche einer der größten US-Gläubiger ist, ist selbst nur mit ca. 17 % verschuldet. Unter Einbeziehung der regionalen Schulden ergibt sich ein Schuldenstand von rund 50 % des BIP und damit immer noch deutlich unter dem der westlichen Welt (bei deutlich besserem Wachstum!). Da der Renminbi eine nicht frei handelbare Währung ist, dessen Kurs zum USD politisch festgelegt wird, ist eine Entwicklung zur Handelswährung jedoch schwierig. Um die Verbreitung des Renminbi dennoch zu steigern, wurde 2010 eine sog. Offshore-Währung (der Offshore Renminbi CNH) in Hongkong eingeführt, welcher die Wertentwicklung nahezu identisch abdeckt. Inzwischen werden bereits 7 % des chinesischen Handels in dieser Währung abgewickelt, mit stark steigender Tendenz. Auch internationale Konzerne haben 2011 Anleihen in dieser Währung emittieren dürfen. Dieser „Dim-Sum“ genannte Anleihenmarkt dürfte auch in den nächsten Jahren stark wachsen. Mit der weiteren Zunahme des CNY/CNH-Anteils am Handelsvolumen dürfte mittelfristig auch eine Liberalisierung der Währung anstehen. Da Ende 2012 auch in China voraussichtlich die politische Führung wechselt (bzw. „aufruckt“), ist jedoch vor 2013 keine Freigabe des Renminbi zu erwarten.

China hat seit 2010 die Politik der kontrollierten Aufwertung zum USD wieder fortgesetzt. Seitdem hat der Renminbi um rund 7 % gegenüber dem USD aufgewertet, allein in 2011 waren es ca. 4 %.

Zwei Punkte dürfen nicht außer Acht gelassen werden: Zum einen handelt es sich beim Renminbi wie erwähnt um eine nicht konvertierbare Währung. Außerdem ist das politische Risiko höher als bei frei handelbaren Währungen: So wie die chinesische Regierung jetzt den Renminbi aufwerten lässt und eine Offnung des Offshore-Marktes vorantreibt, kann sie bei Bedarf auch gegenteilige Maßnahmen umsetzen.

CNY, der bessere USD

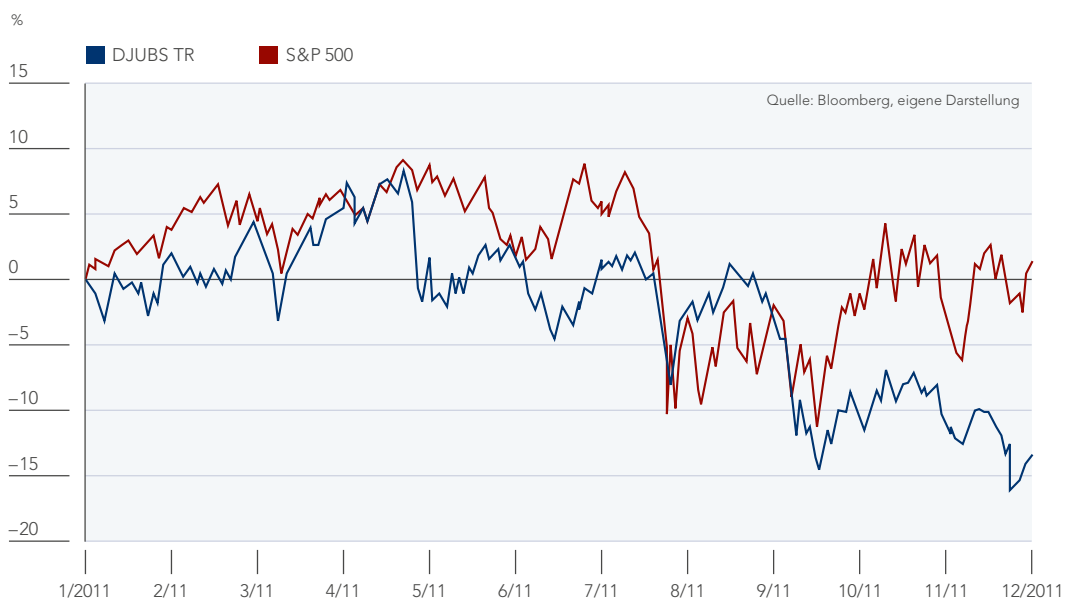


Rohstoffmärkte im Gleichlauf mit den Aktienmärkten

Das Jahr 2011 war ein spannendes Rohstoffjahr. Im ersten Halbjahr konnte der breit diversifizierte Rohstoffindex Dow Jones UBS Total Return Index (DJUBSTR Index) stark zulegen und markierte sein Jahreshoch am 29. April bei 352 Indexpunkten. Anfang September gingen die Rohstoffmärkte gemeinsam mit den Aktienmärkten auf Talfahrt. Die Schuldenkrise sorgte für Panik an den Kapitalmärkten, worunter besonders die zyklischen Rohstoffe litten. Die Kurse für Rohöl und Kupfer gaben deutlich ab. Einzig Gold und teilweise Silber konnten sich im pessimistischen Umfeld gut entwickeln und bewiesen einmal mehr ihren Status als „Save Haven“.

Im Vergleich zu den meisten Aktienindizes konnten sich die Rohstoffmärkte im Monat Oktober aber nicht wieder erholen. Die Schere der Wertentwicklung zwischen dem DJUBS TR Index und dem S&P 500-Index ging im vierten Quartal sogar noch weiter auf.

Relative Entwicklung des Rohstoffindex DJUBS TR vs. S&P 500



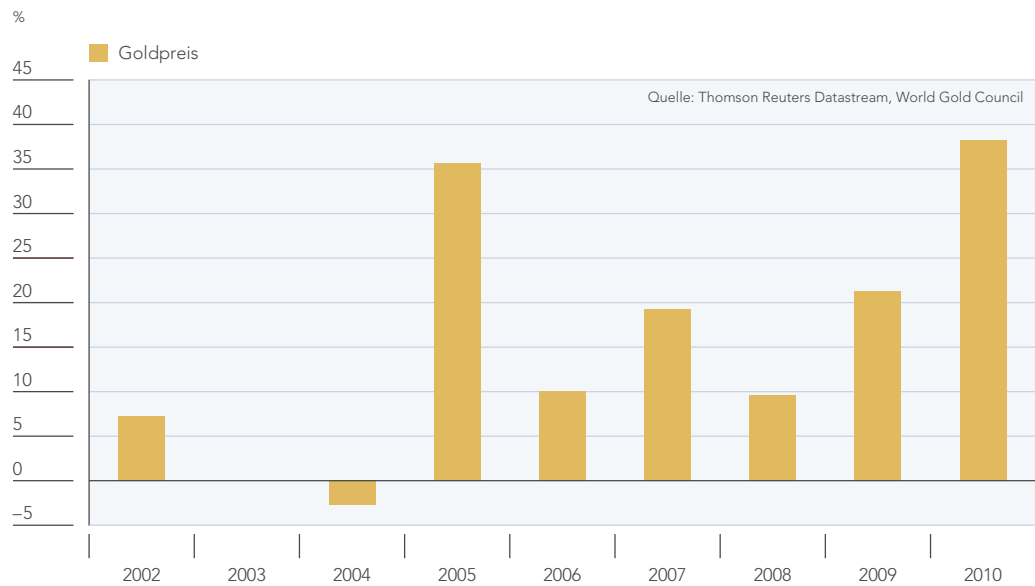
Bleibt die entscheidende Frage wie es an den Rohstoffmärkten im kommenden Jahr weitergeht. Aktuell gibt es zwar noch keine Anzeichen, dass in den kommenden 12 Monaten die Weltwirtschaft sogar in eine Rezession fällt. Aber es gilt nach wie vor: Je stärker der erwartete Konjunkturerinbruch sein wird, umso stärker werden die Preise von konjunktursensitiven Rohstoffen, wie z. B. Kupfer, Zink, Blei und Zinn, schwanken.

Profitieren könnten die Rohstoffpreise, wie es häufig in den vergangenen Jahren zu beobachten war, von der expansiven Geldpolitik der Notenbanken. Falls es zu einer gewissen Beruhigung des makroökonomischen Umfeldes kommt, dürften besonders Rohstoffe und Aktien auf breiter Basis als reale Vermögenswerte im nächsten Jahr wahrgenommen werden und eine positive Wertentwicklung nehmen.

Ist die Hausse bei Gold zu Ende?

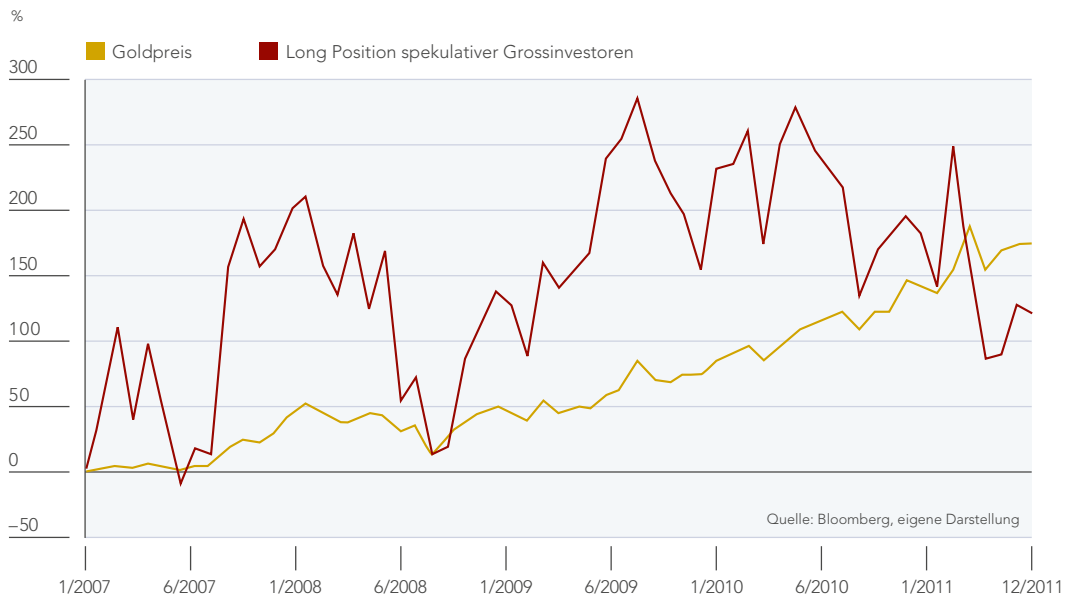
Nachdem die Goldinvestoren in den letzten 6 Jahren von der stetig positiven Wertentwicklung des Edelmetalls regelmäßig verwöhnt wurden, musste nun auch der Goldpreis jüngst einen ersten Rückschlag hinnehmen.

Jährliche %-Änderung des Goldpreises, jeweils zum Jahresende, in Euro



Wie schon im September des laufenden Jahres fiel der Goldpreis im Dezember erneut auf ca. 1.600 USD/Oz zurück. In den vergangenen Wochen spiegelten die Terminmärkte als Indikator die Unsicherheit über den Goldpreis deutlich wider. Nach Angaben des jüngsten Commitments of Traders Report (COT) der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) gab es bei den Spekulanten einen markanten Einbruch des Goldoptimismus. Bei der Netto-Long-Position der Grossspekulanten, die Ausdruck der optimistischen Goldpreisentwicklung ist, wurde ein Rückgang von mehr als 5% gemeldet. Nachdem in den letzten 5 Jahren die spekulativen Goldpositionen analog zum steigenden Goldpreis kontinuierlich ausgebaut wurden, fällt der massive Abbau im September deutlich auf. Hier fiel der Goldpreis auf 1.600 USD/Oz.

Goldpreisentwicklung vs. Long Position spekulativer Grossinvestoren seit 2007



Die Finanz- und Euroschuldenkrise ist noch lange nicht ausgestanden. Daher ist von dieser Seite eigentlich keine Entwarnung und damit zusätzlicher Druck auf den Goldpreis zu erwarten. Einige Marktteilnehmer folgerten, dass wahrscheinlich Verkäufe der Zentralbanken in letzter Zeit für den Kursrückgang verantwortlich waren. Allerdings konnte man in den letzten Quartalen beobachten, dass die Zentralbanken von der Verkäufer- auf die Käuferseite gewechselt sind.

Bleibt die Frage nach der physischen Goldnachfrage. War sie zuletzt rückläufig? Diese Frage kann man klar verneinen. Zwar ging die Schmucknachfrage im dritten Quartal 2011 im Vergleich zum Vorjahresquartal um 10 Tonnen Gold zurück. Doch dieser Rückgang wurde von der physischen Nachfrage nach Barren und Münzen mehr als überkompensiert. Unter dem Strich stieg die Nachfrage im dritten Quartal 2011 nach Gold um 6% im Vergleich zum Vorjahresquartal.

Die Erklärung für die jüngste Goldpreisschwäche dürfte vielmehr in der unterschiedlichen Entwicklung der einzelnen Assetklassen im Jahresverlauf liegen. Viele Goldinvestoren verzeichnen aufgrund der guten Goldpreisentwicklung hohe Kursgewinne. Bei den vielen anderen Vermögenswerten, wie z.B. Aktien ist das gerade nicht der Fall. Somit wurde durch Goldverkäufe Liquidität geschaffen, um Verluste in anderen Assetklassen auszugleichen. Die aktuelle Lage ähnelt der Situation Ende 2008. Auch hier geriet der Goldpreis trotz heftiger Finanzmarkturbulenzen massiv unter Druck. Anschließend konnte sich das Gold jedoch wieder kräftig erholen und zu neuen Höchstkursen aufsteigen.

Problematisch sieht das Gold allerdings unter charttechnischen Gesichtspunkten aus. Die 200-Tage-Linie wurde nach unten durchbrochen, was in der Charttechnik eher als Verkaufssignal gesehen wird.

Erneut schwierige Zeiten für Hedge Funds

Die großen „Player“ unter den Hedge Funds, darunter z.B. der weltgrößte Hedge Fund-Verwalter „Man Group“, befinden sich in einer ähnlichen Situation wie zuletzt in der Finanzkrise Anfang 2009. Das Misstrauen der Investoren in die zukünftige Geschäftsentwicklung und das Streben nach Sicherheit und Liquidität führten damals zu massiven Rückgaben von Fondsanteilen. Die Assets unter Management reduzierten sich damals um bis zu 40 Prozent.

Nach Angaben von Trim Tabs Investment Research zogen Investoren bereits im September und Oktober 2011 netto 16 Mrd. USD ab. Auch zum Jahresende befürchten die Manager weitere hohe Mittelabflüsse. Besonders die allgemeine Entwicklung der Kapitalmärkte in den letzten zwei Monaten des Jahres wird die Höhe der Abflüsse entscheidend beeinflussen. Bisher ist die Performance von Hedge Funds im Jahr 2011 enttäuschend. Nach Angaben von Hedge Fund Research hat der durchschnittliche Manager von Januar bis November 2011 4,37 % verloren.

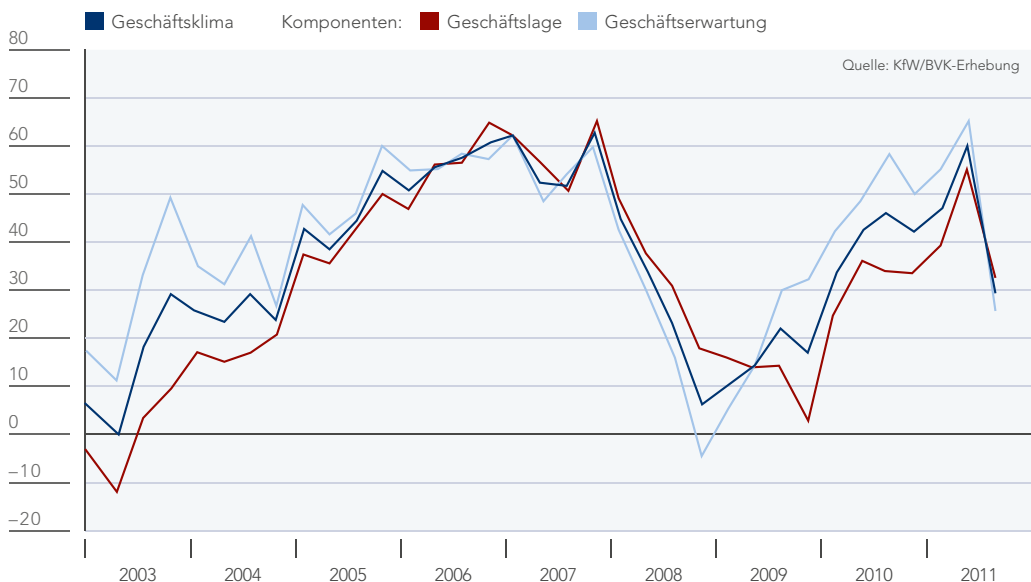
Die Kapitalmärkte wurden nahezu das ganze Jahr 2011 von politischen Entscheidungen dominiert. Die einzelnen Assetklassen wiesen eine sehr hohe Korrelation zueinander auf. Fundamentaldaten einzelner Unternehmen traten in den Hintergrund. Somit führte auch gute „bottom up“-Titelselektion nicht zwangsläufig zum gewünschten Erfolg. Die Schuldenkrise war und ist in den Augen der Manager weiterhin der größte Problemherd. Im Gegensatz zur Wahrnehmung europäischer Politiker konnten Hedge Funds bisher nicht von der Verschuldungskrise profitieren. Auch ehemalige Stars der Branche, wie John Paulson konnten ihren positiven Track-Record nicht weiter ausbauen. Sein Fonds (Advantage Plus) verlor in den letzten 11 Monaten mehr als 40% an Wert.

Geschäftsklima trübt sich ein

Die kontinuierliche Verbesserung des Geschäftsklimas im Private Equity Bereich seit dem 4. Quartal 2008 findet im Zuge der Ausweitung der Eurokrise ein jähes Ende. Das German Private Equity-Barometer verzeichnet mit einem Rückgang von 30,4 Punkten den stärksten Einbruch innerhalb eines Quartals seit Erhebungsbeginn in 2003. Auch dass die in den ersten drei Quartalen getätigten Investitionen bereits das Niveau des kompletten Vorjahres erreicht haben, täuscht nicht darüber hinweg, dass sich die Stimmung aufgrund der schwächeren konjunkturellen Entwicklung und der Verwerfungen an den internationalen Aktien- und Anleihenmärkten deutlich verschlechtert hat.

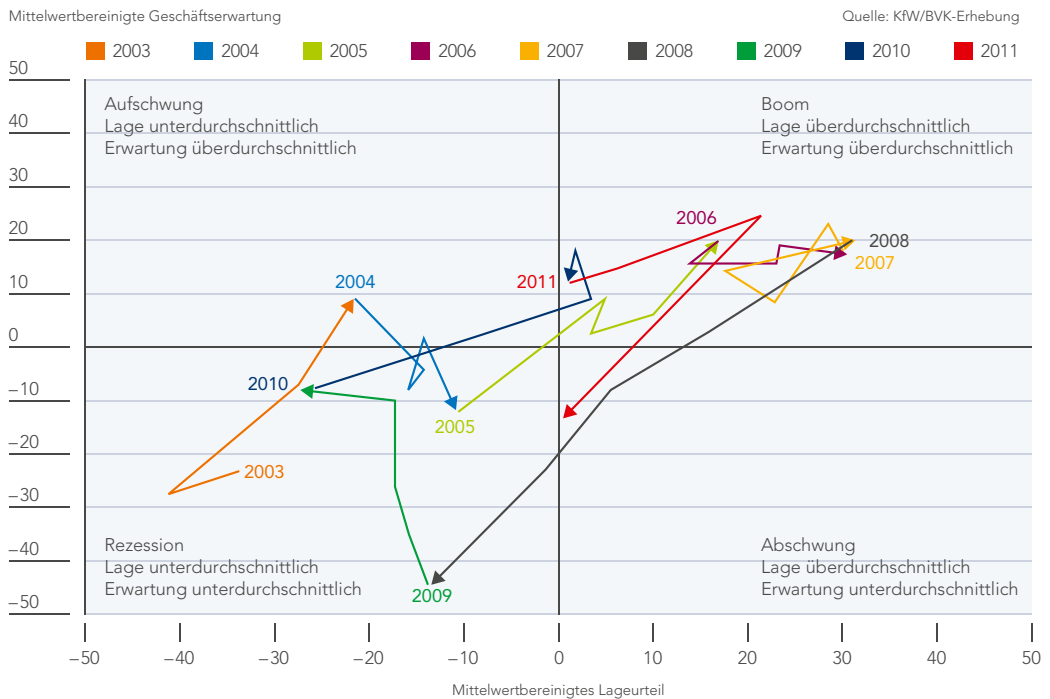
German Private Equity-Barometer

Indikatorwert (Min: -100, Max: 100)



Der Rückgang im Geschäftsklima betrifft sowohl die aktuelle Geschäftslage, als auch die zukünftigen Geschäftserwartungen der Beteiligungsunternehmen. Der Indikator für die aktuelle Lage hat das Boom-Segment verlassen und sich so sehr in Richtung Abschwung bewegt, dass erste Anzeichen hin zu einer Rezession erkennbar sind.

German Private Equity-Barometer – Konjunkturmonitor



Trotz dieser eher schlechteren Erwartungshaltung sollte der Private Equity-Bereich nicht abgeschrieben werden. So zeigen die Ergebnisse einer Studie der schweizer Partners Group, dass außerbörsliche Beteiligungen nicht nur höhere Renditen erwirtschaften als Aktieninvestments, sondern auch nicht viel riskanter sind. So erwirtschafteten Private Equity-Investitionen seit Juni 2000 im Schnitt 9,2 bis 12,2% mehr pro Jahr als der MSCI World Index. In Krisenzeiten fiel der Vorsprung sogar noch deutlicher aus. So belief sich die Überrendite beim Platzen der Internetblase zwischen Juli 2000 und März 2003 in Nordamerika auf 16% und in Europa auf 28,9% pro Jahr. Auch in der Finanzkrise zwischen September 2007 und September 2009 übertrafen Private Equity Investments den MSCI World um 21,3% in Nordamerika und um 15,1% in Europa.

Wohnimmobilienmarkt in den USA

In den vergangenen Wirtschaftszyklen zählte die Baubranche stets zu den ersten Branchen, die von dem beginnenden wirtschaftlichen Aufschwung profitieren konnten. So steuerten die Bauinvestitionen stets einen signifikanten Beitrag zur Festigung der wirtschaftlichen Erholung bei. Aktuell gestaltet sich die Situation jedoch anders, so hat sich der Wohnungsbausektor seit Ende der Rezession in den USA Mitte 2009 nach wie vor nicht erholt. Aktuell beträgt der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen im Verhältnis zum BIP etwa 2,2% nach über 6% in den Jahren 2005 und 2006, dies ist der geringste Stand seit über 65 Jahren.

Die aktuelle Problematik ist auf vier Gründe zurückzuführen:

- 1) Angebotsüberschuss an Wohnimmobilien durch hohe Bautätigkeit in den Jahren vor 2008
- 2) Hoher Anteil von überschuldeten Immobilienbesitzern sowie ein Überangebot an Wohnimmobilien durch Zwangsversteigerungen
- 3) Geringe Nachfrage nach Wohnimmobilien, unter anderem auf Grund der angespannten Lage am US-Arbeitsmarkt
- 4) Restriktivere Fremdkapitalvergabe seitens der Banken

Kurzfristig zeichnet sich keine Trendwende ab und so wird die Entspannung des US-Immobilienmarktes wohl nicht eine Frage von Monaten sondern eher eine Frage von Jahren sein.

Der schwache Wohnimmobilienmarkt hat nicht nur negative Auswirkungen auf die Bauwirtschaft, sondern auch auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der USA. Durch Vermögenseinbußen im Zuge rückläufiger Immobilienpreise kommt es auch zu einer Zurückhaltung bei den Konsumausgaben der US-Amerikaner.

Die sich rückläufig entwickelnden Zwangsversteigerungen gehören (trotz ihrer immer noch hohen Anzahl) zusammen mit der Stabilisierung des Preisniveaus zu den wenigen ermutigenden Indizien.

Gewerbeimmobilienmarkt in den USA

Aktuell entwickelt sich der Büroimmobilienmarkt in den USA erfreulicher als die wirtschaftliche Situation erwarten lässt. So verzeichnet der Büroimmobilienmarkt sowohl auf Quartals- als auch auf Jahressicht die stärksten Mietzuwächse seit Ende 2008. Besonders robuste Nachfrage kam aus den Ballungszentren New York, Washington D.C., San Francisco und Boston. Auf Grund von aktuell historisch niedriger Bautätigkeit und verhalten positiver Entwicklung der Gesamtwirtschaft kommt es insbesondere in den zentralen Lagen zu sinkenden Leerstandsquoten.

Weitere Indizien für die Erholung des Büroimmobilienmarktes sind der Rückgang von Untervermietungen sowie das steigende Transaktionsvolumen. So wurde per Ende September 2011 schon das Transaktionsvolumen des Gesamtjahres 2010 erreicht.

PORTFOLIOAUSRICHTUNG

Aktien	Europa:	untergewichten
	USA:	neutral
	Asien:	neutral

Anleihen	EUR-Anleihen:	neutral
	EUR-Duration:	kürzer

Rohstoffe		neutral
-----------	--	---------

US-Dollar		untergewichten
-----------	--	----------------

RECHTLICHE HINWEISE

Haftungsausschluss

Dieses Dokument ist mit größter Sorgfalt erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann jedoch nicht übernommen werden.

Prognosen und Werturteile

Die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen des Verfassers/der Verfasser sowie Dritter stellen nicht notwendig die Meinung der Wilhelm von Finck Deutsche Family Office AG dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind Einschätzungen aufgrund der jeweils aktuellen Informationen und können sich ändern, ohne dass dies zuvor oder später bekannt gemacht wird.

Kein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten, keine Anlageberatung

Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung dar. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Aufklärung über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen.

Steuerliche Hinweise

Die steuerliche Behandlung eines Finanzinstruments hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Weitere Hinweise zu den in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zur Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung

1. Bei Anlagen in anderen Währungen als EURO kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.
2. Falls nicht abweichend angegeben, wird auf die Bruttowertentwicklung ohne Berücksichtigung von Provisionen, Gebühren und anderen Entgelten Bezug genommen, die – je nach Haltedauer – zu einer geringeren Nettorendite führen.
3. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

Urheberrechtsschutz

Der Inhalt dieses Dokuments ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen Zustimmung der Wilhelm von Finck Deutsche Family Office AG.

Wilhelm von Finck Deutsche Family Office AG

Keferloh 1a

85630 Grasbrunn

Tel.: +49 - 89 - 45 69 16 - 0

www.wvf-dfo.de