

Marktbericht 1. Quartal 2013



INVESTMENTSTRATEGIE

Marktbericht 1. Quartal 2013, Stand 31.12.2012

Inhaltsverzeichnis	Seite
Globales Investmentumfeld	2
Ökonomische Rahmenbedingungen	4
Aktien	8
Anleihen	13
Währungen	16
Rohstoffe	17
Hedge Funds	20
Immobilien	21
Portfolioausrichtung	25
Rechtliche Hinweise	26

GLOBALES INVESTMENTUMFELD

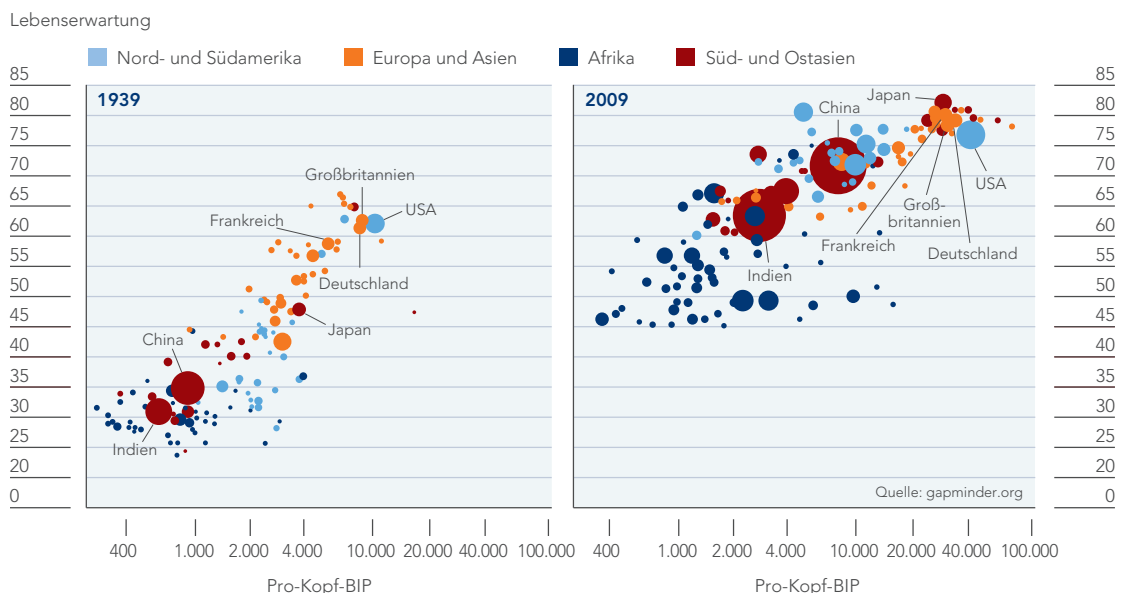
Weisheit der Masse oder Wahnsinn der Masse? Gibt es noch Hoffnung auf Markteffizienz?

Analysten, Investoren, Aufsichtsbehörden und Wissenschaftler haben in den letzten vier Jahren erkennen müssen, dass die traditionelle Lehre der modernen Portfoliotheorie und der Effizienzfinanzmarkthypothese nicht mehr alleinige Handlungsrichtlinie für erfolgreiche Investmentansätze sind. Es mag in vielen Anlagegesprächen eine schöne Rückzugslinie für den Berater oder Vermögensverwalter sein, dass es irrationales Anlegerverhalten gibt – bei der Formulierung neuer Anlagestrategien hilft sie jedoch nicht. Man sollte auch tunlichst vermeiden, in der scheinbar aus den Fugen geratenen Finanzwelt nur noch instinktiv zu reagieren. Das ist das sichere Rezept für den finanziellen Ruin.

Jede Generation von Anlegern vermutet, dass das jeweilige Umfeld einzigartig und besonders ist. Viele Indizien sprechen in der Tat für die These, dass sich die aktuelle Situation grundlegend von derjenigen der letzten siebzig Jahre unterscheidet. Globalisierung der Weltwirtschaft und Finanzmärkte, technische Innovationen der Datenverarbeitung-/verbreitung und ihr Einfluss auf die Finanzströme, Pooling enormer Kapitalmassen in wenige Entscheidungszentren und andere Faktoren haben das Anlageumfeld massiv verändert.

Das Weltwirtschaftsgefüge hat sich tiefgreifend verändert. Anschaulich kann man das in folgender Abbildung erkennen, die die Bevölkerungszahl, das Pro-Kopf-BIP und die durchschnittliche Lebenserwartung unterschiedlicher Länder für die Jahre 1939 und 2009 aufzeigt.

Bevölkerung, Pro-Kopf-BIP und Lebenserwartung in unterschiedlichen Ländern in den Jahren 1939 und 2009



Die beiden bevölkerungsreichsten Länder der Welt – China und Indien – haben in nur zwei Jahrzehnten massiven Einfluss auf den Welthandel, die globale Arbeitsverteilung, Löhne und Herstellungskosten und die Wechselkurse genommen. Diese grundlegenden wirtschaftlichen Veränderungen und Anpassungen der politischen und kulturellen Rahmenbedingungen sind ursächlich, dass die Annahme vollständig effizienter Märkte an Plausibilität verloren hat bzw. eine Extremposition darstellt.

GLOBALES INVESTMENTUMFELD

Die Chancen-/Risikoverhältnisse verändern sich ja nach Struktur der Marktakteure und des Umfelds, in das sie eingebunden sind. In Zeiten von Marktstörungen setzt der „Wahnsinn der Masse“ ein und Assets verhalten sich diametral zu den Prognosen der rationalen Finanztheorie. Sobald die emotionalen Reaktionsmuster in sich zusammen brechen, tritt an die Stelle des „Wahnsinns der Masse“ wieder die „Weisheit der Masse“ und die traditionellen Annahmen der Investmenttheorie sind wieder gute Annäherungen an die Realität.

Anleger werden immer wieder Fehler begehen, andererseits aber dazulernen und sich an Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld anpassen. Menschen sind nie völlig rational oder irrational. Der Grad der Effizienz verändert sich demnach stetig. Die große Kunst wird in Zukunft darin bestehen, den Grad der Markteffizienz zu bestimmen, der unmittelbar davon abhängt, inwieweit sich Marktteilnehmer an das Umfeld anpassen. Investmentstrategien müssen vor dem Hintergrund der vermuteten Markteffizienz formuliert und entsprechend angepasst werden, wenn bedeutende Veränderungen erkennbar sind. Noch wird sowohl in Theorie und Praxis dieser Thematik zu wenig Beachtung geschenkt. Fakt bleibt aber, dass eine reine ökonomische Bewertung der Märkte nur in einem stabilen, stationären und vorhersehbaren Umfeld die Hypothese der effizienten Märkte stützt und zu plausiblen Ergebnissen führt. Hier funktioniert die „Weisheit der Masse“. In Zeiten allgemeiner Panik oder Gier herrscht dann der „Wahnsinn der Masse“.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

USA

Weiter moderates Wirtschaftswachstum

Die wirtschaftlichen Aussichten für die USA im kommenden Jahr sind insgesamt positiv. Dies steht jedoch unter dem Vorbehalt einer Einigung zwischen Präsident und Kongress über die sogenannte Fiskalklippe. Sollte diese nicht zustande kommen, so träten automatische Budgetkürzungen über insgesamt USD 600 Mrd. in Kraft, die nach einhelliger Meinung der Ökonomen das wirtschaftliche Wachstum 2013 massiv gefährden würden. Derzeit ist ein Kompromiss zwischen beiden Parteien das wahrscheinlichste Szenario. Wir rechnen in den kommenden Wochen mit einer Einigung. Dadurch würde einerseits der Haushalt entlastet und andererseits die Konjunktur nur moderat belastet. Dies vorausgesetzt, ist 2013 in den USA mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von rund 2% zu rechnen. Dabei profitiert die US-Wirtschaft von einem positiven statistischen Basiseffekt. Hurricane Sandy wirkt sich zwar negativ auf das BIP im 4. Quartal 2012 aus, doch kehrt sich dieser negative Effekt im ersten Quartal 2013 um und befördert das Wachstum.

Wichtigster Wachstumstreiber der US-Wirtschaft bleibt die expansive Geldmarktpolitik der Federal Reserve Bank. So hat der Offenmarktausschuss der FED ein neues Ankaufprogramm für amerikanische Staatsanleihen aufgelegt, das im Januar 2013 beginnt. Der Ankauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren durch die Zentralbank wird wie geplant fortgesetzt. Diese Maßnahme stimuliert vor allem den Wohnungsbau in den USA. Er hat sich inzwischen zur wichtigsten Stütze der amerikanischen Wirtschaft entwickelt. So stiegen die Baubeginne für Häuser im November auf ein 4 ½-Jahreshoch.

Vom privaten Konsum sind in 2013 nur geringe Impulse zu erwarten. Zwar sank die Arbeitslosenrate im November auf 7,7% und wird wahrscheinlich auch 2013 auf diesem Niveau verharren. Diese Entwicklung ist jedoch zum Teil der Tatsache geschuldet, dass sich viele potenziell Arbeitssuchende resigniert vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben. Auch wurden in der US-Wirtschaft erst die Hälfte der Arbeitsplätze wieder geschaffen, die seit der letzten Rezession im Jahr 2008 weggefallen waren.

Europa

Fahren auf Sicht

Dem Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, ist es 2012 durch die Ankündigung eines potenziell unbegrenzten Ankaufs von Staatsanleihen gelungen, das Risiko eines Auseinanderbrechens der Europäischen Währungsunion vorerst zu bannen.

Für 2013 gehen die meisten Prognosen von einem Wachstum des BIPs in der Eurozone von 0% aus. Wie schon 2012 wird auch 2013 das Wachstum in der Eurozone zweigleisig verlaufen. Die Kernländer werden von der anziehenden Weltkonjunktur leicht profitieren, während die Peripherieländer weiter mit negativem Wachstum zu kämpfen hat.

Das Jahr 2013 wird durch eine ganze Reihe von Herausforderungen für die Mitgliedsstaaten der Eurozone geprägt sein. Die Peripherieländer sind gezwungen, die Konsolidierung der Staatsfinanzen fortzusetzen, was sich weiter negativ auf Wirtschaftswachstum und Beschäftigung auswirkt. Daher

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

gehen Marktbeobachter davon aus, dass Spanien zu Beginn des neuen Jahres einen Hilfsantrag beim Europäischen Stabilitätsmechanismus stellen wird.

Die europäischen Staats- und Regierungschefs haben angekündigt, weitere Schritte zur Vertiefung des europäischen Einigungsprozesses zu prüfen. Die Einführung einer einheitlichen europäischen Bankenaufsicht durch die Europäische Zentralbank beginnend ab 1. Januar 2014 wurde bereits beschlossen; weitere Schritte sind zu erwarten.

Der europäische Bankensektor bleibt angeschlagen, die Kreditversorgung der Realwirtschaft funktioniert nur eingeschränkt. Während die Banken in den Peripheriestaaten weiter schrumpfen und sehr zurückhaltend bei der Kreditvergabe an Unternehmen agieren, verfügen die Banken in Kerneuropa über hohe Liquiditätspolster. Die großen Unternehmen in der Eurozone weichen daher auf die Kapitalmärkte aus und besorgen sich dort Fremdmittel.

Auch die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit durch Lohnzurückhaltung bleibt ein wichtiges Thema für die Peripheriestaaten. Zwar sind hier in den vergangenen Jahren bereits Fortschritte erzielt worden, doch ist der Anpassungsprozess noch nicht abgeschlossen.

Weitere Unsicherheitsfaktoren sind die Wahlen in Italien und Deutschland. Zusammenfassend bleibt die politische Entwicklung in der Eurozone das größte Risiko für die Weltkonjunktur im Jahr 2013.

Emerging Markets

In der Breite Anzeichen für eine Wachstumserholung in China

Auch im 3. Quartal erfolgte nicht die erhoffte Trendwende der chinesischen Konjunktur. Vielmehr ging das Wachstum nochmals leicht auf 7,4% zurück. Allerdings zeigten die jüngsten Konjunkturdaten für Oktober/November in der Breite Anzeichen für eine Wirtschaftserholung. Zuerst verbesserten sich die Frühindikatoren – der offizielle PMI (Einkaufsmanagerindex) stieg auf 50,6 und liegt somit wieder über der Expansionsschwelle. Weitere Wirtschaftsdaten, wie die Industrieproduktion, die Einzelhandelsumsätze und insbesondere die Anlageinvestitionen konnten zuletzt ebenfalls einen Anstieg verzeichnen. Die eingeleiteten Stimulierungsmaßnahmen entfalten allmählich die gewünschte Wirkung. Gerade die signifikant erhöhten Infrastrukturinvestitionen, z.B. ins Schienennetz, schlagen sich positiv nieder. Dagegen fielen die Exporte mit nur einem leichten Zuwachs schwächer als erwartet aus. Trotzdem scheint das sogenannte „Soft Landing“ der chinesischen Wirtschaft geglückt zu sein. Die Inflation stieg im November leicht auf 2%, ist aber derzeit kein Thema.

Für das 4. Quartal 2012 wird mit einem anziehenden BIP auf 7,8% gerechnet. Dies könnte sich Anfang 2013 sogar weiter beschleunigen. Für die ersten beiden Quartale erwarten die Volkswirte ein Wachstum von ca. 8,3%. Somit wäre für das Gesamtjahr 2013 ein BIP-Anstieg von leicht über 8% realistisch.

Trotz dieser Konjunkturverbesserung wirken sich die strukturellen Probleme der generellen Wachstumsverlangsamung weiter negativ aus. Die Ursachen hierfür sind vielfältig. Sie hängen

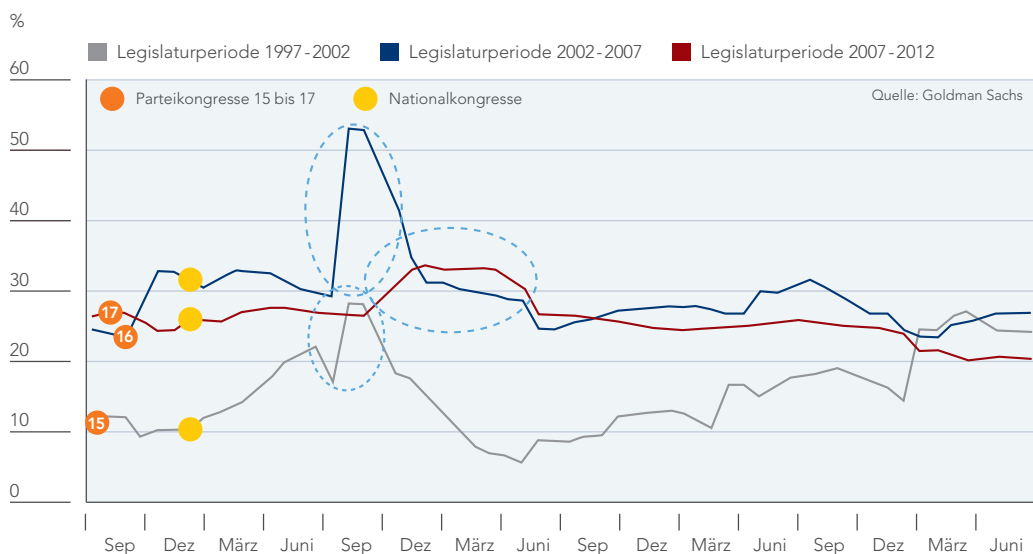
ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

mit den Exzessen bei Investitionen, der schwachen Konsumneigung und dem Verlust von Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den anderen Schwellenländern zusammen. Diese Thematik wurde bereits im Zusammenhang mit dem Weltbank-Bericht „China 2030“ aufgegriffen (siehe Marktbericht 2. Quartal 2012). Um nachhaltig ein weiter hohes Wirtschaftswachstum zu generieren, reichen klassische Ankurbelungsprogramme nicht aus. Vielmehr ist es an der Zeit, dringend nötige Reformen auf den Weg zu bringen.

Nachdem im November der politische Machtwechsel in China mit der Wahl des neuen Zentralkomitees der Kommunistischen Partei eingeleitet wurde, wird im März 2013 der Übergang auf die neue Staats- und Regierungsführung erfolgen. Die neuen chinesischen Entscheidungsträger stehen vor großen Herausforderungen. Zukünftig ist der Übergang zu einem ausgeglicheneren Wachstumsmodell entscheidend. Der Binnenkonsum ist zu stärken und die Investitions- und Exportabhängigkeit zu reduzieren. Vor dem Hintergrund des derzeit schwierigen globalen Umfeldes (EU-Schuldenkrise, amerikanischen Haushaltsschwierigkeiten und Rezessionsgefahren in manchen Industrieländern) erscheint dies mehr denn je geboten.

Die neue politische Führung hat sich in ersten Stellungnahmen positiv zu wirtschaftlichen Reformen geäußert. An der aktuellen Wirtschafts- und Geldpolitik soll offiziell nur eine „Feinabstimmung“ vorgenommen werden. Die Historie belegt aber, dass in den letzten drei Legislaturperioden nach der jeweiligen Machtübergabe zum Teil deutliche Anstiege der Anlageinvestitionen zu verzeichnen waren. Damit sollte die zuletzt wieder in Schwung gekommene Konjunktur in den nächsten Monaten gut unterstützt bleiben.

Historischer Verlauf der Anlageinvestitionen der letzten drei Legislaturperioden



ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Auf der jährlichen zentralen Sitzung für Wirtschaft Mitte Dezember wurde die Urbanisierung nicht nur als eine historische Chance für China bezeichnet, weil sie großes Potenzial für die Stimulierung der so entscheidenden Binnennachfrage mit sich bringt. Die Verstädterung wird vielmehr als einer der Haupttreiber für die zukünftige Wirtschaftsentwicklung gesehen. Profitieren sollten davon z.B. innerstädtische Infrastrukturprojekte wie der U-Bahn- und der Wohnungsbau. Wanderarbeitern soll besser geholfen werden, sich legal in den Städten niederzulassen, wobei das bisherige Einwohnermeldesystem reformiert werden soll.

Eine weitergehende Reformagenda mit mehr Details ist vor der Machtübergabe im März 2013 zwar nicht zu erwarten. Aber schon jetzt ist klar, dass künftig ein besonderer Fokus auf einer gerechteren Einkommensverteilung liegt, um die Schere zwischen Arm und Reich zu verkleinern.

China setzt in Zukunft mehr auf eine qualitativ gute Wirtschaftsentwicklung. Die Zeiten scheinen vorbei, die Wirtschaft blind zu stimulieren nur um hohe Wachstumszahlen ausweisen zu können. Man hat aus den negativen Folgen mit einhergehenden Blasenbildungen (beispielsweise am Immobilienmarkt) und stark steigenden Inflationsraten gelernt. Ein nachhaltiges Wachstum von 7,5 bis 8% im Reich der Mitte in den nächsten Jahren wäre sicherlich für die Weltwirtschaft ein höchst willkommenes Szenario.

Das Aktienjahr 2012 entwickelte sich entgegen aller Befürchtungen zu Jahresbeginn erstaunlich positiv. Beinahe alle wichtigen Leitindizes weisen eine positive Entwicklung aus. Einzig das Euro-Krisenland Spanien und ausgerechnet die globale Wachstumslokomotive China mussten eine leicht negative Kursentwicklung hinnehmen. An den Börsen von Shanghai und Shenzhen werden nur die innerchinesischen A-Aktien gehandelt, die für ausländische Anleger praktisch nicht investierbar sind und damit – abgekoppelt von der globalisierten Börsenwelt – ein Eigenleben führen. Offensichtlich sahen chinesische Anleger die Wirtschaftsentwicklung im eigenen Land weitaus kritischer als internationale Marktteilnehmer, die weiter an den Wachstumspfad im „Reich der Mitte“ glauben. Die allgemein positive Entwicklung an den Aktienbörsen ist umso überraschender, da auch 2012 viele Schwierigkeiten ungelöst blieben und in absehbarer Zeit auch nicht gelöst werden können. Insbesondere die strukturellen Schuldenproblematiken in Europa und den USA hängen wie ein Damoklesschwert über der Konjunktur und den Märkten in den betroffenen Ländern. Aber das Niedrigzinsumfeld und damit die mangelnden Alternativen an den Rentenmärkten trieb die Investoren mehr oder weniger gewollt in die Anlageklasse Aktie hinein. Hinzu kommen marktberuhigende Aussagen und die geöffneten Schleusen der wichtigsten Notenbanken – der EZB in Europa und der FED in den USA –, die den Investoren ein Gefühl der Sicherheit boten.

Alljährlich stellt sich zum Jahreswechsel die Frage: Wie geht es in den kommenden 12 Monaten an den Aktienbörsen weiter?

Um auf diese wichtige Frage eine Antwort zu finden, könnte ein Blick in die Strategiestudien großer Brokerhäuser hilfreich sein. Allgemein zeigen sich die meisten Analysten für das kommende Börsenjahr bei den Aktien verhalten optimistisch.

Die Gründe dafür sind oft die Gleichen:

- Aktien sind im Vergleich zu Rentenpapieren unterbewertet.
- Viele Investoren sind in dieser Assetklasse immer noch untergewichtet.
- Die Dividendenrenditen sind attraktiver als die Renditen vieler Anleihen.

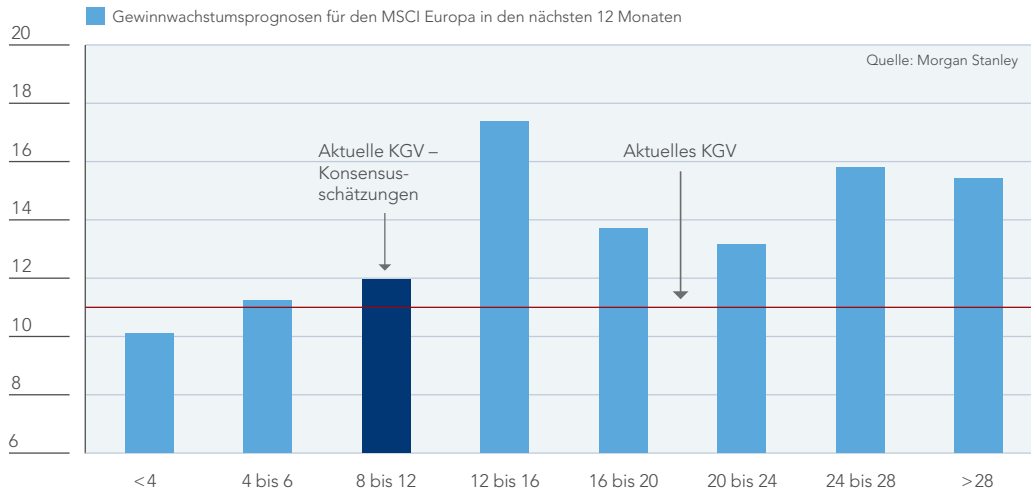
Allerdings lassen sich regional gesehen, doch einige Unterschiede bei den Aktienprognosen herauslesen.

1. Europa

Die Prognosen für Europa fallen unterschiedlich aus. Eher verhalten-optimistisch sind die Aktienstrategen von Morgan Stanley. Sie prognostizieren für europäische Aktien ein mageres Gewinnwachstum. Der geringe Zuwachs bei den Gewinnen wird mit einem weiter schwachen makroökonomischen Umfeld und den gleich bleibenden bzw. leicht fallenden Gewinnmargen begründet. Allerdings sollte es zu positiven Bewertungsszenarien kommen. Beispielsweise könnte das im langfristigen Vergleich immer noch niedrige Kurs-Gewinn-Verhältnis (PE) bei Aktien aus Europa von derzeit ca. 11 auf über 12 ansteigen. Eine höhere Bewertung würde aus Sicht von Morgan Stanley durch eine fallende Inflation, leicht steigende Zinsen auf dem Bondmarkt und einem nach und nach positiveren Ausblick der Analysten für das 2. Halbjahr 2013 bzw. 2014 Sinn machen, was auch das nachfolgende Schaubild verdeutlicht.

Die KGVs könnten steigen, wenn sich Gewinnerwartungen verbessern

12-Monats-Durchschnitt der KGVs MSCI Europa

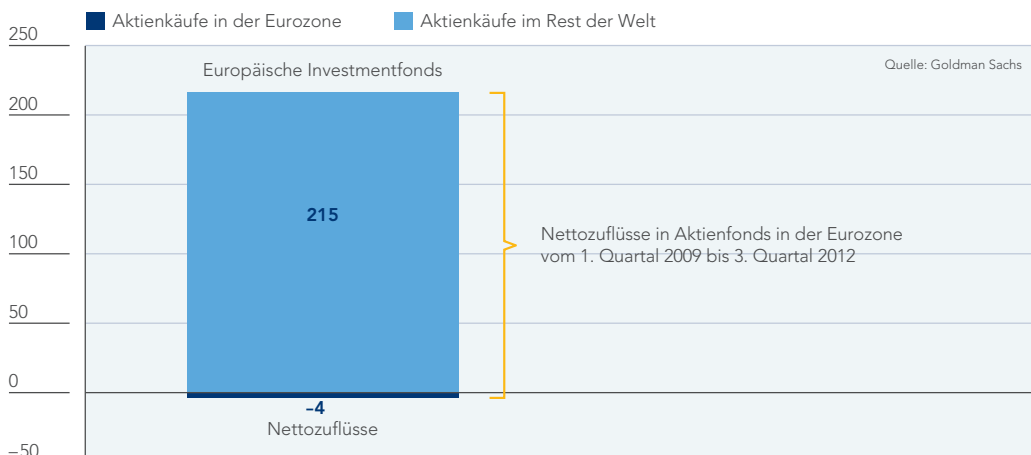


Immerhin empfiehlt Morgan Stanley im globalen Kontext europäische Aktien gegenüber amerikanischen zu bevorzugen.

Weitaus optimistischer geben sich die Strategen von Goldman Sachs. Neben den Bewertungsveränderungen analog zu Morgan Stanley, argumentiert Goldman mit der sog. Aktienrisikoprämie (Equity Risk Premium/ERP). Die ERP gibt an, wieviel ein Investor an zusätzlicher Rendite im Vergleich zum risikolosen Zins für risikoreichere Anlageformen wie Aktien erwartet. Derzeit bewegt sich diese Prämie bei 9% für europäische Aktien. Der faire Wert sollte aber bei 7,3% liegen, was in den Rechenmodellen von Goldman Sachs ein Kurspotenzial von mindestens 18% für Aktien in Europa ergäbe. Im Gegensatz zu Morgan Stanley geht Goldman Sachs sogar von leicht steigenden Margen und einem Gewinnwachstum von 9% aus. Ein weiteres wichtiges Argument für Goldman Sachs ist die seit einigen Jahren mangelnde Bereitschaft vieler Anleger in europäische Aktien zu investieren.

Seit 2009 sind nahezu alle Neugelder, die in europäische Aktienfonds geflossen sind, außerhalb Europas angelegt worden

Mrd. EUR



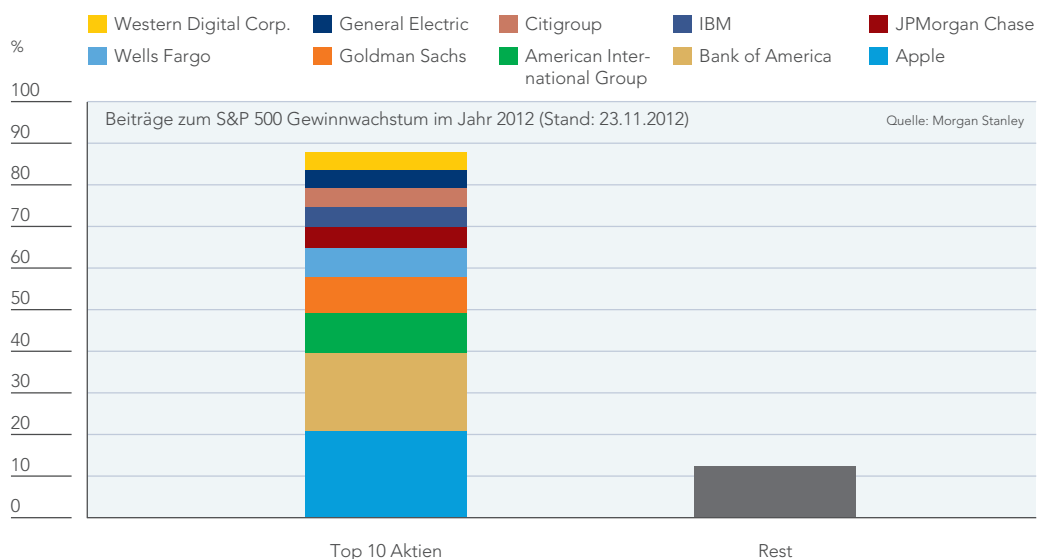
Das abgebildete Diagramm verdeutlicht, dass seit 2009 98% aller Neugelder, die in europäische Aktienfonds flossen, in Aktien außerhalb Europas investiert wurden. Eine Verbesserung der makroökonomischen Situation in der Eurozone könnte viele der abgeflossenen Gelder wieder zurück in europäische Titel bringen.

Ähnlich positiv sind die Aktienstrategen der Deutschen Bank gegenüber den europäischen Märkten eingestellt. Neben den bereits genannten Argumenten führen sie die geringe Verschuldungssituation und die hohen Cash-Bestände vieler Unternehmen als kurstreibende Argumente an, was übrigens aus Sicht der Deutschen Bank auch für viele US-Unternehmen gilt.

2. USA

Äußerst skeptisch ist Morgan Stanley gegenüber dem US-Aktienmarkt gestimmt. Die Aktienstrategien gehen bei den S&P 500-Unternehmen von einem Gewinnrückgang von 100 USD (2012) auf 99 USD (2013e) aus. Erst für das Jahr 2014 sieht Morgan Stanley ein Gewinnwachstum von über 10% für den wichtigsten amerikanischen Leitindex. Der Gründe für diese pessimistische Haltung sind die wieder steigenden Fremdfinanzierungskosten, die höheren Steuern, die in nächster Zeit beschlossen werden könnten sowie die verhaltenen Ausblicke der Unternehmen auf das operative Geschäft selbst. Hinzu kommt noch folgende Besonderheit: Die 10 wichtigsten Aktien aus dem S&P 500 waren 2012 für 88% des Gewinnwachstums verantwortlich. Dieser Beitrag dürfte 2013 auf „nur“ noch 34% fallen, was sich aus Sicht von Morgan Stanley deutlich negativ auf die Gewinnwachstumsraten im S&P 500 auswirken dürfte.

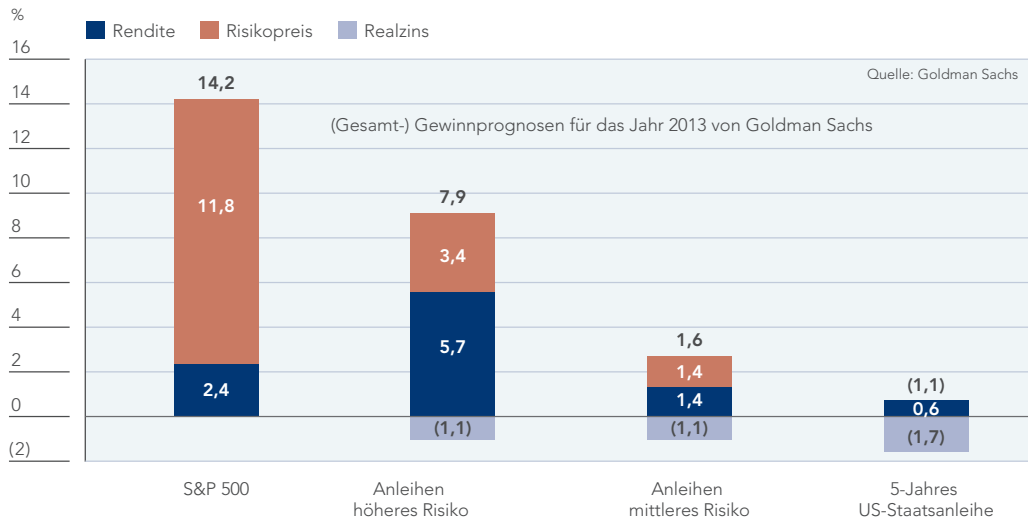
2012 waren zehn Aktien für 88% Gewinnwachstum im S&P 500 Index verantwortlich



Auch für die Bewertung sieht Morgan Stanley – anders als in Europa – kaum noch Spielraum. Im langjährigen Durchschnitt ist der US-Markt fair bewertet. Die negativen Realrenditen werden nicht zu höheren KGVs beitragen.

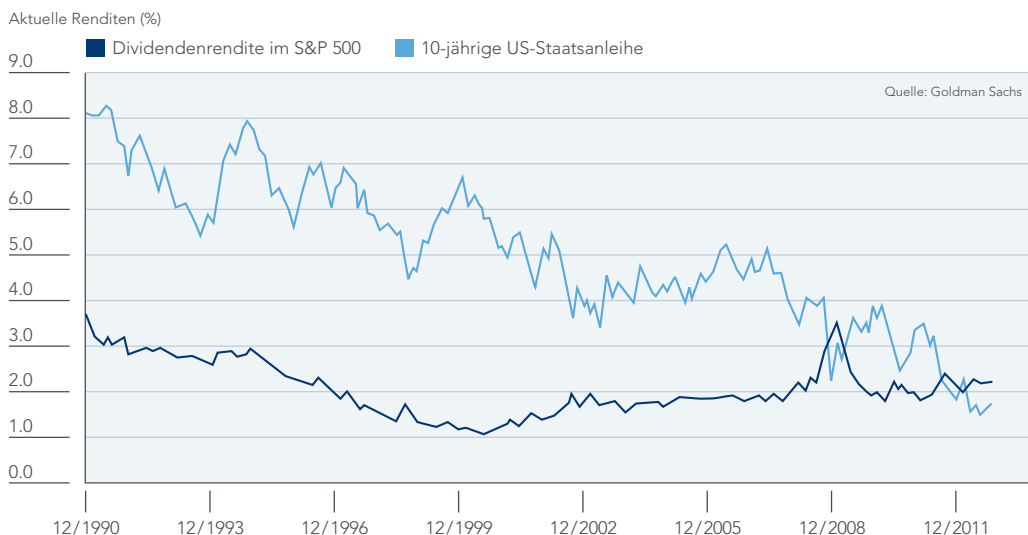
Im Vergleich zu Morgan Stanley bewerten die Aktienstrategen von Goldman Sachs den US-Aktienmarkt ganz anders. Sie gehen davon aus, dass die Gewinnmargen für US-Unternehmen stabil bleiben, die Gewinne aber um durchschnittlich 6% wachsen.

Die Renditeerwartungen für US-Aktien übertreffen deutlich die Prognosen für andere Assetklassen



Im Vergleich zu anderen Assetklassen bleibt aus Sicht von Goldman Sachs in den USA die Aktie weitaus attraktivste Anlageform. Es hängt zwar kurzfristig viel davon, ob und wie sich die US-Politiker im Streit um die Haushaltskonsolidierung („Fiscal cliff“) einigen. Aber falls es zu einer Lösung in dieser Problematik kommt, dann wäre vor allem das US-Wirtschaftswachstum von ca. 2% das Hauptargument für weiter steigende Aktienkurse an der Wall Street, was sogar in einem neuen Allzeithoch des S&P 500 Index münden könnte. Trotzdem würde das durchschnittlichen KGV von derzeit 13,2 nur moderat auf 13,8 im S&P 500 Index ansteigen. An ein „Überschießen“ bei den Bewertungen glaubt Goldman Sachs nicht, da die Unternehmen in einem positiveren makroökonomischen Umfeld operativ die Erträge deutlich steigern können. Des Weiteren sind die höheren Dividenden im Vergleich zu den Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen (Treasuries) gute Kaufargumente für US-Titel.

Die Dividendenrendite im S&P 500 Index ist um 0,5% höher als die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen



3. Emerging Markets/Asien

Ziemlich einig sind sich die Aktienstrategen aus den verschiedenen Brokerhäusern in punkto Schwellenländer bzw. Asien. Morgan Stanley erwartet sich in den Märkten Asien-Pazifik (ohne Japan) einen durchschnittlichen Kurszuwachs von 25%. Einzig Inflationstendenzen in einigen Ländern aus diesen Regionen könnte die Sichtweise laut Goldman Sachs auf die Wachstumsmärkte Asiens etwas eintrüben.

Fazit: Insgesamt zeichnen die Aktienstrategen ein relativ optimistisches Bild für Aktien. Die Schwellenmärkte könnten dabei die höchsten Renditen erwirtschaften. Aber sowohl für Europa als auch die USA gibt es viele Argumente, die für oder gegen steigende Kurse in diesen Regionen sprechen. Inwieweit die Prognosen tatsächlich eintreffen, werden wir erst in 12 Monaten wissen. Aber dann richtet sich der Blick der Anleger schon wieder auf das nächste Jahr.

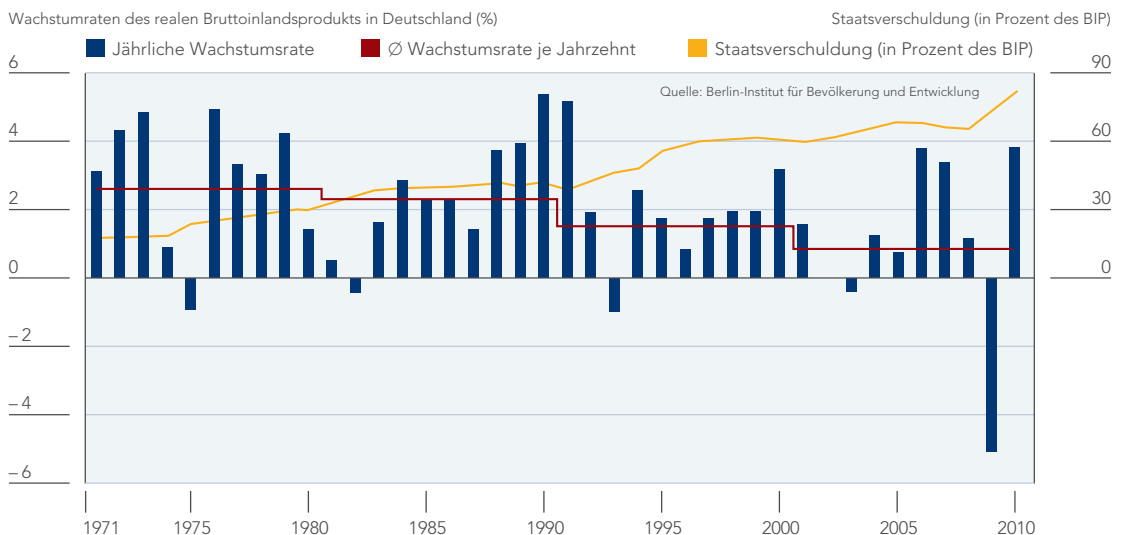
Fokus Schwellenländer-Anleihen

Die Investoren der industrialisierten Welt stehen vor einem Dilemma: Seit Ausbruch der Finanzkrise 2007 und vor allem der Staatsschuldenkrise in Europa sind die Anleger auf der Suche nach Alternativen zu den als noch sicher angenommenen Staatsanleihen (z.B. Bundesanleihen) der Eurozone. Doch das Problem der hohen Verschuldung stellt sich auch in den anderen Industrienationen. Zutreffender wäre eigentlich der Begriff Dienstleistungsnationen, da jeweils über 2/3 der Wirtschaftsleistung dort erbracht werden. Die sich verschlechternde Schuldnerqualität zeigt sich auch im Ratingtrend. Allein seit 2008 fanden von den drei großen Ratinggesellschaften 125 Abstufungen bei den aggregierten Industrienationen statt. Nahezu alle Länder waren davon betroffen. Prominenteste Beispiele sind sicherlich die USA und Frankreich, denen die TOP-Bewertung AAA entzogen wurde. Europäische „Problemländer“ wie Spanien, Italien oder Irland verschlechterten sich sogar bis an den Rand der Investmentgrade-Ratings, Portugal sogar darunter. Hinzu kommt der demografische Trend in den entwickelten Ländern. In Ländern wie Deutschland, Japan oder auch China (aufgrund der Ein-Kind-Politik) wird sich die Alterspyramide deutlich verändern. Der Anteil der über 60-Jährigen wird in den nächsten Jahrzehnten deutlich ansteigen, während der Anteil der Erwerbsbevölkerung deutlich zurückgeht. Für Deutschland erwartet das Berlin-Institut für Bevölkerung und Entwicklung gegenüber heute einen Rückgang der 18 bis 64-Jährigen um 6 Mio. Personen, bei den Menschen über 65 einen Zuwachs von 5 Mio. bis 2030.

Gleichzeitig verlängert sich noch die durchschnittliche Lebenserwartung. Was sowohl für den Einzelnen wie auch für die gesamte Menschheit ein sehr erfreulicher Trend aufgrund des medizinischen Fortschritts ist, wird die staatlichen Rentensysteme vor enorme Herausforderungen stellen. Die „Rente mit 67“ kann hier nur ein Anfang im Reformprozess gewesen sein.

Durch die Alterung der Gesellschaft sinkt auch das Produktionspotential der Volkswirtschaft. Das niedrigere BIP-Wachstum einer nicht wachsenden, älter werdenden Bevölkerung kann man am nachfolgenden Schaubild (Deutsches Wachstum und Schuldenstand seit 1971) ablesen, bei dem die Durchschnittsrate des BIP-Wachstums in Form der roten Kurve dargestellt ist. Gleichzeitig steigt die Staatsverschuldung (orange) stetig an.

Deutschland: BIP Wachstum und Staatsverschuldung



Im Gegensatz hierzu stellt sich die demografische Entwicklung in den meisten Emerging Markets deutlich anders dar. So wird beispielsweise die Bevölkerung in Indien bis 2025 um ca. 25% auf 1,5 Mrd. Menschen anwachsen. Gleichzeitig ist hier jedoch auch ein Rückgang der Kinder je Mutter zu erkennen, so dass Indien zwar aufgrund seiner hohen Bevölkerungszahl auch danach noch zahlenmäßig wachsen wird, jedoch in einem deutlich gemäßigten Tempo. In den 30 Jahren nach 2025 wird dann die sogenannte „demografische Dividende“ eingefahren. Dies bedeutet, dass – ähnlich wie in Deutschland zwischen 1950 und ca. 1975 – ein maximaler Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ist, die Infrastruktur (z.B. Schulen) weitgehend vorhanden ist für eine kleiner werdende Kinderanzahl und die Anzahl der älteren Mitmenschen noch relativ gering ist. Ähnlich sieht dies bei anderen Entwicklungsländern wie beispielsweise Indonesien oder Malaysia aus.

Zurück zur Schuldnerbeurteilung: Während in den Industrienationen also eine deutliche Qualitätsverschlechterung über die Ratings angezeigt wurde, kamen die Emerging Markets im gleichen Zeitraum auf ca. 100 Heraufstufungen, also eine Verbesserung der Kreditqualität. Seit 2007 sind auch die Devisenreserven dieser Länder größer, als die Auslandsschulden. Sicherlich ist diese Statistik durch den Export-Staat China verzerrt, sie zeigt jedoch auch, dass die Emerging Markets die richtigen Lehren aus der Asienkrise 1997 gezogen haben und nun deutlich solider aufgestellt sind als damals.

Um beim Beispiel Indien zu bleiben. Hier liegt die Staatsverschuldung bei vergleichsweise verträglichen 50%, im Euroraum sind es gut 87% und in den USA knapp 94% (jeweils 2012). Neben Demografie und Verschuldung sind noch zwei weitere Faktoren positiv für die Länder. Durch die inzwischen weitgehend in eigener Währung stattfindende Verschuldung (local currency debt) sind die Länder nicht mehr so abhängig von den USA und deren Notenbankpolitik, sondern können eine für die eigene Wirtschaft notwendige Zinsfestsetzung vornehmen. Nicht nur das Wirtschaftswachstum ist in den Emerging Markets höher als in den Industrienationen, auch der Lebensstandard steigt teilweise deutlich an. Die sich bildende Mittelschicht schafft nicht nur Nachfrage nach Konsum- und Luxusgütern, auch Geld- und Versicherungsdienstleistungen werden zunehmend nachgefragt. Die sich entwickelnden Märkte für Anleihen treffen auf wachsende Nachfrage aus dem Inland, z.B. Pensionskassen, Versicherungen oder Banken. Gleichzeitig sind heute erst 5% der globalen Anleihe-Benchmarks mit den Emerging Markets besetzt. Sowohl die Nachfrage aus dem In- aber auch Ausland wird diesen Anteil deutlich anwachsen lassen.

Zusammenfassend lässt sich also feststellen:

1. Die Emerging Markets haben bereits heute bessere Wachstumsraten als die Industrienationen. Dies wird anhalten, die Bedeutung der Emerging Markets nimmt somit an der Weltwirtschaft zu.
2. Die demografische Entwicklung ist in den Entwicklungsländern deutlich vorteilhafter als im Schnitt der Industrieländer.
3. Die Staatshaushalte der Emerging Markets sind zumeist deutlich geringer verschuldet als die industrielle Welt.
4. Die Kapitalmärkte der Emerging Markets sind heute deutlich liquider und unabhängiger vom Kapital der Industrienationen.

Für Anleihe-Investoren bedeutet dies aus unserer Sicht mittelfristig:

1. Eine stärkere Beimischung der Emerging Markets – auch im Anleihenbereich – ist für europäische Anleger sinnvoll. Dadurch wird nicht nur die Rendite gesteigert, auch die Kreditnehmerqualität steigt an.
2. Wie bereits im letzten Marktausblick formuliert wird der neue „home-bias“ (also die Bevorzugung heimischer Schuldner gegenüber nicht-heimischen), welcher durch die EU-Schuldenkrise verursacht wurde, auch bei Emerging Markets-Investoren anhalten. Die dort entstehenden Investoren werden auch einen großen Teil ihrer Gelder dort anlegen (und ggf. über Regulierung dazu gezwungen).
3. Allerdings muss Investoren bewusst sein, dass sie neben den üblichen Anleiherisiken auch Wechselkurs- und politische Risiken eingehen, welche zu höherer Volatilität führen können.

WÄHRUNGEN

Japanischer Yen: Eine Gesellschaft in Abwicklung?

Japan ist nicht nur die mit über 200% des BIP am höchsten verschuldete Industrienation, sie ist auch am weitesten fortgeschritten in der demografischen Entwicklung. Bis 2050 soll die japanische Bevölkerung um ca. 20% zurückgehen. Dieser Rückgang begrenzt die Nachfrage nach Immobilien (und deren Preisentwicklung) und das Wirtschaftswachstum deutlich. Bei chronischer Deflation und einer sinkenden Anzahl an Köpfen sieht die Bilanz für den Einzelnen auf den ersten Blick zwar gar nicht so schlecht aus. Die realen Konsumausgaben je Arbeitskraft bleiben gleich oder steigen sogar leicht. Doch die Schulden sind eine nominale Größe, deren Last in Relation zum Einkommen in einer Deflation sogar überdurchschnittlich schnell steigt. Und bereits heute beträgt die Zinslast des japanischen Staates 2% des BIP und steigt stetig an, trotz eines Zinssatzes deutlich unterhalb der 1% Marke für eine zehnjährige Anleihe.

Gleichzeitig ist Japan immer noch die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Die Devisenreserven liegen bei über 1,2 Billionen USD. Doch als Exportnation leidet Japan sehr unter dem starken Yen. Gemessen am USD wertete der Yen seit 2010 über 11%, seit 2005 sogar knapp 20% auf, gegenüber dem Euro sogar um 20% bzw. 25% in denselben Zeiträumen. Obwohl die Bank of Japan in den letzten Jahren bereits mehrfach gegen eine zu starke Aufwertung des Yen intervenierte, stieg der Yen kontinuierlich an. Im Rahmen dieser Aufwertung und der Katastrophe von Fukushima mit den nachfolgenden notwendigen Importen zum Wiederaufbau wurde aus einem chronischen Handelsbilanzüberschuss ein Defizit.

Japan: Handelsbilanz (rechte Achse) und Wechselkurs (linke Achse)



Ein schwächerer Yen käme Japan somit aus mehreren Gründen recht. Zum einen würde die Deflation über ein gewisses Maß an importierter Inflation abgemildert, zum anderen wären die Exportunternehmen wettbewerbsfähiger.

Die Frage ist, ob sich in Japan nicht die nächste Solvenzkrise zusammenbraut. Die mittelfristigen Rahmendaten Japans ercheinen so schlecht, dass es eine Frage der Zeit zu sein scheint, bis der Yen deutlicher abwertet, vor allem im Vergleich zu den anderen asiatischen Währungen.

ROHSTOFFE

Viele Investoren haben in den vergangenen Jahren verstärkt Investments in Rohstoffe getätigt. Die Argumente für ein Engagement in Rohstoffen sind vielfältig. In der Gesamtbetrachtung eines Portfolios besitzen Rohstoffe eine geringe bis negative Korrelation zu anderen Assetklassen. Sie bieten in ihrer Eigenschaft als reale Güter Schutz vor Inflation und geopolitischen Risiken. Darüber hinaus erhöht die stetig wachsende Weltbevölkerung die physische Nachfrage nach Rohstoffen. Betrachtet man die Rohstoffpreisentwicklung anhand eines breit diversifizierten Rohstoffindex, den Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBS), so fällt das Ergebnis jedoch enttäuschend aus. Über einen Zeitraum von 5 Jahren hätte man mit einer Buy-and-Hold-Strategie auf Basis des Rohstoffindex DJUBS eine negative Wertentwicklung erzielt.

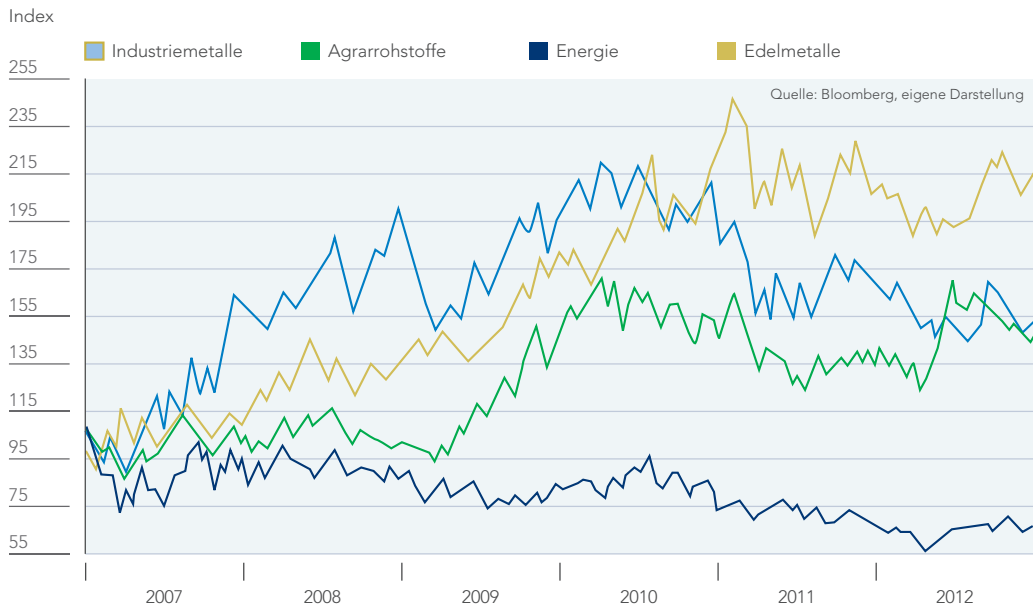
Kursverlauf des Dow Jones UBS TR Index in USD



Auch 2012 hätte ein Investor lediglich eine schwarze Null für sich verbuchen können (Stand 12.12.2012). Trotzdem sind Rohstoffinvestments eine sinnvolle Beimischung für jedes Portfolio, denn die einzelnen Rohstoffsektoren entwickelten sich höchst unterschiedlich. Die weltweite Konjunkturschwäche hat vor allem die zyklischen Rohstoffe, wie Industriemetalle und Energie, negativ belastet. Wäre ein Investor ausschließlich im Edelmetallsektor (Gold, Silber) über die letzten 5 Jahre investiert gewesen, hätte er eine hohe Rendite erzielen können. Der Goldpreis befindet sich seit 10 Jahren in einem langfristigen Aufwärtstrend. Auch Silber konnte außerordentlich profitieren. Umgekehrt wäre ein Engagement im Subsektor Energie dagegen verheerend ausgefallen. Der hohe Preisverfall von Erdgas hat die Kursgewinne bei Rohöl mehr als überkompensiert.

ROHSTOFFE

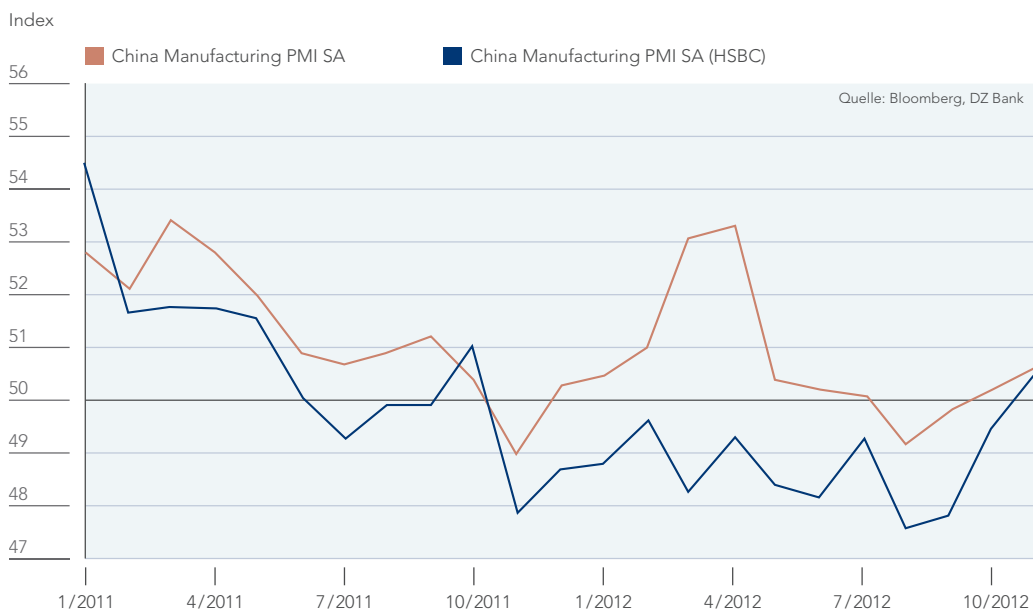
Kursverlauf der Rohstoffsektoren des Dow Jones UBS TR Index in USD



Welcher Rohstoff-Sektor besitzt das größte Kurspotenzial für 2013?

Aufgrund sich verbessernder Frühindikatoren könnten die Industriemetalle das höchste Kurspotenzial in 2013 besitzen. Größter Treiber und zugleich größte Gefahr für Industriemetalle bleibt das chinesische Wachstum. Es gibt klare Anzeichen, dass die chinesische Wirtschaft im dritten Quartal 2012 die Talsohle durchschritten hat. Der Einkaufsmanagerindex ist zuletzt zum dritten Mal in Folge gestiegen und hat die wichtige Wachstumsschwelle bei 50 Punkten überwunden. Für das nächste Jahr könnte das Wirtschaftswachstum dann sogar wieder bei über 8% liegen.

Einkaufsmanagerindex in China steigt an



Anders als bei den Edelmetallen besteht bei Industriemetallen tatsächlich ein realer Verbrauch. Dieser stieg in den vergangenen Jahren kontinuierlich.

Unter den Industriemetallen findet Kupfer die größte Beachtung. Über 40% der weltweiten Kupfernachfrage entfällt auf China. Folglich ist das Land einer der wichtigsten Einflussfaktoren auf den Kupferpreis. Hintergrund der hohen chinesischen Kupfernachfrage sind zahlreiche Infrastrukturprogramme. Zu den bereits bestehenden Projekten könnten neue dazu kommen. Viele Marktteilnehmer erwarten, dass die neue Regierung in China sich durch deren Freigabe einen guten Start verschaffen will.

Aber auch neue Trends im Automobilbereich, beispielsweise das Hybrid- oder Elektroauto, lassen den Kupferbedarf steigen. Selbst in Deutschland wird mit einer höheren Kupfernachfrage gerechnet. Tausende von Kabelkilometer müssen aufgrund der Energiewende in Deutschland neu verlegt werden, um entlegene Regionen mit alternativer Windenergie aus dem Norden anzubinden.

Nach den Berechnungen von Unicredit ist der Kupferverbrauch seit 2002 um durchschnittlich 3,1 Prozent pro Jahr angestiegen. Dabei konnte die Angebotsseite mit der gestiegenen Nachfrage nicht Schritt halten. Das führte in der Vergangenheit zu Engpässen und Preisspitzen bei Kupfer. Zudem geht in vielen Minen die Kupferproduktion kontinuierlich zurück, da der sogenannte Erzgehalt im Gestein deutlich sinkt. Zusätzlich belasten hohe Kostensteigerungen die Minenbetreiber. Die Personal- und Materialkosten zogen in den letzten Jahren so stark an, was den Kupferabbau bei gleichzeitig sinkenden Preisen häufig zunehmend unrentabel machte.

Für 2013 sollte sich die Angebotsseite bei Kupfer ein wenig entspannen. Einige Analysten gehen sogar davon aus, dass das Angebot erstmals wieder die Nachfrage übersteigen könnte. Allerdings wurde die Produktion aus neuen Kupferminen in der Vergangenheit bereits mehrmals überschätzt. Somit wäre eine konjunkturelle Belebung der wichtigste Treiber, der sich unmittelbar in steigenden Kupferpreisen widerspiegelt.

Auch einen Hedge Fund-Star verlässt mal das Glück

„Politische Börsen haben kurze Beine“ – oder doch nicht?

Auch im laufenden Jahr mussten sich Investoren daran gewöhnen, dass die Prognosefähigkeit von politischen Entscheidungen die scheinbar entscheidende Stellschraube für Erfolg oder Misserfolg an den Kapitalmärkten war. Doch diese kommen plötzlich und sind schwer vorherzusehen. Viele Marktteilnehmer fühlen sich gerade in der europäischen Schuldenkrise der Politik und ihren Entscheidungen ausgeliefert. Alleine die letzte Ankündigung des EZB-Chef's Draghi reichte aus, um die Märkte zu besänftigen und eine Welle der Euphorie loszutreten. Die Aktienmärkte stiegen stark an. Die Risikoaufschläge von Krisenländern, darunter die sogenannten PIIGS-Staaten, sanken rapide. Viele Marktteilnehmer, die auf eine weitere Verschlechterung gesetzt hatten, wurden auf dem falschen Fuß erwischt. Unter den „Opfern“ von EZB-Chef Draghi dürfte unter anderem John Paulson gewesen sein.

Der in der Finanzkrise weltweit bekannt gewordene Spekulant hatte auf den Zusammenbruch des US-Immobilienmarkts gesetzt – und damit richtig gelegen. Der Manager spekulierte auf einen Verfall der US-Hypotheken und erzielte mit 3,7 Mrd. USD den bis dato höchsten Gewinn aller Zeiten. Im Jahr 2010 verdiente Paulson laut dem Wall Street Journal fünf Mrd. Dollar und wurde von mehreren Medien zum erfolgreichsten Hedge Fund-Manager aller Zeiten gekürt.

Seit geraumer Zeit spekuliert nun Paulson gegen den Euro und auf ein Zusammenbrechen der europäischen Währungsunion. Der Manager setzt mit Optionsgeschäften einerseits auf sinkende Kurse europäischer Staatsanleihen und kauft andererseits Kreditausfallversicherungen (CDS), um sich gegen einen drohenden Komplettausfall abzusichern. Gleichzeitig wettet Paulson auch auf eine Bonitätsherabstufung Deutschlands. Die Bundesleihen gelten in der Finanzwelt als sicherer Hafen. Sollte Deutschland tiefer in den Strudel der Schuldenkrise geraten, dann dürfte die Bestnote „AAA“ wackeln und sich die gute Bonität rapide verschlechtern.

Die jüngste Rally an den Kapitalmärkten hat jedoch genau diese negativ gestimmten Investoren wie Paulson auf dem falschen Fuß erwischt und dazu gezwungen, ihre Positionen gegen den Euro aufzugeben. Mittlerweile geht die Mehrheit der Marktteilnehmer sogar davon aus, dass das unbegrenzte Einschreiten der EZB nicht nur ein Auseinanderbrechen der Euro-Zone verhindern dürfte, sondern auch eine langfristige Lösung darstellen könnte. „Europa um jeden Preis“ lautet das Motto.

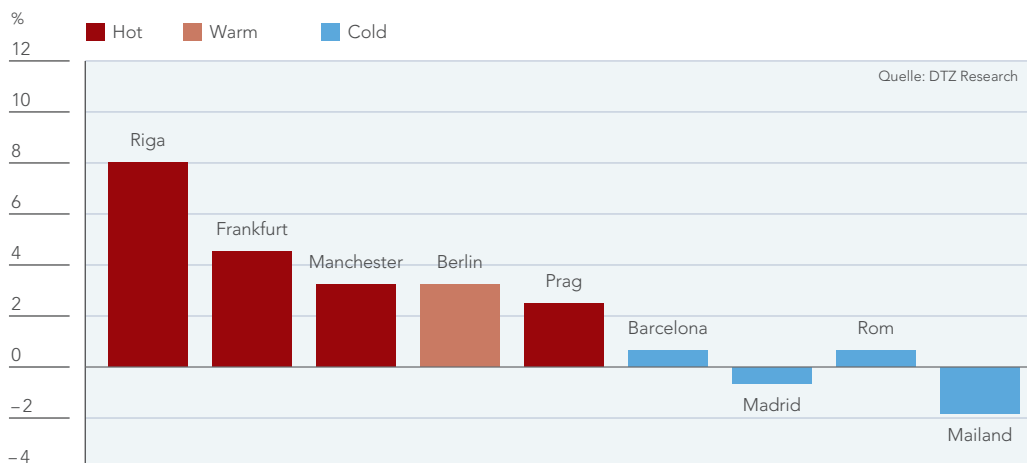
Bereits 2011 war ein mageres Jahr für Investoren in den Fonds von Paulson, die insgesamt rund 24 Mrd. US-Dollar vereinen. Einer der größten Paulson-Fonds büßte sogar nahezu 50 Prozent an Wert ein. Paulson hatte mit einem Gold-Fonds und einem Investment in China falsch gelegen. Auch die Investition in den chinesischen Forstkonzern Sino Forest bescherte einen hohen Verlust. Paulson besaß ein großes Paket Aktien an Sino Forest. Eine Analysefirma warf jedoch dem Unternehmen vor, den eigenen Waldbesitz in den Bilanzen völlig falsch bewertet zu haben. Die Aktien befanden sich daraufhin im freien Fall und verloren rund 80 Prozent ihres Wertes. Wie viel sein Hedge Fund „Paulson & Co.“ dabei verloren hat, ist unklar. Die Schätzungen reichen von 500 bis 800 Mio. US-Dollar.

Nun steht Paulson, der vormalige Mega-Star der Hedge Fund-Branche unter ganz besonderem Druck. Die Investoren erwarten Gewinne und keine Verluste in solchen Dimensionen.

Entwicklungen an den gewerblichen Immobilienmärkten

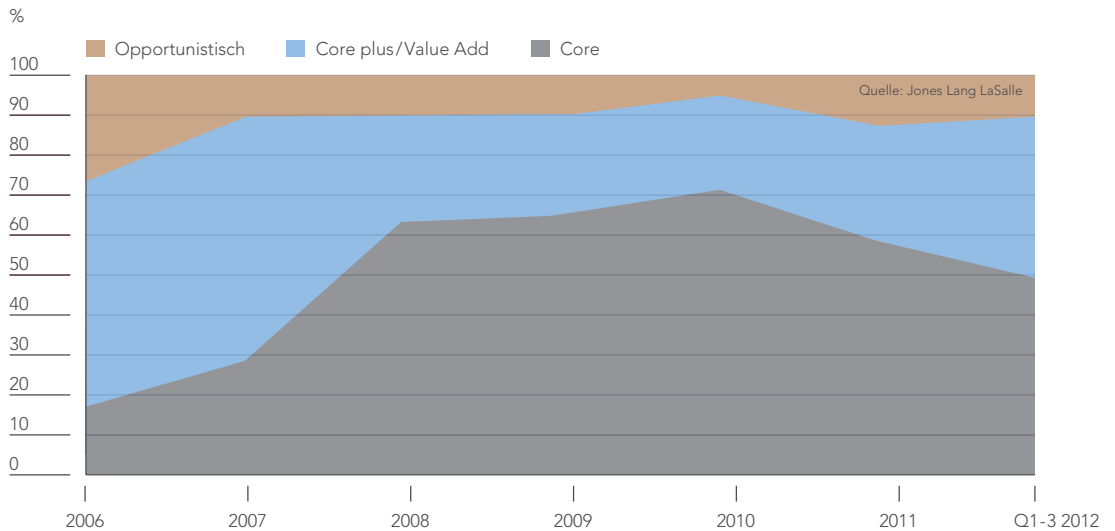
Im letzten Marktbericht sind wir im Besonderen auf die Entwicklung am Deutschen Wohnungsimmobiliemarkt eingegangen. Dieses Mal steht im Mittelpunkt der Überlegungen die Entwicklung der gewerblichen Immobilienmärkte, besonders der beiden maßgeblichen Teilmärkte Handel und Büro. Egal ob in der Assetklasse Handel oder Büro, es spiegeln sich die makroökonomischen Probleme der einzelnen Länder der Eurozone in den Mietvorhersagen und Bewertungen wieder. Sehr deutlich wird dabei auch die Konzentration auf den nördlichen Markt und die Spekulation auf dessen Robustheit. Für die Vergangenheit ist das sicher richtig, doch jeder sollte sich zumindest die Frage stellen, wie lange sich der Norden krisenfest zeigt und wie sicher es ist, dass keine „Ansteckung“ erfolgen kann. Immerhin ist die Arbeitslosenquote für Gesamteuropa mit 11,4% weiterhin auf einem Allzeithoch und die Inflation liegt immer noch über dem von der EZB angestrebten Ziel von 2%. Dagegen werden die Ausgaben für den Konsum in 2012 bei -0,8% erwartet. Andererseits wird weiterhin von 2,1% Mietsteigerung im Handel ausgegangen, da die internationalen Handelsketten in den europäischen Markt drängen. Dieses teilweise widersprüchliche Bild legt zumindest nahe, bei weiteren Investitionen auf Qualität und Nachhaltigkeit der Immobilienanlagen zu schauen, sowie innerhalb der Anlageklassen zu diversifizieren.

Durchschnittlich prognostiziertes Mietwachstum für Handelsflächen in Europa (2012-2016, in Prozent p.a.) und Fair Value-Klassifizierung



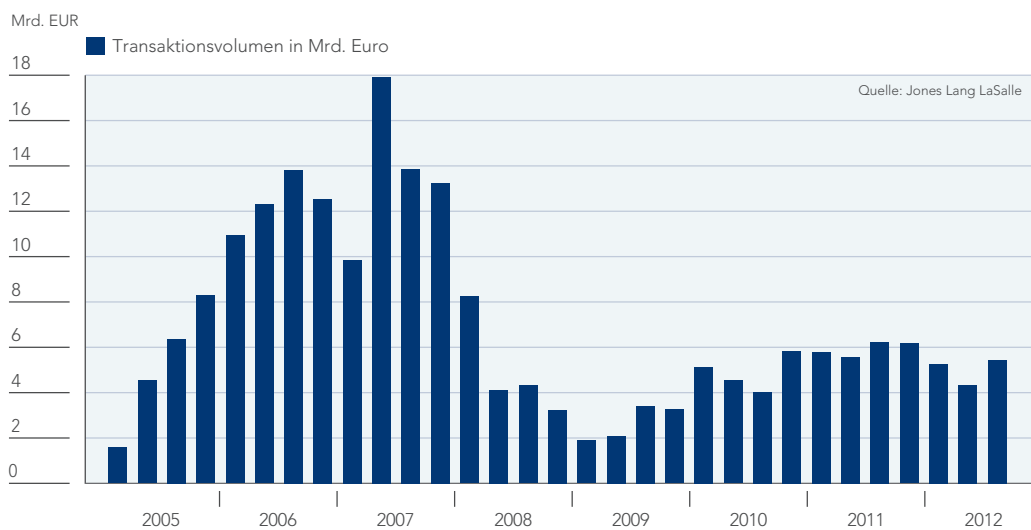
Die Eurokrise bestimmt zudem nachdrücklich das Verhalten der Anleger für die großen Immobilienobjekte. Im Mittelpunkt dieses Anlageverhaltens steht dabei die Problematik des weiterhin knappen Eigenkapitals der Banken für Finanzierungen und die Kaufverlockung des niedrigen Zinses in Kombination mit dem Willen zum Werterhalt. Dieses resultiert bei den Käufergruppen in einer sehr starken Konzentration auf Core Immobilien mit langfristigen Mietverträgen und besonders bonitätsstarken Mietern. Nachdem auch große Immobilienfonds erhebliche Teile ihres Anlagevermögens zeitnah refinanzieren müssen, ist damit zu rechnen, dass die Renditen für diese Anlageprodukte nur dann halten, wenn die Mieter und die Objekte von sehr guter Qualität sind. Die Qualität des Underlyings, sprich der Immobilie selbst, wird für die Refinanzierung und die damit verbundenen Bedingungen, wie Eigenkapitalerfordernis und Bankmarge noch entscheidender werden als vorher.

Transaktionen nach Risikoklassen



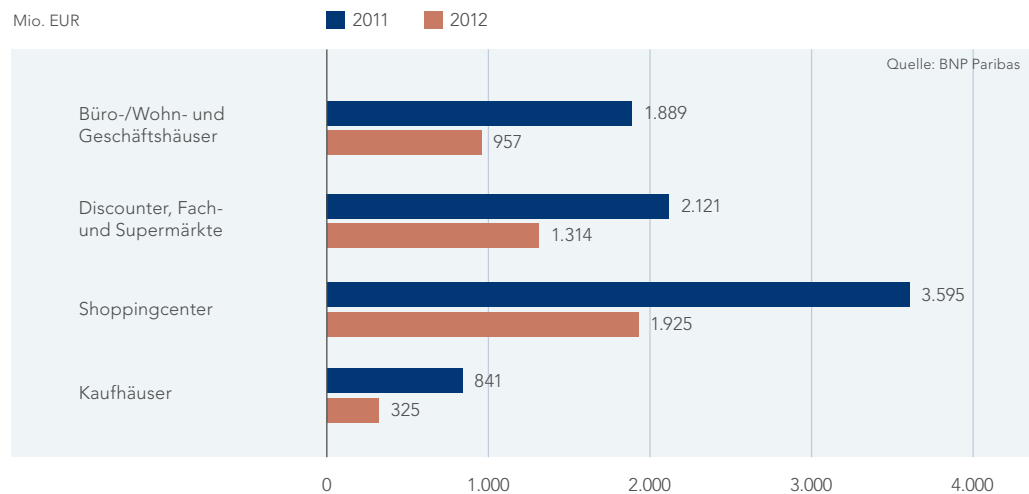
Deswegen beschäftigen sich mehr und mehr Investoren mit dem Problem, dass besonders wert- haltige etablierte Core-Objekte zu einkömmlichen Renditen am Markt rar sind und investieren deshalb in Value Add-Objekte oder neue Projektentwicklungen. Diese Problematik wird besonders auch in Deutschland deutlich, wenn man auf die Transaktionsvolumina insgesamt schaut, nachdem die Preise weiterhin sehr stabil sind. Die Transaktionsvolumina befinden sich nicht auf Vorkrisen- niveau sondern sind weit entfernt davon. Der Grund dafür liegt für Core-Objekte nicht in der mangelnden Nachfrage, sondern in der mangelnden Verfügbarkeit wirklich guter Objekte.

Transaktionsvolumen in Deutschland



Besonders im Handelsbereich wird das deutlich, wo sich das Transaktionsvolumen im Vergleich zum Vorjahr um ca. 55% reduziert hat.

Retail-Investments nach Objektart in Deutschland Q1 – 3



Diese Situation deutet darauf hin, dass die Preise – wenn es nicht zu erheblichen Marktverwerfungen kommt – für Qualität hoch bleiben.

Die Käufergruppen sind am aktuellen Markt sehr divers. Dieser Umstand belegt, dass viele Anleger die Immobilie ihren Portfolien nachhaltig beimischen, um so ihre Anlagen zu diversifizieren und krisenfest zu machen. In der Spitze der Anleger bewegen sich dabei die Immobilien AGs und Spezialfonds.

Nachdem viele Privatanleger in der Vergangenheit die offenen und geschlossenen Fonds mit Liquidität versorgt haben, um so ihr Vermögen um die Assetklasse Immobilie zu diversifizieren, spiegelt sich das veränderte Umfeld auch bei den Immobilienfonds wieder.

Dabei ist die Lage der offenen Fonds zudem gekennzeichnet von der Unsicherheit über die Auswirkungen, die das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) auf die Anleger haben wird.

Konkret wird die Frage gestellt ob vor dem Hintergrund der neuen Regulierung die Anlagegruppe für Private und Institutionelle noch attraktiv ist.

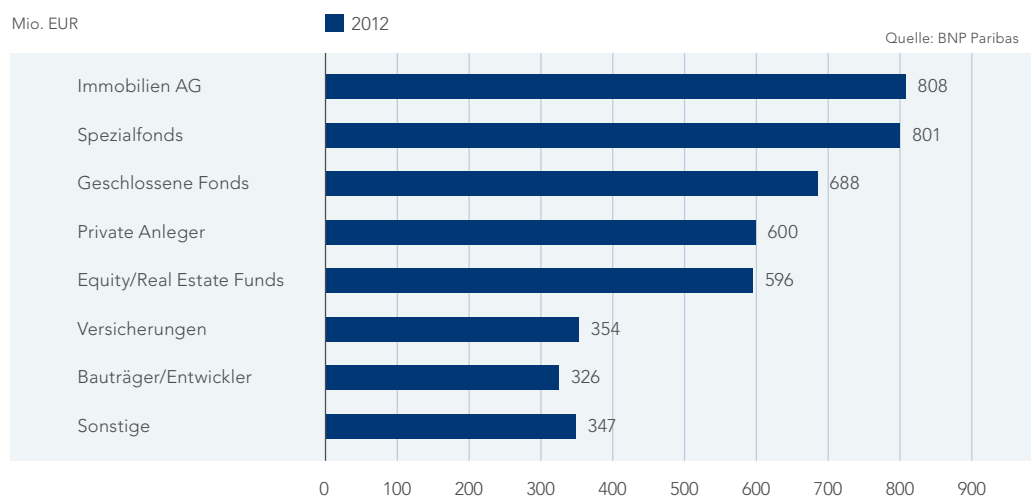
Wir gehen davon aus, dass am Ende des Prozesses noch eine Handvoll Anbieter am Markt sein werden, die Produktgruppe weiter bestehen wird und sich die Lage weiter beruhigt. Allerdings kann es vorher zu Verwerfungen in dieser Anlegergruppe kommen.

In Bezug auf die geschlossenen offenen Fonds sehen wir durchaus Verkaufsdruck der Fondsmanager, die „guten“ Immobilien können am Markt platziert werden, die mittleren bis schlechten Immobilien (viele haben „Mängel“, z.B. in Bezug auf Lage, Mieter, Vermietungsstand, Alter) werden wohl nur durch weitere Abwertungen verkauft werden können.

Der Markt für geschlossene Fonds befindet sich in einem starken Umbruch. Fondsanbieter verwalten hohe Bestände an Assets mit denen sie z.T. zu geringe Erträge aus der laufenden Verwaltung erzielen. Gleichzeitig stockt das Neugeschäft, was dazu führt, dass fast alle Fondsanbieter auf der Watchlist der in der Existenz gefährdeten Anbieter stehen. Daneben ist die im Markt übliche KG-Struktur hinterfragt. Es wird erwartet, dass mehr und mehr alternative Anlageverpackungen in

den Markt kommen werden. Auch auf diese Anlageklasse wird das KAGB Auswirkungen haben. So wird darauf spekuliert, dass es sich nur noch wenige Fondsanbieter leisten können die neuen gesetzlichen Anforderungen umzusetzen. Deswegen ist nicht auszuschließen, dass die Fonds in Zukunft auf der Anlegerseite weniger Nachfrage kreieren. Wenn das der Fall sein könnte, würde der Preisdruck für schwächere Qualitäten wahrscheinlich weiter zunehmen.

Retail-Investments nach Käufergruppen Q1 - 3



Nachdem die Inflation die Geldvermögen erheblich reduzieren könnte, ist deshalb anzunehmen, dass der Markt für Gewerbeimmobilien guter bis sehr guter Qualität nachhaltig stabil bleibt, wenn die damit verbundenen Mietverträge vertraglich nachhaltig indexiert sind. So könnte die direkt gehaltene Immobilie in jedem Vermögen zum Inflationsschutz beitragen, wenn sie konservativ finanziert wurde. Von zu hohen Leverage-Ratios (Verhältnis Fremdkapital zu Eigenkapital) sollte in diesem Zusammenhang abgesehen werden, damit bei Belastungssituationen (Leerstand, Mietminderung, Mieterwechsel) keine Stresssituationen für die zu bedienenden Kredite entstehen.

PORTFOLIOAUSRICHTUNG

Aktien	Europa:	neutral
	USA:	übergewichten
	Asien:	übergewichten

Anleihen	EUR-Anleihen:	neutral
	EUR-Duration:	neutral

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

US-Dollar		neutral
-----------	--	---------

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