

Marktbericht 4. Quartal 2012



INVESTMENTSTRATEGIE

Marktbericht 4. Quartal 2012, Stand 30.09.2012

Inhaltsverzeichnis	Seite
Globales Investmentumfeld	2
Ökonomische Rahmenbedingungen	6
Aktien	11
Anleihen	15
Währungen	17
Rohstoffe	19
Hedge Funds	22
Immobilien	23
Portfolioausrichtung	25
Rechtliche Hinweise	26

GLOBALES INVESTMENTUMFELD

Kapitalmarktinvestitionen in vier Jahren Krisenmodus

US-Immobilienkrise, Subloan-Krise, Lehman-Pleite, Madoff-Betrug, deutsche Immobilienfonds in Zwangsabwicklung, globale Bankenkrise, Hair-Cuts für griechische Staatsanleihen, europäische Verschuldungskrise, Fukushima-Crash, globale Rezession, Nahrungsmittelknappheit, QE- und Anleiheaufkaufprogramme, ESM, kriegerische Konflikte in Arabien treiben Ölpreise, Eurokrise, Schweizer Nationalbank setzt gegen Euro harte CHF-Untergrenze, usw..

Diese Liste an Schocks, negativen Einflussfaktoren und außergewöhnlichen Ereignissen für Kapitalmarktinvestoren oder deren beauftragte Vermögensverwalter erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie vermittelt aber einen Eindruck darüber, wie Investoren und deren Verwalter in den letzten vier Jahren mit einer außergewöhnlichen Anzahl von dramatischen Ereignissen konfrontiert wurden, die normalerweise für mehrere Jahrzehnte ausreichen würden, um die Performance zu verderben. Ein unbeteiligter Beobachter könnte schnell zu dem Schluss kommen, dass sich in einem derartigen Umfeld selbst breit aufgestellte Wertpapierportfolien nicht positiv entwickeln konnten.

Im Folgenden wollen wir eine etwas tiefere Analyse der Performance der letzten vier Jahre durchführen – immer aus dem Blick eines Euro-Investors – und diese auch mit den vorangegangenen vier Jahren der „Normalität“ vergleichen. Einige überraschende Ergebnisse lassen sich daraus ableiten.

Der Blick auf die wichtigsten globalen Anlageklassen – Aktien, Anleihen, Rohstoffe, REITs (Immobilienaktien) und Cash – zeigt, dass das Verharren in Liquidität nicht besonders attraktiv war. Anleihen und REITs boten den vierfachen Jahresertrag, globale Aktien immerhin das doppelte Ergebnis. Im „Mittel“ konnte man sogar in der schwierigen Zeit 06/08-06/12 mehr als in der „normalen“ Investitionsphase 06/04 bis 06/08 verdienen. Auch bemerkenswert ist die doppelt so große Spreizung der Renditen zwischen der besten und schlechtesten Assetklasse im Vergleich zu den vorangegangenen vier Jahren.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Globale Anlageklassen					
	Performance p.a. 6/04-6/08 in EUR	Max. Drawdown	Performance p.a. 6/08-6/12 in EUR	Max. Drawdown	
Aktien Welt	2,9%	-23,8%	5,2%	-34,8%	
Anleihen Welt	-0,2%	-8,5%	12,1%	-10,9%	
Rohstoffe	9,6%	-12,9%	-7,6%	-43,6%	
Reits Welt	4,5%	-38,2%	10,1%	-49,8%	
Cash	3,3%		2,3%		
Mittelwert	4,0%		4,4%		
Maximaler Wert	9,6%		12,1%		
Geringster Wert	-0,2%		-7,6%		
Differenz Max/Min	9,8%		19,7%		

GLOBALES INVESTMENTUMFELD

Auch der Blick auf die globalen Aktienmärkte zeigt bemerkenswerte Ergebnisse: Der US-Markt – immerhin Ausgangspunkt der globalen Krise – und Asien lieferten gute Renditen; Europa, Japan und Latein Amerika dagegen „Nullnummern“ für Investoren.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aktienmärkte – Lokal				
	Performance p.a. 6/04-6/08 in EUR	Max. Drawdown	Performance p.a. 6/08-6/12 in EUR	Max. Drawdown
USA	-1,2%	-26,2%	9,6%	-32,9%
Europa	7,8%	-23,8%	0,1%	-39,6%
Asien ex Japan	14,2%	-33,9%	8,2%	-33,8%
Japan	-0,5%	-32,4%	0,4%	-25,6%
Lateinamerika	40,5%	-15,6%	1,2%	-49,8%
Differenz Max/Min	41,7%		9,5%	

In Europa fällt wieder die enorme Spreizung zwischen einzelnen Märkten auf, die natürlich das Ergebnis der Verschuldungskrise ist. Damit dürfte die These endgültig widerlegt sein, dass der Aktienmarkt nur noch global funktioniert und Länderselektion nicht mehr wichtig ist.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aktienmärkte – Europa				
	Performance p.a. 6/04-6/08 in EUR	Max. Drawdown	Performance p.a. 6/08-6/12 in EUR	Max. Drawdown
Deutschland	12,2%	-20,4%	0,0%	-40,7%
Schweiz	4,1%	-24,5%	3,9%	-29,3%
Frankreich	4,4%	-27,3%	-7,9%	-39,7%
UK	1,7%	-27,3%	-0,8%	-40,4%
Italien	1,1%	-32,9%	-16,5%	-56,1%
Spanien	10,5%	-24,2%	-12,4%	-49,4%
Differenz Max/Min	11,1%		20,4%	

In den letzten vier Jahren haben sich vor allem die Zinsmärkte fundamental verändert. Die Notenbanken manipulieren den Zins über ihre „Nullzinspolitik“ und den Ankauf von Staatsanleihen. Ergebnisse: Bundesanleihen mit negativen Zinsen, der risikolose Zins ist nicht mehr existent, auch Staaten aus dem Euroraum können Pleite gehen und der klassische Pfandbriefmarkt – Ergebnis des Deleveragingprozesses des Bankensektors – schrumpft. Der Markt für Unternehmensanleihen wächst – befeuert durch hohe Nachfrage seitens der Investoren – dynamisch. Die Performance-Ergebnisse auf breiter Indexbasis waren für Investoren durchweg attraktiv.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Anleihen				
	Performance p.a. 6/04-6/08 in EUR	Max. Drawdown	Performance p.a. 6/08-6/12 in EUR	Max. Drawdown
Euro Sovereigns	2,9%	-3,5%	5,7%	-5,7%
Euro Pfandbriefe	2,3%	-3,4%	5,9%	-4,4%
Euro Corporates	2,1%	-4,1%	7,1%	-3,9%
Differenz Max/Min	0,8%		1,4%	

GLOBALES INVESTMENTUMFELD

Aber auch in diesem Anlagensegment konnte man sich trotzdem falsch positionieren. Im Zeitraum 06/04 bis 06/08 gab es faktisch keinen Performance-Unterschied zwischen den Euro-Staatsanleihen unterschiedlicher Länder. In den vergangenen vier Jahren führte die Verschuldungskrise zu massiven Differenzierungen; der Unterschied zwischen Bundesanleihen und spanischen Anleihen betrug fast 5% p.a.!

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Anleihen – Sovereigns				
	Performance p.a. 6/04-6/08 in EUR	Max. Drawdown	Performance p.a. 6/08-6/12 in EUR	Max. Drawdown
Deutschland	3,0%	-3,1%	8,0%	-5,9%
Frankreich	2,9%	-3,5%	7,3%	-6,2%
Italien	2,9%	-3,7%	4,2%	-14,4%
Spanien	2,9%	-3,7%	3,1%	-7,8%
Differenz Max/Min	0,2%		4,9%	

Bei Bundesanleihen war wiederum die Wahl der Laufzeit entscheidend für den Erfolg. Mit sehr langen Laufzeiten konnten Investoren fast 10% p.a. mehr Ertrag generieren, als mit kurzen Laufzeiten. Diese Spreizung betrug in den davor liegenden vier Jahren nur 1,5% p.a.!

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Anleihen – Bund Laufzeitbänder 1 – 10				
	Performance p.a. 6/04-6/08 in EUR	Max. Drawdown	Performance p.a. 6/08-6/12 in EUR	Max. Drawdown
1 – 3 J	2,6%	-1,1%	3,7%	-1,1%
3 – 5 J	2,6%	-3,3%	6,8%	-3,3%
5 – 7 J	2,9%	-4,3%	8,6%	-5,0%
7 – 10 J	3,3%	-4,1%	9,8%	-7,0%
> 10 J	4,0%	-9,2%	13,3%	-13,7%
Differenz Max/Min	1,5%		9,7%	

Last but not least zeigten auch Rohstoffinvestitionen massive Unterschiede. Edelmetalle waren der Performance-Spitzenreiter aller von uns analysierten Assetklassen, während die anderen klassischen Segmente Verluste produzierten.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Rohstoffe				
	Performance p.a. 6/04-6/08 in EUR	Max. Drawdown	Performance p.a. 6/08-6/12 in EUR	Max. Drawdown
Edelmetalle	15,9%	-14,5%	19,7%	-10,9%
Industriemetalle	21,4%	-24,7%	-3,3%	-50,3%
Energie	14,5%	-44,8%	-19,9%	-69,1%
Agrar	3,1%	-23,4%	-1,3%	-38,8%
Differenz Max/Min	18,3%		39,7%	

GLOBALES INVESTMENTUMFELD

Fazit: Die Wertpapiermärkte offerierten auch in diesen außergewöhnlichen vier Jahren eine solide Basis, um Geld zu verdienen. Die Differenzierung zwischen und innerhalb der Assetklassen war aber sehr groß, was Investoren viele Chancen, aber auch viele Irrtumsrisiken bot. Ein Blick auf die Performance von besonders aktiven Vermögensverwaltern – Hedge Funds-Managern und flexible Mischfonds – zeigt ein ernüchterndes Ergebnis. Es gelang dem Durchschnitt dieser Manager in den letzten vier Jahren nicht, an den Chancen in den Märkten zu partizipieren und nur annähernd ein durchschnittliches Marktergebnis nach Kosten wie in den vier Jahren zuvor zu erreichen.

Quelle: Bloomberg, Morningstar, eigene Berechnungen

	Performance p.a. 6/04-6/08 in EUR	Max. Drawdown	Performance p.a. 6/08-6/12 in EUR	Max. Drawdown
Hedge Funds	3,3 %	-5,4 %	-4,4 %	-23,3 %
Flexible Mischfonds	5,3 %	-9,5 %	-1,1 %	-15,6 %

Die Gründe für dieses enttäuschende Abschneiden sind sicherlich vielfältig. Man sollte aber nicht den Fehler machen und pauschal aktive Vermögensverwaltung als Auslaufmodell klassifizieren. Die Wahl des richtigen Vermögensverwalters war in den vier Jahren entscheidend für den Erfolg eines Wertpapierbestandes. Ein solide verwaltetes Portfolio konnte vor Kosten zumindest eine Performance von rd. 4,0–5,0% p.a. erreichen und damit doppelt so viel, wie ein Verharren in Cash.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

USA

Federal Reserve überrascht die Märkte mit zusätzlicher Geldversorgung

Im Marktbericht für das 2. Quartal wiesen wir bereits darauf hin, dass sich die Wirtschaftsdaten zuletzt schwächer entwickelten als von den Finanzmärkten erwartet. Dieser Trend setzte sich im dritten Quartal fort und gefährdet nun den Wirtschaftsaufschwung in den USA insgesamt. Sowohl die Daten für den Arbeitsmarkt als auch zur Industrieproduktion lagen im August deutlich unter den Erwartungen der Marktteilnehmer. Als Konsequenz aus diesen schwachen Konjunkturdaten hat die amerikanische Federal Reserve ihre Wachstumsprognosen für dieses Jahr um 0,3% auf 1,7 bis 2,2% gesenkt.

Diesem Trend versucht die FED durch eine Reihe von Maßnahmen entgegen zu steuern. Bei der letzten Offenmarktausschusssitzung am 13. September beschloss dieses Gremium ein drittes unbefristetes Ankaufprogramm für hypothekenbesicherte Anleihen unter der Bezeichnung „Quantitative Easing 3“ (QE 3). Es beinhaltet den Kauf im Volumen von monatlich EUR 40 Mrd, ist zeitlich unbefristet und damit vom Volumen her unbegrenzt. Ziel ist es, durch den Ankauf von hypothekenbesicherten Anleihen die Zinsen für Immobilienkredite niedrig zu halten und so den US-Immobilienmarkt direkt zu stimulieren. Der Immobilienmarkt war in diesem Jahr bereits die wichtigste Stütze der US-Konjunktur.

Zwar wurde das QE 3-Programm allgemein erwartet, doch die meisten Marktteilnehmer wurden vom frühen Zeitpunkt der Entscheidung überrascht. Außerdem kündigte die FED an, dass die nächste Zinserhöhung frühestens Mitte 2015 anstehen könnte. Bis dahin will die FED die kurzfristigen Zinsen in einem Leitzinskorridor von 0% bis 0,25% belassen. Darüber hinaus wird die FED die sogenannte „Operation Twist“ zur Senkung der langfristigen Zinsen wie geplant fortführen. Im Unterschied zur Europäischen Zentralbank hat die FED ein explizites Mandat, für ein hohes Beschäftigungsniveau zu sorgen.

Eine große Herausforderung für die Konjunkturentwicklung in den USA sind die Anfang 2013 auslaufenden Steuererleichterungen. Sie summieren sich auf ein Volumen von USD 670 Mrd. – dies entspricht 4% des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts. Sollten diese Maßnahmen nicht verlängert werden, hätte dies einerseits positive Auswirkungen auf die Neuverschuldung. Andererseits besteht die Gefahr, dass sich der Wegfall der Steuererleichterungen stark negativ auf die ohnehin schwächelnde Wirtschaft auswirkt. Diese unter dem Stichwort „Fiscal Cliff“ bekannte Situation wird die amerikanische Politik nach den Präsidentschaftswahlen am 6. November stark beschäftigen.

Positiv dagegen ist der Verlauf des Citigroup Economic Surprise Index für die USA einzuschätzen. Der Index misst, inwieweit aktuelle Wirtschaftsdaten und Nachrichten die Markterwartungen über- oder untertreffen. Der Indikator weist für den Zeitraum Juni–Juli einen Tiefpunkt aus und ist seitdem deutlich aufwärts gerichtet. Dieser Trend deutet darauf hin, dass sich die Erwartungen für US-Konjunkturaussichten in den nächsten Monaten leicht verbessern sollten.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Überraschungsindex USA 1/2012 – 9/2012



Europa

EZB kauft unbegrenzt Staatsanleihen

Die Lage an den europäischen Finanzmärkten ist geprägt durch den Gegensatz zwischen ungünstigen wirtschaftlichen Fundamentaldaten und einer massiven Ausweitung der Geldmenge durch die Europäische Zentralbank. Kurzfristig deuten alle Indikatoren auf eine deutliche Abschwächung des Wirtschaftswachstums in der Eurozone hin. Eine Trendwende ist erst gegen Ende dieses Jahres zu erwarten. Mittel- und langfristig wird der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB und die damit verbundene Ausweitung der Geldmenge wahrscheinlich zu einer erhöhten Inflation in der Eurozone führen. Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen stiegen seit Anfang August um 30 Basispunkte und die meisten Experten rechnen damit, dass sich die Renditen bis Mitte nächsten Jahres noch weiter erhöhen. Es bleibt abzuwarten, ob sich die Ausweitung der Geldmenge auf die Kapitalmärkte oder auf die Gütermärkte auswirkt. Oder anders formuliert: Werden wir in der Eurozone eine Vermögenspreis- oder eine Güterpreis-inflation bekommen? Möglicherweise treten beide Ereignisse ein.

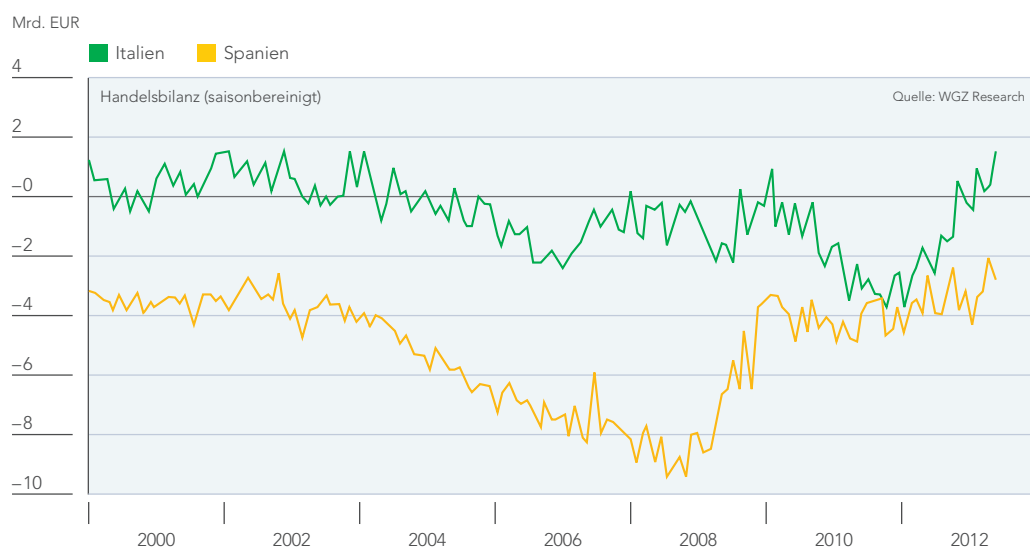
Die Europäische Zentralbank hat inzwischen auf die sich verschärfende Eurokrise reagiert. Ende Juli kündigte EZB-Präsident Mario Draghi an, die Europäische Zentralbank werde alles tun, um den Euro zu erhalten. Dieser Ankündigung folgte am 6. September der Beschluss des EZB-Rats, zur Stabilisierung der europäischen Finanzmärkte künftig unbegrenzt Staatsanleihen ausgewählter Länder anzukaufen. Voraussetzung für den Ankauf ist, dass das jeweilige Land an einem finanziellen Hilfsprogramm der EU für Staaten teilnimmt und sich den Auflagen des jeweiligen Programms unterwirft. Damit ist es der EZB vorerst gelungen, die Finanzmärkte deutlich zu stabilisieren. So sanken die Renditen zehnjähriger spanischer Staatsanleihen seit Mitte Juli von über 7% auf aktuell 5,7% und die europäischen Aktienmärkte sind seitdem deutlich gestiegen. Andererseits vergrößert sich mit diesen Maßnahmen auch das mittelfristige Inflationsrisiko in der Eurozone.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Die EZB steht vor der großen Herausforderung, einerseits für Stabilität in der Eurozone zu sorgen und andererseits die Krisenländer nicht von der Verantwortung für die Konsolidierung der nationalen Haushalte zu befreien. Dieses Dilemma zeigt sich schon wenige Wochen nach der Ankündigung der EZB, künftig unbegrenzt Staatsanleihen anzukaufen. Die griechische Regierung konnte sich bisher noch nicht auf ein Sparpaket einigen, um die erneut aufgetretene Haushaltslücke zu schließen. Auch kursieren in der Presse Gerüchte über einen erneuten Schuldenschnitt für Griechenland. In Spanien gibt es Überlegungen, zusätzliche Rettungsgelder aus dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zu beantragen; man möchte aber zusätzliche Sparauflagen möglichst vermeiden. Die italienische Regierung hat inzwischen die geplante Neuverschuldung für 2012 und 2013 nach oben korrigiert und die portugiesische Regierung hat sich mit der sogenannten EU-Troika ebenfalls auf eine Streckung der geplanten Sparanstrengungen über die nächsten drei Jahre geeinigt. Aus diesen Beispielen wird deutlich, dass die Eurokrise in den nächsten Monaten die Kapitalmärkte weiter beeinflussen wird.

Die derzeit schwache Konjunktorentwicklung in der Eurozone ist zumindest teilweise auf strukturelle Ungleichgewichte in den einzelnen Ländern zurückzuführen. So wiesen Spanien und Italien in den letzten Jahren Handelsbilanzdefizite aus. Während die Defizite bei Italien moderat waren, wurden sie im Falle Spaniens zu einem immer größeren Problem. So wies das Land im Jahre 2008 ein Defizit in seiner Handelsbilanz von -9% aus – ein auf Dauer nicht tragfähiger Wert. Die unten stehende Grafik zeigt aber, dass sich die Situation sowohl in Italien als auch in Spanien merklich verbessert hat. Italien weist inzwischen sogar einen Handelsbilanzüberschuss aus, während Spanien sein Defizit in diesem Jahr voraussichtlich auf $-2,5\%$ begrenzen kann.

Entwicklung des Handelsbilanzsaldos für Spanien und Italien im Zeitraum 2000 – 2012

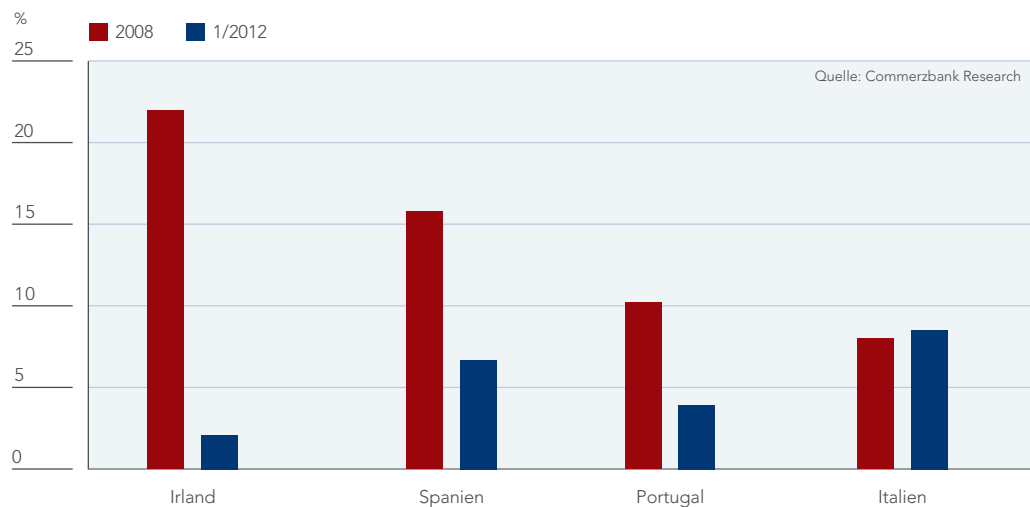


ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Diese erfreulichen Daten sollten aber nicht den Blick dafür verstellen, dass der Rückgang des Handelsbilanzdefizits im Falle Spaniens vorwiegend durch den Rückgang der Importe erfolgt. Diese Entwicklung spiegelt den Rückgang des privaten Konsums wider und ist somit eine Folge der konjunkturellen Abkühlung.

Eine zweite wichtige Herausforderung für die Euro-Krisenländer ist die Entwicklung der Lohnstückkosten seit Beginn der Währungsunion. Die folgende Übersicht zeigt, wie stark der Anstieg der Lohnstückkosten in Irland, Spanien, Portugal und Italien bis 2008 war. Seitdem haben die genannten Länder bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zum Teil erhebliche Fortschritte machen können. Nur in Italien sind die Lohnstückkosten seit 2008 weiter gestiegen. Die Übersicht verdeutlicht auch, warum es gerade Irland gelungen ist, in den vergangenen zwei Jahren die größten ökonomischen Fortschritte zu erzielen.

Lohnstückkosten relativ zum Euroraum-Durchschnitt, Basisjahr ist 1999



Dennoch sollte man nicht vergessen, dass die positive Entwicklung sowohl der Handelsbilanzsalden als auch der relativen Lohnstückkosten größtenteils durch die Wirtschaftskrise in den betroffenen Ländern verursacht wurde. Es ist zum Beispiel damit zu rechnen, dass die Importe dieser Länder im Falle einer konjunkturellen Erholung wieder überproportional zulegen werden.

Fazit: Die Eurozone steht weiterhin kurz- und langfristig vor großen ökonomischen Herausforderungen. Die jüngsten Beschlüsse der Europäischen Zentralbank können zu deren Überwindung einen wichtigen Beitrag leisten.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Emerging Markets

Die Hoffnung auf eine Erholung wurde bisher enttäuscht

Im 2. Quartal verlangsamte sich das Wachstum der chinesischen Wirtschaft auf 7,6% nach 8,1% in den ersten drei Monaten des Jahres. Nach ersten Anzeichen einer Konjunkturbelebung im Juni, folgten enttäuschende Wirtschaftsdaten im Juli und August. Damit wurde die Hoffnung auf eine Trendwende im 3. Quartal getrübt. Dabei war die Industrieproduktion im August mit 8,9% ein Schwachpunkt. Aber auch der Export leidet angesichts der globalen Wachstumsflaute. So konnte im August nur noch ein Anstieg um 2,7% im Vorjahresvergleich vermeldet werden. Als eine wichtige Säule des chinesischen Wachstums ist man hier zweistellige Wachstumsraten gewöhnt. Kein Wunder also, dass in diesem Umfeld die Angst vor einer harten Landung deutlich zunahm. Dies veranlasste die chinesische Regierung zu weiteren Maßnahmen zur Stärkung der Wirtschaft. Nach den bereits mehrfachen Zinssenkungen – sowohl für die Mindestreservehaltung als auch der zweifachen Leitzinssenkung auf 6% – stehen nun verstärkte Infrastrukturinvestitionen im Fokus. So wurden im September Projekte in Höhe von 157 Mrd. USD angekündigt. Die Investitionen erfolgen in Bereichen wie Straßen- und Schienenbau, Landwirtschaft und Energieerzeugung. Marktspekulationen gehen sogar von Infrastrukturprojekten von bis zu 250 Mrd. Euro aus. Größte Priorität hat laut Regierungschef Wen Jiabao derzeit die Stabilisierung des wirtschaftlichen Wachstums. Das Regierungsziel liegt bei 7,5%. Im Vergleich zum Konjunkturprogramm in Höhe von 500 Mrd. Euro vor drei Jahren während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009, als sich die Wirtschaft ebenfalls stark abkühlte, ist das aktuelle Volumen noch verhältnismäßig zurückhaltend. Einerseits soll zwar die Konjunkturerholung angeschoben werden. Andererseits möchte man Spekulationsblasen, wie sie infolge des letzten Konjunkturprogramms beispielsweise am Immobilienmarkt auftraten, vermeiden. Auch ein wieder stärkeres Anziehen der Inflation ist nicht gewünscht. Aktuell liegt diese mit 2% auf sehr moderatem Niveau und gibt genügend Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen. Die jüngsten Konjunkturdaten deuten auf eine leichte Verbesserung der Makrodaten im Vergleich zu den Sommermonaten hin. Der Frühindikator HSBC Flash PMI konnte im September auf 47,8 Punkte (August 47,6) zulegen. Erste Schätzungen für die Industrieproduktion im September gehen ebenfalls von einer leichten Erhöhung auf 9,2% aus. Aufgrund der Schwäche im Juli und August wird für das 3. Quartal mit einem GDP-Wachstum leicht unter dem Vorquartal gerechnet. Für das Gesamtjahr 2012 wurden die Markterwartungen Richtung 7,5% gesenkt. Etwas zuversichtlicher werden die Volkswirte der Banken für 2013. Die vielfältigen Stimulusmaßnahmen sollten endlich Wirkung zeigen und einen Anstieg der chinesischen Wirtschaft um rund 8% ermöglichen.

Die europäischen Aktienmärkte befinden sich seit Ende Juli wieder in einem stabilen Aufwärtstrend. Dabei scheint die jüngste Hausse weniger fundamentalen Faktoren geschuldet. Viele volkswirtschaftliche Indikatoren, wie z.B. die Einkaufsmanager-Indizes oder der deutsche Geschäftsklimaindex IFO, befinden sich schon seit längerem im Korrekturmodus und weisen auf eine Konjunkturabschwächung hin. Vielmehr feiert die Börse derzeit die unbegrenzte Liquiditätsbereitstellung der Notenbanken mit hohen Kursgewinnen.

Betrachtet man die Wertentwicklung einzelnen Sektoren des Aktienindex Stoxx 600, so fällt auf, dass sich deren relative Wertentwicklung seit Jahresanfang zum Teil deutlich unterscheidet. Die zyklischen Chemie- und Automobilhersteller führen die Gewinnerliste an, wohingegen die Telekommunikation-, Energie- sowie die Grundstoffunternehmen stark zurückgeblieben sind.

Wertentwicklung ausgewählter Subsektoren im Stoxx 600 Aktienindex seit Jahresanfang

Quelle: Bloomberg

Subsektor	Wertentwicklung in Prozent
Chemie	25,00
Autoindustrie	24,49
Versicherung	23,38
Öl und Gas	2,78
Telekommunikation	0,05
Grundstoffe	-0,42

Mit der sehr guten Performance bei den Chemieunternehmen dürfte es erst einmal vorbei sein. Der Verband der chemischen Industrie (VCI) reduzierte nach einem schwachen, zweiten Quartal seine Prognosen. Für das Gesamtjahr wird nun mit einem Rückgang der Produktion in Höhe von drei Prozent gerechnet. Bisher konnten gerade die großen Chemieunternehmen wie BASF souverän überzeugen. In den Augen der Aktionäre ist das Unternehmen nicht mehr so zyklisch wie in früheren Jahren. Die Unternehmensleitung schaffte es, gerade die weniger konjunkturanfälligen Sparten zu stärken. Zuletzt kaufte BASF u.a. das Unternehmen Becker Underwood zur weiteren Stärkung des Pflanzenschutzgeschäftes.

Der Automobilsektor profitierte in den letzten Monaten von stabilen Umsatzzahlen aus Fernost und den USA. Vor allem Premiumhersteller wie BMW, Audi oder Mercedes sind im Ausland weiter sehr beliebt. Anders sieht es bei den Massenherstellern wie Peugeot oder Fiat aus, deren Kundenbasis vorrangig in Europa zu finden ist.

Eine überraschend gute Wertentwicklung konnten auch die lange vernachlässigten Versicherungsaktien hinlegen. Durch den neuerlichen Zinsrückgang bei bonitätsmäßig guten Anleihen und der ungebrochen hohen Nachfrage bei Unternehmensanleihen konnte die Versicherer das den Aktionären zuzurechnende Kapital weiter steigern. Die Rückversicherer profitierten von hohen Prämieinnahmen nach dem schadensreichen Jahr 2011. Beide kurstreibenden Effekte dürften sich aber in den nächsten Quartalen wieder deutlich abschwächen.

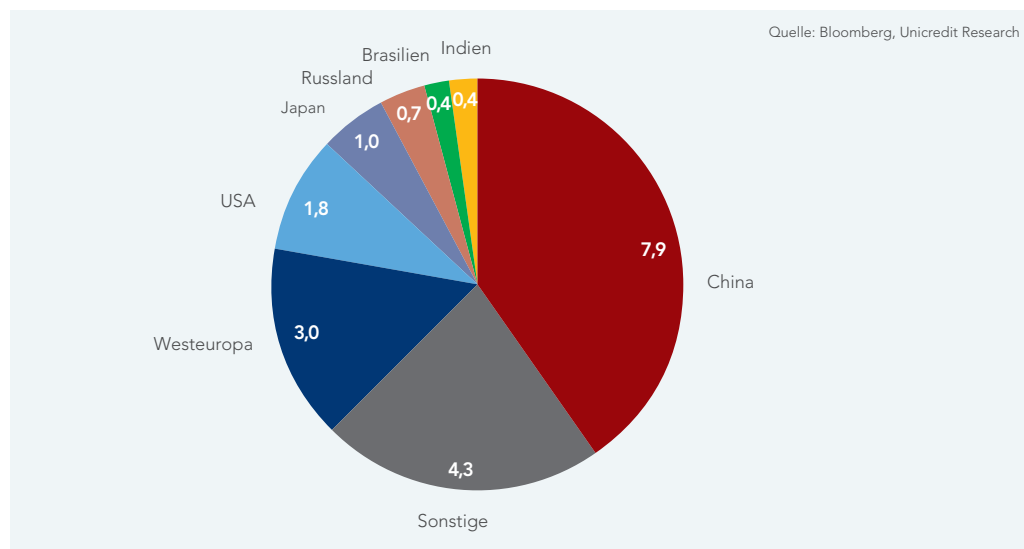
AKTIEN

Was aber sind hingegen die Gründe für das schlechte Abschneiden der Grundstoffunternehmen, wozu u.a. die Minenunternehmen gezählt werden?

Das höchste Gewicht im Grundstoffsektor haben Minenbetreiber wie BHP Billiton, Rio Tinto, Anglo American, Xstrata sowie der Rohstoffhändler Glencore. Zusammengenommen haben sie mehr als 65% Indexgewicht. Ihre Stärke ist jedoch zugleich ihre größte Schwäche: die hohe Abhängigkeit vom chinesischen Wirtschaftswachstum.

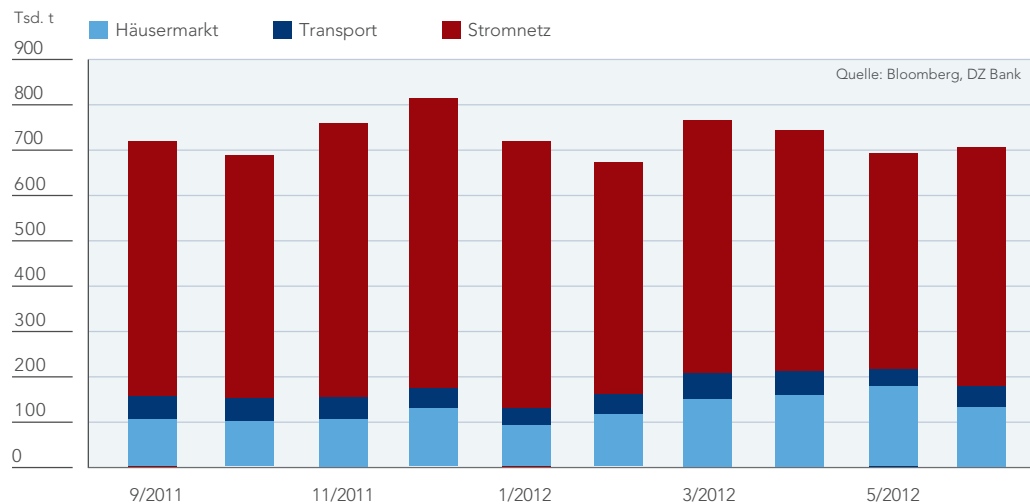
Wie stark die Abhängigkeit der Unternehmen vom chinesischen Rohstoffhunger ist, wird ersichtlich, wenn man sich allein den Kupferverbrauch in der Volksrepublik verdeutlicht. China steht für mehr als 40% der gesamten Kupfernachfrage weltweit.

Weltweiter Kupferverbrauch in Mio. t



Der Großteil der chinesischen Kupfernachfrage entfällt auf den weiteren Ausbau der Infrastruktur, darunter z.B. die Modernisierung des Stromnetzes. Und ein Ende der Kupfernachfrage ist noch lange nicht in Sichtweite. Allein für den Ausbau eines Schienennetzprogramms stellt die Regierung in Peking 300 Milliarden US-Dollar bereit.

China: Kupfernachfrage-Aufteilung



Lange Zeit sprach man von einem ausgeprägten Rohstoff-Superzyklus von dem insbesondere die Minenunternehmen außerordentlich profitieren. Allerdings trübten sich die Gewinnaussichten der Minenbetreiber in den letzten Monaten immer stärker ein. Chinas Wirtschaft wächst nicht mehr so stark. Zuletzt stabilisierte sich die Industrieproduktion etwas, dennoch schrumpfte die Konjunktur im elften Monat in Folge. Ein wichtiger Grund für diese Entwicklung liegt in der Vorgehensweise der Zentralregierung, die vor einiger Zeit bereits entschied, das rasante Wachstum einzubremsen.

Viele Marktteilnehmer fragen sich, ob der vielzitierte Rohstoff-Superboom wirklich schon vorbei ist, denn normalerweise dauern solche Zyklen zwischen 12 und 30 Jahren. Doch das sind nur Erfahrungswerte aus der Vergangenheit. Klar ist jedoch auch, dass die entscheidende Rolle weiterhin dem „Reich der Mitte“ zukommt. Ähnlich wie beim Kupfer machen die chinesischen Einfuhren allein beim Eisenerz ca. 60% der weltweiten Eisenerzimporte aus.

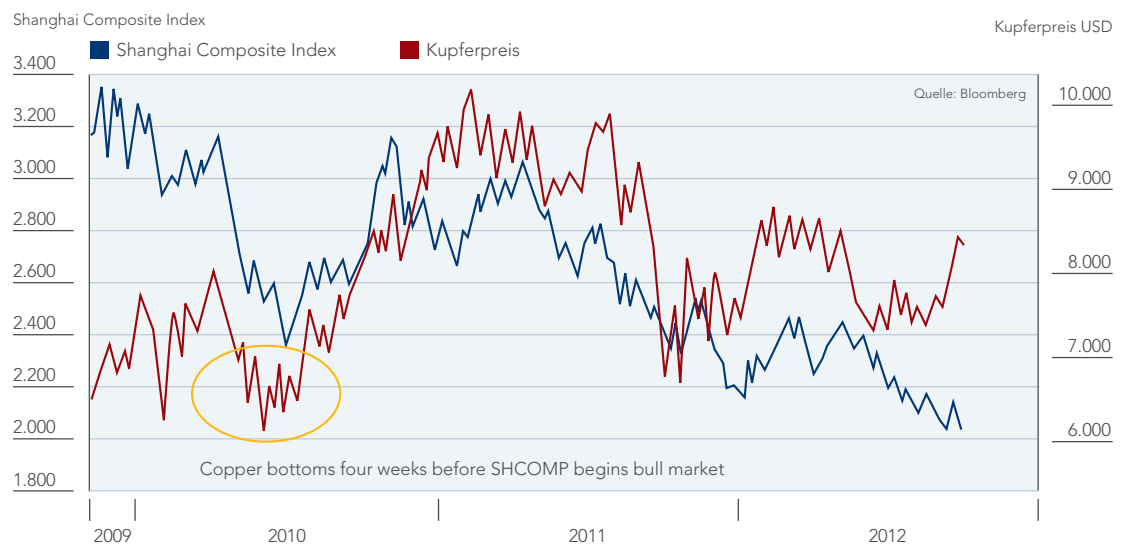
Einige antizyklische Investoren raten bereits jetzt wieder zum Einstieg bei den Minenwerten. Die jüngste Korrektur sollte günstige Kaufmöglichkeiten bieten. Australien – Heimatland der großen Minenbetreiber Rio Tinto und BHP Billiton – hat noch große Reserven an Rohstoffvorkommen. Schätzungen zufolge reichen sie weit über 100 Jahre hinaus.

Für langfristig denkende Investoren scheinen diese Standardwerte am besten geeignet zu sein, um ein Rohstoff-Exposure im Portfolio aufzubauen.

Auch Unternehmenslenker befinden sich bereits auf der Käuferseite. Bestes Beispiel ist die aktuelle Übernahme von Xstrata durch Glencore. Obwohl Glencore schon lange Zeit an Xstrata beteiligt war, möchte der Rohstoffhändler nun das Minenunternehmen komplett übernehmen. Die ohnehin schon oligopolistisch geprägte Angebotsseite dürfte sich also zukünftig noch weiter verkleinern.

Die Kupferpreise haben sich jedoch zuletzt konträr zu den Aktienkursen in China entwickelt. Obwohl der Kupferpreis stark anstieg und damit eine wirtschaftliche Erholung signalisiert, konnten die chinesischen Aktienkurse bisher noch nicht profitieren. Im Moment ist die Kurs-Schere zwischen dem Kupferpreis und dem Shanghai Composite Index sogar auf ein Sechs-Jahres-Hoch angestiegen. Einige Marktteilnehmer interpretieren den Kupferpreis als Indikator für die zukünftige Aktienmarktentwicklung in China. So gesehen, könnte der chinesische Aktienmarkt kurz vor einem Ausbruch stehen.

Wertentwicklung des Shanghai Composite Index vs. Kupferpreis (Forward LME)



Da aber die Erholung an den chinesischen Aktienmärkten noch nicht eingetreten ist und die Aktienmärkte in Asien u.E. günstig bewertet sind, haben wir zuletzt unser Exposure in der Region erhöht. Da der Grundstoffsektor bei einer Konjunkturerholung überproportional profitieren sollte, halten wir auch ausgewählte Minen- und Grundstofftitel für aussichtsreich.

Pfandbriefe/Covered Bonds: Mangelware?

Der Covered Bond-Markt hat sich in den letzten Jahren massiv gewandelt. Während bis Anfang des Jahrtausends der deutsche Pfandbrief den weltweiten Covered Bond-Markt dominierte, ist der Anteil deutscher Pfandbriefe seit 2002 deutlich rückläufig. Gleichzeitig entdeckten zunächst die europäischen Nachbarn die Refinanzierungs-Vorteile von Covered Bonds für ihre Banken. Spätestens die Insolvenz von Lehmann 2008 führte der Finanzwelt vor Augen, welche Vorteile in der Emission besicherter Anleihen liegen können. Seitdem kamen zahlreiche Länder mit entsprechenden „Pfandbriefgesetzen“ bzw. Modifizierungen bestehender Gesetze. Neben den Europäern – inzwischen hat sogar UK ein eigenes Covered Bond-Gesetz – wurden entsprechende Gesetze z.B. in Australien und Kanada verabschiedet; in Ländern wie Neuseeland und Japan stehen die Gesetze kurz vor der Verabschiedung. Die meisten Gesetze orientieren sich dabei am deutschen Pfandbriefgesetz, wobei in einigen Ländern sogar strengere Regeln implementiert wurden.

Vor diesem Hintergrund sollte man vermuten, dass das Angebot an Covered Bonds weiter stetig zunimmt. Tatsächlich trifft dies auch zu. 2012 wird wohl ein weiterer Rekord an Emissionsvolumina aufgestellt; die Emissionen dürften einen Gegenwert von 250 Mrd. Euro überschreiten.

Doch während das Gesamtvolumen deutlich zulegt, erschweren mehrere Punkte die Investition für Euro-Investoren. Zum einen ist die Emission von EUR-denominierten Bonds stark eingebrochen, während Emissionen in anderen Währungen wie Australischem Dollar, US-Dollar oder Britischem Pfund (von niedrigem Niveau) boomen. Zusätzlich wird inzwischen ein Gutteil der Emissionen „einbehalten“, um die Anleihen postwendend zur EZB als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte zu verwenden. Dadurch können die Banken – speziell südeuropäische Institute – deutlich günstigere Refinanzierungs-Levels erreichen als über den Markt. 2012 wurden bisher zum Beispiel ca. 40 Mrd. italienische Covered Bonds begeben, davon aber nur gut 5 Mrd. tatsächlich am Markt platziert. Der überwiegende Teil der Anleihen liegt also bei der EZB und die Banken refinanzieren sich über diese Quelle dann zu 0,75% p.a..

Die bekannten deutschen Hypothekenbanken fusionierten Ende der 90er bis Mitte der 00er Jahre zu großen globalen Playern (HypoRealEstate, Eurohypo) – für deren Geschäftsgebaren der deutsche Steuerzahler heute noch direkt oder indirekt bezahlen muss. Zusammen mit den deutschen Landesbanken stellten sie die größten Pfandbrief-Emittenten in Deutschland dar. Aufgrund von Staatsbeihilfen wird die Bilanzsumme von fünf der sechs größten deutschen Pfandbrief-Emittenten derzeit stark zurückgeführt. Damit einher geht ebenfalls eine Reduzierung der durchschnittlichen Transaktionsvolumina. Während früher Anleihen nicht selten die 2 Mrd. Emissionsvolumen überschritten, ist dies heute eher eine Seltenheit.

Gleichzeitig ist noch ein weiterer Punkt zu beachten. Bis 2004 durften Landesbanken und Sparkassen Emissionen mit sog. „Gewährträgerhaftung“ emittieren. So wäre z.B. im Falle einer Insolvenz der Bayerischen Landesbank (als Anstalt des öffentlichen Rechts) der Freistaat Bayern als „Gewährträger“ verpflichtet gewesen, die Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Diese explizite Staatsgarantie wurde auf Betreiben der EU-Kommission abgeschafft. Von den bis 2004 emittierten Anleihen laufen bis 2015 170 Mrd. Euro aus. Zusätzlich dazu dürfte ein ähnlicher Bestand an Anleihen ähnlicher Papiere wie Schuldscheindarlehen oder Sparkassenbriefe emittiert worden sein. Diese Papiere waren seinerzeit besonders für Versicherungen interessant, da sie den regulatorischen Sicherheitsanforderungen entsprechen.

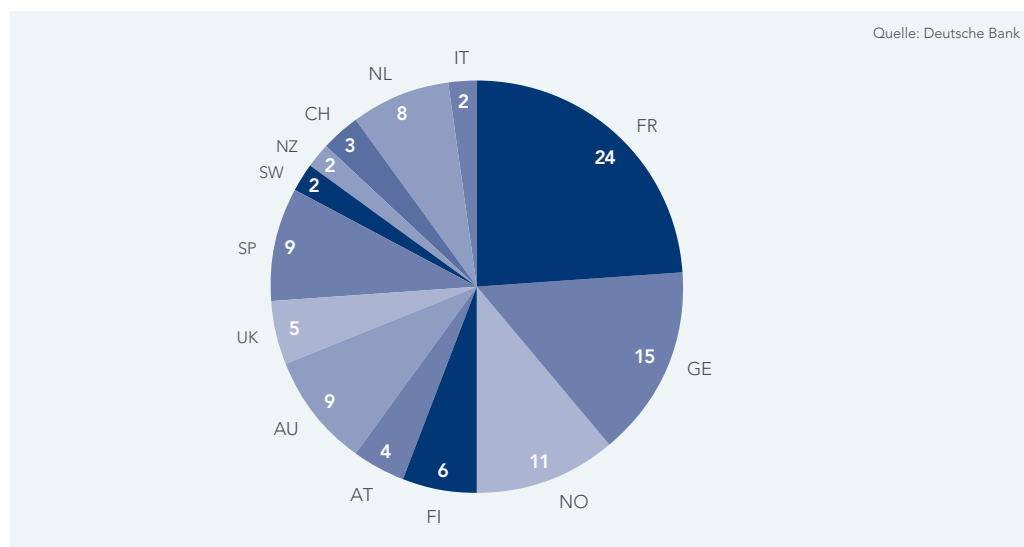
ANLEIHEN

Nach den Erfahrungen der letzten Jahre, dass Staatsanleihen eben nicht risikolos sind, sind nun jene Anleger, die einen gewissen Bestand an höchst sicheren Anlagen benötigen (neben den Versicherungen auch die Banken, die ihre Liquiditätsreserve vorhalten müssen) gezwungen, sich nach Alternativen umzusehen. In Summe bleibt also – zumindest in Euro und aus Deutschland heraus – ein deutlich sinkendes Angebot bei wenigstens stabiler Nachfrage.

Für Covered Bonds-Investoren hat dies aus unserer Sicht für die absehbare Zukunft folgende Konsequenzen:

1. Die Kreditrisikoaufschläge bleiben niedrig bzw. sinken wahrscheinlich weiter.
2. Die Covered Bonds-Investoren werden nicht umhin kommen, sich mit verschiedenen Rechtsrahmen, Immobilienmärkten und Emittenten – und ggf. Währungen – auseinanderzusetzen und diese zu beurteilen.
3. Aufgrund der EU-Schuldenkrise sind die Finanzmärkte weitgehend „renationalisiert“ worden. Man traut sich eher zu, heimische Emittenten zu beurteilen als ausländische. Erst wenn dieser neue „home-bias“ sich wieder entspannt, könnten die Volumina wieder anziehen, z.B. durch eine tatsächliche Marktplatzierung der einbehaltenen Covered Bonds.

Übersicht: Neuemissionen Covered Bonds 2012 nach Ländern in Prozent



Sicherheit! Oder doch auch Risiko?

Die Angst um den Fortbestand des Euros war bei vielen Anlegern und auch Vermögensverwaltern der Auslöser, sichere Häfen in Form stabiler Währungen zu suchen. Doch die bisherigen Leitwährungen US-Dollar und Japanischer Yen oder Britisches Pfund, deren Wirtschaftsräume allesamt ebenfalls unter schwachem Wachstum und hoher Staatsverschuldung leiden, bieten keinen fundamentalen Vorteil gegenüber der Situation in Europa. Wie in vergangenen Marktberichten bereits besprochen, sind zahlreiche Anleger zu dem Schluss gekommen, dass die Währungen rohstoffreicher Länder wie Kanada, Australien und Norwegen oder auch die Schweiz als Nicht-EU Mitglied guten Schutz bieten.

Hinzu kommt, dass viele dieser Länder gegenüber Euro-Anlagen attraktivere Zinsen bieten. So liegen 2-jährige Laufzeiten in Australischem Dollar bei rund 3% Rendite, in Euro bei ca. 0,4%. Auf 2 Jahre macht der Unterschied damit über 5% aus. Wechselkursschwankungen können jedoch deutlich volatiler ausfallen, wie die nachfolgende Tabelle veranschaulicht:

Jahresveränderungen ausgewählter Währungen zum Euro

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung, Stand 21.09.2012

	EUR / AUD	EUR / NOK	EUR / CAD
2012	2%	4%	4%
2011	3%	1%	1%
2010	18%	6%	11%
2009	20%	15%	11%
2008	-19%	-23%	-17%
2007	0%	4%	5%
2006	-3%	-3%	-12%
2005	7%	3%	15%
2004	-4%	2%	0%
2003	10%	-15%	1%

Erläuterung: ein negativer Wert bedeutet, dass der Euro gegenüber der Fremdwährung aufwertete, ein positiver Wert, dass die entsprechende Währung gegenüber dem Euro aufwertete. Die Veränderung 2012 bezieht sich auf den Zeitraum 31.12.2011 bis 21.09.2012

Doch was passiert mit dem Vermögen eines Anlegers, der heute in diese Währungen investiert? Tritt der Zerfall des Euros tatsächlich ein, kommt es auf die „neue“ Währung des Investors an. Ist es beispielsweise ein deutscher Investor, der dann eine „neue DM“ in den Händen hält, so könnte der Sicherheitsaspekt schnell konterkariert werden. Im Falle einer Renationalisierung der europäischen Währungen dürfte die neue DM gegenüber den meisten Währungen – nicht nur innerhalb Europas – aufwerten. Bleibt der Euro als Währung bestehen, so ist die Frage der künftigen Währungsentwicklung entscheidend. Diese ist seriös nicht prognostizierbar, auch wenn die solide Haushaltslage für Staatsanleihen aus den genannten rohstoffreichen Ländern spricht. Doch hier darf nicht die Bonität des Schuldners mit dessen Währung verwechselt werden. So wies Norwegen bereits 2008 einen sehr soliden Staatshaushalt mit prächtigen Überschüssen aus. Hätte ein Investor jedoch im Sommer 2008 in Norwegische Kronen investiert, so wäre bereits zu Weihnachten 20% des angelegten Eurobetrages durch Wechselkursveränderung „verschwunden“.

Blickt man auf fundamentale Indikatoren, wie beispielsweise Kaufkraftparitäten so scheinen Australischer Dollar, Norwegische Krone und Schweizer Franken deutlich überbewertet.

Daneben wehren sich die Notenbanken allenthalben gegen eine zu starke Aufwertung der eigenen Währung, da sie die eigene Wirtschaft zu stark belasten würde. [siehe Marktbericht Q2/2012]

Angesichts der Unvorhersehbarkeit politischer Entscheidungen – wie z.B. der Einführung eines Mindestwechsellkurses durch die schweizerische Nationalbank in 2011 – kann man einem Investor mit Heimatwährung Euro nur folgende Ratschläge geben:

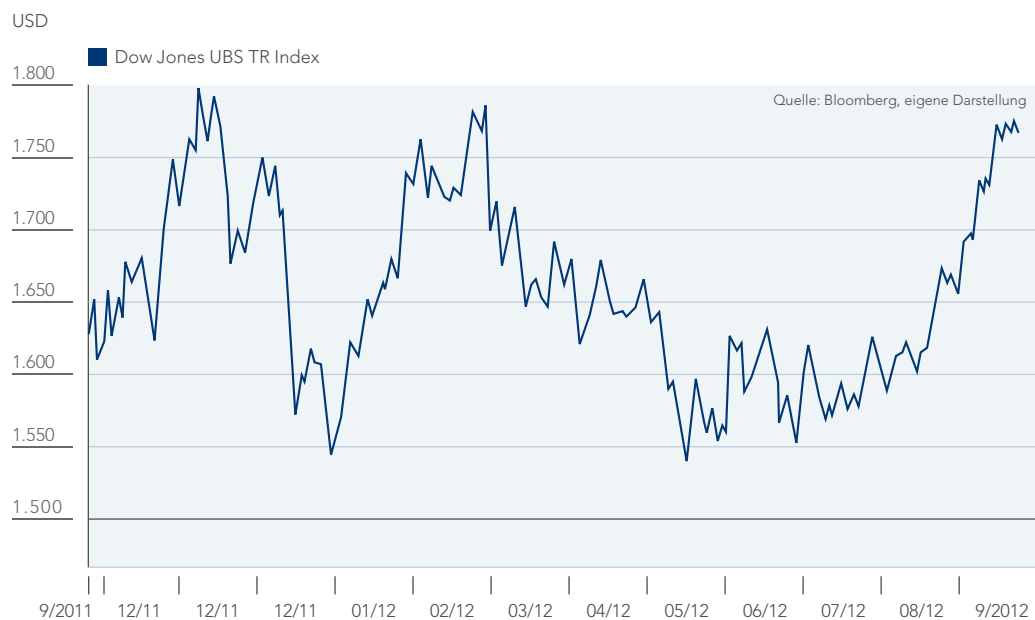
1. Diversifikation bleibt auch im Währungsbereich das Maß der Dinge.
2. Es ist sinnvoll in gewissem Maße einen „home bias“ zu verfolgen. So ist für einen deutschen Anleger eine deutsche Unternehmensanleihe im Normalfall weniger riskant als z.B. eine französische, wenn man den Zerfall der Eurozone als realistische Variante betrachtet.
3. Gleiches gilt für die Währung. Hier muss sich ein Investor auf eine Referenzwährung festlegen. Normalerweise ist dies die Heimatwährung, kann aber auch die Währung sein, in welcher z.B. regelmäßige Verpflichtungen anfallen.
4. Eine taktische Steuerung der Währungsallokation ist schwierig, da Veränderungen oft erratisch auftreten (z.B. durch politische Entscheidungen).

Wichtig ist aus unsere Sicht jedoch noch ein weiterer Gedanke. Bleibt ein Euro-Investor im Euro investiert und der Euro verliert an Wert, so ist dem Investor kein Verlust entstanden. Er hat noch die identische Menge an Euro, die jetzt nur im Ausland weniger wert sind. Er erleidet somit keinen absoluten, sondern nur einen relativen Vermögensverlust.

Kauft er jedoch eine Fremdwährung, und diese verliert an Wert, so spiegelt sich dies auch in absoluten Zahlen wieder. Sein Vermögen schrumpft in diesem Fall.

Nach dem Jahrestief des breit diversifizierten Rohstoffindex Dow Jones UBS Commodity Index Total Return (DJUBS TR Index) Anfang Juni 2012 bei 253 Punkten sind die Rohstoffmärkte parallel zu den Aktienmärkten durchgestartet. Der Index gewann ca. 20% dazu und notierte am 14.09.2012 auf seinem bisherigen Jahreshoch bei 307 Punkten.

Kursverlauf des Dow Jones UBS TR Index in USD



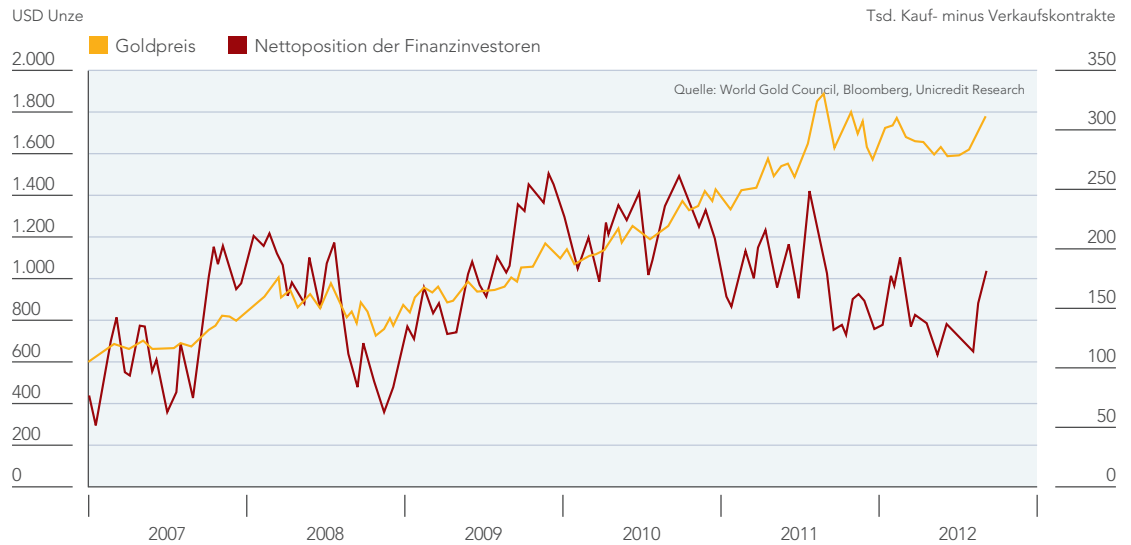
Die einzelnen Rohstoffsektoren entwickelten sich allerdings unterschiedlich.

Nachdem die Agrarrohstoffe, bedingt durch die Dürre in Amerika, lange Zeit die Sektorgewinner waren, konnten seit Mitte August vor allem die Edelmetalle zulegen.

Der Goldpreis befindet sich seit einiger Zeit in einem langfristigen Aufwärtstrend. Seit zwei Monaten hat das begehrte Edelmetall seine Konsolidierung beendet und steigt seit einigen Wochen wieder stark an. Die positive Reaktion des Goldpreises ist weniger fundamentalen Faktoren geschuldet, sondern entspringt vielmehr den Nachrichten neuer unkonventioneller Maßnahmen der Notenbanken.

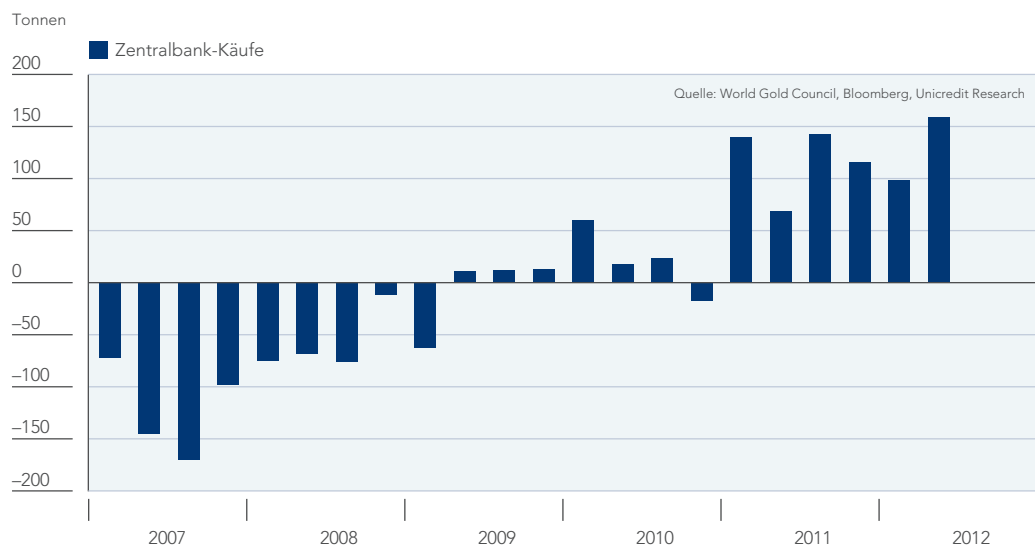
Gerade die letzten Ankündigungen seitens der Notenbanken, wie die Durchführung unlimitierter Anleihekäufe durch die EZB oder das neuen Anleihekaufprogramm der amerikanischen Notenbank FED haben den Goldpreis regelrecht beflügelt und Investoren wieder hohe Goldpositionen aufbauen lassen. Käufe von Exchange Traded Funds und Long-Positionen am Terminmarkt haben in den letzten sechs Wochen deutlich zugenommen.

Spekulative Käufe haben stark zugenommen



Der alte Höchststand von Gold im Jahr 2011 von über 1800 USD je Feinunze könnte in kurzer Zeit wieder erreicht sein. Ein negatives reales Zinsniveau und kaum nennenswerte Opportunitätskosten sind weitere Kurstreiber. Auch die Goldkäufe von Notenbanken selbst sind Wasser auf die Mühlen der Goldoptimisten.

Zentralbanken sind auf der Käuferseite

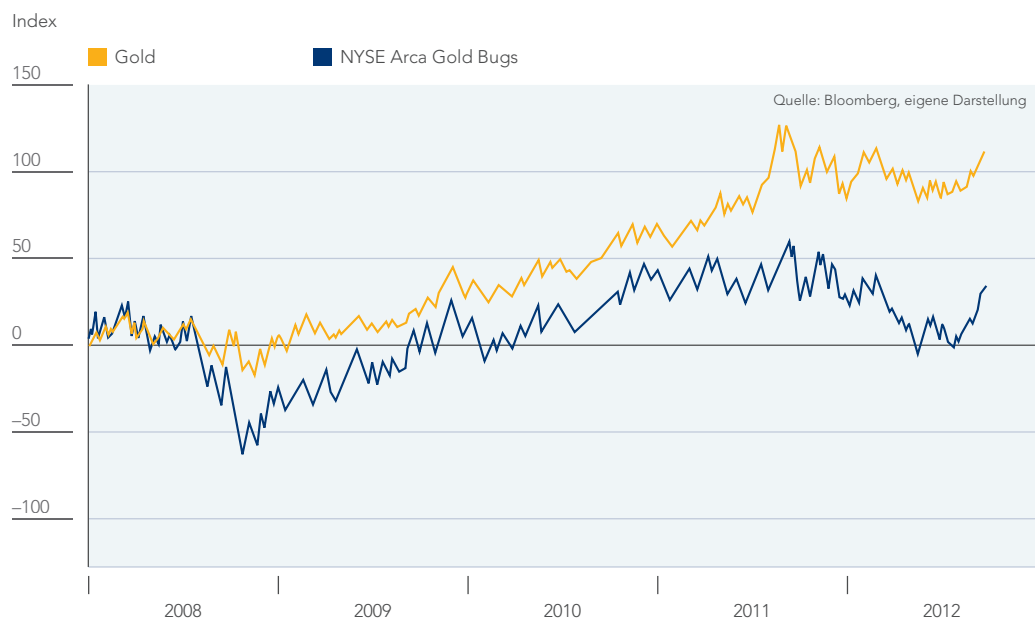


Belastungsfaktoren sind kaum vorhanden. Nur die fundamentale Schmucknachfrage aus Indien hat zuletzt aufgrund des schlechten Wechselkurses der indischen Rupie zum US-Dollar deutlich gelitten. Der Rückgang der Schmucknachfrage ging im zweiten Quartal um ca. 38% im Vergleich zum Vorjahr zurück. Die indische Schmucknachfrage findet deswegen so große Beachtung, da sie einen Anteil von über 30% der Gesamtnachfrage besitzt.

Die positive Goldpreisentwicklung spiegelt sich immer noch nicht bei den Goldminenunternehmen wider. Wenn man die Wertentwicklung des Goldes mit Kursen des Goldminen-Index NYSE Arca Gold Bugs vergleicht, so ist festzustellen, dass sich seit Anfang 2008 der Goldminen-Index fast 80% schlechter entwickelt hat.

Viele Analysten empfehlen daher den Kauf von Goldminenaktien.

Goldminen haben im Vergleich zum Goldpreis Aufholpotenzial



Die Gründe für dieses Auseinanderdriften zwischen dem Goldpreis einerseits und dem Kurs der Goldaktien auf der anderen Seite sind vielfältig. In der jüngsten Vergangenheit sind die Förderkosten bei vielen Unternehmen regelrecht explodiert. Dies gilt vor allem für die Minengesellschaften in Südafrika, wo die Lohnkosten stark zugenommen haben. Daneben erschweren Streiks und Stromausfälle weiter die Förderung. Die jüngste Eskalation war in einer Platinmine des Unternehmens Lonmin zu beobachten. Der Streik hatte am 10. August begonnen und sich auf mehrere Platin- und Goldminen des Landes ausgeweitet. Polizisten erschossen bei einem Einsatz 34 streikende Arbeiter. Seit Ende der Apartheid war dies der blutigste Polizeieinsatz in Südafrika. Die Stimmung bleibt daher weiterhin sehr gespannt.

Trotz allem, Goldminen beinhalten aus unserer Sicht mittel- bis langfristig viel Potenzial und wir erwarten, dass sich die Goldminen-Aktienkurse künftig wieder dem Goldpreis annähern werden.

Entspannung in den Krisenländern Europas zwingt Hedge Fund Manager zur Umschichtung.

Die europäischen Schuldenländer Spanien, Italien und Portugal konnten zuletzt aufatmen. Die Renditen ihrer Staatsanleihen sanken nach den Ankündigungen der EZB deutlich und machten so die Refinanzierung merklich günstiger. Auch der Euro konnte im Vergleich zum USD deutlich zulegen. Ob jedoch der Trend von Dauer sein wird, bleibt abzuwarten.

Die jüngste Rally hat jedoch viele Investoren auf dem falschen Fuß erwischt und dazu gezwungen, ihre Positionen gegen den angeschlagenen Euro aufzugeben. Unter diesen Investoren dürften sich auch einige Hedge Fund Manager befinden. Die Renditeangaben von Hedge Fund Research, HFR deuten darauf hin, dass viele Manager speziell mit Währungswetten gegen den Euro daneben lagen. Die Performance der sogenannten Macro-Manager entwickelte sich von Januar bis August im Vergleich zur restlichen Hedge Fund-Branche deutlich schlechter und konnte nur um 1 % zulegen.

Spekulationen im ganz großen Stil, wie der einstige Macro-Manager George Soros, der im Jahr 1992 gegen das Britische Pfund spekulierte, gibt es nicht mehr. Die Manager sind vorsichtig geworden. Kein Investor ist mehr bereit, große Einsätze zu riskieren, geschweige denn lange Verlustphasen auszuhalten.

Rätselhafter Preisrutsch beim Brent-Rohöl

Bemerkenswert war auch der Preisrutsch bei Brent-Rohöl am 17. September. Innerhalb weniger Minuten gab der Ölpreis ohne erkennbaren Grund deutlich nach und verbilligte sich um vier USD/Barrel. Gleichzeitig stiegen die Umsätze mit Terminkontrakten stark an. Das war der größte Preisrutsch seit Monaten.

Schuld daran soll der Hochfrequenzhandel sein. Dieser Handel an den Kapitalmärkten wird vollständig durch elektronische Programme gesteuert. Diese Programme analysieren die entsprechenden Teilmärkte und erteilen selbständig Kauf- und Verkauf-Orders. In der Regel setzen ausschließlich Hedge Funds oder Banken solche Programme ein, da eine hohe Rechnerkapazität bereitgestellt werden muss.

Der Vorfall erinnerte an den sogenannten „Flash Crash“ im Mai 2010 als der Dow Jones schlagartig 1000 Punkte verlor und sich danach schnell wieder erholte.

Ein Beispiel mehr, warum die Politik derzeit diese Art von Handel verbieten möchte.

Erwartungen an den Immobilienmarkt am Beispiel des Wohnimmobilienmarktes

Unser letzter Marktbericht zur Assetklasse Immobilie kam zu dem Ergebnis, dass Investitionen in direkt gehaltene Immobilien unter einer Bruttoanfangsrendite von 5% (Faktor 20) unter Risikogesichtspunkten nur dann vertretbar erscheinen, wenn mit zukünftigen Wertsteigerungen zu rechnen ist oder sie mit konservativem Eigenkapitaleinsatz unterfüttert sein sollten.

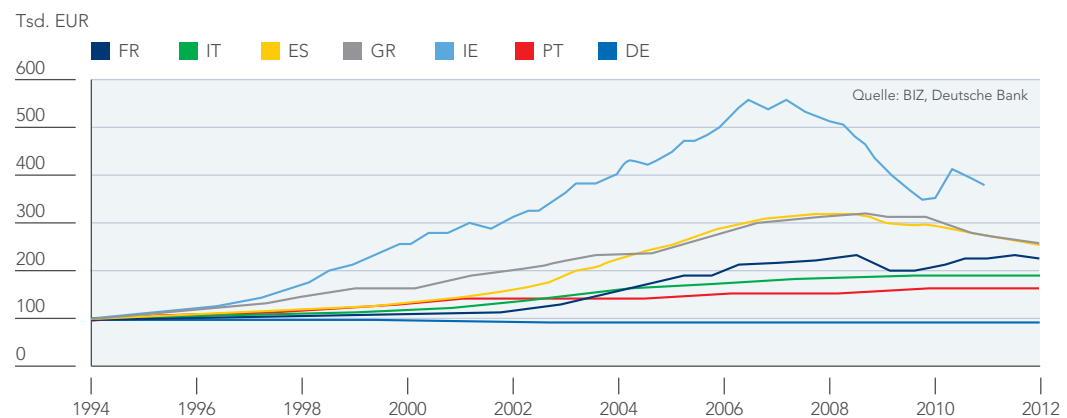
Deshalb stellt sich die Frage, wie sich die einzelnen Märkte im Vergleich entwickeln könnten und welche Entwicklungen für bestimmte Standorte unter quantitativen Gesichtspunkten wahrscheinlich sind.

Deutschland als bedeutendste Volkswirtschaft der Eurozone kann dabei nicht völlig getrennt von den anderen Mitgliedsländern betrachtet werden, um zukünftiges Anlegerverhalten zu bewerten. Als besonderes Indiz muss hier der Wohnimmobilienmarkt gelten, da er den Großteil des Immobilienmarktes ausmacht, aber auch grundsätzlich als Indiz gilt, wie sich andere Immobilien-Assetklassen entwickeln könnten.

Besonders interessant erscheint hierbei die Feststellung, dass in fast allen anderen bedeutenden EU-Volkswirtschaften in den letzten Jahren erhebliche Preissteigerungen zu verzeichnen waren, deren Korrektur Anfang 2008 einsetzte und bis heute nicht abgeschlossen ist. Der deutsche Markt dagegen verhält sich, betrachtet man die Durchschnittswerte, völlig anders. Der Markt ist bei Berücksichtigung der Inflation bisher wertstabil, bis 2005 war er sogar fast unbeweglich – von Metropolregionen als Ausnahme abgesehen.

Nicht abgeschlossene Preiskorrektur

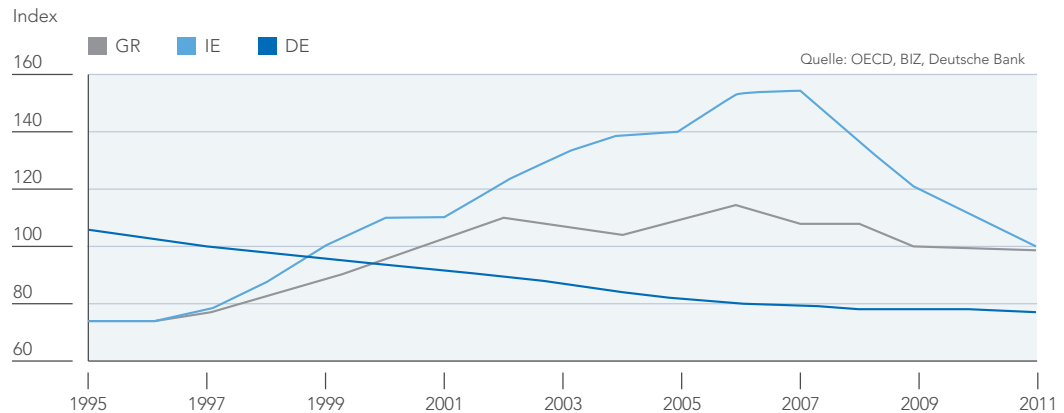
Nominale Hauspreise, 1994 = 100



Betrachtet man zudem den Erschwinglichkeitsindex im Verhältnis zu den Hauspreisentwicklungen, dann ergibt sich ein signifikanter, überraschender Unterschied. In Deutschland ist in Relation zum Einkommen die Möglichkeit des Einzelnen gestiegen, mittels seines Einkommens Eigentum zu erwerben. Dabei helfen sicher auch die erheblich gefallenene Finanzierungszinsen.

Deutschland und südeuropäische Länder

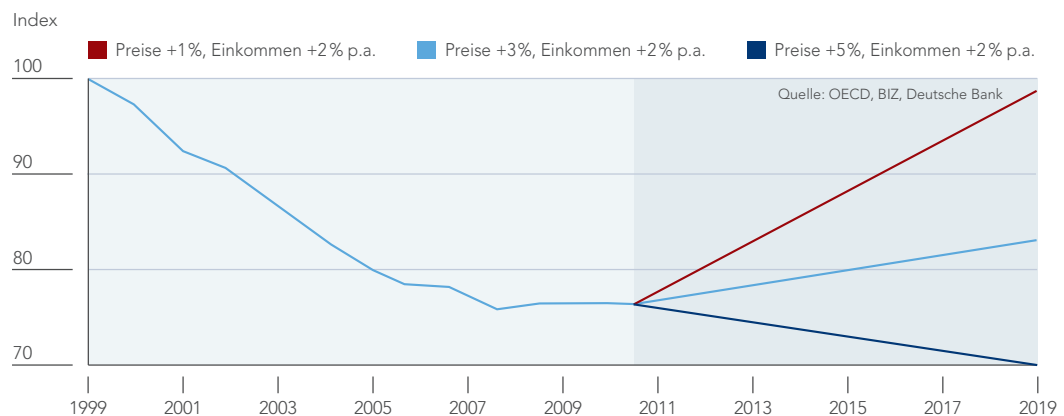
Erschwinglichkeitsindex, Hauspreise in Relation zum Einkommen, langfristiger Durchschnitt = 100



Dieses Bild lässt sich zumindest kurz bis mittelfristig wahrscheinlich fortschreiben, bedenkt man, dass in Deutschland ein Teil der volkswirtschaftlich notwendigen Reformen bereits vor 2006 durchgeführt wurde (Rentenreform, Arbeitsmarktreform), die erst in den letzten Jahren für die Bevölkerung Wirkung entfalten konnten. Dieser Wettbewerbsvorteil sollte bei normaler Entwicklung dazu führen, dass die Einkommen zumindest halbwegs stabil bleiben, eher sogar steigen. Aus unserer Sicht trifft dies nicht auf die meisten anderen Euroländer zu.

Szenarien für Deutschland

Erschwinglichkeitsindex, Hauspreise in Relation zum Einkommen, langfristiger Durchschnitt = 100



Bricht die Eurozone, dann kann durchaus in Erwägung gezogen werden, daß im aktuellen Umfeld Deutschland von ausländischen Anlegern als vergleichsweise sicherer Hafen gewertet wird, sprich es käme eventuell zu einer noch höheren Nachfrage. Deshalb erscheinen Investitionen in gute Wohnimmobilien an entsprechenden Standorten unter der Berücksichtigung vorher festgelegter Kriterien bei der Auswahl (z.B. Demografie, Arbeitslosenquote, Selbständigenquote, Messung der Verkehrsbeziehungen und Kaufkraft) weiterhin sinnvoll.

Die beiden anderen wirklich relevanten Anlageklassen für Immobilien, nämlich Handels- und Büroimmobilien, unterliegen dabei zusätzlichen, ihnen eigenen Gesetzmässigkeiten, die auch im Zusammenspiel mit institutionellen Anlegern (z.B. Fonds und Pensionskassen) zu betrachten sind. Dazu werden wir im nächsten Marktbericht mehr berichten.

PORTFOLIOAUSRICHTUNG

Aktien	Europa:	neutral
	USA:	untergewichten
	Asien:	übergewichten

Anleihen	EUR-Anleihen:	neutral
	EUR-Duration:	kürzer

Rohstoffe		übergewichten
-----------	--	---------------

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