

Marktbericht 3. Quartal 2012



INVESTMENTSTRATEGIE

Marktbericht 3. Quartal 2012, Stand 30.06.2012

Inhaltsverzeichnis	Seite
Globales Investmentumfeld	2
Ökonomische Rahmenbedingungen	5
Aktien	9
Anleihen	11
Währungen	13
Rohstoffe	14
Hedge Funds	17
Private Equity	18
Immobilien	19
Portfolioausrichtung	22
Rechtliche Hinweise	23

### Herausfordernde Zeit für Investoren

Das 2. Quartal 2012 brachte erneut heftige negative Kapitalmarktentwicklungen für viele Assetklassen, die ihre Spuren in vielen Wertpapierportfolien hinterließen.

Die europäische Verschuldungs- und Bankenkrise flammte mehr denn je auf und die temporäre Beruhigung durch die EZB-Programme im Dezember 2011 und Februar 2012 war nur von kurzer Dauer. Spanien und Italien sind wieder heftiger unter Druck geraten, was deutliche Auswirkungen auf deren Kapitalmärkte – Zinsen und Aktienkurse – hatte.

Die politische Lage in Europa wird nicht einfacher. Frankreich hat einen neuen Präsidenten und steuert einen klaren Kurswechsel an. Griechenland konnte zwar nochmals die Machtergreifung der Extremparteien abwenden, steht aber weiter wirtschaftlich an der Wand. In Italien und Spanien gibt es zunehmenden politischen Gegenwind gegen weitere Spar- und Reformprogramme. Der Druck auf die deutsche Regierung, ihre Haltung gegenüber einer Vergemeinschaftung der Schulden aufzugeben, wird international immer größer und zeigt bei Bundeskanzlerin Angela Merkel bereits Wirkung. Die öffentliche Diskussion über die Zukunft des Euroraums wird immer pessimistischer.

Kein gutes Umfeld für volkswirtschaftliche Wachstumsimpulse in der Welt!

Und in der Tat driftet die europäische Gesamtwirtschaft immer stärker in die Rezession ab und weitere politische Paralyse, Untätigkeit und Radikalisierung benachteiligter Gesellschaftsschichten beinhaltet die Gefahr, dass daraus auch eine tiefe Depression werden kann. Erste Verbesserungszeichen in den Problemländern ( wie z.B. verbesserte Wettbewerbsfähigkeit, abnehmende absolute Neuverschuldungen) werden da kaum wahrgenommen.

Obwohl die US-Volkswirtschaft auch nur mit einem anämischen Wachstum von 2% wächst, erscheint dieser Teil der entwickelten Welt derzeit in einer relativen „Comfort-Zone“ zu agieren. Mit einer Fed im Rücken, die zu allem bereit ist, scheint eine echte Rezession vermeidbar. Der US-Häusermarkt setzt seine leichte Erholungstendenz fort und beschert den US-Konsumenten kleine Wohlstandsgewinne. Gut für die Psychologie.

Nachdem China immer mehr von der globalen Wirtschaftsschwäche infiziert wird, scheint das monetäre Gaspedal dort wieder kräftiger durchgetreten zu werden. Die chinesische Administration ist für schnelles und konsequentes Handeln bekannt, wenn es darum geht, die Wirtschaft wieder anzukurbeln.

Es bleibt eine sehr herausfordernde Zeit für Kapitalmarktinvestoren. Das volkswirtschaftliche Umfeld ist überladen mit Problemen und es besteht nur geringe Klarheit, wie viele Brandherde nicht doch endgültig außer Kontrolle geraten. Viele Staaten werden in den nächsten Jahren den Weg der finanziellen Repression weiter fortführen, um nicht gezwungen zu sein, ihren Bürgern noch härtere Entschuldungsmaßnahmen zuzumuten. Wir können mit großer Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dass die Notenbanken die Zinsen weiter tief halten und noch mehr aggressive monetäre Impulse – auch von der EZB – nicht ausgeschlossen sind. Damit bieten Staatsanleihen von relativ soliden Volkswirtschaften weiterhin kurzfristig den besten Kapitalschutz ( nominal ), aber eine bescheidene oder sogar negative Realrendite auf mittlere Sicht.

Es gab in den letzten 30 Jahren viele Finanzkrisen. Trotzdem blieb das Makroumfeld für die Kapitalmärkte generell günstig: fallende Inflation und Zinsen, ausreichendes Kreditangebot, positive Impulse der Globalisierung und eine starke Erholung der Unternehmensprofitabilität. Diese glücklichen Tage

GLOBALES INVESTMENTUMFELD

sind wohl vorüber, denn der Spielraum für weiter fallende Zinsen ist gering, die Profitmargen der Unternehmen mehrheitlich auf Rekordniveau und der Konsolidierungsdruck der Staaten eine schwerwiegende Wachstumsbremse für die Zukunft.

Ein wesentlicher Erfolgsfaktor bei Kapitalmarktinvestitionen liegt in der der Fähigkeit des Investors, stark unterbewertete Assets zur richtigen Zeit zu kaufen. Es ist keine Überraschung, dass der bekannte Spruch „Buy low and sell high“ zu Erfolg führt. Folgende Analyse des unabhängigen Research-Hauses BCA Research zeigt auf, welche Performance-Ergebnisse zu erzielen waren (Anlagehorizont 5 Jahre), wenn man zu unterschiedlichen Realrenditelevels (zwischen -1 bis 4%) und Bewertungen am Aktienmarkt (Kurs-/Gewinnverhältnisse < 14 bis > 25) im amerikanischen Kapitalmarkt investiert hätte.

Marktrenditen und Aktienbewertungen

Quelle: BCA Research

Jährliche Performance abzgl. Inflation über 5 Jahre*			
	Anleihen	Aktien	
Realrendite bei Kauf**	10-jährige US-Anleihen (%)	KGW bei Kauf	S&P 500 (%)
unter 1	-1,0	unter 14	10,8
zwischen 1 und 2	0,1	14 bis 19	9,7
zwischen 2 und 3	1,3	19 bis 22	7,5
zwischen 3 und 4	3,9	22 bis 25	1,3
über 4	7,0	über 25	-2,0

\* Berechnung auf Quartalsbasis seit 1953  
\*\* Nominalrenditen abzgl. Inflationserwartung (BCA)

Aber was sind derzeit billige Assets? Europäische Banken mit einem Buchwert von 0,3? Spanische und italienische Anleihen? Kann alles noch billiger werden und welcher verantwortungsvolle Vermögensverwalter investiert hier bereits mit Überzeugung?

Was ist teuer? Bundesanleihen? Sicher! Gold? Vielleicht? Farmland und Immobilien in Toplagen? Es gibt zumindest Anzeichen dafür, das erste Blasen in Immobiliensegmenten entstanden sind.

Aktien erscheinen nicht überbewertet, aber richtige Schnäppchen sind sie auch nicht. Welche Erträge können Investoren bei Aktien über die nächsten 5 Jahre erwarten? Auch hier zitieren wir gerne eine plausible Herleitung diverser Szenarien des Research-Hauses BCA Research, das für entwickelte Märkte rund 6,5% und aufstrebende Märkte rund 8.5% Performance p.a. erwartet.

## Aktien-Performance

Quelle: BCA Research

1. Szenario: Aktien-Performance Industrieländer				
	Historischer Durchschnitt 1970 – 2007	Positives Szenario* 2012 – 2017	Neutrales Szenario** 2012 – 2017	Negatives Szenario*** 2012 – 2017
Jährliches Gesamtwachstum in %				
Nominales BIP	7,2	6,0	4,0	3,0
Unternehmensgewinne	7,9	6,0	3,5	2,0
x Veränderung KGV	0,0	5,0	0,0	-5,5
= Wachstum auf MSCI Index-Basis	7,9	11,3	3,5	-3,6
+ Dividenden-Reinvestitionen	3,2	3,0	3,0	2,6
= Gesamt-Performance Aktien	11,1	14,3	6,5	-1,0
* Unterstelltes KGV zum Ende der Periode = 17 (historischer Mittelwert 17,3)				
** Unterstelltes KGV zum Ende der Periode = 13,3 (aktuelles Niveau)				
*** Unterstelltes KGV zum Ende der Periode = 10				

2. Szenario: Aktien-Performance in Emerging Markets				
	Historischer Durchschnitt 1970 – 2007	Positives Szenario* 2012 – 2017	Neutrales Szenario** 2012 – 2017	Negatives Szenario*** 2012 – 2017
Jährliches Gesamtwachstum in %				
Nominales BIP	8,4	8,0	6,5	5,0
Unternehmensgewinne	8,4	9,0	6,0	4,0
x Veränderung KGV	3,2	6,4	0,0	-3,9
= Wachstum auf MSCI Index-Basis	11,9	16,0	6,0	-0,1
+ Dividenden-Reinvestitionen	2,9	2,6	2,6	2,2
= Gesamt-Performance Aktien	14,8	18,6	8,6	2,1
* Unterstelltes KGV zum Ende der Periode = 15 (historischer Mittelwert 17,3)				
** Unterstelltes KGV zum Ende der Periode = 11 (aktuelles Niveau)				
*** Unterstelltes KGV zum Ende der Periode = 9				

In diesem Zusammenhang macht es aus unserer Sicht viel Sinn, den Fokus auf überdurchschnittliche und nachhaltige Dividendenfähigkeit bei Unternehmen zu setzen. Die Ausschüttungsquoten sind auf historisch geringem Niveau und viele Gesellschaften sitzen auf großen Liquiditätspolstern, welche angesichts der makroökonomischen Schwierigkeiten nur zögerlich investiert werden. Es bieten sich gute Gelegenheiten ein Aktienportfolio von global agierenden Unternehmen mit soliden Bilanzen, starken Marken und nachhaltiger Dividendenfähigkeit aufzubauen. Sicherlich nicht die aufregendste Investmentidee, aber aus unserer Sicht eine, die sich in den nächsten 5 Jahren auszahlen sollte.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

USA

Risiken nehmen zu

Das erste Halbjahr verlief in den USA wirtschaftlich gesehen positiv, doch zuletzt mehren sich die Anzeichen für eine erneute Eintrübung. Zuletzt blieben die US-Konjunkturdaten hinter den Erwartungen zurück. So ist davon auszugehen, dass die US-Wirtschaft im zweiten Quartal nur ein geringes Wachstum verzeichnen wird. Damit dürfte die Arbeitslosenrate auf dem gegenwärtig hohen Niveau von 8% verharren, was die US-Konsumenten zu weiterer Kaufzurückhaltung animieren wird.

Um dem entgegenzusteuern, hat die Federal Reserve Bank ihr unter dem Namen „Operation Twist“ bekanntes Programm zur Senkung der langfristigen Zinsen bis zum Jahresende 2012 verlängert. Unter diesem Programm will die Fed zusätzlich 267 Mrd. USD an Staatsanleihen kaufen und verkaufen. Die Fed wird konkret länger laufende Titel in kurzlaufende Titel tauschen, um so die langfristigen Zinsen niedrig zu halten und die Konjunktur zu stützen. Allerdings sind die geldpolitischen Möglichkeiten der Fed auf den gegenwärtigen Zinsniveaus begrenzt, denn niedrige Zinsen führen derzeit nicht automatisch zu einer erhöhten Kreditnachfrage der Unternehmen und Haushalte. Hinzu kommt, dass die nahenden Präsidentschaftswahlen die Handlungsmöglichkeiten der Fed begrenzen, denn die Zentralbank wird sich nicht dem Vorwurf der Parteilichkeit aussetzen wollen.

In Übereinstimmung mit den zuletzt schwächeren Wirtschaftsdaten fällt der ökonomische Überraschungsindex der Citigroup seit Februar 2012 kontinuierlich. Er misst, inwieweit die Veröffentlichung von neuen volkswirtschaftlichen Daten die Märkte positiv oder negativ überrascht. Der Index hat sich damit einmal mehr als Frühindikator bewährt. Dennoch zählen die USA 2012 zu den am stärksten wachsenden Volkswirtschaften weltweit. Die Unternehmensgewinne und die Löhne stiegen zuletzt wieder moderat und der Immobilienmarkt überrascht bisher positiv.

Überraschungsindex USA 5/2011 – 6/2012



ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Europa

Wirtschaftliche Erholung verzögert sich

Die Unsicherheit im Euroraum hat in den letzten Wochen weiter zugenommen. Zunächst belasteten die Parlamentswahlen in Griechenland die Märkte, dann hat Spanien seine europäischen Partner um Unterstützung für seinen Bankensektor in Höhe von 100 Mrd. EUR. Zypern folgte diesem Schritt vor wenigen Tagen und auch Italien gerät hin und wieder in die Schlagzeilen. Problematisch sind vor allem die gestiegenen Renditen für langlaufende spanische und italienische Staatsanleihen von 6,8%, beziehungsweise 6,2%. Damit ist ein Refinanzierungsniveau erreicht, das als langfristig nicht tragbar gilt.

Diese vorsichtige Grundstimmung wird durch die Vorlaufindikatoren für die Eurozone bestätigt. Der Überraschungsindex der Citigroup fällt seit Ende Februar kontinuierlich und erreicht aktuell historisch niedrige Niveaus. Wir rechnen daher in den kommenden Monaten mit einem unverändert herausfordernden Konjunkturmilieu in der Eurozone.

Überraschungsindex Eurozone 5/2011 – 6/2012



Eine rasche Besserung ist auch deshalb noch nicht erkennbar, da einige Länder der Eurozone mit strukturellen Ungleichgewichten ringen. Dazu gehören etwa stark gestiegene Lohnstückkosten und damit einhergehend eine zu geringe Wettbewerbsfähigkeit der sogenannten Südländer. In Spanien kommen die Probleme des Immobiliensektors hinzu, der auch die Bilanzen der meisten Banken dort weiter belasten sollte. Der Abbau dieser Ungleichgewichte sollte nach realistischen Schätzungen mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Erst in 2013 ist für die gesamte Eurozone wieder mit einem positiven Wirtschaftswachstum von ca. 0,5% zu rechnen.

Auch Deutschland kann sich diesem Trend nicht mehr entziehen. Zwar ist die deutsche Wirtschaft im ersten Quartal 2012 um 0,5% gewachsen. Mittlerweile drückt aber das schwache Wirtschaftswachstum in den übrigen Euroländern auch auf die Stimmung der deutschen Wirtschaft. So fiel zuletzt die Erwartungskomponente des IFO-Index von 100,9 auf 97,3 und damit unter die Expansionsschwelle von 100. Auch die Industrieproduktion hat sich zuletzt schwächer entwickelt als erwartet.

## ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Positive Impulse für die europäische Konjunktur könnten in den nächsten Monaten dennoch von einer Reihe von Faktoren ausgehen. Zunächst einmal ist eine erneute Zinssenkung durch die Europäische Zentralbank zunehmend wahrscheinlicher geworden. Zweitens ist der Ölpreis in den vergangenen Monaten um mehr als 20% von seinen Höchstständen gefallen. Dies senkt die Kosten für Unternehmen und Verbraucher und reduziert die Inflationsrate in der Eurozone zusätzlich. Drittens ist der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar seit April um fast 10% gesunken. Dies sollte der europäischen Exportwirtschaft Auftrieb geben. Viertens stützt die globale Konjunktur; so dürfte das weltweite Wirtschaftswachstum in diesem Jahr bei rund 3,5% liegen.

Entscheidend ist, ob es der europäischen Politik gelingt, die Wirtschaftskrise im Euroraum durch geeignete Maßnahmen rechtzeitig zu entschärfen. Dann kann es gelingen, die Wirtschaft der Eurozone in 2013 auf einen moderaten Wachstumspfad zurückzuführen.

### Emerging Markets

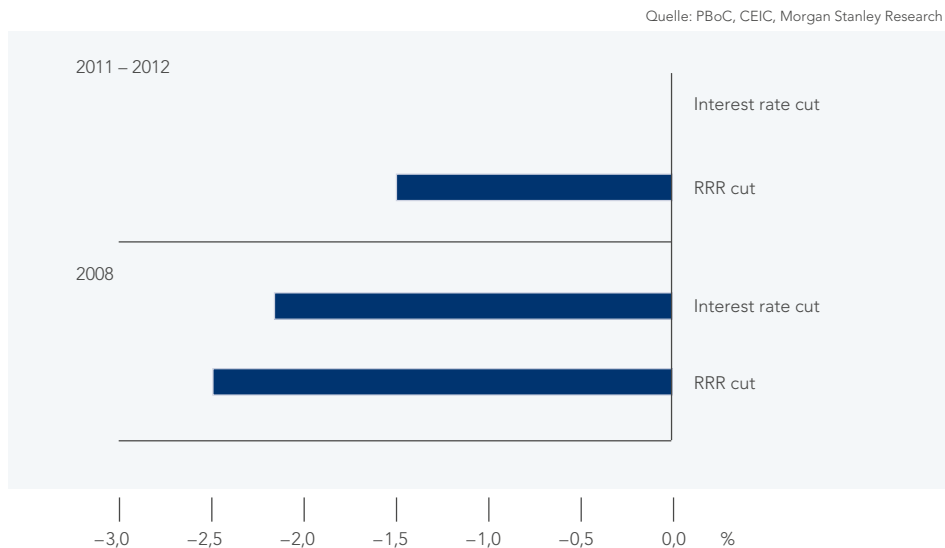
#### Wachstumsverlangsamung setzte sich in den vergangenen Monaten fort, Hoffnung auf Überwindung der Schwächephase im 2. Halbjahr

Die chinesische Wirtschaft ist in den ersten drei Monaten 2012 nur noch um 8,1% gewachsen. Es ist das geringste Wachstum der zweitgrößten Volkswirtschaft seit fast drei Jahren. Die jüngsten Wirtschaftsdaten im April und Mai brachten bisher nicht die erhoffte Wende. So blieben beispielsweise die Entwicklung der Industrieproduktion und die Einzelhandelszahlen hinter den Erwartungen zurück. Das Wachstum der Industrieproduktion blieb im Mai mit 9,6% zum zweiten Mal in Folge unter 10% und somit auf einem Niveau, das man zuletzt während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 gesehen hat. Immerhin gab es jüngst überraschend positive Zahlen vom Außenhandel. Im Mai stieg der Export der weltweit wichtigsten Exportnation im Vorjahresvergleich um 15,3% und übertraf die Erwartungen. Während vor allem die hohe Nachfrage aus den USA für Aufwind sorgte, konnte der Warenabsatz nach Europa nur moderat zulegen. Hier belastet die schwächere Wirtschaftslage infolge der Euro-Schuldenkrise. Da Europa vor den USA die wichtigste Absatzregion für China darstellt, ist auch in den nächsten Monaten weiter mit Belastungen zu rechnen. Hatte man zu Beginn des 2. Quartals noch damit gerechnet, dass das 1. Quartal den Tiefpunkt der aktuellen Abschwächungsphase markiert, wird nun aufgrund der erneut schwächeren Daten erst nach dem 2. Quartal mit einer Trendwende gerechnet. Das Wachstum könnte zwischenzeitlich wohl sogar unter 8% rutschen. Die chinesische Regierung hat deshalb ihren Fokus ganz klar in Richtung konjunkturstimulierender Maßnahmen ausgerichtet. Ein „hard landing“ soll vermieden werden. Deshalb wurden Banken angehalten die Neukreditvergabe zu erhöhen. Die Genehmigungsverfahren für Infrastrukturprojekte wurden verkürzt und Baubeginne vorgezogen. Ferner hat man die staatlich kontrollierten Spritpreise gesenkt, um auch den privaten Konsum für fördern. Nachdem die Notenbank bereits dreimal den Mindestreservesatz reduzierte, wurde mit der zu diesem Zeitpunkt unerwarteten Leitzinssenkung Anfang Juni um 0,25% auf 6,31% – der ersten seit Dezember 2008 – ein weiterer wichtiger Schritt getan, um die Konjunktur zu beleben. Damit folgten die Chinesen dem Beispiel anderer Notenbanken aus Schwellenländern, wie Brasilien und Indien, die zuletzt ebenfalls bereits mehrfach die Leitzinsen senkten um Wachstumsimpulse zu generieren.



ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Großer geldpolitischer Spielraum vorhanden

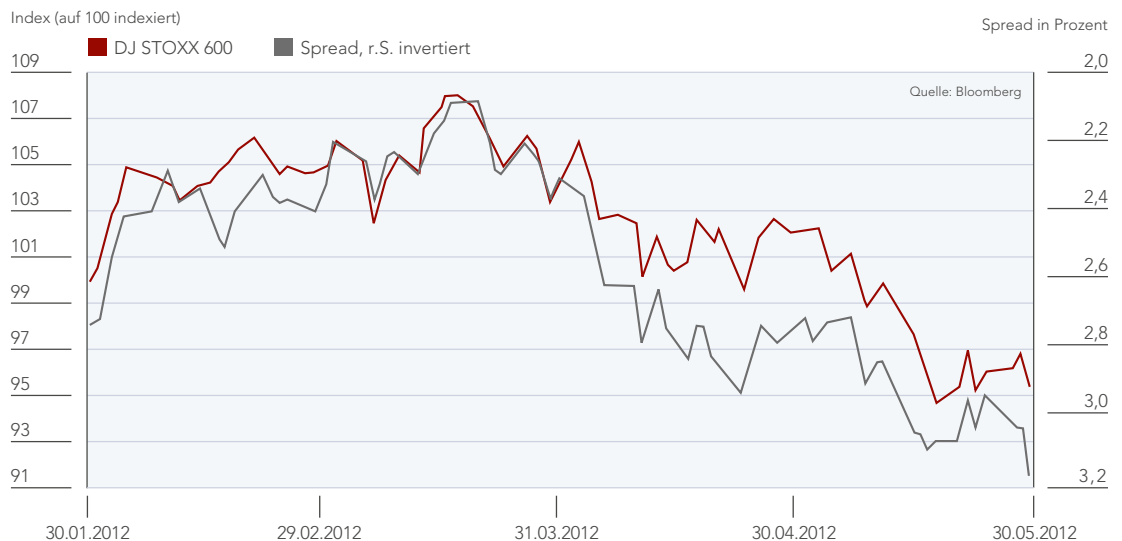


In Summe sprechen alle Maßnahmen für eine Wachstumsbelebung im 2. Halbjahr. Verbesserungen werden ab Juli/August erwartet. Da die Teuerungsrate im Mai mit 3% den stetigen Abwärtstrend fortsetzte, scheint die Inflation unter Kontrolle. Somit besteht für die Notenbank weiterer Spielraum zur Wirtschaftsbelebung. Es ist davon auszugehen, dass weitere Zinssenkungen folgen werden. Für das Gesamtjahr 2012 haben sich die BIP-Wachstumsschätzungen für China bei rund 8% eingependelt.

China steht vor der großen Herausforderung kurzfristige Wachstumsschübe zu initiieren und dabei die nötigen langfristigen Wachstumsreformen (siehe letzter Quartalsbericht) nicht aus dem Auge zu verlieren. Ein schwieriger Spagat!

Die Krise um den Euro will aus Sicht der Marktteilnehmer und Aktieninvestoren einfach kein Ende finden. Trotz einer relativ positiven Berichtssaison zum 1. Quartal 2012 mit einigermaßen stabilen Unternehmensausblicken geht seit Anfang April wieder der „Bär“ um. Die zum Jahresanfang aufgebauten Gewinne sind an den meisten Börsen wieder zusammengeschmolzen wie der Schnee in der warmen Frühjahrs-sonne. Neben den politischen Risiken rund um die Stabilität der Europäischen Währungsunion im Allgemeinen, sind in den letzten Wochen im Besonderen die spanischen Banken in den Fokus geraten. Schätzungen zu Folge benötigen die iberischen Kreditinstitute über 80 Mrd. EUR an frischem Kapital, um die Last der vorhandenen faulen Kredite (in der Hauptsache Hypothekendarlehen) zu schultern. Um ganz sicher zu gehen, sicherte die EU den Spaniern für ihren staatlichen Bankenunterstützungsfonds FROB sogar 100 Mrd. EUR zu, was die Börsen aber nur kurzzeitig beruhigte. Als guter Indikator für die Aktienkurse hat sich in den vergangenen Monaten die Zinsentwicklung zwischen Bundesanleihen einerseits und den Anleihen aus den Peripheriestaaten andererseits erwiesen. Der nachfolgende Chartvergleich verdeutlicht, dass die Spreadausweitung – sprich, die weitaus höheren Zinsen im Vergleich zu den Deutschen Bundesanleihen, die von vielen Euro-Staaten für ihre Staatsanleihen zu zahlen sind – im Gleichmaß zu fallenden Aktienkursen geführt hat.

#### Spread zwischen deutschen Bundesanleihen und Staatsanleihen in der Eurozone (ex Deutschland, 10 Jahre Restlaufzeit) und europäischer Aktienmarkt



Die entscheidende Frage, die sich derzeit viele Investoren stellen, ist jedoch: Wie hoch sind eigentlich noch die verbleibenden Kursrisiken in dieser Euro-Währungskrise?

Die Aktienstrategen von Goldman Sachs haben sich in einer jüngst veröffentlichten Studie mit dieser Thematik auseinandergesetzt und die jetzige EWU-Krise mit der Argentinien-Krise zur Jahrtausendwende sowie mit der mexikanischen „Tequila“-Krise, der Asien- und der Russland-Krise in den Neunziger Jahren verglichen. Die nachfolgende Tabelle zeigt, dass die Aktienmärkte in den betroffenen Regionen zwischen 65 und 80% Verluste im Vergleich zu den Kurshöhepunkten vor den jeweiligen Negativ-Szenarien hinnehmen mussten.

Quelle: Datasearch, Goldman Sachs Global ESC Research

Crisis/Market	Peak to trough fall % change		Length of fall (months)	% change 12 m after through
	Local	Dollars		
<b>Tequila crisis (1994)</b>				
Mexico	-41	-75	13	74
<b>Argentine crisis (1999 – 2002)</b>				
Argentina	-48	-86	28	130
Brazil	-28	-69	31	113
Colombia	-17	-42	33	25
Chile	-23	-47	33	83
Mexico	-28	-41	35	58
Peru	-29	-34	31	57
Venezuela	-14	-69	36	77
<b>Asian financial crisis (1997 – 1998)</b>				
Thailand	-83	-89	31	127
Indonesia	-55	-90	19	168
Malaysia	-78	-86	19	188
Philippines	-66	-80	19	116
Singapore	-57	-65	31	133
Hong Kong	-63	-63	12	84
Korea	-66	-84	20	180
<b>Russian/LTCM crisis (1998)</b>				
Russia	-72	-89	7	269
Poland	-43	-46	5	30
Czech Rep.	-35	-34	10	82
Hungary	-50	-50	5	41
<b>Averages</b>				
Average	-47	-65	22	107
Average of worst hit*	-61	-85	20	150

\* Mexico, Argentina, Thailand, Russia

Die schlimmsten Kurseinbrüche waren u.a. in Thailand, Mexiko sowie in Russland und Argentinien zu verzeichnen. Im Vergleich dazu haben die Aktienbörsen in den von der Eurokrise am heftigsten betroffenen Peripheriestaaten (Italien, Spanien, Portugal und Griechenland) bis dato durchschnittlich um 50% von den Kursspitzen verloren. Die gute Nachricht ist, dass diese Börsen also den größten Teil des Weges nach unten hinter sich gebracht haben. Die unangenehme Botschaft dieses Vergleichs könnte allerdings sein, dass noch weiterer Verlustpotenzial vorhanden ist. Immerhin ist die Euro-Krise um einiges komplexer, als beispielsweise die Argentinien- oder „Tequila-Krise“ in Mexiko, die jeweils nur ein einziges Land betraf. In Europa droht beispielsweise der Austritt Griechenlands aus der Eurozone, schlimmstenfalls könnte sogar zum Auseinanderbrechen der gesamten Europäischen Währungsunion (EWU) kommen, was aus heutiger Sicht einem Crash-Szenario gleichkommt. Neben der Komplexität der Eurokrise sind weitere wesentliche Unterscheidungsmerkmale die immer noch hohen Aktienprämien, die an den europäischen Börsen bezahlt werden. Das liegt aber in erster Linie am vergleichsweise niedrigen Zinsumfeld in Deutschland, Frankreich oder den Niederlanden, während die Krisenstaaten aus den vergangenen Dekaden weitaus höhere Zinsen aufwiesen. Das bedeutet gleichzeitig, dass die Gewinnschätzungen und dann nachfolgend die tatsächlichen Gewinne der Unternehmen sich in dem schwierigen konjunkturellen Umfeld in Europa negativ entwickeln dürften.

Die Studie von Goldman Sachs kommt aber auch zu dem Fazit, dass sich Aktienmärkte noch während der Krisen in der Vergangenheit wieder deutlich zu erholen begannen – mit teilweise sehr hohen zweistelligen Zuwachsraten im 12-Monatsvergleich.

Doch wiederholt sich Geschichte wirklich immer gleich?

Es ist davon auszugehen, dass die volatilen Aktienmärkte so lange andauern werden, bis einigermaßen akzeptable Lösungen für die Eurokrise gefunden werden. Es ist zu hoffen, dass dies bald geschieht.

### Schuldentilgungsfonds im Anmarsch?

Bereits im Herbst 2011 hat der Sachverständigenrat empfohlen, im Euroraum einen Schuldentilgungsfonds<sup>1</sup> einzurichten. Dieser Vorschlag findet zunehmend Aufmerksamkeit und Anhänger, u.a. Mitglieder der Europäischen Kommission und des Europaparlaments, aber auch SPD und Grüne fordern einen solchen Fonds.

Der Sachverständigenrat schlägt vor, dass die Euro-Länder, welche über 60% Staatsverschuldung aufweisen, ihre auslaufenden Staatsanleihen einige Jahre nicht mehr über die Ausgabe eigener Anleihen refinanzieren. Stattdessen finanzieren sie Ihre Ausgaben über einen Fonds, welcher wiederum Anleihen emittiert. Ausgeschlossen sind Länder, die bereits Hilfen erhalten. Die Anleihen werden von allen teilnehmenden Ländern gesamtschuldnerisch garantiert. Ein Land kann sich solange über den Fonds finanzieren, bis der über der Maastricht-Grenze von 60% liegende Anteil des Staatsdefizites zum Startzeitpunkt des Fonds erreicht ist. (Beispiel: die Deutsche Verschuldung betrage im Jahr 2012 z.B. ca. 83% zum Zeitpunkt der Fondsgründung. Deutschland würde solange über den Fonds finanziert werden, bis 23% des BIP 2012 vom Fonds finanziert wird.) Anschließend muss das Land sich wieder über die Kapitalmärkte finanzieren.

Die beteiligten Länder tragen die Zinskosten, die der Fonds für die von ihnen übertragenen Schulden zahlen muss. Zudem müssen sie nach und nach ihre beim Fonds aufgenommenen Schulden tilgen (daher Schuldentilgungsfonds).

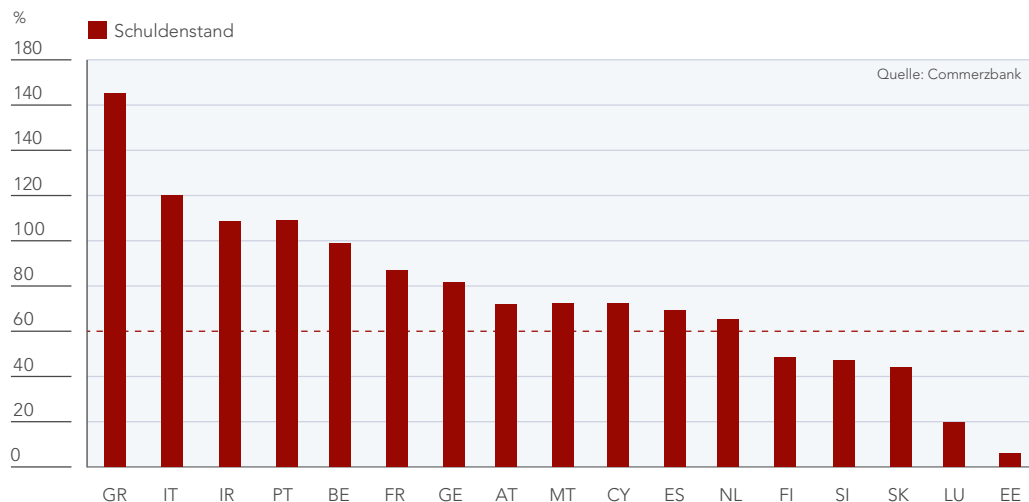
Bei der Tilgung bleibt allerdings nicht der absolute Betrag der jährlichen Rate konstant, sondern der Anteil am Bruttoinlandsprodukt. Durch den abnehmenden Schuldenstand wird ein immer größerer Anteil der jährlichen Zahlung für die Tilgung der Schulden verwandt. Abhängig von der Höhe der Tilgung betrage die Laufzeit ca. 20-25 Jahre.

Um diese Zins- und Tilgungszahlungen an den Fonds zu gewährleisten, sollen die Länder Zuschläge auf ihre nationalen Steuern erheben, deren Einnahmen zweckgebunden sind. Außerdem soll jedes Land Sicherheiten in Form von Gold- bzw. Devisenreserven hinterlegen und nationale Schuldenbremsen, wie sie im Rahmen des Fiskalpakts eingeführt werden, sollen die strukturellen Haushaltsdefizite auf 0,5% des Bruttoinlandsproduktes begrenzen. Eine unabhängige europäische Instanz erhielte die Aufgabe der Überprüfung und bei einem Verstoß würden automatische Strafzahlungen an den Fonds ausgelöst werden.

Insgesamt weist der Fonds damit Parallelen zum Konzept der „blue und red bonds“ auf, welches wir hier bereits aufzeigten (siehe Marktbericht Q4 2011).

Im Moment könnten sich nur 8 (bzw. 9) der insgesamt 17 Euro-Länder am Fonds beteiligen, da der Rest entweder bereits Hilfen erhält (Griechenland, Portugal und Irland, Spanien wegen Bankenrettung, deshalb ist unklar, ob das Land selbst teilnehmen könnte), oder weniger als 60% Staatsverschuldung (Luxemburg, Estland, Slowenien, Slowakei und Finnland) aufweist.

Schuldenstand in Europa in % des BIP



Die größten Teilnehmer wären derzeit Italien, Deutschland, Frankreich und Belgien. Die Vorteile eines solchen Konstrukts wären insbesondere die niedrigeren Refinanzierungskosten für einige Länder. Deutschland allerdings müsste wohl höhere Finanzierungskosten tragen. Dafür müssten sich die anderen Euro-Länder automatischen Sanktionen unterwerfen, was bisher teilweise auf deutlichen Widerstand stößt.

Zumindest theoretisch gäbe es zudem einen Plan zur Tilgung der Schulden, wodurch der Gesamtschuldenstand sinken würde. Von der zunehmenden Tragfähigkeit der Schulden im Euroraum und dem damit wieder entstehenden Vertrauen der Investoren, würde auch die deutsche Wirtschaft mittelfristig über bessere Refinanzierungsbedingungen und höheres Wachstum profitieren

Das Hauptproblem des Fonds dürfte allerdings die Einhaltung der Regeln sein. Sowohl die zeitliche Begrenzung des Fonds, als auch die Einhaltung der nationalen Schuldengrenzen erscheinen fraglich. Betrachtet man den Umgang mit dem Stabilitätspakt (besonders 3% Neuverschuldungsgrenze) ab Beginn des neuen Jahrtausends (welcher im Übrigen zu allererst von Deutschland und Frankreich gebrochen wurde), so dürfen doch ernsthafte Zweifel bleiben, ob der Vorschlag des Sachverständigenrates so umgesetzt würde bzw. nicht später einige Elemente außer Kraft gesetzt werden würden. Fielen jedoch zeitliche Begrenzung (und ggf. auch Strafzahlungen), so käme dies der (heimlichen) Einführung von Eurobonds unter einem anderen Namen gleich. Außerdem würden wohl auch die Konsolidierungsbemühungen reduziert, fielen die Strafzahlungen weg.

Trotzdem erscheint es nicht unwahrscheinlich, dass das Konzept eines „Schuldentilgungsfonds“ in die Tat umgesetzt wird. Dies liegt unserem Ermessen nach z.B. daran, dass sich das Konzept durch seine Konzeption der Schuldentilgung und das „Gütesiegel – Made in Germany (Sachverständigenrat)“ dem deutschen Steuerzahler besser präsentieren lässt als die Einführung von Eurobonds (die auch vom Bundesverfassungsgericht anders betrachtet werden dürfte). Außerdem kommt solch eine Fondskonstruktion den Politikern entgegen, welche die Sparbemühungen der südeuropäischen Länder vor dem Hintergrund der Finanzkrise kritisch beurteilen, da sie das Wachstum zusätzlich abschwächt.

### Die Schweiz als Vorbild?

Die Schweizer Nationalbank (SNB) formulierte 2011 eine Untergrenze für das Verhältnis zum Euro (1 Euro = 1,20 Franken). Kurse darunter werden nicht akzeptiert und durch den unlimitierten Verkauf eigener Währung korrigiert. Da die Schweiz als sicherer Hafen gilt und sich die Schuldenkrise zuletzt laufend weiter zuspitzte, mussten die Notenbanker zuletzt immer mehr Euros aufkaufen, um den Wert des Franken zu schwächen. Auf diese Weise stützt die SNB vor allem die heimische Exportwirtschaft, deren Produkte sich durch Kursauftrieb beim Franken im Ausland weiter verteuern würden.

Dieses Verhalten hat zu einem Anschwellen der Devisenreserven der Bank geführt. So erreichten die Devisenreserven ein Rekordhoch über 300 Milliarden Franken (entspricht ca. 250 Mrd. Euro).

Die SNB will die Untergrenze mit aller Konsequenz durchsetzen. Die Währungshüter sind weiterhin bereit, dazu unbeschränkt Devisen zu kaufen, wie sie in ihrer vierteljährlichen Lagebeurteilung Mitte Juni veröffentlichten. Der Franken bleibt in den Augen der SNB auch beim aktuellen Wechselkurs hoch bewertet. Eine erneute Aufwertung der Frankens hätte schwerwiegende Folgen für die Preis- und Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz. Dies will die Nationalbank nicht zulassen. Die Aussicht auf weitere Tests des Mindestkurses hat SNB Präsident Jordan dazu veranlasst, die Möglichkeit weiterer Maßnahmen anzudeuten – beispielsweise die Einführung von Kapitalkontrollen.

Gleichzeitig kämpft die SNB mit einem boomenden Immobilienmarkt, an dem „inzwischen die Preise der Eigentumswohnungen nicht selten das fundamental gerechtfertigte Niveau“<sup>2</sup> übersteigen.

In der Schweiz nahm die Kritik an der Aufrechterhaltung des Mindestkurses zuletzt zu. Beispielsweise der ehemalige UBS-Chef Oswald Grübel äußerte, die SNB lade der Schweizer Wirtschaft dadurch große Risiken auf. Es sei ohnehin „nur noch eine Frage der Zeit und der Entwicklung der Eurokrise“ bis sich die Mindestkurs-Strategie der SNB von selbst erledigt habe.

Andere Länder, die mit starken Mittelzuflüssen zu kämpfen haben, haben sich bisher weniger erfolgreich gegen eine Aufwertung gewehrt. So gewann zum Beispiel die norwegische Krone in den vergangenen 12 Monaten um 5% gegenüber dem Euro, obwohl die Notenbank Norges Bank bereits mehrfach die Zinsen senkte, um den Wechselkurs zu schwächen und Spekulanten vor Währungskursverlusten warnte. Angesichts der Erfolglosigkeit dieser Maßnahmen ist es durchaus möglich, dass die Schweizer Notenbank anderen Notenbanken als Vorbild dienen könnte, um die eigene Exportwirtschaft zu schützen.

### „Rabenschwarzer“ Monat Mai an den globalen Rohstoffmärkten

Der vergangene Monat Mai war einer der schlechtesten Monate für die globalen Rohstoffmärkte seit langem. Der breit diversifizierte Dow Jones UBS Commodity Index Total Return (DJUBS TR Index) verlor über 9%. Energielastige Indizes wie z.B. der S&P Goldman Sachs Rohstoff Index verloren sogar über 11%.

Betrachtet man den DJUBS TR Index über einen längeren Zeitraum so stellt man fest, dass die aktuellen Niveaus zunehmend an die Kursmarken aus dem Jahr 2009/2010 heran reichen.

### Kursverlauf des Dow Jones UBS TR Index in USD

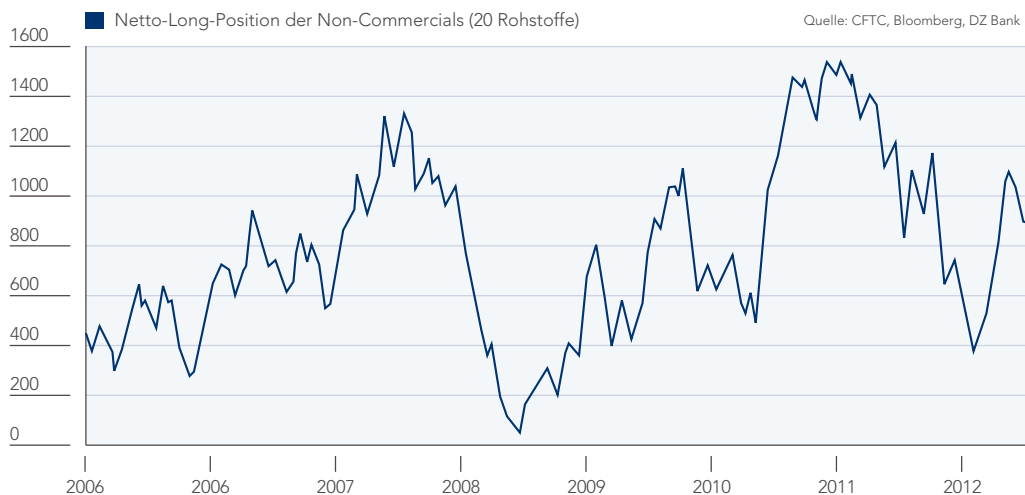


Trotz der heftigen Kurskorrekturen warnen einige Rohstoffanalysten davor, dass Exposure im Rohstoffmarkt bereits jetzt signifikant zu erhöhen.

Ungeachtet dessen haben jedoch viele Anleger ihre „Netto-Long-Positionen“ erhöht und setzen also bereits auf steigende Rohstoffnotierungen.

### Positionierung der Investoren

in Tsd. Kontrakten



Ist die europäische Schuldenkrise der Auslöser für den hohen Preisverfall an den Rohstoffmärkten? Zunächst einmal muss gesagt werden, dass die Nachfrage in Europa nach einzelnen Rohstoffen – z.B. Kupfer – keinen großen Einfluss auf die Kupferpreisbildung weltweit hat. China bestimmt durch einen Nachfrageanteil von mehr als 40% maßgeblich die Preisbildung.

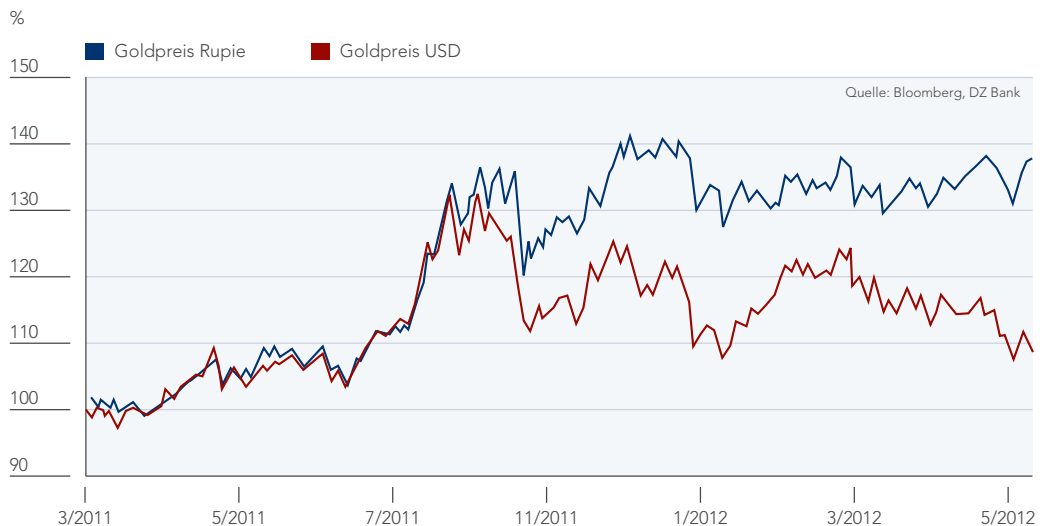
Obgleich die Rohstoffnachfrage in Europa keineswegs dominierend ist, so belastet zweifellos das negative Sentiment die Rohstoffmärkte. Erschwerend wiegen jedoch die chinesischen Konjunkturindikatoren. Besonders das vielbeachtete Kreditwachstum blieb hinter den Erwartungen zurück.

Bedauerlicherweise gab es bei den einzelnen Rohstoffen keinen einzigen „safe haven“. Auch Gold bot bis Ende Mai keine Möglichkeit die Verluste bei anderen Rohstoffen auszugleichen. Gold korrigierte ebenfalls und konnte nicht seinem erhofften Status als Krisenmetall gerecht werden. Aktuell scheint das Bild für Gold sich leicht zu verbessern. Investoren verunsichert die Staatsschuldenkrise in Europa und das stetige „Geld drucken“ durch die Notenbanken führt dazu, dass vermehrt in börsennotierte Goldprodukte wie z.B. ETFs investiert wird.



Der weltweit größte Gold ETF, der SPDR Gold, verbuchte große Mittelzuflüsse. Mittlerweile hält der Fonds nun rund 1282 Tonnen Gold im Portfolio. Neben der physischen Nachfrage in Gold ETF's und ETC's. findet vor allem die indische Schmucknachfrage, die weltweit größte bei Gold, hohe Beachtung. Diese ist jedoch im ersten Quartal 2012 um 19% gefallen. Die Hoffnungen, dass aufgrund des gesunkenen Goldpreises (USD Basis) zusätzliche physische Schmucknachfrage in den Goldmarkt kommt, wurden damit herb enttäuscht. Die indische Rupie hat seit Anfang Februar ca. 16% im Vergleich zum USD abgewertet. Somit wurde der Goldkauf aus indischer Sicht unter Berücksichtigung des Wechselkurses nicht günstiger. Positive Impulse werden von Analystenseite erst wieder im September/Oktober 2012 erwartet.

### Indische Rupie hemmt Schmucknachfrage



### Auch HF Manager leiden unter der Euro-Krise

Im vergangenen Monat Mai schnitten die Hedge Funds negativ ab. Auf Indexbasis des Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index beliefen sich die Verluste im Monat Mai auf -1,33%. Damit reduziert sich die positive Performance seit Jahresanfang auf 2,61%. Betrachtet man die einzelnen Strategietypen, so ist festzustellen, dass sich 60% aller Strategietypen im Mai negativ entwickelt haben. Nur die Short Seller und die Managed Futures-Strategien konnten mit einer Performance von +9,03% bzw. +2,38% im Durchschnitt überzeugen. Das spiegelt sich auch zum Teil in den Mittelzuflüssen wieder. Die Short Seller verbuchten die höchsten Zuflüsse.

### Wie schätzen die Hedge Fund Manager die zukünftige Entwicklung an den Kapitalmärkten ein?

Im Rahmen einer vielbesuchten Hedge Funds-Konferenz in Rom äußerten einzelne Manager ihre Meinung dahingehend, dass der Fokus zunächst auf die Schulden bzw. die Eurokrise in Europa gerichtet bleibt. Problematisch ist für viele Manager das allgegenwärtige „risk on“- bzw. „risk off“-Szenario. Besonders die Long/Short Manager, also die Manager, die sowohl auf steigende als auch auf fallende Kurse spekulieren, klagen über die gegenwärtige Situation. Normalerweise besteht die Arbeit eines Long/Short Managers zu einem Großteil aus Analysetätigkeiten. Unterbewertete Assets, z.B. Aktien, werden nach umfassenden Unternehmensanalysen selektiert und gekauft. Überbewertete Aktien werden dagegen verkauft bzw. leerverkauft. Je nachdem wie hoch der Überhang auf der Long-Seite beträgt (man spricht hier vom sogenannten long bias) geht der Manager ein tatsächliches Aktienrisiko ein.

Soweit die Theorie. Im Moment jedoch, scheint für den Long/Short Manager der Aktienmarkt nicht wirklich gut zu funktionieren. In dem sogenannten „risk on“- bzw. „risk off“-Szenario macht der Aktienmarkt keinen ausreichend großen Unterschied zwischen den günstigen bzw. teuren Aktien. Somit steigen und fallen die einzelnen Aktien fast schon im Kollektiv. Erschwerend kommt dazu, dass auch die einzelnen Assetklassen zueinander eine hohe Korrelation aufweisen. Aktien steigen und fallen z.B. parallel zu den Rohstoffmärkten und umgekehrt. Somit sind auch andere Strategietypen z.B. Global Macro davon betroffen.

Als entscheidenden Punkt benennen die Manager die gegenwärtig hohe Abhängigkeit von politischen Entscheidungen, die kaum bis gar nicht prognostizierbar sind. Man denke hier nur an die ständige politische Unsicherheit in Bezug auf Griechenland oder an die verzweifelten Lösungsansätze der Schuldenkrise in den einzelnen Ländern innerhalb der letzten Wochen.

Als Fazit lässt sich sagen, dass das Gros der Hedge Fund Manager sehr vorsichtig positioniert ist und im Moment eher abwartet. Taktisches Handeln und weniger das Durchhalten von strategischen Positionen bestimmt im Moment maßgeblich das Geschäft.

### Deutscher Mittelstand finanziert Wachstum immer häufiger mit Beteiligungskapital

Die Private Equity-Branche profitiert von der positiven Entwicklung der deutschen Wirtschaft. Immer mehr mittelständische Unternehmen finanzieren ihr strategisches Wachstum über Beteiligungskapital. Dies ergibt sich aus der aktuellen Private Equity-Studie „Die deutsche Beteiligungsbranche 2012“ der internationalen Beratungs- und Prüfungsgesellschaft Rödl & Partner. Die Mittelstandsorientierung der deutschen Beteiligungsbranche zeigt sich darin, dass 94 % der befragten Beteiligungsgesellschaften in Zielunternehmen mit bis zu 100 Mio. EUR Umsatz investieren. Das typische Transaktionsvolumen bei Zukäufen liegt dabei bei 75 % der Studienteilnehmer bei bis zu 20 Mio. EUR. Als Hauptgründe für die Aufnahme von Private Equity-Kapital werden das operative bzw. akquisitorische Wachstum sowie die Nachfolgeproblematik angeführt.

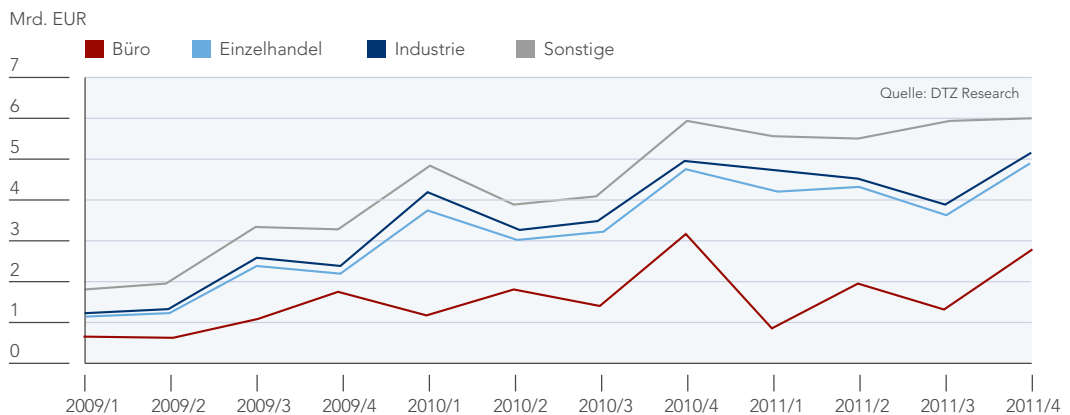
Der Wettbewerbsdruck um potenzielle Zielunternehmen in der Private Equity-Branche in Deutschland ist nach den Erkenntnissen der Studie weiterhin hoch. Verschärft wurde der Wettbewerb um attraktive Investitionsziele, insbesondere durch strategische Investoren und Family Offices. Diese Nachfrage sorgt für anhaltend hohe Unternehmenspreise. Zudem sind viele Familienunternehmen in der Lage, ihre Expansion aus der eigenen Liquidität heraus zu finanzieren.

Vor diesem Hintergrund geht die deutsche Beteiligungsbranche immer stärker auf die Anforderungen des Mittelstands ein. Anhaltspunkt dafür ist das wachsende Interesse an Minderheitsbeteiligungen. Die Mehrheit der Umfrageteilnehmer der Studie hat ihr Interesse an mehr Minderheitsbeteiligungen mit 62 % bestätigt (Vj.: 56 %). Weiteres Indiz ist die Tatsache, dass bei Mehrheitsbeteiligungen in 90 % der Fälle das Management mit beteiligt wird (Management-buy-out). An die Stelle kurzfristiger Investments sind langfristige Beteiligungen getreten. Dies wird darin deutlich, dass 75 % der befragten Beteiligungsgesellschaften auf eine durchschnittliche Beteiligungshaltedauer von mindestens fünf Jahren setzt.

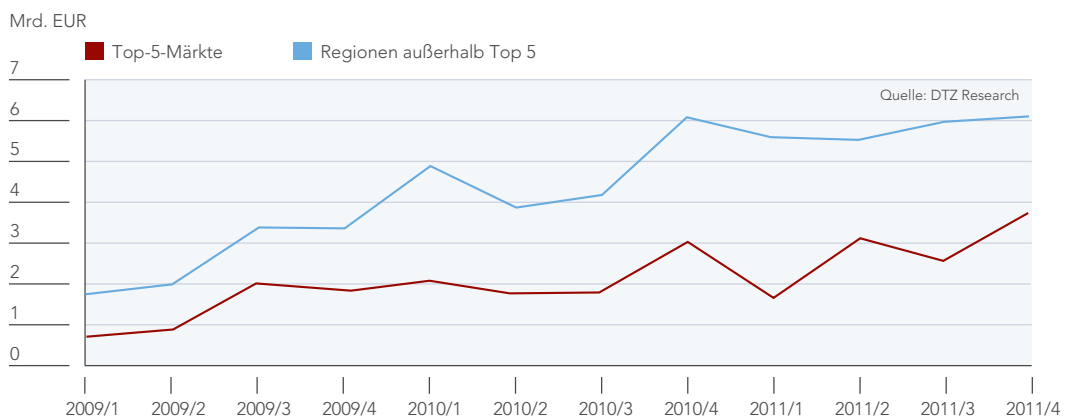
### Risiko Immobilie

Viele private Vermögensinhaber stellen neben ihrem Engagement in das Wertpapiervermögen und etwaigen Firmenbeteiligungen die Assetklasse Immobilie in den Mittelpunkt ihrer Überlegungen zum langfristigen Werterhalt. Gerade im Hinblick auf die aktuell unsichere Situation in der Eurozone nimmt die Nachfrage privater Investoren für Immobilien zu, die Kaufpreise und der Umsatz stiegen in den letzten 18 Monaten signifikant vor allem für AAA-Lagen für fertiggestellte Objekte in allen Segmenten des Immobilienmarktes, besonders aber bei Wohnen (residential) und Handel (commercial). Der Büroimmobilienmarkt zeigt sich dabei jedoch in gewohnter Weise zyklischer. Im Folgenden stellen wir einige Überlegungen an, wann eine Investition vorteilhaft sein kann.

### Gewerbliche Transaktionsvolumen nach Sektoren



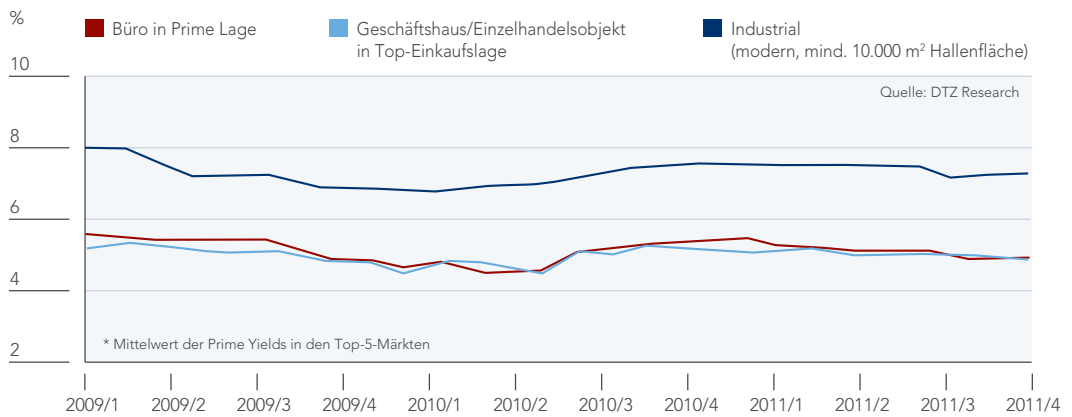
### Gewerbliche Transaktionsvolumen Top-5-Märkte und sonstige Regionen



Die meisten größeren, privaten Vermögensinhaber stellen in den Mittelpunkt ihrer Überlegungen den Werterhalt ihres Vermögens. Fraglich ist, ob und wann das durch die Assetklasse Immobilie gewährleistet sein kann.

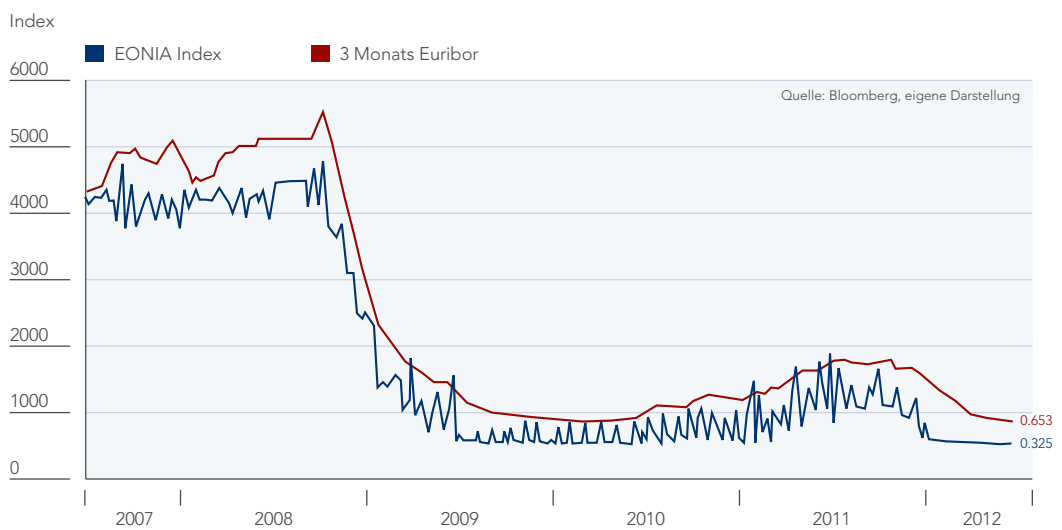
Werterhalt für das Privatvermögen setzt zumindest voraus, dass innerhalb der Assetklasse ein Inflationsausgleich stattfindet. Die Bruttorenditen zumindest für die Assetklassen Büro und Handel befinden sich nach wie vor unter 5%, bzw. nähern sich der 4% Marke an.

### Bruttoanfangsrenditen für Prime Objekte in den Top-5-Märkten\*



Diese Marktentwicklung reflektiert bzw. korreliert auch mit dem niedrigen Zinsniveau. Offenbar sind die niedrigen Zinsen neben der Krise ein weitere Ansporn, um Immobilien zu kaufen. Diese Entwicklung ist in Deutschland neu, historisch war es anders, waren die Zinsen hoch, waren die Immobilien teurer (besonders in den 70er Jahren).

### Vergleich EONIA versus 3 Monats Euribor



Berücksichtigt man außerdem, dass es sich bei der im Markt gängigen Bezugsgröße um die Bruttoanfangsrendite handelt, so muss im ersten Überlegungsschritt sichergestellt werden, wo die Nettorendite liegt, um den Abstand, das sogenannte Delta, zur Refinanzierung bestimmen zu können. Rechnet man pauschal, um zumindest einen Näherungswert zu erhalten, so müsste man zur Ermittlung der Nettorendite auf die Immobilieninvestition die Anschaffungskosten dazurechnen (pauschaliert mit 10% des Kaufpreises) und bezüglich der Miete, etwaige Leerstands-, Verwaltungs- und Instandhaltungskosten (pauschaliert mit 20% der Miete) abziehen.

Diesem Gedankenansatz wird im folgenden, sehr vereinfachtem Rechenbeispiel gefolgt: Ein Objekt zu einer Bruttorendite mit einer Anfangsverzinsung von 5% kostet das 20-fache der Jahresnettomiete, inklusive der Nebenkosten bei 10% das 22-fache. Damit liegt die Gesamtverzinsung vor Steuern bei ca. 3,64% (nach Abzug der 20% Kosten), ohne Berücksichtigung etwaiger steuerlicher Überlegungen.

Diese oben gezeigte Überlegung führt dazu, dass die Differenz zwischen dem Refinanzierungszins je nach Laufzeit zwischen 1% (5 Jahre Kreditlaufzeit aktuell zu 2,54%) und 4% für eine 15-jährige Kreditlaufzeit liegt (aktuell zu 3,13%). In der Folge bedeutet dieses Ergebnis, dass bei 100% Fremdfinanzierung neben den Zinskosten nur 0,4 bzw. 1% der Investitionssumme für die Tilgung zur Verfügung stehen. Diese Rendite rechtfertigt sicher nicht das damit zusammenhängende Immobilienrisiko (Mietausfallrisiko, Konjunkturänderungsrisiko, Zinsänderungsrisiko etc.). Eine hohe Fremdfinanzierung kommt damit nicht in Betracht, werden dagegen nur 50% der Gesamtinvestition über einen Kredit finanziert, stehen mehr als ca. 4%, auf die Gesamtinvestition gerechnet für Zins und Tilgung zur Verfügung, das erscheint dagegen auskömmlich. Trotzdem setzt jedoch auch diese Überlegung voraus, dass die Miete mindestens stabil bleibt. Dafür gibt es in einem gefährdeten Währungsraum keine Garantie, es will also wohlüberlegt sein, Objekte mit 5% oder weniger Bruttoanfangsrendite zu kaufen. Dies lässt sich nur rechtfertigen, wenn es begründete Annahmen dafür gibt, dass es an dem konkreten gewählten Investitionsstandort zu nachhaltigen Wertsteigerungsraten kommt, die über der Inflation liegen. Annahmen lassen sich dabei nur begründen, wenn umfassende Prüfungen hinsichtlich der Wirtschaftskraft, der Wirtschaftsstruktur, der Bevölkerungsentwicklung und anderer quantitativer Daten den Rückschluss zulassen, dass der Standort wirklich nachhaltig gewählt wurde. Im zweiten Schritt muss dann auch noch die passende Immobilie dazu gefunden werden.

Wertsteigerungen über der Inflationsrate hinaus, hat es in Deutschland, wie oben dargestellt nur begrenzt für ganz wenige Standorte und Nutzungsarten gegeben und auch hier ist die Diskussion im Gange, ob nicht bereits eine Preisblase im Entstehen begriffen ist.

Diese Frage soll und kann hier nicht beantwortet werden. Das Problem mit der Blase besteht immer darin, dass der Investor sie erst erkennt, wenn sie platzt (s. USA, Spanien und Irland). Um jedoch diese Gefahren zu minimieren, erscheint es sinnvoll, nach Produkten mit höherer Anfangsrendite zu suchen. Diese können sich durchaus an sog. B-Standorten finden und wer will wissen, dass beispielsweise in Aachen oder Bremen nicht auch gute Immobilien zu finden sind. Der Renditesprung zwischen AAA und B-Standorten bezüglich des Cash-Flow ist sicher auch interessant im Hinblick auf die meist nicht berücksichtigten Opportunitätskosten.

PORTFOLIOAUSRICHTUNG

---

Aktien	Europa:	untergewichten
	USA:	übergewichten
	Asien:	übergewichten

---

Anleihen	EUR-Anleihen:	neutral
	EUR-Duration:	kürzer

---

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](http://www.wvf-dfo.de)